

Fehlallokationen im Anlagegeschäft – Verzerrte Risikowahrnehmung in Hedge funds und Private equity

Anlagen in Aktien langfristig am attraktivsten

Von Pirmin Hotz

Noch vor zehn Jahren hat die despektierliche Aussage unter Finanzexperten die Runde gemacht, Aktien seien dann zu verkaufen, wenn Hausfrauen und Taxifahrer auf den fahrenden Zug aufspringen. Umgekehrt dränge sich ein Kauf dann auf, wenn sie, notabene bei Tiefstand, entnervt das Handtuch werfen. Vor rund vier Jahren, als sich die grösste Börsenkrise seit Jahrzehnten ereignete, stand die Finanzwelt Kopf. Ausgerechnet die hochtrabenden und teuer bezahlten Exponenten der Versicherungsindustrie mussten, bedingt durch eine kolossale Fehleinschätzung der eigenen Risikofähigkeit, Aktienpakete in Milliardenhöhe zu Tiefstkursen auf den Markt werfen. Was ist da schief gelaufen? Die allseits bekannten, restriktiven Regularien respektive Bewertungsvorschriften können als Begründung nicht genügen. Für die Verluste verantwortlich war eine verfehlte Anlagepolitik.

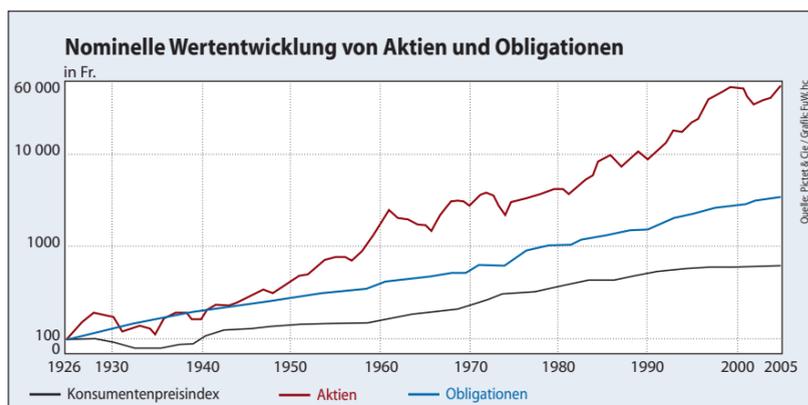
Es stellt sich die Frage, ob die arg gebeutelte Branche die richtigen Lehren gezogen hat. Leider gibt es da Zweifel. Wiederum in prozyklischer Manier haben die Versicherer auf historischen Zinstiefen die Laufzeiten der Obligationen, die das Schwergewicht ihrer Anlagen ausmachen, massiv verlängert. Begründet wird diese Politik mit einem konsequenten Asset-and-liability-Ansatz. Hat es diesen vor fünf oder zehn Jahren nicht auch schon gegeben? Es stellt sich auch die Frage, ob das prozyklische Verhalten im Sinne der Versicherten ist.

Ökonomisch fragwürdig

Im Zuge des markanten Zinsanstiegs in der ersten Hälfte des laufenden Jahres haben Festzinsanlagen viel an Wert eingebüsst. Schätzungen gehen davon aus, dass diese Verluste auf Obligationenbeständen inzwischen eine absolute (nicht prozentuale) Höhe erreichen, die bei einigen Gesellschaften bald schon mit denjenigen mit Aktien in den Jahren 2001 bis 2003 vergleichbar sind. Es mag erstaunen, wie wenig Aufsehen und Nebengeräusche diese Verluste nach sich ziehen.

Die Versicherer praktizieren ein einfaches Rezept, um einen Obligationen-Crash faktisch auszublenden. Unabhängig von Marktkursen werden ausgewählte Obligationen dauernd zum Rückzahlungskurs (Halten bis zum Verfallzeitpunkt) eingebucht. Diese buchhalterische Praxis ist zwar völlig legal, ökonomisch aber fragwürdig. Zum einen werden die volatilen Marktwerte ignoriert, was zu einem verfehlten Risikoempfinden führt. Zum anderen führt das zu einer verzerrten und langfristig suboptimalen Anlagepolitik. Langlaufenden und risikobehafteten Obligationen werden damit durch eine fragwürdige Bewertungspraxis besonders im Vergleich zu Aktienanlagen eine zu hohe respektive trügerische Sicherheit zugeordnet.

