

## Strategie und Sicherheit

### 1. Süssigkeiten statt Schläge

Wieder einmal hatte man sich auf eines der schwierigeren Kundengespräche eingestellt – über den Sinn von Aktienanlagen in den letzten zwei, drei Jahren und über den Sinn der Beibehaltung der gewählten Strategie in den nächsten paar Monaten und Jahren – und erwartete, nach all den Kursrückschlägen seit Frühjahr 2000 und insbesondere nach dem turbulenten Juli 2002, naheliegenderweise wenig Streicheleinheiten für den Anlageberater. Denn es ist, selbst im Falle professionellster Diversifikation und gelungener Vermeidung allerschlimmster Verlustpositionen wie Enron oder Vivendi, eines klar: In einem allgemeinen Börsenabschwung ist jede Aktie im Portefeuille eine Aktie zuviel. Und jede Strategie, die trotz allem dieses seltsame verlustbringende Vehikel namens Aktie einbezogen hatte, könnte aus heutiger Sicht als Denkfehler bezeichnet werden.

Man war also auf Vorhaltungen gefasst. Stattdessen wurde eine Schachtel feinsten Schokoladenkonfekts überreicht mit den Worten: „Wissen Sie – nach allem, was in den letzten Monaten passiert ist, sind wir so froh, dass es Ihre Bank noch gibt!“ Noch? Der Mitinhaber des über 260-jährigen Bankhauses konnte zu einigen bestärkenden Angaben über die finanzielle Lage des Unternehmens ansetzen. Vor allem aber schuf die Bemerkung der Kundschaft die Ausgangslage für ein intensives Gespräch über die Fragen von Sicherheit, von vermeintlicher Sicherheit, von Wahrscheinlichkeiten, vom Eintreffen unwahrscheinlicher Fälle und von der Wahl vertretbarer Handlungsweisen.

Die Tatsache, dass in unserem von Sicherheitsdenken geprägten Land offen über die weiteren Aussichten des Banken- und Versicherungskonglomerats Credit Suisse und über die Überlebenschancen der zwei Versicherungskonzerne Rentenanstalt und Zurich Financial Services diskutiert wird, der Umstand, dass der früher von Erfolgen gekrönte Financier Martin Ebner in

einem Notverkauf seine Investmentgesellschaften veräussern und dass die Staatsbank ZKB unter Sachzwang diese völlig unpassenden Vehikel in ihr Angebot übernehmen musste, schliesslich die jüngst durch die Eidgenössische Bankenkommision erzwungene Schliessung der A&A-Actienbank: Das alles sind nicht mehr nur zufällige und letztlich vorübergehende Phänomene. Vielmehr sind diese Entwicklungen äussere Zeichen eines tiefgreifenden Wandels, der Opfer fordert und vermeintliche Gewissheiten gründlich erschüttert.

Die für die Schweiz deshalb besonders schmerzhaften Entwicklungen, weil der Schweizer an Gewissheiten gewöhnt ist und man sie von ihm auch erwartet, stehen selbstverständlich vor dem Hintergrund eines übergreifenden internationalen Prozesses der allgemeinen Verunsicherung und des allgemeinen und nachhaltigen Vertrauensverlusts. Kein Stein scheint mehr sicher auf dem andern zu stehen. Konzernbilanzen verändern sich unter dem Druck von Aufsichtsorganen um Milliardenbeträge, stolze Unternehmensgewinne werden im Handumdrehen zu jahrelang erlittenen Verlusten, teuer bezahlte Akquisitionen erweisen sich – plötzlich! – als wertlos. Es hagelt Entlassungen, nicht nur bei den seit je von Überkapazitäten geprägten Fluggesellschaften, sondern bei den Investmentbanken in London und New York, dort also, wo noch bis vor ganz kurzer Zeit Personal um fast jeden Preis angestellt wurde. Es werden Konkursanträge gestellt, die Schuldenberge hinterlassen werden, wie man sie noch nie gesehen hatte. Und im Hintergrund drohen noch ganz andere Schuldenberge ganzer Wirtschaftssektoren (Telecom-Branche!) und ganzer Weltregionen (Lateinamerika!), die einem den Schlaf rauben können.

Die Schachtel mit Süssigkeiten hat zwei Seiten. Das Hinnehmen-Können von Kursverlusten ist, weil ohnehin unvermeidlich, für alle Beteiligten positiv. Das Frohsein-Müssen um einen Hort der Sicherheit und der Stabilität zeigt hingegen möglicherweise einen Mentalitätswandel auf, der eine Abwendung vom Glauben an Zukunft und

Wachstum und eine Hinwendung zu Gedanken der Perspektivenlosigkeit bedeuten könnte. Der eine Kunde ist froh, dass es seine Bank noch gibt. Der nächste möchte Gold kaufen, weil er dem monetären System nicht mehr traut. Der dritte würde am liebsten Banknoten unter die Matratze legen. Das Vorherrschen der Sicherheitsthematik ist auffallend. Und es werden strategische Optionen diskutiert, über die männlich vor ein paar Jahren laut gelacht hätte. Die Entwicklungen an den Finanzmärkten haben einen Reifegrad erreicht, der ein tiefgreifendes Überdenken der Konzepte verlangt. Der vorliegende Anlagekommentar versucht, dazu einen Beitrag zu leisten.

