

Ein neues Alphabet in der Vermögensverwaltung?

1. Sitzungszimmer mit tieferer Bedeutung

Wer als unser Kunde oder als Gast des ältesten Bankhauses der Schweiz am Bohl in St. Gallen in ein Besprechungszimmer tritt, trifft auf Raumbezeichnungen mit den griechischen Buchstaben α , β , γ bis und mit ω . Die Wahl dieser Namen bei der Gebäuderenovation im Jahre 1997 hatte nichts mit der Zurschaustellung einer besonderen Vorliebe für die klassische Antike zu tun (obschon dies natürlich auch zum Selbstverständnis einer auf langfristige Beziehungen ausgerichteten Privatbank gehörte...), sondern mit dem Bedürfnis der durch die moderne Finanzmarkttheorie geprägten Mitarbeiter, den Kranz von Kennzahlen, mit denen dieser Teil der Wirtschaftswissenschaft arbeitet, einem breiteren Publikum näherzubringen. Während Jahren fristeten unsere griechischen Zimmernamen dann ein relativ unbeachtetes Dasein, bis, vor einem Jahr etwa, alle Welt von „Alpha“ und „Beta“ zu sprechen begann. Heute darf an Kongressen über Asset Management, Private Banking und dergleichen keine Gelegenheit ausgelassen werden, „Alpha“ und „Beta“ in den Mund zu nehmen, ansonsten man Gefahr läuft, der Gruppe der noch geduldeten, aber nicht mehr ganz aktuellen Redner zugeordnet zu werden. Noch haben es die übrigen griechischen Buchstaben nicht geschafft, zum Modewort in der Finanzindustrie zu werden, aber wer weiss – einzelne Kennzahlen wie das δ (Replikationsverhältnis von Optionen durch Aktien) hätten durchaus das Potential dazu. Unser Bankhaus wäre für diesen Fall bestens gerüstet, denn in der Zwischenzeit sind auch die Sitzungszimmer sämtlicher Niederlassungen mit griechischen Buchstaben versehen worden. Solcherlei nennt man „corporate culture“.

Doch Spass beiseite: So ganz unberechtigt ist der Wirbel um die Kennzahlen „Alpha“ und „Beta“ nicht, denn er hat sehr viel damit zu tun, in welche Richtung sich die Vermögensverwaltung seit einigen Jahren entwickelt hat und welche weiteren Schritte in den nächsten Jahren absehbar

sind. Darüber hinaus beweist die Konjunktur der beiden Begriffe auch, welche Sprengkraft ein früher einmal ziemlich unscheinbares theoretisches Konzept mit der Zeit entwickeln kann. Die Finanztheorie, noch bis in die Neunzigerjahre von Praktikern belächelt, verändert heute das Bild unserer Tätigkeit in hohem Masse, und dies lässt natürlich auch den Anleger, um den es letztlich ja geht, nicht unberührt.

Was ist „Alpha“, was „Beta“? Beginnen wir der Einfachheit halber bei letzterem. Die Risikokennzahl „Beta“ bezeichnet die Sensitivität eines einzelnen Titels oder Portfolios gegenüber Schwankungen eines gegebenen, grösseren Portfolios. Ein solches „gegebenes, grösseres Portfolio“ kann beispielsweise ein ganzer Markt bzw. dessen Index sein, und weil die Sensitivität dieses ganzen Marktes gegenüber sich selber gleich eins sein muss, wird „Beta“ meistens gleichbedeutend verwendet wie die Marktveränderungen bzw. die Rendite eines Indexes während einer bestimmten Zeit. „Beta“ in diesem zweiten Sinne kann sozusagen ohne eigenes Zutun erwirtschaftet werden, indem man einfach ein entsprechendes Indexprodukt – einen Indexfonds, einen Exchange Traded Fund (ETF) oder einen Indexfuture erwirbt. Die Risikokennzahl „Alpha“ bedeutet demgegenüber die *systematische* Renditeabweichung eines einzelnen Titels oder einer Gruppe von Titeln von der Entwicklung des „Beta“-Gesamtportfolios. Positives „Alpha“, selbstverständlich ein erwünschtes Phänomen, ist gleichbedeutend mit einer systematischen Überrendite, und genau das ist es, was denn auch die heutige Beliebtheit des Begriffs ausmacht: der Versuch nämlich, zu beweisen, dass man positives „Alpha“ im Sinne einer Überrendite produzieren kann. Wenn man ihrer Werbung glaubt, scheint die ganze Hedge Fund Industrie davon zu leben. Dazu und ganz allgemein zu „Alpha“ und „Beta“ im folgenden ein paar vertiefende Überlegungen.

2. Indexprodukte als Auslöser

Am Anfang stand, wie gesagt und im übrigen auch anderswo, der Begriff. Mit der Instrumentalisierung von „Beta“, oder vereinfacht, der Markt- oder Indexrendite, eröffnete sich eine ganze neue Welt des Anlegens. Die Idee, die

Kapitalanlage nicht dem Risiko einer einzelnen, spezifischen Aktienanlage auszusetzen – das Bestreben also, das Risiko von Managementfehlern, von widrigen exogenen Entwicklungen, von Glück oder Pech in der Führung einzelner, spezifischer Unternehmungen zu verringern, indem man „einfach“ ein ganzes, grosses Portfolio von sehr vielen einzelnen, spezifischen Titeln erwirbt – diese Idee ist letztlich auf die Arbeiten von Markowitz (1956) und Jensen (1968) zurückzuführen, welche die Unterscheidbarkeit zwischen dem Portfoliorisiko und dem spezifischen Risiko als vorerst theoretisches Konzept eingeführt hatten. Sprengkraft erlangte die Idee, als man daran ging, kostengünstig solche Gesamtportfolios in Form von Finanzinstrumenten anzubieten, mit anderen Worten die Theorie in die Praxis umzusetzen.