Hohe Wertverluste, wie sie in der ersten Hälfte des laufenden Jahres in diesen Papieren eingetreten sind, werden systema-



tisch ausgeblendet. Dagegen werden Wertverluste auf einem Aktienbestand sofort in der Erfolgsrechnung abgeschrieben. Obwohl Versicherer eigentlich langfristige Anleger sind, investieren sie also primär aus buchhalterischen Aspekten kaum mehr in die langfristig unbestritten attraktivste Anlageklasse. Das erstaunt auch aus Risikoüberlegungen, denn gemäss den Anlagestrategien der Credit Suisse Group hat seit dem Zweiten Weltkrieg ein gut diversifiziertes Aktienportfolio selbst nach den grössten Börseneinbrüchen nie länger als sechs Jahre benötigt, um die erlittenen Kursrückschläge wieder wettzumachen.

Anlegern mit gutem Erinnerungsvermögen ist zusätzlich bewusst, dass Obligationen, ganz im Gegensatz zu Aktien, in weiten Teilen Europas in den letzten 100 Jahren nicht nur einmal wertlos abgeschrieben werden mussten. In Weltkriegen oder in einer Weltwirtschaftskrise erwiesen sich Aktien als sicherer als die vermeintlich resistenten Obligationen. Es stellt sich deshalb die Frage, ob mit der aktuellen Buchführungspraxis eine ungleiche Behandlung von Wertschwankungen in der Bilanz der Versicherer nicht zu einer verfehlten Allokation der Anlagen führt.

Illiquidität verzerrt Risiko

Die Performance-Ergebnisse dieser Branche und die damit verbundene, prozyklische Anlagepolitik weisen klar in diese Richtung. Versicherer halten heute kaum mehr als 5% ihrer Anlagen in Aktien. Das ist aus langfristiger Betrachtung deutlich zu wenig und lässt sich ökonomisch auch mit Risikoaspekten nicht begründen. Pictet weist für die letzten 80 Jahre eine Durchschnittsrendite von 10,1% für Schweizer Aktien aus, während Obligationen gerade einmal 4,6% erreichten. Eine absolute Sicherheit gibt es überdies bei Obligationen auch mit Blick auf die Bonität der Schuldner und damit die Rückzahlung nicht. Das hat uns spätestens der Fall Swissair gelehrt. Es ist zu befürchten, dass institutionelle Anleger bei einem Auseinanderlaufen der zurzeit historisch tiefen Risikoprämien bei Obligationen weitere Verluste erleiden werden.

Eine verzerrte Risikowahrnehmung gibt es auch im zur Mode gewordenen Segment der alternativen Anlagen. Sowohl im

Bereich der Hedge funds wie auch in demjenigen von Private equity investieren deren Exponenten in nicht börsengehandelte Anlagen. Die betreffenden Investitionen werden sodann zum Nettoinventarwert (NAV) bewertet, der nach subjektiven Kriterien und nicht nach Angebot und Nachfrage der Investoren festgelegt wird. Die nicht durch Marktkräfte zu erfolgende Bewertung führt zwangsläufig zu einer unterschätzten Risikoeinstufung.

Im Vergleich mit liquiden und kotierten Aktien werden wiederum auf der Ebene der Risikomessung künstliche Wettbewerbsvorteile geschaffen, die die Allokation von Anlagegeldern in eine langfristig suboptimale Richtung lenkt. Würde man mit anderen Worten auch die Risiken der Aktien von kotierten Unternehmen mit dem NAV messen, so würde wohl kaum ein Anleger in einer Börsenbaisse Nestlé-Titel als risikobehaftet einstufen.

Es kann deshalb nicht angehen, dass illiquide Anlagen, die den täglichen Veränderungen der Marktkurse nicht unterliegen, im Vergleich zu liquiden Anlagen primär deshalb risikomässig vorteilhafter dastehen, weil sie illiquid sind! Es liegt ja schliesslich in der Natur dieser Anlagen, dass sie gerade wegen ihrer Illiquidität kaum Handel und damit auch über längere Zeit kaum Volatilität aufweisen. Offenkundig wird diese Erkenntnis oft erst wieder dann in Erinnerung gerufen, wenn die Anbieter illiquider Anlagen Abflüsse zu verzeichnen haben respektive zum Verkauf gedrängt werden. Die Volatilität von illiquiden Anlagen explodiert dann sprunghaft, wenn die Herde von Investoren aussteigen will. Das Platzen der Blase in der illiquiden New Economy ist diesbezüglich leider noch in bester Erinnerung.

