

Wer ist der Beste im ganzen Land?

Viele Anleger erwarten, dass ihr Vermögensverwalter sie so durch die Wirren der Finanzmärkte führt, dass immer gerade jene Instrumente oder Titel das Portefeuille zielen, die in der nächsten Zeit (Tage, Wochen, Monate, Jahre?) die höchste Gesamttrendite bringen. Natürlich werden solche Erwartungen durch Versprechungen seitens der Anlageberater und Vermögensverwalter teilweise auch ganz bewusst geschürt. Garantien werden dabei allerdings keine abgegeben – der beste Hinweis dafür, dass so einfach die Sache nicht sein kann. Die äusserst beschränkte Prognosefähigkeit ist es eben, die eine handfeste Garantie gar nicht erst zulässt.

Ob in den nächsten drei, sechs oder zwölf Monaten Geldmarkt-, Obligationen- oder Aktienanlagen am besten abschneiden vermag niemand mit Gewissheit, ja nicht einmal mit grosser Verlässlichkeit zu sagen – selbst wenn die Verhältnisse so klar gegen die Aktien zu sprechen scheinen wie in der heutigen Situation. Auch die brillianteste Argumentation des Vermögensverwalters kann nicht über diese fehlende Verlässlichkeit hinwegtäuschen.

Trotz aller Unwägbarkeiten der Finanzmärkte hat die jahrhundertelange Erfahrung aber gezeigt, dass in einer langfristigen Betrachtungsweise (ein paar Jahre) das diversifizierte Risiko durch einen höheren Ertrag belohnt wird. So schneiden insbesondere auch international gut gestreute Aktienanlagen trotz Rezessionen und Crashes langfristig besser ab als Obligationen- oder Geldmarktanlagen. Auch wenn dies für den in Aktien engagierten Anleger im heutigen Zeitpunkt ein schwacher Trost ist – für all jene, insbesondere Pensionskassen, die noch wenig oder gar nicht in Aktien investiert sind, sollte doch zumindest die Erfahrung einen Kaufanreiz darstellen, dass in den letzten 50 Jahren praktisch jeder markante Einbruch an den Aktienbörsen eine Einstiegsmöglichkeit bot, in der das Chancen/Risiko-Verhältnis für die Aktien besonders gut war. Heute, wie nach dem Crash von 1987, huldigt aber kaum jemand dieser Maxime; man hat unter anderem das Gefühl, dass die heutigen Verhältnisse eben ganz beson-

ders schlimm seien, und wartet zu, bis die Situation wieder sicherer und die Kurse höher sind.

Es ist allerdings klar, dass die höhere Gesamttrendite der Aktien mit grösseren Kursschwankungen erkaufte werden muss. Der zweite Teil der Artikelserie hatte gezeigt, dass gute Vermögensverwaltung primär Risikomanagement darstellt. Dabei geht es insbesondere darum, unter Berücksichtigung der individuellen Risikofähigkeit, -freudigkeit und vor allem auch des relevanten Anlagezeithorizontes eine massgeschneiderte Vermögens-Allokation (zwischen Geld-, Obligationen- und Aktienanlagen) festzulegen.

Performance

Vielfach wird behauptet, angesichts der Komplexität der Materie müsse sich die Beurteilung eines Portfolio Managers primär an der Performance (Gesamttrendite) orientieren. Dabei wird aber oft verkannt, wie schwierig gerade in diesem Bereich eine verlässliche Evaluation ist. Das Grundproblem liegt darin, dass die in der Vergangenheit erzielten Gesamttrenditen nicht notwendigerweise einen verlässlichen Indikator für die zukünftige Performance abgeben. Das Problem stellt sich selbst dann, wenn es gelingt, die jeweils eingegangenen Risiken explizit zu berücksichtigen. Es darf ja nicht sein, dass man einfach jenen Vermögensverwalter aus-

wählt, der in den letzten Jahren die beste Performance erzielt hat, nur weil er die höchsten Risiken eingegangen ist. Eine Adjustierung der Gesamtrendite um diese Risiken ist also notwendig, in der Praxis aber erfahrungsgemäss gar nicht so einfach zu realisieren.