Zuvor war es ja (und ist es in sehr vielen Fällen bis heute) so, dass einzelne Portfolios wie auch ganze Anlagefonds eine völlig diffuse Mischung aus „Beta“ und „Alpha“ (oder zumindest dem Versuch dazu) darstellten. Die Kosten für das Portfoliomanagement bezogen sich immer auf das Gesamte, also auf „Beta“ und „Alpha“. Kosten: Das bedeutete (und bedeutet immer noch) in vielen Fällen auch Performance-Beteiligung des Portfolio- oder Fondsmanagers an der Gesamtentwicklung, also an der (über lange Zeit gesehen meist positiven) Marktentwicklung wie auch an der (möglicherweise, aber alles andere als sicher) erwirtschafteten spezifischen Entwicklung des Portfolios oder Fonds. Oder noch etwas deutlicher gesagt: Der Portfoliomanager wurde (und wird heute immer noch) für etwas entschädigt, das ohne sein Zutun auch zustande käme, nämlich für die Rendite des Marktes oder des Indexes. Mit der Einführung von Indexinstrumenten wurde es nun praktisch und eigentlich für Anleger jeglicher Grössenordnung möglich, die Marktrendite bedeutend billiger zu erwerben, also ohne Beteiligung eines Mitessers.

Man versetze sich einmal in die Zeiten der goldenen Achtziger- und Neunzigerjahre, als sich von Jahr zu Jahr die Aktienindizes in Amerika und in Europa in fast durchgehend zweistelliger Grössenordnung in die Höhe schwingen: Wie viel von einer positiven Rendite war jeweils wohl auf Können, wieviel auf pure Risikoexposition in den jeweiligen Indizes zurückzuführen, und wie viele goldene Nasen wurden wohl über Performancebeteiligungen an reinen Marktentwicklungen verdient? Der Anleger trug dabei jeweils das Risiko, beteiligte aber einen Dritten am Return für die Risikoprämie. Ein ökonomisch nicht sinnvolles Schema, das aber erstaunlich lange hielt (und noch hält).

Mit der Einführung von *Indexinstrumenten* geschah und geschieht im Finanzbereich das, was in der Industrie ein-, zweihundert Jahre früher erfolgt war: Die *Automatisierung* greift Platz. Fließbandproduktion für das einfach zu Produzierende, für die Markt- bzw. Indexportfolios nämlich, höchst effizient hergestellt durch Anbieter mit grossen Skalenvorteilen, kostengünstig für den Konsumenten, bar jeglicher Mitbeteiligung letztlich unbeteiligter Dritter. Das ist die eine Seite.

Unser Bankhaus reagierte – nebst der Benennung unserer Sitzungszimmer – frühzeitig auf die sich abzeichnende Entwicklung, indem wir uns im Jahre 2001 die Zusammenarbeit mit dem weltweit grössten Wertschriftenhaus State Street sicherten und seither mit dessen Indexfondspalette „Balzac“ die „Beta“-Seite der Welt komplett und systematisch abzubilden in der Lage sind. Mit der Einführung der Anlagemethode und ihrer Implementierung in den Systemen unserer Berater, in den Auszügen für unsere Kunden und im Internetzugang haben wir uns auf die kommenden Umwälzungen im Vermögensverwaltungsgeschäft eingestellt. Zustatten kommt, dass bei uns die Performancebeteiligung an reinen Marktentwicklungen keine Tradition hat und fette Pfründe letztlich unbeteiligter Dritter nicht erst abgeschafft werden müssen.

Die andere, die „Alpha“-Seite der Angelegenheit ist ungleich schwieriger zu bewältigen, und zwar sowohl theoretisch als auch praktisch. Weshalb?

3. „Alphaproduktion“ mit Haken

Sowohl „Beta“ als auch „Alpha“ sind statistische Konzepte, und als solche sind sie auf eine Vielzahl von Betrachtungen angewiesen, auf einen langen Beobachtungszeitraum also und auf viele Datenpunkte. Wenn „Alpha“ als systematische Abweichung einzelner Titel oder Titelgruppen vom Verlauf eines Marktportfolios definiert wird, dann heisst das gleichzeitig, dass eine einzelne, möglicherweise zufällige Überperformance noch lange nicht wirkliches „Alpha“ ist. Die hungrige Finanzindustrie hat sich aber – zum Beispiel eben auf besagten Kongressen – des Alphabegriffs bereits auf andere Weise bemächtigt und bezeichnet mittlerweile jegliche Überrendite gegenüber einem Benchmark als „Alpha“. Dementsprechend wimmelt es von „Alpha-Generatoren“ wie von roten Hunden, und da die Performancebeteiligung für „Alpha“ standardmässig üblich ist, wird es nun so sein, dass die Portfoliomanager künftig für Zufallsergebnisse fürstlich entschädigt werden. Vielleicht handelt es sich dabei allerdings um eine zweitbeste Lösung für ein Problem, das wegen der Langfristigkeit statistisch korrekter

Messungen kaum zu lösen wäre – und ohne Performancebeteiligung arbeiten zu müssen, käme einem echten „Alpha-Generator“ nicht in den Sinn. Weshalb sollte er auch.