## **2. Der Monat Juli als „Stunde der Wahrheit“**

Den Sommermonat Juli des Jahres 2002 werden viele Anleger und viele Berater nicht mehr so schnell vergessen. Innerhalb weniger Tage brachen die wesentlichen und breitgefassten Aktienindizes der Welt um rund 20 Prozent ein. Dies, nachdem schon in den Jahren 2000, 2001 und im angefangenen Jahr 2002 bereits viel Terrain verloren gegangen war. Der Kurseinbruch auf tiefem Niveau war gekennzeichnet durch ein massives Auftreten von verkaufswilligen Anlegern und eine überaus zögerliche Bereitschaft zur Risikonahme auf der Käuferseite. Wer waren die Verkäufer?

Es besteht ein weitgehender Konsens, dass es sich nicht um private Anleger handelte, die quasi von einem konzertierten Verleideranfall erfasst worden wären. Vielmehr waren es offensichtlich ganz grosse institutionelle Anleger, die sich von ihren Aktienbeständen trennen *mussten*. Profis also, denen man immer nachgesagt hatte, dass gerade sie nicht von der Sorte Anleger seien, die auf hohem Niveau kauften und auf tiefem Niveau verkauften. Solcherlei sagt man ja unfairerweise den Hausfrauen nach.

Weshalb der dramatische Sell-Off? Weshalb eine so geballte Ladung? Vordergründig wird selbstverständlich in solchen Fällen jeweils die „Marktpsychologie“ bemüht, die daran schuld sein soll, dass ganz plötzlich alle dasselbe tun. Unsere Überlegungen gehen in eine andere Richtung. Für uns waren die Verkäufe im Monat Juli 2002 eine Art *Show-Down*, eine Offenbarung *falsch gewählter Anlagestrategien*. Wenn ein institutioneller Anleger nach dem andern am Ende dieses dunklen Monats Juli verkünden muss, sein gesamthafte Aktienexposure sei drastisch geschrumpft, dann sagt er implizit, vorher sei das Risiko bedeutend höher gewesen und man habe jene strategische Allokation markant

korrigieren müssen. Wenn ein Financier wie Martin Ebner seine Aktienvehikel veräussern muss, dann baut er in dramatischer Weise Aktienexposure ab, das heisst, er korrigiert eine frühere Allokationsentscheidung. Offenkundige Schieflagen waren das eine – die Verkaufswelle erfasste aber auch zahllose andere, ähnlich gelagerte Institutionelle und war Teil eines globalen Sell-Offs. Aus dem Halbjahresabschluss der Credit Suisse Group lässt sich ein auf 9 Prozent reduzierter Aktienanteil der Winterthur-Versicherung herauslesen. Anfangs Jahr lag er noch bedeutend höher.

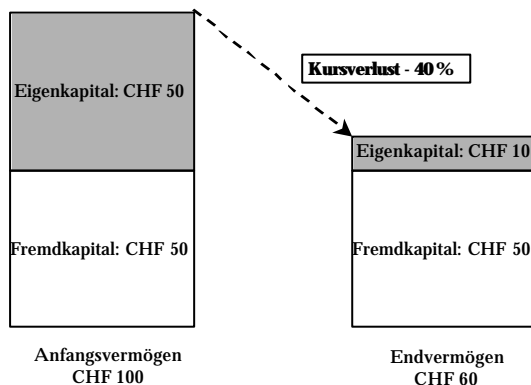
Selbstverständlich erfolgen solche grossen, strategisch relevanten Veränderungen alles andere als freiwillig. Denn die Welt sah anfangs Juli nicht wesentlich anders aus als zu Beginn des Vormonats und sogar auch zu Beginn des Jahres 2002. Wenn schon, dann hätte man auch zu früheren und besseren Zeiten den Wechsel vornehmen können. Der Strategiewechsel war erzwungen, weil das Risiko nicht mehr tragbar war. Weshalb? Weil Zeit und/oder Kapital knapp wurden.

Es lohnt sich, die Auswirkungen der Kreditnahme für den Erwerb von Aktien sich immer wieder vor Augen zu halten. Sowohl im Fall Ebner als auch bei einer Lebensversicherung steht den Aktienpositionen ja nicht lediglich verpflichtungsfreies Eigenkapital gegenüber. Vielmehr besteht (bzw. bestand) die Strategie darin, Verpflichtungen in Form von Bankkrediten, die zinspflichtig sind und irgendwann einmal zurückbezahlt werden müssen, einzugehen, oder Verpflichtungen in Form von Lebensversicherungspolice und Pensionsversprechen einzugehen, die entweder vertraglich oder durch Gesetz bestimmte Rückzahlungsmodalitäten aufweisen.

„Leverage“, wie diese Strategie genannt wird, ist etwas Wunderbares, solange das Kreditsubstrat werthaltig bleibt und damit uneingeschränkt als Hinterlage für die eingegangenen Verpflichtungen dienen kann. Und noch wunderbarer ist Leverage, wenn das Kreditsubstrat im Wert zunimmt. Man kann damit seinem Kapitaleinsatz quasi einen Turbolader beifügen – pro Franken Kursgewinn kann man eine Verdoppelung oder Vervielfachung des eingesetzten Geldes erreichen. Je nach steuerrechtlichen Gegebenheiten akzentuiert sich die Hebelwirkung, nämlich dann, wenn Kursgewinne auf Aktien steuerfrei sind, die Kreditzinsen jedoch abgesetzt werden können. Das wunderbare Instrument des „Leverage“ ist deshalb auch bei Privatanlegern nicht ganz unüblich.

