

# Diversifikation?

## Im Prinzip ja, aber...



Von Prof. Dr. Erwin W. Heri  
Dozent an den Universitäten  
Basel und Genf  
Chairman Valartis Group AG

Die Aktienmärkte haben sich von der Krise um die Jahrhundertwende erholt. Vielerorts werden historische Höchststände geschrieben, und das Jammertal der Jahre 2001 und 2002 scheint definitiv vergessen zu sein. Gelegentlich werden Anleger auch schon wieder übermütig, und wer darauf hinweist, dass im Durchschnitt die Aktienmärkte Gesamterträgen von um die 8% p.a. abwerfen, dem wird (wieder einmal) deutlich gemacht, dass die historischen Renditen nicht mehr gelten, und wer diese betont, zu den Ewiggestrigen gehört. Alles schon dagewesen. Mehrfach. Inwiefern die in Asien ausgelöste Korrekturwelle der letzten Februartage hier kurzfristig die Denkmuster ändern wird, bleibt abzuwarten.

Ein Anlagegrundsatz, der bei guten Börsen immer wieder angezweifelt wird, ist das Prinzip der Diversifikation. Wer will schon breit diversifizieren – mit anderen Worten: mit dem Durchschnitt zufrieden sein – wenn die zu erwartenden Renditen eines Index eben gerade einmal um die 8% p.a. lie-

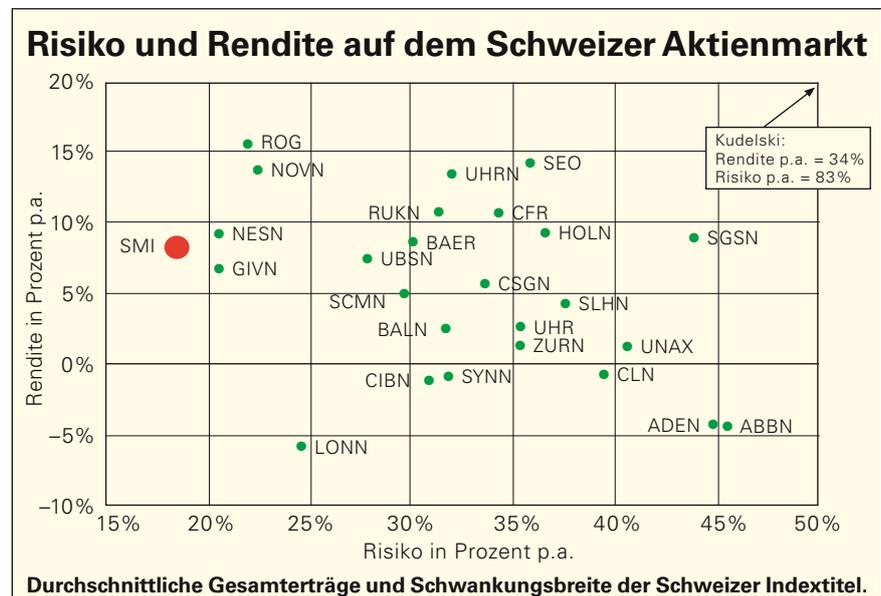
gen? Bei «vernünftigen» Börsen und der entsprechenden M&A-Kultur legt «der richtige Titel» eine solche Performance in einer Woche hin. Und in der Tat haben uns die letzten paar Jahre solche Anlagegeschichten geradezu im Dutzend geliefert. Oerlikon, Pragmatica, Arbonia Forster, Saurer und wie auch immer sie heissen mögen, schreiben die Geschichten, aus denen Börsenträume entstehen. Wer will sich da noch mit diversifizierten Strategien oder Indexinstrumenten zufriedengeben, die neben den Superstars ja auch noch eine Reihe «lahmer Enten» mit-schleppen müssen?

Nun lehrt uns aber die Geschichte, dass solche Argumente zwar gut tönen, aber kurze Beine haben. Ab und zu gelingt es uns vielleicht, bei kurzfristiger Disposition einen dieser Gewinner im Portfolio zu haben. Nur selten sind wir aber bei mehreren dabei, und ab und zu liegen wir ja auch schief, denn die Verlierer gibt es auch, auch wenn man über sie weniger redet als über die Stars. Aber irgendwie muss ja der Durchschnitt zustandekommen. Ich habe die Anleger auf jeden Fall noch nicht getroffen, die immer nur in die Sieger investieren. Auch wenn man bei den gelegentlichen Stammtischgesprächen in der Tat das Gefühl bekommt, es gäbe

nur Stars und eigentlich «sei die Sache ja klar».

Immerhin gibt es aber auch noch eine Reihe methodischer Argumente, die es ratsam erscheinen lassen, bei der Kapitalanlage nicht nur auf einzelne Pferdchen zu setzen und sich mit dem Durchschnitt – sprich der Rendite eines Indexinvestments – zufriedenzugeben. Anders als in vielen anderen Gebieten ist es bei der Geldanlage nämlich so, dass der Durchschnitt bereits relativ gut ist. Noch mancher aktive Manager, auch von grossen Portfolios, wäre froh, er würde mit seiner Anlageperformance regelmässig den Durchschnitt erreichen. Bekanntlich gelingt es dem grössten Teil der professionellen Geldmanager nicht, über eine längere Periode ihren Benchmark (beispielsweise einen Aktienindex) zu schlagen. Ohne hier zynisch sein zu wollen, ist dies bei einzelnen Vermögensverwaltern vielleicht mit ein Grund dafür, dass sie heute Hedge Funds managen. Da wird weniger verglichen, Benchmarks werden a priori in Abrede gestellt, und die Transparenz steckt in der Regel auch in den Kinderschuhen.