Nebst der Entschädigungsfrage stellt sich aber vor allem die Frage nach der richtigen bzw. geeigneten Struktur, um sogenannte Überperformance zu produzieren. Es gibt den eher *traditionell-pragmatischen* oder aber auch den *radikalen Ansatz*. Beide haben ihre Vor- und Nachteile, weshalb in unserem Hause auch beide gepflegt und angeboten werden, der erstere standardmässig, der letztere im Sinne des Herantastens an eine neue Welt. In Anlehnung an die traditionelle Portfoliostruktur bei unseren Kunden und unter Inkaufnahme einer Vermischung von „Beta“ und „Alpha“ in den eigentlichen Anlagen (nicht aber beim Performancevergleich) lässt unsere Anlagematrix für Aktien wahlweise den Kauf reiner Indexinstrumente und/oder die Auswahl einer Anzahl von ausgewählten Titeln bzw. Instrumenten zu. Im Wesen der Matrix liegt es, dass sie sowohl vertikal als auch horizontal gelesen und angewendet werden kann. Ein Portfolio kann also nach Weltregionen (Schweiz, UK, Kontinentaleuropa, Nordamerika, Asien-Pazifik) wie auch nach Wirtschaftssektoren (Energie, Industrie, Finanzen usw.) aufgebaut und bewirtschaftet werden. Bewirtschaftet in dem Sinne, als einzelne Regionen oder Sektoren über- oder untergewichtet werden können. Mit Indexinstrumenten lässt sich dies sehr einfach und kostengünstig bewerkstelligen.

Wählt man zur Portfoliobewirtschaftung den Einzeltitelansatz, dann kann man – unter Inkaufnahme einer geringeren Diversifikation als bei den Indizes – die Gewichtungen entsprechend gestalten oder aber deutliche Wetten zur Generierung von „Alpha“ eingehen. Der Vorteil der konsistenten Regionen-/Branchenmatrix liegt darin, dass man solche Risikonahmen jederzeit einfach feststellen und kontrollieren kann.

Der Einzeltitelansatz geht von der Annahme aus, dass es möglich sein sollte, mit einer klugen Titelauswahl über die Zeit bessere Resultate zu erzielen als mit dem reinen Index. Wir tun dies, indem wir die Gesellschaften nach ihrer Qualität als Unternehmungen genau unter die Lupe nehmen (Bilanzrelationen, Margen, Wachstum, Fähigkeit zur Erzielung positiver Cash Flows usw.), ihren jeweiligen Preis an der Börse beurteilen (Kurs versus selbstberechneter innerer Wert) sowie die Corporate Governance (Ehrlichkeit des Managements und dergleichen) bewerten. Dahinter steht die Überzeugung, dass gut, anständig, sauber und dynamisch geführte Unternehmungen gegenüber dem Rest, der sonst noch im Index vertreten ist, auf die Länge besser abschneiden sollten. Könnte durch diese Vorgehensweise – nochmals: auf die Länge! – kein „Alpha“ generiert werden, so wäre nicht nur einige bisherige empirische Evidenz in Frage gestellt, sondern es würden auch Erwartungen und Hoffnungen in das Wesen des kapitalistischen Wettbewerbs enttäuscht.

Unsere Anlagematrix im Aktienbereich (Prinzipgrafik*)

Asset Allocation Matrix für Risk/Return-Class gelb						Taktische Empfehlung: Neutral	Branchenindizes
Referenzwährung CHF							
Branche	Schweiz	UK	Europa	Nordamerika	Asien Pazifik	Total	
Energie & Versorgung							Balzac Utilities Balzac Energy
versch. Industrien							Balzac Materials Balzac Industrials
Dienstleistungen							Balzac Consumer Discretionary
Konsumgüter							
Nahrungsmittel							Balzac Consumer Staples
Gesundheit							Balzac Health Care
Telekommunikation							Balzac Telecom
Info-Technologie							Balzac IT
Finanzen							Balzac Financials
Total							
Regionenindizes	Balzac Switzerland	Balzac UK	Balzac Euro	Balzac USA	Balzac Japan Balzac Singapore Balzac Hong Kong Balzac Australien		Balzac World

* In der Praxis verwenden wir selbstverständlich eine grössere Anzahl von Einzeltiteln, auf deren Darstellung hier aber aus Platzgründen verzichtet wird.

Der seiner Sache total sichere „Alpha-Generator“ würde seine Wetten gegen den Index allerdings extremer gestalten wollen. Darauf kommen wir noch zurück. Unsere Matrix ist demgegenüber ein Kompromiss, weshalb sie denn auch Titel aufweist, welche wir nach unseren Qualitätskriterien nur mit Mühe berücksichtigen können, aus Gründen ihrer Indexnähe aber dennoch aufnehmen müssen. Die – gewünschte – „Beta“-Exposition verlangt dies. Der pragmatische und mit den traditionellen Gepflogenheiten der Vermögensverwaltung völlig vereinbare Ansatz zeigt im übrigen auf, wie schwierig es ist, mit den üblichen Anlageinstrumenten reines „Alpha“ zu erzielen. Auf Jahresbasis erhobene Benchmarkvergleiche sind ganz eindeutig nicht geeignet, solches reines „Alpha“ nachzuweisen, denn es kann durchaus sein, dass in bestimmten Jahren, aus welchen Gründen auch immer, ja, vielleicht völlig zufällig, gerade diejenigen Titel, die sonst tendenziell besser als ein Index rentieren, schlechter abschneiden. „Alpha“ ist nicht immer „Alpha“, und Überperformance hat auch nicht immer mit Können zu tun. Vorübergehende Börsenlieblinge können in einer nächsten Phase ja auch einmal abstürzen und im folgenden sehr viel negatives „Alpha“ erzeugen...