Eine verlässliche Evaluation des Portfolio Managers verlangt auch, dass zwischen „Glück und Können“ unterschieden wird. Man will ja nicht einen Vermögensverwalter wählen, der in der Vergangenheit die guten Resultate mit Glück oder per Zufall erzielt hat - wir alle wissen, wie schnell sich das Glück abwenden kann. Aus rein statistischer Sicht ist angesichts dieser Problematik ein mehrjähriger Performanceausweis absolut notwendig. Gemäss einer groben Regel müsste dieser Ausweis strenggenommen sogar 25 Jahre umfassen, damit man mit relativ grosser Verlässlichkeit sagen könnte, dass ein Portfolio Manager die überdurchschnittliche Leistung nicht Zufällen zu verdanken hat. Selbst wenn dieser „Nachweis“ gelingen würde, stellt sich die berechnete Frage, ob die „nachgewiesenen“ Fähigkeiten auch in der Zukunft zum Tragen kommen.

In der Praxis wird ein Portfolio Manager meist aufgrund der jährlichen Performance beurteilt. Dabei tendiert der Anleger auf den ersten Blick naheliegenderweise dazu, jene Vermögensverwalter auszuwählen, die im vergangenen Jahr eine besonders gute Gesamtrendite erwirtschaftet haben. Entsprechend entziehen selbst Pensionskassen jener Bank oder jenem Vermögensverwalter das Mandat, der im vergangenen Jahr am schlechtesten abgeschnitten hat. Obwohl diese Maxime weit verbreitet ist, muss sie doch ernsthaft in Frage gestellt werden. Rein statistisch ist es nämlich eher so, dass die „Overperformance“ von einer „Unterperformance“ gefolgt wird. Dementsprechend müsste man eher denjenigen Vermögensverwalter auswechseln, der im vergangenen Jahr eine ganz besonders gute Performance erzielte – eine wohl etwas ungerrecht anmutende und intuitiv kaum akzeptable Maxime.

Wer diese Handlungsanweisung jedoch aus logischen Gründen ablehnen will, kommt nicht um die Einsicht herum, dass letztlich neben einem längerfristigen Performanceausweis noch andere Elemente zur Beurteilung eines Portfolio Managers beigezogen werden müssen. In einer Delegation der Vermögensverwaltung sollte der Anleger gewisse Aspekte des Portefeuilles und des Verhaltens des Portfolio Managers kontrollieren. Folgende Punkte gilt es dabei besonders zu beachten.

Allokation des Vermögens

Der Risikograd des Portefeuilles wird hauptsächlich durch die Aufteilung auf Geldmarktanlagen, Obligationen und Aktien bestimmt. Je höher die Aktienanlagen, um so höher das Risiko und um so besser die längerfristige Wertentwicklung. Der Anleger sollte sich fragen, ob der Anteil an Risikopapieren (Aktien, Optionen, Fremdwährungsobligationen und -geldmarktanlagen) zumindest in einem groben Sinne seinem Risikoprofil (Risikofähigkeit, -freudigkeit, Anlagezeithorizont) und seinen Renditeerwartungen entspricht. Wer vor allem auf das laufende Einkommen angewiesen, wer kurzfristigen Wertschwankungen des Portefeuilles abgeneigt ist und/oder wer angesichts einer grösseren Ausgabe mit einer baldigen (Teil-)Liquidation des Portefeuilles rechnen muss, wird den Anteil der Risikopapiere auch mit (angeblich) noch so guten Börsenaussichten tief ansetzen. Wer dagegen auf das laufende Einkommen des Portefeuilles nicht angewiesen ist und kurzfristige (auch markante) Kursverluste (sprich Buchverluste) hinnehmen kann, wird einem hohen Anteil an Risikopapieren, insbesondere Aktien, den Vorzug geben. Dies um so mehr, je länger der Zeithorizont ist, das heisst je später auf das Vermögen selbst zurückgegriffen werden muss.