Auch im Segment der von der Finanzindustrie mit Hochdruck vermarkteten strukturierten Produkte gibt es eine verzerrte Risikowahrnehmung. Die mit teilweise drohenden Namen versehenen Innovationen locken mit hohen Zinscoupons. Die Rückzahlung des Anlagebetrags ist typischerweise von der Kursentwicklung von zwei oder drei spezifischen Aktien abhängig. Es ist fraglich, ob sich die Anleger allerdings bewusst sind, dass bei fallenden Kursen die Rückzahlung ausgerechnet in demjenigen Titel erfolgt, die bis zum Verfallzeitpunkt die schlechteste (!) Performance auf-

gewiesen hat. Es braucht wohl keine besonderen Fähigkeiten um vorauszusehen, dass nach einer grösseren Korrektur am Aktienmarkt sich viele Anleger verduzt die Augen reiben werden.

Die Investoren werden eines Tages aufwachen und überrascht feststellen, dass ihre vermeintlich konservativen Finanzinnovationen durch risikobehaftete Aktien eingetauscht wurden. Nicht zum aktuellen Marktpreis notabene, sondern zu dem im Emissionsprospekt abgedruckten, höheren Ausübungspreis!

Was nützen dem Anleger in diesem Fall die vermeintlich hohen Coupon-Zahlungen von 8 oder 10%? Vielen Investoren dürfte wohl kaum bewusst sein, dass der Preis dieser attraktiven Verzinsung ein erhöhtes Aktienrisiko impliziert. Im Gegensatz zu einem diversifizierten Aktienportfolio werden nämlich in vielen strukturierten Produkten die Risiken wegen der komplexen Rückzahlungsmodalitäten geradezu potenziert.

Kreative Finanzbranche

Die Jagd nach Alpha (risikobereinigter Mehrertrag gegenüber einer Referenz-Benchmark) und der Wunsch nach risikofreien, aber trotzdem attraktiven Anlagen hat die Finanzbranche herausgefordert. Das ist im Grundsatz legitim und eine Konsequenz der schmerzlichen Erfahrungen aus dem Aktiendesaster vor wenigen Jahren. Leider führen die Schlüsse, die daraus gezogen werden, in eine falsche Richtung. Mit intransparenten und oft illiquiden Produkten werden Risiken marginalisiert, Performancevergleiche erschwert und hohe Gebühren in verschachtelte Strukturen gepackt. Anlageberater sind von Beratern zu reinen Verkäufern mutiert.

Zumindest ihre Kunden wissen oft gar nicht mehr, was sich überhaupt in ihren Depots befindet. Schliesslich fühlt sich auch kaum ein Berater mehr für den Erfolg oder Misserfolg der Anlageentscheidung verantwortlich. Die Anlageentscheidungen werden dann an anonymisierte Manager ausgelagert.

Im Zuge der Produkteuphorie wird oft vergessen, auf welche Weise langfristig Geld verdient wird. Der Ertrag unserer Kapitalanlagen basiert auf dem ökonomischen Mehrwert, der durch unsere Arbeit generiert wird. Direktanlagen in Aktien sind und bleiben deshalb auch in Zukunft die mit Abstand attraktivste Anlageklasse. Daran ändert sich auch nichts, wenn die Risikokomponente ins Zentrum des Interesses rückt. Bei der Beurteilung der wahren Risiken von Obligationen oder alternativen Anlagen muss Sorge getragen werden, diese nicht zu unterschätzen. Andernfalls führt dies zwangsläufig zu Fehlallokationen im Anlageprozess und damit zu suboptimalen Performance-Ergebnissen.

Dr. oec. HSG Pirmin Hotz ist Inhaber der gleichnamigen, auf Vermögensverwaltung spezialisierten Gesellschaft in Baar.

Kommentar

Völkerwanderung



Von René Bondt

Volkszählungen sind zunächst einmal trockener Stoff. Ihre Auswertungen haben es aber in sich. So hat man in Deutschland nach dem jüngsten Mikrozensus nicht schlecht gestaunt, dass im Lande der Fussball-Idole Podolski, Odonkor und Asamoah rund 15 Mio. Menschen mit «Migrationshintergrund» nachgewiesen werden konnten. Bisher ging man amtlich von etwa 7 Mio. Einwohnern erster, zweiter oder dritter Einwanderergeneration aus.