Da wir daran glauben, dass die Finanzmärkte auf der Suche nach „Alpha“ von wachen, intelligenten, cleveren Anlegern und deren Beratern getrieben werden und da auch wir wach, intelligent und clever sein wollen, ergänzen wir das Korsett der aufgezeigten Matrix mit der Möglichkeit jedes einzelnen Kundenberaters, in einem gewissen Rahmen „seine“ eigenen Ideen einzubauen. Mittels sogenannter „Satelliten“ kann das „Beta“-nahe Kernportfolio ergänzt werden und auf diese Weise (hoffentlich) zusätzliches „Alpha“ generiert werden. Als Satelliten können beispielsweise Turn-Around-Kandidaten fungieren, welche bei unserem Qualitätscheck hoffnungslos durchfallen würden, oder Unternehmungen, für die wegen ihrer geringen Börsenkapitalisierung die Aufnahme in ein Kernportfolio einer Bank nicht gerechtfertigt wäre. Die Bedeutung solcher „Satelliten“ gilt es gerade angesichts des Überhandnehmens von „Beta“-Anlagen nicht zu unterschätzen: In einer Welt, die immer mehr benchmark- und damit indexorientiert anlegt, werden ausserordentliche Gelegenheiten eher häufiger werden. Es wird mit anderen Worten einen ausgleichenden Mechanismus weg von „Beta“ hin zu mehr „Alpha“ geben. Die Aufgabe des wachen, intelligenten und cleveren Anlegers bzw. seines Beraters wird um dieses Mass interessanter. Auch darauf ist zurückzukommen.

4. Übertragbares „Alpha“

Wir haben weiter oben vom „seiner Sache total sicheren Alpha-Generator“ gesprochen, von jenen vermutlich eher seltenen Personen also, die wirklich systematisch, also über längere Zeit hinweg, eine Überperformance erzielen können. Sie haben kein Interesse, ihre Resultate von Schwankungen des Gesamtmarktes mitbeeinflussen zu lassen und neigen deshalb zu möglichst „marktneutralen“ Alpha-Portfolios. Entsprechende Tendenzen zeichnen sich im hochprofessionellen Asset-Management ab. So wissen wir von sehr grossen amerikanischen Pensionskassen, die ihr gesamtes Markt- resp. Index-Exposure ausschliesslich über Index-Futures abbilden, dafür auf diese Weise nicht das gesamte Kapital verwenden müssen und deshalb mit den freien Beträgen spezialisierte Asset-Manager beauftragen können, „Alpha“ zu generieren. Dies nicht nur im Aktienbereich, sondern auch und vor allem bei den Obligationen. Es gibt da Vermögensverwaltungsaufträge für Junk Bonds, für Obligationen kleiner Unternehmungen, Schulden von Schwellenländern usw. Die damit beauftragten Portfoliomanager sind am Ergebnis beteiligt; die Performance-Fee ist grosszügig bemessen, macht insgesamt aber relativ wenig aus, denn gemessen am Gesamtportfolio der Pensionskasse sind diese Spezialportfolios klein. Der grosse Ozeandampfer festverzinslicher Anlagen wird dagegen über kostengünstige Indexanlagen abgewickelt. Im wesentlichen ist auf diese Weise sichergestellt, dass nicht unbeteiligte Dritte am Markterfolg mitpartizipieren, ohne selber die dafür notwendigen Marktrisiken eingegangen zu sein. Da „Alpha“ und „Beta“ völlig *getrennt produziert* werden, kann die Architektur der Portfolios weitgehend *modular* gestaltet werden. Deshalb spricht man dann von übertragbarem, „portable Alpha“. Und, der grösste Vorteil, dieses übertragbare Alpha kann in aller Welt gesucht werden, eben dort, wo es „Alpha“ (vielleicht) hat.

Das System besticht im Grundsätzlichen, wenngleich es in seiner Praktikabilität auch ein paar Fragezeichen aufweist. Weil ja „freie Beträge“ zur Investition in die „Alpha“-Portfolios geschaffen werden müssen, ist mit dem Kauf von Indexfutures auch eine entsprechende Kreditierung und das Führen von Margenkonten notwendigerweise verbunden. Mit anderen Worten resultiert ein Leverage, der zumindest theoretisch für die Kasse auch einmal gefährlich werden könnte. Nämlich dann, wenn – aus welchen Gründen auch immer – für die Indexfutures Marge nachgeliefert werden müsste und, Zufall über Zufall, die „Alpha-Generatoren“ ein Problem hätten, Liquidität zu schaffen. Ob es im übrigen für eine sehr lang-

fristig investierte Pensionskasse nicht doch gescheiter wäre, über „the real thing“, das heisst über die mit konkreten Wertschriften verbundenen Eigentumsrechte zu verfügen statt lediglich über Forderungen gegenüber Futuresbörsen, sei hier dahingestellt.

Wichtiger ist es, die Tendenz der Entwicklung zu sehen. Sie geht unaufhaltsam in Richtung Vereinfachung und Verbilligung dessen, was automatisiert, in Fließbandarbeit sozusagen, hergestellt werden kann, und in Richtung Konzentration auf Themen, die wirklich und nicht nur vermeintlich Überperformance schaffen. Wer sich dieser Entwicklung verschliesst, kann sich in der übernächsten Geländekammer aus der Vermögensverwaltung wohl verabschieden.