Weniger wunderbar ist der Rückwärtsgang. Der Turbolader bleibt nämlich bestehen, was beim Rückwärtsfahren gefährlich sein kann. Pro Franken Kursverlust beim Kreditsubstrat schmilzt das eingesetzte Kapital doppelt oder mehrfach dahin. Oder anders ausgedrückt: Durch Kreditnahme kann man die Risiken einer Anlagestrategie deutlich verändern – man erhöht das Gewinnpotential, indem man das Risiko schneller Wertverluste einget. Wer zur Spekulation neigt, weil er felsenfest an den Erfolg seiner Strategie glaubt, mag sich mit normalen Renditen oft nicht abfinden: Er braucht den Turbolader des Leverage. Der in guten Börsenzeiten so beliebte Kauf von Optionen ist eine besonders elegante Form, Hebelwirkung zu erzeugen. Ökonomisch gesehen ist eine gekaufte Option nichts anderes als eine gegen einen zeitlich limitierten Kredit gekaufte Aktienposition.

#### Leverage-Effekt bei Kursverfall



Der Monat Juli bereitete auf breiter Basis allen Formen gehebelter Strategien ein abruptes Ende. Wenn sich die Spirale nach unten einmal zu drehen begonnen hat, dann kann sie kaum mehr etwas aufhalten. Belehntes Kreditsubstrat muss in Notverkäufen auf den Markt geworfen werden – der Bankier verwendet dafür das sympathische Wort „Exekution“. Der Monat Juli war ein Monat der Exekutionen.

### 3. Expliziter und impliziter Leverage

Nun wird man zurecht einwenden, zwischen einem Financier wie Martin Ebner, der offenbar Aktien gegen riesige Bankkredite gekauft hatte, und einer Lebensversicherungsgesellschaft, welche laufend Geld von Versicherten zur Anlage entgegennimmt, bestehe ein grosser Unterschied. Gewiss. Im einen Fall sind es wenige Kreditgeber, die zur Sicherheit ihres Kredits Aktien als Hinterlage erhalten. Im anderen Fall ist es eine beinahe unbestimmte Zahl von Gläubigern, die sich von der Gesellschaft ein künftiges Zahlungsverprechen in Form einer Police geben lassen. Als Sicherheit haben sie die Zusage der

Beaufsichtigung der Gesellschaft durch ein Bundesamt. Im einen Fall werden Aktien notfallmässig verkauft, weil deren Wert eine bestimmte Marge unterschritten hat. Im anderen Fall werden Aktien notfallmässig verkauft, weil man per Stichtag die notwendige Deckung nachweisen muss. Diese Deckung wird im Versicherungsgeschäft als „Solvabilität“ bezeichnet, was ökonomisch gesehen nicht viel anderes ist als eine Marge für einen Lombardkredit, mit dem Unterschied vielleicht, dass die Marge ausser vom beauftragten Bundesamt von niemandem errechnet werden kann... Im einen Fall sind es wenige wohlinformierte Gläubiger, die dem gehebelten Aktienvermögen gegenüberstehen, im anderen Fall ist es eine grosse Anzahl von Versicherungskunden mit einem eindeutigen Informationsnachteil.

Dieser Informationsnachteil der Kunden sowie der Umstand, dass die Forderungen aus Versicherungspolice nur nach und nach fällig werden, machen den wesentlichen Unterschied zu „gewöhnlichen“ gehebelten Vermögen aus. Der Leverage von Versicherungsgesellschaften ist m.a.W. einfach ein wenig versteckter, impliziter. Vorhanden ist er dennoch.

Wir vermuten, dass es viel mehr solcher versteckter Leverage-Strukturen gab und noch gibt und dass genau sie sehr wesentlich dazu beitragen, dass bis auf weiteres keine Ruhe in die Aktienmärkte kommen kann. Nehmen wir beispielsweise an, während der Neunziger Jahre habe sich eine Industrieunternehmung ein Finanzvermögen „netten“ Ausmasses aufbauen können. Immer mehr habe man sich in Aktienanlagen vorgewagt. Durch die damals ausserordentlich ansprechenden Kursanstiege habe das Finanzergebnis im Laufe der Zeit eine immer höhere Bedeutung erlangt, der Finanzchef eine immer gewichtigere Positionierung innerhalb der Geschäftsleitung, und schliesslich habe man damit begonnen, das eigentliche, angestammte operative Geschäft zu vernachlässigen. Die Börsen hätten „es“ jeweils schon wieder gerichtet. So sei man mehr und mehr zum Portfoliomanager eines nicht näher definierten impliziten Anlagefonds geworden, und die Analystengemeinde habe dazu, wie das eben so ist, auch noch applaudiert.

Das Jahr 2000 habe man angesichts hoher Reserven schadlos, das Jahr 2001 mit einem blauen Auge überstanden. Die Anlagestrategie habe man angesichts der immer tieferen Kurse immer weniger gerne überdacht – bis zum Juli 2002, als klar wurde, dass nun vom Finanzergebnis eine echte Gefährdung nicht nur des Jahresabschlusses

ses 2002, sondern der ganzen Unternehmung ausgehen könnte. Beispielsweise dann, wenn schön korreliert das ohnehin vernachlässigte operative Geschäft auch noch stottert.

Was war die Folge? Man musste sich zur Unzeit, nämlich im Juli dieses Jahres, vom Aktienrisiko nolens volens trennen, und je schlimmer dieser Juli wurde, desto mehr war man dazu gedrängt.