Natürlich ist ein Teil des Gesagten eigentlich eine Bankrotterklärung. Natürlich ist das Akzeptieren eines Durchschnitts ein Eingeständnis, dass





The specialists for  
International Private  
Medical Insurance

info@sip.ch +41 44 266 22 66 www.sip.ch

SIP SWISS INSURANCE  
PARTNERS

man eben «nur durchschnittlich» ist. Wer ist schon gern durchschnittlich?

Auf der anderen Seite ist eine gewisse Hochachtung vor der Indexperformance durchaus angebracht. Sie ist nämlich eine Konsequenz der sogenannten «Theorie effizienter Märkte», bei welcher davon ausgegangen wird, dass zu jedem Augenblick die Preise an hochorganisierten Märkten jegliche öffentlich verfügbare Information beinhalten. Entsprechend entstehen bei Verwendung solcher Informationen keine systematischen Überschussrenditen. Also sind die Abweichungen vom Durchschnitt, die definitionsgemäss existieren, bei Anlagerenditen an den Aktienmärkten nicht systematisch, sondern eher zufällig. Wenn diese Hypothese stimmt, so ist es zumindest nicht abwegig, sich bei der Kapitalanlage halt mit diesem Durchschnitt zufriedenzugeben. Das heisst für den Aktienbereich, mit einem Indexinstrument oder sonst wenigstens mit einem möglichst breit diversifizierten Portfolio von Einzelaktien.

Die nebenstehende Abbildung gibt einen Hinweis darauf, was mit zunehmender Diversifikation bis hin zu einem Indexinvestment an den Aktienmärkten erreicht werden kann. Die Abbildung enthält die durchschnittlichen Gesamterträge p.a. der Indextitel in der Schweiz von 1990 bis 2004 (Einheiten auf der vertikalen Achse) und die entsprechenden Schwankungsbreiten auf

der horizontalen Achse. Die Abbildung enthält zwei wichtige Erkenntnisse:

1. Anders als man erwarten würde, besteht offensichtlich am Aktienmarkt keine Beziehung zwischen Risiko und Ertrag von Einzeltiteln. Wenn eine solche existieren würde, dann müsste die abgebildete Wolke von Aktienpunkten irgendwie von unten links nach oben rechts verlaufen. Je mehr Risiko eine einzelne Aktie aufweist, desto mehr Rendite müsste sie doch abwerfen, warum sollte man das Risiko sonst eingehen?
2. Der Punkt, den wir mit SMI bezeichnen, ist offensichtlich die «Aktie» mit dem kleinsten Schwankungsrisiko. Das heisst, der Index (oder eben ein voll diversifiziertes Portfolio) ist das kleinste Schwankungsrisiko, das man am Aktienmarkt kaufen kann.

Die Konsequenzen sind klar: Ein Investor, der davon ausgeht, dass er nicht mehr Informationen hat oder diese nicht besser interpretieren kann als seine Tausenden von Mitbewerber am Aktienmarkt, tut gut daran, sich Indexinstrumente anzusehen oder jedenfalls eine Aktienanlage nur sehr breit diversifiziert zu tätigen.

Natürlich sind diese Einsichten nicht neu. Dass an den Aktienmärkten unsystematische Risiken nicht bezahlt werden, wie es im Jargon so nett heisst,

ist eine alte Weisheit. Aber mit alten Weisheiten ist es halt so eine Sache. Im Aktienboom vor der Jahrtausendwende konnte man noch so lange über Diversifikation reden. Die Meinung war, dass das alles zwar richtig sei, man aber bei den grossen Blue Chips in dieser globalisierten Welt wohl etwas umdenken müsse.

Die nachfolgende Tabelle enthält die Performance einiger damaliger Blue Chips und Börsenlieblinge in der Krise der Aktienmärkte von 2000 bis 2003. Der obere Teil steht für den Schweizer, der untere für den deutschen Aktienmarkt. Als Vergleichsgrössen verwenden wir den SMI für die Schweiz und den DAX für Deutschland. Die Tabelle ist selbstredend. ●

#### Auswahl von Schweizer und deutschen «Verlierern» unter den Blue Chips der jeweiligen Aktienmärkte

SMI (Vergleichsindex)	– 50%
ABB	– 93%
Kudelski	– 91%
Zurich FS	– 85%
Clariant	– 79%
Credit Suisse	– 67%
DAX (Vergleichsindex)	– 65%
Hypo Vereinsbank	– 90%
Allianz	– 88%
Deutsche Telekom	– 83%
TUI	– 74%

Quelle: Erwin Heri: Moden und Mythen an den Anlagemärkten, Helbling & Lichtenhahn 2004