5. Die Welt wird bunter

Die Einführung von Indexinstrumenten senkt nicht nur die Kosten für die Vermögensverwaltung dramatisch, sondern macht auch die Finanzmärkte interessanter. Weshalb? Weil die Zeiten des mehr oder weniger erfolgreichen Turnens rund um irgendwelche Indizes, während langer Zeit von der Fondsindustrie geübt, in dieser Form und gehabtem Ausmass zu Ende gehen wird. Es gibt für den Anleger schlicht keinen Grund mehr, für das, was die Märkte sowieso hergeben würden, einen teuren Manager zu bezahlen und allenfalls sogar ein erhöhtes Risiko einzugehen, weil der Manager durch tiefere Diversifikation einen entsprechenden Tracking Error, eine Abweichung zum Benchmark, entstehen lässt.

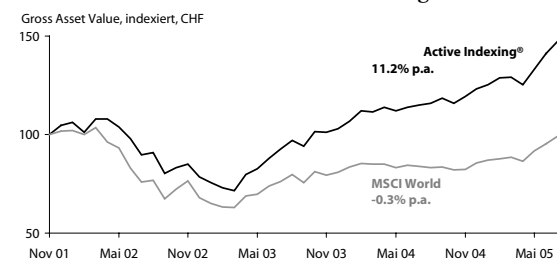
Im Umkehrschluss bedeutet das, dass sich die Akteure in der Finanzindustrie mehr und anderes einfallen lassen müssen. Die Automation in der Industrie hat ja auch nicht zu einer Verminderung der Produktequalität und der Produktvielfalt geführt – ganz im Gegenteil. Wer's nicht glaubt, der marschiere einmal durch einen heutigen Supermarkt, wo man vom Oberländer Alpkäse über zehn Sorten Rasierschaum bis zur Wasabi-Paste so ziemlich alles haben kann, und vergleiche es mit dem nur theoretisch so guten alten Tante-Emma-Laden. Dasselbe wird in der Finanzindustrie passieren: Das Angebot wird durch die Automatisierung eines Teils der Fondsproduktion nicht langweiliger und grauer. Vielmehr werden sich bedeutend mehr Leute bedeutend mehr Mühe geben müssen.

Was das praktisch heisst, haben wir in unserem Bankhaus sozusagen am eigenen Leib erfahren, und weil es authentisch ist, soll auch darüber berichtet werden. So wurden wir im Verlaufe des Jahres 2000, also zu Beginn des grossen Börsenabschwungs, mit der Frage konfrontiert, ob man

eine reine Welt-Index-Anlage nicht „etwas optimieren“ könnte. Ob es also nicht möglich wäre, durch Über- und Untergewichtungen einzelner Subindizes eine bessere Rendite zu erzielen. Oder nochmals anders ausgedrückt, ob wir nicht in der Lage wären, gegenüber dem Welt-Aktienindex „Alpha“ zu erzielen. In so gelagerten Fällen sagt der Unternehmer am besten einmal ja und sorgt danach für eine Lösung der Aufgabe, was denn auch so geschah.

Aus der Problemstellung wurde das im Anlagekommentar schon verschiedentlich vorgestellte Konzept „Active Indexing“[®]. Darin werden bekanntlich die verschiedenen Länder- und Branchen-Subindizes des Welt-Aktienindexes in einem aufwendigen Verfahren bewertet, und es wird dann nach einem systematischen Plan in die jeweils preisgünstigsten Länder und Branchen investiert. Ein letztlich einfaches und kostengünstiges Konzept, das, wenn nicht alles täuscht und wenn nicht sowohl die ökonomische Logik als auch der gesunde Menschenverstand desavouiert werden sollen, tatsächlich „Alpha“ zu erzeugen in der Lage ist. Der bisherige Kursverlauf spricht jedenfalls stark dafür.

Besser im Ab- wie auch im Aufschwung



Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

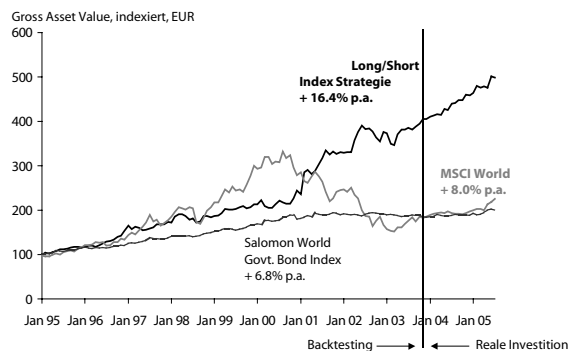
Aus der „langweiligen“ *Indexanlage* in die gesamte industrialisierte Welt war also ein *kurzweiliges* und in verschiedener Hinsicht *interessantes Instrument* geworden. Da aber auch Subindizes eines Weltindexes ein „Beta“ zum Hauptindex aufweisen, spricht eine Sensitivität zu positiven und negativen Veränderungen des Welt-Aktienindexes haben, kam im Laufe der Zeit das Bedürfnis auf, eine sogenannte „marktneutrale“ Anlage zu schaffen. Ein Instrument also, das die Schwankungen des Welt-Aktienindexes nicht oder nur sehr beschränkt mitmachen und lediglich die aus dem Bewertungsmodell resultierende Überperformance abbilden würde.

Die naheliegende Lösung liegt in einer Long/Short-Struktur, bei welcher die vom Active-Indexing[®]-Modell bevorzugten Länder und Branchen gekauft, die vom Modell als teuer betrachteten Länder und Branchen (leer) verkauft werden, also eine dauernde Lieferverpflichtung besteht. Das tönt abenteuerlicher, als es ist. Vor-

ausgesetzt, das „Beta“ der gekauften und der verkauften Indizes ist ähnlich und über die Zeit relativ konstant, würden bei einem Crash an den Aktienmärkten die Preise für die gekauften Indizes fallen, währenddem aus dem Leerverkauf Gewinne resultieren würden. Die Resultante wäre etwa Null, etwa so, wie sich eine Sinus- und eine Cosinus-Amplitude durch Überlagerung gegenseitig ausgleichen.