Impliziter Leverage: Das sind Strukturen, die durch mehr oder weniger verdeckte Verpflichtungen oder aber durch Defizite in ihrem operativen Geschäft rasant an Risikofähigkeit verlieren. Sie prägten die Märkte in diesen Wochen und Monaten. Kein Wunder, wird jetzt noch bei fast jeder Nachricht, und möge sie faktisch noch so harmlos sein, Katastrophenalarm ausgelöst. Der Verlust an Risikofähigkeit führt dazu, dass Knall auf Fall Strategien verändert werden müssen. Strategien, die wohl zuvor nicht ganz richtig überlegt gewesen waren. Darauf gilt es jetzt einzutreten.

#### 4. Die Spekulation auf die Statistik

Der Hebeleffekt, ob ein expliziter oder ein verkappter, ist interessant, wenn die Spekulation aufgeht, haben wir gesagt. So lange Aktien also werthaltig bleiben und über die Zeit mindestens die Rendite erbringen, die man für die Kosten des Leverage erbringen muss, geht die Rechnung auf. Die meisten Annahmen, die den genannten Strukturen à la Ebner, Rentenanstalt, Winterthur-Versicherung und Zurich Financial Services zugrundelagen, die aber auch wegleitend für die implizit gehebelten Finanzvermögen waren, basierten auf statistischen Betrachtungen. Nach dem Eclat um Ebner wurden in den Medien die Langzeitstudien über Aktien- und Bondrenditen aus dem Hause Pictet angegriffen. Es wurde vorgeworfen, die Studien hätten quasi risikolose Gewinne mittels „Aktiensparen“ suggeriert.

Die Studien sind selbstverständlich nicht falsch. Ihre Interpretation war fragwürdig. Nur schon die Idee, *Investieren* in Aktien als „*Sparen*“ zu bezeichnen, verriet seit je das Denkmuster bzw. die Denkfehler, die hinter der Interpretation der so schön und oberflächlich gesehen so stetig steigenden Kurve der Aktienrenditen standen. Der vordergründig so beruhigende Verlauf kann ja in dem Sinne ausgelegt werden, dass Aktienrisiken sich insofern in Grenzen halten, als sich die Kurse immer wieder innert nützlicher Frist erholen und als Unterrenditen in der Regel bald wieder einmal durch Haussen korrigiert werden. Wenn das so wäre, dann könnte man sich, versehen mit einigermaßen genügend Eigenkapital und mit einem einigermaßen genügendem

Zeithorizont, durchaus auf einen Erwerb von Aktien gegen die feste Verpflichtung eines Kredites einlassen. Die Interpretation lässt aber zweierlei ausser Betracht:

a) Langzeitstudien wie diejenige von Pictet beziehen sich meistens auf Indizes und nicht auf irgendwelche Einzeltitel. Indizes erholen sich in der Tat immer wieder. Bei Einzeltiteln muss das überhaupt nicht der Fall sein. Stolze Firmen können unter bestimmten Konstellationen auch untergehen, oder sie können zu einem jahrelangen Krebsgang verdammt sein. Einzelne Titel wie ABB, Credit Suisse, Rentenanstalt oder Zurich Financial Services können deshalb bei weitem schlechter abschneiden als der Durchschnittsmarkt, so schlecht, dass dann wegen geschrumpfter Kapitalbasis die Durchschnittsrendite kaum mehr erreicht werden kann. Anlagestrategien, die sich auf nur wenige Titel beziehen, sind deshalb bei weitem gefährlicher als eine einigermaßen indexorientierte Vorgehensweise.

b) Langzeitstudien sind Längstzeitstudien, Durchschnitte machen nur bezogen auf die ganz grosse Zahl einen Sinn. *Durchschnittliche Erwartungsrenditen* sind zur Beurteilung eines kurzfristigen Zeithorizonts ein *verführerisches Instrument*. Wenn man für Schweizer Aktien, sagen wir, durchschnittlich durchaus 6 bis 8 Prozent Rendite pro Jahr erwarten darf, dann könnte man vielleicht meinen, damit sei problemlos ein Kredit mit jährlichen Zinsszahlungen von 4 oder 5 Prozent finanzierbar. Schön wär's, denn das wäre das Perpetuum mobile der Finanzwelt. Es handelt sich um eine *vermeintliche Sicherheit*, und solche sind per se gefährlicher als bewusst betretene Abgründe. Wenn während zwei, drei oder auch mehr Jahren garstige Unterrenditen resultieren, dann funktioniert die Sache nicht mehr. Eine langanhaltende Baisseperiode macht gehebelten Positionen den Garaus.

Seien wir aber ehrlich: Im Grunde genommen hat wohl niemand, abgesehen von den notorischen Berufspessimisten, damit gerechnet, dass sich das wirkliche, schmerzhaftes Aktienrisiko dermassen brutal genau in diesen zwei Punkten manifestieren wird. Deshalb akzeptierten wir alle auch die explizite oder implizite erhöhte Risikoprämiation durch breitangelegtes Leveraging. Wir wussten zwar schon lange, dass der Boom der Neunziger Jahre einmal vorbei sein würde, wir rechneten durchaus mit einem Rückschlag – aber eben auch mit der baldigen Erholung, nicht nur der Märkte als Ganzes, sondern auch der einzelnen Titel à la ABB und Rentenanstalt. „Durchsuchen“ war die Devise. Nicht nur bei Ebner.

## 5. Wie Aktienmärkte wirklich sind

Die fast unaufhaltsame Börsenhausse seit 1981 verleitete zum *Extrapolieren der Problemlosigkeit* von Aktienanlagen im Sinne einer vermeintlichen Sicherheit. Die Annahme angeblicher Problemlosigkeit fand allenthalben Eingang in die Anlagestrategien. Darin und nicht in Betrachtungen über das Bersten irgendwelcher „Bubbles“ liegt die intellektuelle wie auch praktische Herausforderung. Die fast unaufhaltsame und nur selten ernsthaft unterbrochene Börsenhausse machte alle, Anleger, Finanzchefs, Portfoliomanager, Kreditgeber, zu regelrechten *Schönwetterpiloten*.