In diesem Zusammenhang mag auch die Frage von Interesse sein, wie sich das Portefeuille im Falle eines Crashes reduziert. Der Anleger sollte abschätzen können, was im Fall einer 30%igen Kurseinbusse der Aktien mit dem Wert seines Portefeuilles ungefähr geschieht. Wer die Folgen eines solchen Einbruchs objektiv

oder subjektiv nicht ertragen kann oder wer angesichts seiner eher pessimistischen Gemütslage in einem solchen Falle mit einer Liquidation der Aktien reagiert, der sollte die Aktienquote bereits zum vornherein auf ein tragbares Niveau reduzieren. Davon darf er sich von seinem Vermögensverwalter selbst dann nicht abhalten lassen, wenn dieser eine goldene Zukunft der Aktien sieht. Analog sollte der Anleger aber auch intervenieren, wenn sein Vermögensverwalter die Aktienquote angesichts angeblich „besonders unsicherer Zeiten“ markant unter jenes Niveau drückt, das eigentlich dem Risikoprofil entsprechen würde. In diesem Falle besteht das „Risiko“ darin, allfällige grössere Kursanstiege zu verpassen. Falls ein Portfolio Manager zu extremen Variationen der Aktienquote neigt, ist höchste Vorsicht geboten. Vieles deutet darauf hin, dass er seine Prognosefähigkeiten überschätzt - die Kosten trägt allerdings der Kunde.

Ohne klare, schriftlich festgehaltene Restriktionen mit Bezug auf die einzugehenden Risiken, beziehungsweise die zu berücksichtigende Asset-Allokation geht es nicht. Dabei genügt die in der Praxis meist anzutreffende Zuweisung in eine von zwei oder drei gegebenen Portefeuille-Kategorien nicht. Der Anleger sollte dem Vermögensverwalter nicht nur ein Maximum, sondern auch ein Minimum an Aktienanlagen vorschreiben - denn viele Portfolio Manager neigen angesichts massenpsychologischer Angstprozesse dazu, das Risiko des Portefeuilles unter jenes Mass zu drücken, das für den Anleger optimal ist - mit entsprechend negativem Einfluss auf die längerfristige Gesamtrendite. Vielfach wird man den Eindruck nicht los, dass die Portefeuilles im allgemeinen nicht das Risikoumfeld des Anlegers, sondern jenes der Vermögensverwalter beziehungsweise Anlageberater spiegeln. Überall dort, wo die Kundenportefeuilles sehr ähnliche Strukturen, sprich Aktienquoten, aufweisen, muss dies angenommen werden. Denn die Individualitäten der Anleger lassen es als äusserst unwahrscheinlich erscheinen, dass sie alle mit einer Aktienquote von beispielsweise 15 % oder 30 % „abgefertigt“ werden können.

Diversifikation

Auch die Frage, ob der Vermögensverwalter die für das Portfolio Management so wichtigen Diversifikationsvorteile genügend ausnützt, kann der Anleger selbst überprüfen. Falls das Portefeuille bloss aus einigen wenigen Titeln besteht, ist meistens bereits ein Problem indiziert. Es ist wichtig, dass insbesondere in den Aktienanlagen verschiedene Länder und Branchen berücksichtigt werden. Es darf nicht vorkommen, dass eine schlechte Unternehmensnachricht, eine politische Wahl oder die Aufkündigung eines Preiskartells in einer bestimmten Branche die Gesamtrendite eines Portefeuilles dominant beeinflusst. Die Diversifikation sorgt dafür, dass die Auswirkungen solcher Meldungen auf den Gesamtportefeuillewert in einem beschränkten Rahmen bleiben.