Die Strukturen und Systeme, welche die Finanzmärkte heutzutage zur Verfügung stellen, erlauben es auf unglaublich kostengünstige und formell erträgliche Weise, solche Long/Short-Instrumente zu realisieren, die operationellen Risiken halten sich in engem Rahmen. Was als Instrument resultiert, ist eine um das Kursrisiko der Aktienmärkte der Welt „beraubte“ Anlage, die völlig spezifische, mit dem Kursverlauf der Weltbörsen weitgehend unkorrelierte Eigenschaften aufweist und deshalb unter anderem zur Diversifikation eines durch hohe Marktkorrelationen gekennzeichneten Portfolios sehr geeignet ist. Der bisherige Kursverlauf auch dieses neugeschaffenen Instrumentes ist vielversprechend.

Long/Short: Ziemlich anders als der Index



Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

„Unglaublich kostengünstig“: Man stelle sich einmal vor, was eine Long/Short-Struktur eigentlich konkret bedeutet. Da werden hunderte, vielleicht tausende von Einzeltiteln physisch gehalten, und auf der anderen Seite gibt es eine entsprechende Zahl von Lieferversprechungen in alle Welt. Eine Vielzahl von Clearingsystemen, von Banken, von Fondsgesellschaften ist dauernd involviert. Täglich werden die Kurse aller einzelnen Titel ermittelt und übermittelt, die Indizes berechnet. Laufend wird die der Struktur inwohnende Kreditierung der Long-Position überprüft. Und so weiter und so fort – aber dennoch alles zu Konditionen, welche die mögliche „Alpha“-Rendite nicht zu gefährden vermögen.

Noch augenfälliger wird die ökonomische Effizienz des Wertschriftengeschäfts heutigen Zuschnitts, wenn man an die ebenfalls im Rahmen unseres Active-Indexing®-Ansatzes entwickelten

Schwellenländerstrategien denkt. Es wäre noch bis vor wenigen Jahre völlig undenkbar gewesen, mit auch nur einigermaßen vertretbarem Aufwand Aktien an Börsen wie, sagen wir, Manila oder Bogotá zu erwerben, ganz zu schweigen vom Erwerb eines Korbes von Titeln, wie sie in einem Index vertreten sind.

Es besteht kein Zweifel darüber, dass die gewonnene Effizienz die *Vielfalt* an den Finanzmärkten *steigern* wird. Der kleine Erlebnisbericht über die Produkteentwicklung im kleinen Bankhaus in St. Gallen ist ja nur ein Abglanz dessen, was in der grossen weiten Finanzwelt vor sich geht. Der Quantensprung ist vergleichbar mit jenem in der Telefonie nach der Einführung der Handys oder mit jenem in der Computerkommunikation nach dem Durchbruch der Internettechnologie. Vermutlich müsste man intensiv darüber nachdenken, ob angesichts der durch den Quantensprung ausgelösten Ideen- und Produkteschwemme die altbekannte enge Korrelation zwischen den klassischen Aktienmärkten und -indizes sich nicht tendenziell verringern könnte. Ein interessanter Aspekt, und auf den ersten Blick eher kontraintuitiv, dass ein Überhandnehmen von billigen Indexanlagen ein Auseinanderdriften der Indizes bewirken könnte. Das Thema wird uns weiter beschäftigen.

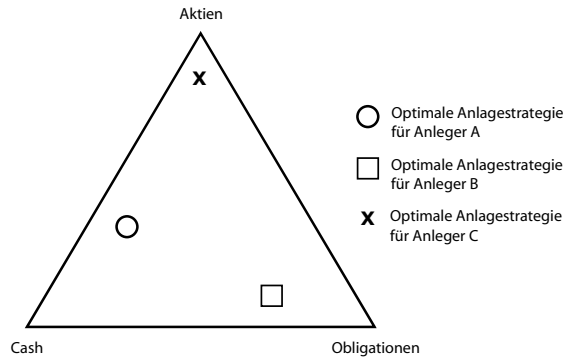
6. Das Hauptproblem jedoch: weiterhin ungeklärt!

Eine schöne neue Welt, die der Kommentator vor den Augen seiner Leser ausbreitet, möchte man meinen. Tiefere Kosten, klarere Strukturen, effizientere Bewirtschaftung, gerechtere Entschädigung, Chancen auf „Alpha“ – was Besseres begehrte das Anlegerherz? Der Haken an der Sache liegt allerdings darin, dass mit der theoretischen und nun auch praktisch möglich gewordenen Unterscheidung zwischen „Alpha“ und „Beta“ noch mit keinem Wort gesagt ist, wieviel „Beta“ der einzelne Anleger überhaupt haben soll, ertragen kann oder ertragen will. Wieviel Marktrisiken – Zinsrisiken eines Obligationenportfolios, Aktienmarktrisiken eines Aktienportfolios, Rohstoffrisiken im Commodity-Teil (wenn überhaupt...) – sind vertretbar, gerechtfertigt, sinnvoll? Nur von „Alpha“ leben zu wollen, ist wohl illusorisch. Die Hedgefondsrenditen in diesem Jahr sind jedenfalls ernüchternd genug, um solches fragwürdig erscheinen zu lassen.