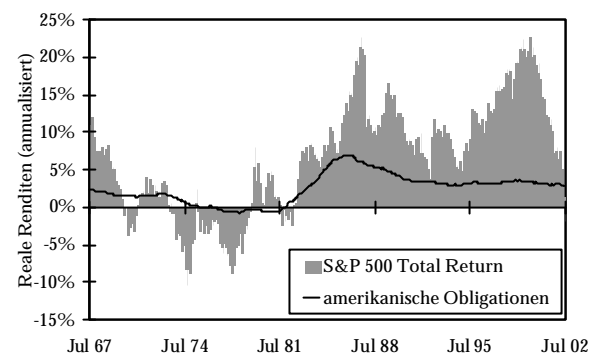
Auf der intellektuellen Seite beschäftigte man sich schon seit langem mit der Frage, weshalb denn in aller Welt Aktien mehr rentieren sollten, wenn es sich um eine derart unproblematische Art von Anlagen handle. Unproblematisch eben in dem Sinn, dass sich ja die Durchschnittsrendite nach Rückschlägen bald wieder einmal einstellen wird. Das „Equity Risk Puzzle“ war gegen Ende der Neunziger Jahre eines der am heissesten diskutierten Themen in Ökonomenkreisen. Wirklichen Fortschritt in der Diskussion brachten eigentlich erst die Arbeiten von Mordechai Kurz (Stanford), Andrea Beltratti und Maurizio Motolese, die die Theorie der *rationalen Erwartungsbildung* durch die Märkte weiterentwickelten und um spieltheoretische Aspekte ergänzten. Sie errichteten eine Theorie der „*Rational Beliefs*“, d.h. der rationalen Gläubigkeiten, und können mit dieser Theorie die Existenz von Übertreibungen („Bubbles“) und Baissephasen ohne weiteres erklären.

„Ohne weiteres“ in der Hinsicht, dass keine anderen als ökonomischen Erklärungen zu Hilfe genommen werden müssen. Die neue Theorie hat m.a.W. nichts gemeinsam mit den auf psychologischen Erkenntnissen beruhenden Behaviour-Ansätzen. Gemäss Kurz/Beltratti/Motolese entstehen Über- und Untertreibungen an den Märkten deshalb, weil es sich für die Marktteilnehmer angesichts der Komplexität der Materie kaum je lohnt, eine andere Meinung zu haben als die Mehrheit der anderen. Die letzten Jahre haben zwar enorme Fortschritte gebracht in der Zurverfügungstellung von Information – Fortschritte in der Interpretation der mehrfach angewachsenen Informationsmenge haben wir jedoch nicht gemacht. Die Folge davon ist, dass trotz weltweit gesamthaft geringer gewordenen konjunkturellen Schwankungen die Risiken an den Finanzmärkten gestiegen sind.

Die Theorie geht noch einen Schritt weiter: Gerade weil Unter- und Übertreibungen zum We-

sen funktionierender Märkte gehören, gibt es letztlich dann auch, im Durchschnitt und über lange, lange Jahre gesehen, *Überrenditen* bei Aktienanlagen. Darum und *nur darum*. Ohne das Risiko also, dass man aus einer nicht endenwollenden Hausseperiode in eine von niemandem erwartete und viel länger als je gedachte Baisse sinkt, wären die Überrenditen von Aktien gegenüber weniger risikobehafteten Anlagen nicht berechtigt.

### Aktien und Obligationen im Vergleich: Haltedauer 5 Jahre



Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Die obige Grafik gibt die Renditeverhältnisse von Aktienanlagen im Vergleich zu Bondrenditen wieder. Was auffällt: Aktienrenditen sind in der Tat meistens deutlich höher als Renditen von Festverzinslichen. Aber nicht immer! Es kann absolut schlimme, langanhaltende Phasen mit Unterrenditen geben.

Graue Theorie? Mitnichten! Die Entwicklung seit Frühling 2000 hat uns genau mit diesem ganz besonderen Aktienrisiko konfrontiert. Nicht ein Crash von 30 Prozent ist das Problem, sondern die nunmehr lange, sehr lange Periode negativer Kursentwicklungen. Wer jetzt noch nicht weiss, was Aktienrisiken sind, der soll, beispielsweise, einen Rentner fragen, der im Jahr 2000 65-jährig wurde und seinen Rentenanspruch aus der Pensionskasse vollumfänglich in Aktien investiert hatte. Seine Kapitalbasis ist auf die Hälfte gesunken; er wird kaum Chancen haben, zu seinen Lebzeiten daraus wieder aufzutauchen, wenn er von diesem Geld auch noch Teile des Lebensunterhalts bestreiten will. Individuell und spezifisch, d.h. auf jeden einzelnen Anleger, ob privat oder institutionell, bezogen, können Aktienrisiken durch und durch verheerend sein. Der Rentner kann auf die Langzeitstudie von Pictet pfeifen – sein voraussichtlicher Lebenshorizont ist nicht lange genug, um von den mit Aktien langfristig erreichbaren Durchschnittsrenditen noch profitieren zu können.