Deutschland ist also, mag das auch für gewisse politische Zirkel eine unerwünschte Feststellung sein, ein Zuwanderungsland genauso wie Kanada oder Australien. Und damit bildet der «grosse Kanton» auf dem europäischen Kontinent keine Ausnahme: Der Migrationsbericht der OECD weist in seiner jüngsten Ausgabe darauf hin, dass in den Industrieländern Jahr um Jahr 3 Mio. Menschen offiziell zuwandern – Tendenz steigend, im Gegensatz zum Zahlentrend bei der Anerkennung von Asylbewerbern. Setzt man den jährlichen Zustrom von Ausländern mit Beschäftigungs- und Niederlassungsrecht in Relation zur jeweiligen Gesamtbevölkerung, hält der «International Migration Outlook» gleich die nächste Überraschung bereit: Nicht Neuseeland, Grossbritannien und die USA führen die Tabelle an, sondern das EU-Nichtmitglied Schweiz, wo die Stimmbürger im Herbst Gelegenheit haben werden, neu gefasstes Asyl- und Ausländerrecht an der Urne zu beurteilen.

Mag sein, dass die OECD-Zahlenbasis 2004 nicht die alleraktuellste Entwicklung spiegelt. Mit der Osterweiterung der Europäischen Union setzte in den neuen EU-Mitgliedstaaten ein Exodus gut ausgebildeter Arbeitskräfte in Richtung Britannien, Irland und – zu einem geringeren Ausmass – Schweden ein. Aber letztlich kommt es nicht auf nüchterne Migrationsziffern an, sondern darauf, wie klassische, durch wachsende Überalterung charakterisierte Industriestaaten mit dem politischen Reizthema Zuwanderung und dem nicht minder sensiblen Folgeproblem Integration umgehen.

Warum es Immigration braucht

Aufgeklärte Köpfe wissen, dass Immigration nicht zum Untergang des Abendlandes führt, sondern eine bereichernde Komponente sein kann – dann nämlich, wenn es im Sinne des OECD-Rapports gelingt, «die richtigen Leute mit den richtigen Fähigkeiten anzulocken». Mittlerweile ähneln sich die gesetzgeberischen Ansätze fast aller Industriestaaten, doch in der Praxis managen Regierungen, Administrationen und die Wirtschaft das Migrationsphänomen nicht einmal innerhalb der EU einheitlich.

Nach der grossen Wanderungswelle der Neunzigerjahre, ausgelöst durch das Ende des Kalten Krieges, sorgt heute globale Mobilität für «Angebotsdruck». Dem steht in den Zuwanderungsstaaten ein «Nachfragesog» gegenüber, der nicht allein mit Demografie, sondern auch mit der Abneigung Einheimischer gegen Niedriglohnjobs mit geringem Renommee zu tun hat. Wie lässt sich beides verbinden: durch Legalisierung illegal Eingewanderter und ihre forcierte Integration samt Familiennachzug? Mit (saisonalen) Kontingenten? Oder mit einer harten Selektion zwischen erwünschter Freizügigkeit, humanitärer Aufnahme und brüsker Wegweisung?

«Alle Welt will hoch qualifizierte Immigranten», bilanziert die OECD. Wie man alles auf die Reihe kriegt, darauf hat die Stimme der Industrieländer freilich auch keine Patentantwort.

Anzeige

Index oder Performance ?

Performance in der Vergangenheit ist keine Garantie für Ergebnisse in der Zukunft. In den Performance-Daten sind die bei der Emission und beim Rückkauf der Aktien erhobenen Kommissionen und Gebühren nicht berücksichtigt. OYSTER ist eine Luxemburgische SICAV. Der Prospekt sowie die letzten Halbjahres- und Jahresberichte können kostenlos bei Bank SYZ & CO AG, Rue du Rhône 30, Postfach 5013, CH – 1211 Genf 11, Vertreter und Zahlungsstelle in der Schweiz, bezogen werden.

OYSTER European Opportunities EUR

Performance seit Auflegung vom
01/06/1999 bis zum 31/05/2006
(Referenzindex*: +23,29%)

+100,10%

OYSTER European Opportunities EUR	Referenzindex*
Performance 2005	+34,13%
Performance 2006 (bis zum 31/05/2006)	+11,15%
	+26,68%
	+4,44%

*Referenzindex: DJ STOXX 600 EUR, für den gleichen Zeitraum. Fonds in EUR notiert.

OYSTER Funds
Come for performance. Stay for life

Bank SYZ & CO AG
Genf | Zürich | Lugano | Locarno
www.oysterfunds.com