Das „alte“ Dilemma bleibt also bestehen, nämlich das *Abwägenmüssen* zwischen dem Bedürfnis nach *Sicherheit* und jenem nach *Rendite*. Der Ansatz der Portfoliotheorie lautet, dass es für jeden Anleger ein auf seine Bedürfnisse zuge-

schnittenes optimales Portfolio gibt, das aus einer bestimmten Mischung der einzelnen Anlage- und Risikokategorien besteht.

Anlagestrategien nach einer Markowitz-Optimierung



Quelle: Strategic Economic Decisions

Wer als Praktiker je einen Optimierungsprozess nach Markowitz mitgemacht hat, weiss, wie ernüchternd die Angelegenheit jeweils ausfällt. Die Optimierung hängt sehr stark von den zugrundeliegenden Rendite- und Risikoannahmen für die einzelnen Anlagekategorien ab. Soll man historische Daten verwenden? Wenn ja, welche, das heisst, über welchen historischen Zeitraum? Sollen Ausschläge (Crashes und dergleichen) mitberücksichtigt werden oder aber herausgefiltert? Wie soll man Wechsel im grundlegenden Regime behandeln, das Ende von Bretton Woods beispielsweise? Oder, falls man keine historischen Daten verwenden will, welche Annahmen sollen dann getroffen werden? Soll man beispielsweise auf den heute bezahlten Preisen (Optionsprämien, Zinsen u.a.m.) aufsetzen? Wie relevant sind sie für einen strategischen Zeitraum von drei, fünf, zehn Jahren? Die Erfahrung zeigt: Kleinste Veränderungen in diesen Annahmen bewirken oft grobe Veränderungen der sogenannten optimalen Portfolios. Und es ist naheliegend, dass deswegen dann im „Handverfahren“ an den Annahmen geschraubt wird, bis der Markowitz-Prozess vertretbare Resultate liefert. Die Katze hat sich in der Zwischenzeit mehrfach in den Schwanz gebissen.

Dass man überhaupt ein nach Markowitz optimales Portfolio erstellen kann, unterstellt natürlich noch Weiteres: Dass die *Rendite- und Risikopräferenzen* des Anlegers tatsächlich bekannt oder eruierbar sind und dass sie über längere Zeit genügend *konstant* bleiben, um darauf eine Strategie basieren zu können. Mit dem Asset- and Liability-Ansatz versucht man, der Lösung dieser Fragestellung näherzukommen, wobei zwei Haupthindernisse nicht aus der Welt zu schaffen sind: Erstens unterliegen künftige Verpflichtungen genau wie künftige Aktiva, weil sie eben künftig sind, verschiedenen Wahrchein-

lichkeiten, und es ist ausserordentlich schwierig, damit umzugehen. Zwischen Szenariotechnik und wildem Herumspekulieren gibt es keine klare Grenze. Zweitens lehrt die Erfahrung, dass die Risikopräferenzen von Anlegern (und auch Beratern) über die Zeit beträchtlich schwanken. Fallende Aktienkurse regen den Risikohunger nur in Ausnahmefällen wirklich an, obschon sie dies just tun sollten. Um nicht einem völlig prozyklischen Anlageschema anheimzufallen, müssen verschiedene Selbstschutzmassnahmen Platz greifen, beispielsweise die Disziplinierung über den Begriff „Strategie“ (Strategie als mittel- bis langfristige Ausrichtung, oder brutaler: Strategie ist ein Konzept, bei dem man zeitweise falsch liegt, aber hofft, dass es längerfristig aufgeht...). Im Angebot unseres Bankhauses sind es vor allem die strukturierten Produkte mit ihren asymmetrischen Eigenschaften, die über die vielen Phasen der Unsicherheit und die damit verbundenen Ängste und Bedenken hinweghelfen sollen und können.

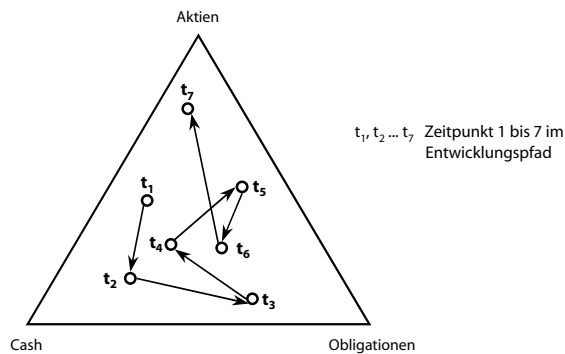
Immerhin: Der beschriebene Optimierungsprozess strukturiert die ungemein schwierige Arbeit an der weder durch „Alpha“ noch „Beta“ noch „Delta“ noch „Omega“ lösbaren Grundproblematik. Es ist davon auszugehen, dass die Anforderungen an die Qualität dieses Beratungsprozesses weiter zunehmen werden, und da sich jede individuelle Situation immer wieder etwas anders darstellt, wird das Private Banking auf diesem Gebiet eher an Bedeutung gewinnen als umgekehrt.

Es gilt aber auch, *weiterzudenken*. Verschiedentlich wurde in früheren Anlagekommentaren auf die Arbeiten des Stanford-Ökonomen Mordecai Kurz hingewiesen, welcher der Theorie der effizienten Finanzmärkte und der dafür notwendigen Annahme einer rationalen Erwartungsbildung der Marktteilnehmer eine neuartige Theorie von „rational beliefs“ zur Seite gestellt hat. Die Quintessenz der Denkweise von Mordecai Kurz läuft darauf hinaus, dass (auch) an den Finanzmärkten aus ökonomisch erklärbaren Gründen die Marktteilnehmer während oft längerer Zeit einander folgen, da zum einen eine eigene Meinung Kosten verursacht und schwierig durchzuhalten wäre und da es sich zum andern oft lohnt, selbst gegen die eigene Überzeugung den andern zu folgen; die anderen tun es ja auch. Daraus resultieren dann die längeren oder kürzeren Wellen, wie wir sie bestens kennen, oder sogar die „Blasen“ und „Bubbles“, vor denen wir uns fürchten, weil sie a priori leider nicht so einfach erkennbar sind.