Für kleine und mittlere, teilweise aber selbst für grössere Portefeuilles ist es beinahe unvermeidlich, Indexfonds oder gut geführte, traditionelle Anlagefonds einzubauen. Letztere werden in ihrer Bedeutung im allgemeinen unterschätzt, insbesondere weil von ihnen das Falsche erwartet wird. Nicht die ohnehin unsichere „Overperformance“, sondern die in kleiner Stückelung und relativ billig erhältliche Diversifikation ist entscheidend. Falls die Diversifikation Mängel aufweist, ist in zweifacher Hinsicht ein Problem vorgezeichnet. Einerseits beinhaltet das Portefeuille nichtsystematische (das heisst diversifizierbare) Risiken, die vom Markt längerfristig im allgemeinen nicht belohnt werden. Unvorhergesehene Ereignisse auf Titel-, Branchen- oder Länderstufe können zu Verlusten führen, die sich durch Diversifikation hätten reduzieren lassen. Andererseits weist eine mangelhafte Diversifikation darauf hin, dass der Portfolio Manager seine (Prognose-)Fähigkeiten überschätzt.

Auch die Diversifikation hat allerdings ihre Grenzen. Es kann ja nicht darum gehen, alle Titel aller Länder einzubeziehen. Bei der Diversifikation handelt es sich sinnvollerweise nicht um ein mechanistisch anzuwendendes Optimierungskalkül; eine massvolle Berücksichtigung der persönli-

chen (Markt-)Meinung ist vertretbar. Wenn jedoch Extrempositionen eingegangen werden, dann ist sicherlich ein Problem indiziert. Gerade das häufige und extreme Ändern der Aktienquote kann besonders viel Schaden anrichten - die zeitlichen Diversifikationsvorteile lassen sich am ehesten durch eine relativ starre Vermögensallokation einfangen.

Investieren versus Spekulieren

Der Anleger sollte extrem schlechte wie auch extrem gute Gesamttrenditen überprüfen. Wenn der Wert eines Portefeuilles sinkt, obwohl die Kapitalmärkte freundlich tendieren, ist, wie im umgekehrten Falle, ein Fragezeichen zu setzen. Ist das Portefeuille zu stark auf einen Aktienmarkt, eine Branche oder sogar einen Titel ausgerichtet? Dominiert der Goldanteil? Gibt es Titel, die aufgrund ihrer zweifelhaften Qualität zu dieser Abweichung führen? Eine relativ enge Korrelation mit der allgemeinen Marktentwicklung sollte erwartet werden können. So ist die Berechenbarkeit des Risikos für den Kunden ebenfalls gegeben. Sie verlangt auch, dass die Anlagen primär in erstklassigen Obligationen und Aktien erfolgen.

An der Kalkulierbarkeit des Risikos lässt sich auch der Unterschied zwischen Spekulieren und Investieren verdeutlichen. Wer in Aktien investiert, muss und soll davon ausgehen, dass bei sinkenden Kursen auch sein Portefeuille an Wert verliert. Wer sowohl mit sinkenden wie steigenden Aktienpreisen den Wert seines Portefeuilles zu erhöhen versucht, ist ein Spekulant. Weil die entsprechenden Versuche vielfach scheitern, kann sich das Portefeuille dann selbst in guten Börsenzeiten reduzieren. Häufige und markante Veränderungen der Aktienquote deuten bereits darauf hin, dass der Portfolio Manager nicht Investor, sondern Spekulant ist. Darüber darf auch die Tatsache nicht hinwegtäuschen, dass solche Portfolio Manager in der Praxis oft „Profis“ genannt werden. Dass sie langfristig nicht nur volkswirtschaftlich, sondern auch für den Kunden im allgemeinen mehr Schaden als Nutzen anrichten, wird vielfach ob der Hektik des Alltags verkannt.

Kontrolle des Transaktionsvolumens

Dass die Aktien auch in „schlechten“ Zeiten von irgend jemanden gehalten werden müssen, scheint kaum noch zu interessieren. Wie die jüngste Irak/Kuwait-Krise erneut gezeigt hat, versucht man die Aktien in solchen Situationen wie heiße Kartoffeln loszuwerden. Zum Glück werden solche Spekulationen in vielen Fällen nicht belohnt; ansonsten würde nämlich das marktwirtschaftliche System in einem seiner Grundpfeiler zusammenbrechen. Unsere Wirtschaft steht und fällt mit Investoren und Anlegern, die bereit sind, das unternehmerische Risiko mitzutragen. Allfällige Kursrückgänge sind der Preis für einen längerfristig überdurchschnittlichen Erfolg. Wer dieses Risiko nicht einzugehen bereit ist, sollte von dieser Anlageform gänzlich absehen. Schönwetter-Aktionäre sind auch volkswirtschaftlich schädlich. Mit der Einführung von Absicherungsinstrumenten an den Optionenbörsen hat ihr Lager leider noch Zuwachs erhalten. Aktien werden seither noch häufiger als Spekulationsobjekte gekauft, unterliegt man doch dem Irrglauben, im Falle schlechterer Zeiten die Positionen schnell und kostengünstig absichern zu können.