## 6. Allwettertaugliche Anlagestrategien?

Man kann die Implikationen dieser Erkenntnisse für die Formulierung von Anlagestrategien nicht ernst genug nehmen. Wer auch nur im entferntesten durch einmalige Extremverluste oder durch langanhaltende Baisseperioden in Schwierigkeiten geraten könnte, darf das Anlageinstrument Aktie im Grunde genommen nicht in die Hände nehmen. „In Schwierigkeiten geraten“: Das kann man durch einen Mangel an Kapital und/oder einen Mangel an Zeit. Aktienanlagen dürfen durch ihr risikobehaftetes Verhalten weder Geldnöte noch Zeitnot verursachen.

Das tönt harmloser, als es ist. Über den Rentner haben wir bereits gesprochen. Der Finanzchef der mit einem Finanzvermögen gesegneten Industriefirma muss sich aber auch ganz genau überlegen, was „in Schwierigkeiten geraten“ heissen könnte. Wenn durch einen negativen Finanzertrag beispielsweise die Investitionstätigkeit gefährdet werden könnte, so würde es sich unseres Erachtens eindeutig um solche Schwierigkeiten handeln. Es gibt aber einen für die Formulierung der Anlagestrategie viel heikleren Bereich. Wir vermuten nämlich, dass im Grunde genommen der Anlagehorizont vieler institutioneller Vermögen bedeutend kürzer ist, als dies immer wieder deklariert wird, weil die Prädominanz von Quartals-, Halbjahres- und Jahresabschlüssen deutlich negative Finanzergebnisse als inakzeptabel erscheinen lässt. Oder anders gesagt: Wegen der immer wieder aufs neue drohenden Pflicht, positive Zahlen vorzulegen, ergibt sich für das Finanzvermögen von Unternehmungen selbst dann eine implizite „Verpflichtung“, wenn die Eigenmittelausstattung durchaus genügend ist. Finanzvermögen von Unternehmungen sind deshalb bei weitem weniger risikofähig, als dies in den Anlagestrategien jeweils heroisch formuliert wurde – damals, als man noch von der Extrapolation der Problemlosigkeit, von der vermeintlichen Sicherheit der Durchschnittsrenditen ausging.

Was für das Finanzvermögen operativ tätiger Unternehmungen gilt, ist vermutlich bis zu einem gewissen Grade auch richtig für institutionelle Anleger wie Pensionskassen und Versicherungen. Die in kurzen Perioden zu erbringende Berichterstattung beschränkt die Risikofähigkeit in erheblichem Ausmass, vermutlich selbst dann, wenn sehr komfortable Deckungsverhältnisse vorhanden sind. „In Schwierigkeiten geraten“ kann ja eine durchaus handfeste Komponente haben: Pensionskassenverwalter oder auch Finanzchefs grosser institutioneller Anleger unterliegen, wie wir alle, bestimmten Anreizen. Die

Angst vor nachhaltig negativen Zahlen kann eine durchaus berechtigte sein, selbst dann, wenn von der objektiven Seite nichts dafür sprechen würde, dass man echt „in Schwierigkeiten geraten“ könnte.

Damit ist die subjektive Seite der Thematik angesprochen. Sie betrifft vor allem auch den privaten Investor. Die Erfahrung zeigt, dass selbst dann, wenn bei weitem genügend Mittel vorhanden wären, um sämtliche auch nur entfernt denkbaren Verpflichtungen abzudecken, wenn m.a.W. die Eigenmittelausstattung in jeglicher Hinsicht komfortabel ist, die psychologische Konstellation dennoch gegen die mit Aktien verbundenen Risiken spricht. Ganz einfach deshalb, weil nur wenige Menschen wirklich in der Lage sind, schlimme Rückschläge und anhaltende Baisseperioden zu akzeptieren. Sie geraten, nicht objektiv, sondern wegen ihren subjektiven Vorstellungen und Erwartungen, „in Schwierigkeiten“. Die Formulierung von Anlagestrategien, welche über einen genügenden Zeitraum dann auch Bestand haben können, ist insofern schwierig, als die subjektiven Vorstellungen und Erwartungen Schwankungen unterliegen. Die Annahme extrapolierter Problemlosigkeit von Aktienanlagen geht ebensowenig an den subjektiven Empfindungen vorbei wie übertriebener Pessimismus. Die Gefahr prozyklischer Strategieveränderungen ist deshalb unbestreitbar gross.

Allwettertaugliche Anlagestrategien müssen auf die genannten objektiven und subjektiven „Verpflichtungen“ Bezug nehmen. Die Extrapolation angeblicher Problemlosigkeit von Aktienanlagen hat zu allzu sorglosen Strategien verführt. In welchem von den Verwaltungsräten feierlich verabschiedeten Strategiepapier steht denn nicht, man verfolge eine Anlagepolitik, welche „auf Sicherheit und Rendite“ ausgerichtet sei? So ein Unsinn! Geradesogut könnte man die Quadratur des Zirkels proklamieren. Wer Rendite will, kann keine Sicherheit verlangen. Und umgekehrt.