Lange Wellen mit sich verändernden Parametern (z.B. laufend steigenden Renditeerwartungen für Aktien, anhaltend und „unerklärbar“ tiefen Zins-

erwartungen) legen das Bedürfnis nach einer *Dynamisierung der Anlagestrategie* nahe. So, dass man aus dem Entwicklungspfad des bisherigen Verlaufs der Finanzmärkte die Wahrscheinlichkeiten für den weiteren Verlauf herauslesen würde bzw. könnte und dann aufgrund dessen die Portfolio-Optimierung vornehmen würde. Und so, dass der Begriff „Strategie“ letztlich bedeutungslos würde, da die Anpassung eine kontinuierliche wäre.

Die pfadabhängige Mordecai-Kurz-Welt



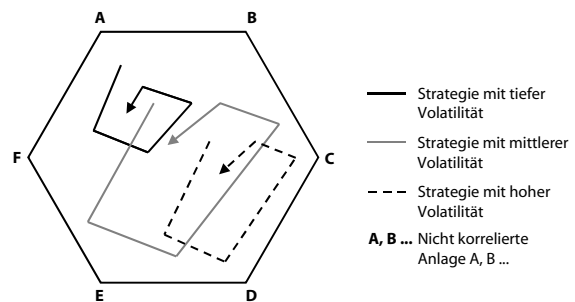
Quelle: Strategic Economic Decisions

Das sieht verlockend aus, dürfte aber nur sehr schwer in die Praxis umzusetzen sein. Denn wir wissen schlicht zu wenig über den Charakter der Kurz'schen Wellen und Bubbles, ja, es ist zu vermuten, dass diese einem weit chaotischeren Muster folgen, als dies durch eine Normalverteilung der Renditen dargestellt werden könnte. Der Mathematiker Benoit Mandelbrot legte dies bekanntlich in seinem kürzlich erschienen Buch „The (Mis)Behaviour of Markets“ (London, 2004) in aller Deutlichkeit dar. Mandelbrot zeigt auf, dass Katastrophen jeglicher Art häufiger vorkommen, als sie es nach normaler Wahrscheinlichkeitsrechnung dürften. Leider folgt aus seiner brillanten Analyse nicht, nach welcher Methode er dann die offenbar bedeutend höher einzuschätzenden Finanzmarktrisiken darstellen, messen und steuern würde. Wir glauben deshalb nicht, dass die Dynamisierung des Optimierungsprozesses in dieser Hinsicht so bald vernünftige Resultate zeitigen wird. Der Aufwand zur Kompilierung und Auswertung von Daten wäre extrem hoch, und es gilt zu bedenken, was Warren Buffett einmal gesagt hat: „financial markets don't reward complexity“.

Vielmehr versuchen wir, aus der Aussicht auf immer mehr und vielfältigere, „Alpha“-orientierte Anlageprodukte und -konzepte Nutzen zu ziehen. Die bislang hohe Korrelation der üblichsten Aktienbörsen untereinander schränkte den Nutzen einer Portfoliooptimierung gemäss

Markowitz ja weitgehend ein. Die neue Welt von getrenntem „Alpha“ und „Beta“, von frei kombinierbaren Indexinstrumenten und der kosteneffizienten Möglichkeit zu Long/Short-Anlagen lässt ganz neue, ideal unkorrelierte Anlagemöglichkeiten entstehen. Dies gilt es zu nutzen. Im Konzept „Active Portfolios“ (vgl. dazu „Märkte auf einen Blick“, S. 3) optimieren wir zwischen solchen weitgehend unkorrelierten Instrumenten, nachdem wir eine Zielvolatilität, also ein nicht zu überschreitendes Portfoliorisiko, festgelegt haben.

Der Active-Portfolio-Ansatz



Quelle: eigene Darstellung

Wir lassen uns durchaus auf das dynamische Vorgehen gemäss Mordecai Kurz ein. Das Konzept ist gut recherchiert und analytisch einwandfrei unterlegt; der Erklärungsbedarf gegenüber den Anlegern ist allerdings erheblich. Neue Ansätze wollen erdauert sein, auch und gerade in der Vermögensverwaltung.

Es ist klar: Auch „Alpha“ und „Beta“ werden die Grundproblematik, dass Anlegen mit Risiken verbunden ist, nicht aus der Welt schaffen. Wo durch Kapitalhingabe eine gegenüber der Fremdmittelhingabe übermässige Rendite erwirtschaftet werden will, muss *irgend jemand* auch das Risiko einer „Beta“-Anlage *hinnehmen*, und jemand muss auch die unternehmensspezifischen Risiken tragen. Nach den Neunzigerjahren des letzten Jahrhunderts und dem Beginn dieses Jahrhunderts wissen wir, was das heisst. In diesem Sinne gibt es kein neues Alphabet im Vermögensverwaltungsgeschäft. Was sich aber geändert hat und noch weiter ändern wird, sind die Variationsmöglichkeiten. Damit verbunden sind höhere Anforderungen an das eigentliche Asset Management und an eine möglichst objektive Beratung, um in der bedeutend leuchtender und vielfältiger gewordenen Welt die richtigen Farbmischungen zu finden.

KH, 22.8.2005