Die Volkswirtschaft als Ganzes kann diese Risiko jedoch nicht reduzieren, geschweige denn vermeiden. Irgendwelche Wirtschaftssubjekte müssen es tragen. Es bleibt die Hoffnung, dass die jüngsten Unruhen an den Aktienmärkten vor allem jene Aktienbesitzer vertrieben haben, die es auf kurzfristige Spekulationsgewinne abgesehen haben. Ein Investor dagegen lässt sich durch diese oft massenpsychotischen und teilweise von den fundamentalen Bestimmungsgründen wegführenden Marktbewegungen nicht von seiner Anlage abbringen, zumindest solange er an das Überleben der Marktwirtschaft glaubt.

Die Tatsache, dass sich viele Marktteilnehmer auf das Aufsuchen interessanter Titel und das „Spekulieren“ über zukünftige Marktentwicklungen konzentrieren, heisst noch lange nicht, dass es sich dabei um volkswirtschaftlich oder für den auftraggebenden Kunden sinnvolle Tätigkeiten handelt. Zwar leuchten die potentiellen Gewinnmöglichkeiten unmittelbar ein – nur

selten werden die Erwartungen jedoch auch erfüllt. „Wenn der Kunde die Bank mit der Bewirtschaftung seines Wertpapiersportefeuilles (Portfolio Management) beauftragt hat, besteht die Gefahr, dass diese ohne jede wirtschaftliche Notwendigkeit zu viele Börsentransaktionen durchführt, um ihren Kommissionsertrag zu erhöhen“ („Beobachter“ 18/89: „Fallmaschen im Sparstrumpf“). Der Anleger muss und kann dies mittels einer rigorosen Kontrolle der Umschlagshäufigkeit des Portefeuilles kontrollieren.

Persönlichkeit/Vertrauensverhältnis

In der Delegation der Vermögensverwaltung ist die Persönlichkeit des Portfolio Managers selbst mit noch so professionellen Kontrollmethoden von ausschlaggebender Bedeutung. Dabei sind fachliche wie rein persönliche Elemente entscheidend. Langjährige Erfahrung im Gebiete der Vermögensverwaltung und eine gute theoretische Ausbildung sollten selbstverständlich sein. Wichtig ist aber auch, dass sich der Vermögensverwalter nicht allzu sehr durch massenpsychologische Prozesse beeinflussen lässt. Wenn im Crash verkauft wird, ist in dieser Beziehung bereits ein Problem indiziert. Der Anleger darf von seinem Vermögensverwalter eine eigene Meinung, ein eigenes Konzept und eine Führungsrolle im Falle unvorhergesehener Ereignisse erwarten. Dazu gehören die notwendige Unabhängigkeit im Entscheiden und der Mut zu antizyklischem Handeln. Keinesfalls darf es jedoch dazu kommen, dass die persönliche Überzeugung mit Bezug auf bestimmte Markttrends die zeitliche wie titel-, branchen- und ländermässige Diversifikation allzu sehr vernachlässigen lässt. Der Portfolio Manager muss eben die Portefeuilles auch vor seinen Prognosefehlern schützen. Letztlich sind es diese Elemente, die zusammen mit der persönlichen Zuneigung jenes Vertrauensverhältnis schaffen, das selbst bei der professionellen Delegation von Vermögensverwaltungsmandaten von ausschlaggebender Bedeutung ist.

* Dritter und letzter Teil der Artikelserie zum Thema Möglichkeiten und Grenzen der Vermögensverwaltung.