## 7. Die Funktionentrennung als Ausweg

Aktien sind gefährliche Anlagevehikel, haben wir festgestellt. Gefährlicher, als lange gedacht. Aktien sind aber auch hochinteressante Instrumente, weil sie – langfristiger als gedacht! – Renditen generieren, die mit anderen Instrumenten nicht zu erreichen sind. Welche strategischen Optionen stehen offen? Man kann

a) künftig auf jegliches Aktienexposure verzichten. Damit wird man in Zukunft Extremverluste und langanhaltende Baisseperioden vermeiden und insoweit besser schlafen können. Man ver-

zichtet dann aber explizit auf eine Teilnahme an der langfristigen Überrendite, und ökonomisch gesehen nimmt man am realen Wachstum der Weltwirtschaft nicht mehr teil. Durch Inflation wird mit der Zeit das Kapital in seiner Kaufkraft erodiert. Falls man eine Zielsetzung „Sicherheit“ verfolgt, ist die Zielerreichung kurzfristig gegeben, langfristig gehört man aber zu den Verlierern.

b) weiterhin auf Aktienanlagen setzen. Dabei ergeben sich zwei strategische Untervarianten:

- Man kann gelassen und relativ passiv hinnehmen, was die Märkte so alles bringen und bescheren, weil man nicht daran glaubt, dass die Rational-Belief-Phasen „Optimismus“ und „Pessimismus“ in irgendeiner Form prognostizierbar sind. Die Theorie hat man bei dieser Vorgehensweise auf seiner Seite, denn sie besagt ja, dass gerade wegen und nur wegen der fehlenden Prognostizierbarkeit eine Überrendite von Aktienanlagen resultiert.
- Oder man kann versuchen, aktiv und mit viel Aufwand alle anderen Marktteilnehmer auszutricksen, indem man Aktienanlagen taktisch hoch- und dann wieder niederfährt und indem man Anlagen sucht, von deren Erfolg man überzeugt ist. Dann hat man zwar die Theorie ein wenig gegen sich, dafür befriedigt man aber die Intuition.

Unser eigener Lösungsansatz läuft auf eine *pragmatische Mischvariante* hinaus. Wir sind der Ansicht, dass man jedem Teil einer Bilanz, sei sie institutioneller oder privater Natur, die richtige ökonomische Funktion zuweisen sollte. Voraussetzung dafür ist eine sauber durchgeführte Bilanzanalyse (*Asset-and-Liability-Prozess*), die im Falle von Unternehmungen natürlich komplex werden kann. Wie schwierig aber auch immer – am Schluss resultieren nach unserer Erfahrung meistens zwei bis drei klar unterscheidbare ökonomische Funktionen, nämlich ein den vielfältigen Verpflichtungen gegenüberstehender Sicherheitsblock, ein dem Eigenkapital entsprechender Block, der auf Wachstum ausgerichtet sein und schwanken darf, sowie möglicherweise ein weiterer, notfalls verzichtbarer Block zur Wahrnehmung künftiger Opportunitäten. Wichtig ist, die Unterscheidung zwischen „Verpflichtungen“ und „Eigenkapital“ nicht buchhalterisch und rechtlich, sondern ökonomisch vorzunehmen. In der Buchhaltung eines Privaten müsste zum Beispiel die Überlassung einer künftigen Erbschaft an sich unter „Eigenkapital“ stehen. Wenn der Wunsch nach Zurücklassung eines ganz bestimmten Betrags aber sehr stark ist, so muss man die Position ökonomisch zu den Ver-

pflichtungen schlagen. Die Anlage des Betrags in Aktien kommt dann nicht mehr in Frage. Genauso muss bei einer operativ tätigen Unternehmung eine geplante Investition durch eine Anlage im Sicherheitsblock aufgefangen werden, obschon in der Buchhaltung von einer solchen Position noch nirgends etwas zu sehen ist.

Was resultiert, ist eine Art Schichtbilanz, die selbstverständlich immer wieder der Überarbeitung und der Überprüfung bedarf. Die Methode hat den Vorteil, dass es über die Grenzen der einzelnen Blöcke hinaus zu keinen Überraschungen kommen kann. Spekulationen mit Leverage-Charakter lassen sich vermeiden oder, wenn man sie dennoch eingehen will, dann wenigstens klar aussondern und bewusstmachen. Die Methode ist relativ stimmungsneutral, weil nicht Optimismus oder Pessimismus an den Märkten die Strategie bestimmen, sondern die davon meist unabhängigen Bedürfnisse der Investoren. Trivial? Vielleicht schon. Aber ziemlich krisenresistent. Wenn bei den eingangs erwähnten „Fallen Angels“ wie der CS Group und den Lebensversicherern diese Hausarbeiten gemacht worden wären, hätten sich unnötige Risiken vermeiden lassen.

Denselben Pragmatismus wenden wir für die Bewirtschaftung von Aktienanlagen, so man weiterhin dabeibleiben will, an. Die indexnahe, relativ passive Variante „versichert“ unsere Portefeuilles gegen künftige Produktivitäts- und Wachstumsschocks in der Weltwirtschaft. Mit der relativen Passivität geben wir implizit zu, nicht zu wissen, wann und wo solche Ereignisse passieren werden, und vor allem: nicht zu wissen, wann die Aktienmärkte die positiven Entwicklungen vorwegnehmen. Die Methode läuft auf eine erhebliche Disziplinierung der Anlagetätigkeit hinaus, auf einen Verzicht der extremen Fokussierung à la Ebner also, was aber eine aktive und bewusste Auswahl der Investitionsobjekte keinesfalls ausschließt.

Da relative Passivität aber der Intuition sowohl von Kunden als auch Beratern zuwiderläuft, lassen wir in einem bestimmten Rahmen (rund 30 Prozent des Aktienanteils) aktive Strategien zu. Dort, wo wir das Gefühl haben, dem Rest des Marktes um zwei, drei zusätzliche Gedanken voraus zu sein, setzen wir auf bestimmte Titel, Sektoren oder Länder. Oder wenn wir der Ansicht sind, die Aktienpreise am Markt seien immer noch etwas hoch, dann reduzieren wir das Aktienexposure durch den Einsatz von strukturierten Produkten.

## 8. Wohlüberlegt statt mutig

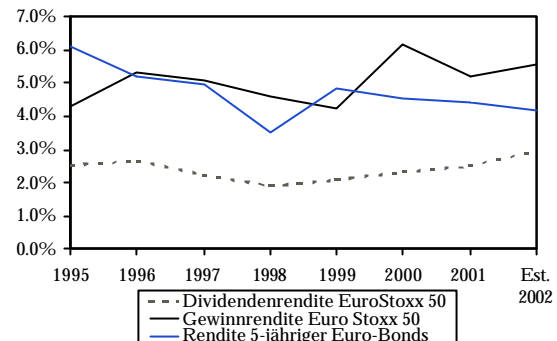
Wir werden immer wieder gefragt, ob nach all den Kursrückschlägen der letzten Monate und Jahre die Märkte nun „billig“ geworden seien. Ob sich ein verstärkter Einstieg also lohne oder nicht. Dieselbe Fragestellung wird auch häufig gebraucht, um unsere Meinung zur Möglichkeit weiterer, markanter Rückschläge auszuloten. Angesichts der extrem hohen Volatilitäten an den Märkten muss man sich nicht schämen, wenn man darauf keine eindeutige Antwort hat. Nicht umsonst hopen die Kurse seit Ende Juli auf und ab.

Was man weiss: Die Aktien sind heute billiger als auch schon. Was man nicht weiss: Wie es wirklich um die Ertragslage und die weiteren Zukunftsaussichten der Unternehmungen steht. Teilweise, weil die Betrügereien noch keineswegs ausgeräumt sind, teilweise, weil die sektoriellen oder allgemeinen Konjunkturaussichten alles andere als klar sind. Was man auch nicht weiss, und dieser Punkt wird vermutlich entscheidend sein, inwieweit und wie schnell sich das durch Betrügereien, überrissene Risikofreudigkeit und euphemistische Analysepraktiken enttäuschte Anlegervertrauen wieder herstellen lässt. Viel spricht für einen anhaltenden und nur durch *Tatbeweise* umkehrbaren Pessimismus. Im Klartext bedeutet dies deutlich tiefere Kurs-/Gewinn-Verhältnisse für die kommenden Monate, vielleicht Jahre.

Soll man unter solchen Vorzeichen investieren oder nicht, oder, äquivalent gefragt, soll man die bestehende Aktienposition aufrechterhalten? Lohnt es sich über die nächsten Monate? Weil wir strikte der Ansicht bleiben, dass weder kurz- noch mittelfristig wirklich eindeutige Prognosen generierbar sind, und weil wir für diejenigen, die Aktien aus strategischen Gründen haben sollten, keinen Grund sehen, prinzipiell von ihrem Entscheid abzuweichen, empfehlen wir taktisch für die heutige schwierige Zeit im Aktienbereich zweierlei: Erstens den Einsatz von strukturierten Produkten, die von einem primär seitwärts tendierenden Markt profitieren. Ein dauerhaftes Einpendeln der Indices auf 20 Prozent und mehr wäre in nächster Zeit wirklich eine Überraschung. Alles, was darunter liegt, kann über strukturierte Produkte mit deutlich tieferer Risikonahme erwirtschaftet werden. Allfällige Kursverluste nach unten können durch die Produkte teilweise abgefangen werden. – Wer mit Optionen umzugehen in der Lage ist, kann bestehende Positionen durch Call Optionen verschreiben.

Diese Strategie entspricht ökonomisch dem Einsatz von strukturierten Produkten.

### Gewinn-, Dividenden- und Bondrenditen



Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung; Daten marktkapitalisierungsgewichtet

Die zweite Empfehlung geht dahin, die Aktienauswahl so zu treffen, dass sie den gegenwärtigen Bedürfnissen der Investoren nach mehr Sicherheit gerecht wird. Nachdem man mit allem Zahlenwerk mehrfach und fortgesetzt über den Tisch gezogen worden ist, zählen für die nächste Zeit unseres Erachtens nur noch die *Tatbeweise*. Die Präsentation schöner Ergebnisse, selbst wenn sie begleitet wäre von einer feierlichen eidesstattlichen Erklärung, wird nicht genügen. Einer der wenigen funktionierenden *Tatbeweise* stellt die *Auszahlung von Dividenden* dar. Wer Cash hat, noch besser, wer Cash erarbeitet, beweist, dass es ihm gut geht. Wer einen schönen Teil dieses Cashes auch noch auszahlen kann, der entzieht sich, das heisst dem Management, zudem auch noch Mittel für künftige dumme Investitionen, Akquisitionen und andere Schweinereien. Falls man diese saloppe Überlegung noch mit ein paar finanzanalytischen Untersuchungen versieht – beispielsweise, ob der Cash wirklich aus dem operativen Geschäft stammt, oder, ob die großzügige Dividendenpolitik dennoch genügend hohe Investitionen erlaubt – dann kann man nicht völlig falsch liegen. Die obenstehende Grafik zeigt die Annäherung der Dividendenrendite (Dividende durch Aktienkurs) zur Bondrendite sowie die nunmehr über der Bondrendite liegende Gewinnrendite für europäische Aktien. Die stark gefallen Aktienkurse auch von Unternehmungen, die immer noch Geld verdienen, haben im Grunde genommen attraktive Verhältnisse geschaffen. Aber Geld verdienen müssen sie, unsere Anlageobjekte! So schnell glauben wir den Schälmeien von Wachstumsstrategen nicht mehr.

KH, 19. 8. 2002