

Performance, Kunst und Wissenschaft

Die Analyse erzielter Performanceleistung ist keine Kunst, vielleicht aber eine Wissenschaft. Für den Anleger den passenden Fonds zu finden, ist keine Wissenschaft, vielleicht aber eine Kunst.



Von Alfonso Papa
Geschäftsführer
ING Investment Management
(Schweiz) AG

Die Auswahl passender Anlagevehikel wird mit zunehmender Komplexität des Angebots nicht einfacher. Dabei sieht sich der Anleger nicht nur mit einzelnen Anlageklassen und Themen konfrontiert. Entlang der «Beta-Linie» einer jeden Anlageklasse lassen sich unterschiedliche Anlagestrategien formulieren und entsprechende Vehikel finden. Prominentes Beispiel ist die globale Allokation eines Aktienportfolios. Ausgehend von einer passiven Strategie, die sich durch entsprechende Vergleichsindizes darstellen und implementieren lässt, muss der Investor sich darüber im Klaren sein, welche Ziele er überhaupt verfolgt und welche Risiken er eingehen kann.

Die aktive Allokation unterschiedlicher Anlageklassen hat zum Ziel, optimale bzw. effiziente Portfolios zu bilden. Das Diversifikationsprinzip nach Markowitz beinhaltet die Kombination möglichst tief korrelierter Anlagen. Je niedriger die Korrelation, desto besser gelingt die Diversifikation spezifischer

Risiken. So einleuchtend das Konzept ist, so problematisch ist dessen Umsetzung in der Praxis. Zwei zentrale Aspekte müssen beachtet werden: Erstens dominiert in derart optimierten Portfolios das systematische Risiko und zweitens sind Korrelationen bekanntlich nicht stabil. Es wäre allerdings unzulänglich aus dem, was Anleger in der jüngsten Finanzkrise (oder, besser, Vertrauenskrise) erlebt haben, die Schlussfolgerung ziehen zu wollen, Optimierungsmodelle hätten versagt. Erwartungshaltungen und die Tatsache, dass Korrelation mit Kausalität verwechselt wird, sind wohl eher für die Enttäuschung vieler Portfoliomanager und Anleger verantwortlich. Der Grund, weshalb Abhängigkeiten messbar sind, wird entweder zu wenig genau untersucht oder aufgrund der hohen Komplexität realwirtschaftlicher Zusammenhänge ignoriert. Letztendlich können sich Gründe schlagartig ändern, münden in kollektivem Handeln und lassen ursprünglich tiefe Korrelationen Richtung 1 streben.

Dass die Risikoprognose nicht ausschliesslich auf einer empirischen Kovarianzmatrix basieren sollte, ist keine neue Erkenntnis. Optimierungsmodelle wie von Black/Litterman vorgeschlagen (Black/Litterman, 1992: Global Portfolio Optimization, Financial Analysts Journal) und weitere Verfahren haben zum Ziel, ausgewogene und vor allem ökonomisch plausible Portfoliostrukturen zu schaffen. Durch rein quantitative Modelle optimierte Portfolios laufen Gefahr, unrealistische oder, besser, unplausible Strukturen zu bilden und widmen den realökonomischen Zusammenhängen zu wenig Beachtung.

Asset Allocation ist eine Sache, wie die einzelnen Klassen abgebildet werden eine andere. Passive Vehikel bieten den Vorteil, dass sie relativ günstig und mehrheitlich transparent sind – wenigsten auf den ersten Blick. Bei einem passiven Aktienportfolio muss dem In-

vestor klar sein, dass sein Geld einzig aufgrund der Börsenkapitalisierung der jeweiligen Aktie investiert ist. Qualitätsaspekte, Nachhaltigkeit, Wachstumsaussichten, Marktstellung etc. sind Faktoren, die er gänzlich dem Aktienmarkt selber überlässt. Anders gesagt, in ein Unternehmen wird nur deshalb investiert, weil dessen Börsenkapitalisierung ein bestimmtes Gewicht aufweist. Daran ändert auch die aktive Allokation der Anlageklassen über das gesamte Portfolio nichts.

Wie schon in vorhergehenden Publikationen festgehalten (s. PRIVATE 6/2009 und PRIVATE 1/2010), wird ein System besonders dann verwundbar, wenn sich die individuellen Elemente mehrheitlich directional verhalten. Weiter kann festgehalten werden, dass der Erfolg aktiver Anlagestrategien, wie jeder Anlagestil, Zyklen unterliegt. Schlussendlich müssen wir in unseren Überlegungen die alte Weisheit berücksichtigen, dass Meinungen wesentlich stärker schwanken als fundamentale Tatsachen. Strukturelle globale Bewegungen lassen sich nicht ignorieren, und der Anleger muss sich überlegen, wie sein Portfolio darauf antworten kann.

Aus der Vielzahl möglicher Strategien seien zwei Ansätze beschrieben, die fundamentalen Entwicklungen Rechnung tragen und dazu beitragen können, Portfolios realökonomisch plausibel zu verwalten.

High Dividend Investments

Insbesondere in den Jahren starken Wachstums behauptet sich die Annahme, Unternehmen mit hohen Dividendenrenditen hätten keine Möglichkeit, ihre Bargeldreserven produktiv anzulegen und würden deshalb Dividenden ausschütten. Studien belegen das Gegenteil (vgl. Arnott and Asness, Financial Analysts Journal, 2003). So zeigen Daten für den US-amerikanischen Aktienmarkt zwischen 1946 und 2001, dass eben gerade Unternehmen mit substanziellen Dividendenausschüttungen zu den wachstumsträchtigen

Kandidaten gehörten. Dividendenausschüttungen eignen sich als präventives Instrument, um vor Kapitalmissbrauch in einem Unternehmen zu schützen, sie sind wesentlich stabiler als Gewinnrechnungen und ein guter Indikator für den Gesundheitszustand eines Unternehmens. Ein Unternehmen, das effektiv Verluste erwirtschaftet, wird über kurz oder lang nicht in der Lage sein, Dividendenausschüttungen stabil zu halten.

Für den Anleger mit einem Anlagehorizont der sich über Wirtschaftszyklen erstreckt, sind Dividenden die primäre Quelle der gesamten Aktienrendite. Ausserdem beweisen quantitative Messungen, dass die Dividendenrendite die einzige positive Renditequelle ist (vgl. The Global Income Investor, Quantitative Research, Société Générale Cross Asset Research, 3 Feb. 2009; s. Grafik), während sowohl Kapitalgewinne als auch Dividendenwachstum negative Beiträge leisten können.

Der Fokus bei diesen Strategien sollte jedoch nicht etwa auf der Maximierung der Dividendenrendite liegen. Letztendlich würde so dem effektiven Grund für die Entwicklung der Dividendenrendite zu wenig Rechnung getragen, und das Portfolio würde Gefahr laufen, strukturelle Risiken zu konzentrieren. Vielmehr steht die Nachhaltigkeit, sprich die Konsistenz, der Dividendenzahlungen im Vordergrund und dient als Ausgangslage für eine fundamentale Betrachtung der einzelnen Unternehmen.

Globale Opportunitäten – thematisches Investment

Der aktive, themenbasierte Ansatz legt der Titelselektion globale strukturelle Trends zugrunde. Es stehen also weniger Industriezweige und regionale Betrachtungen im Vordergrund, sondern vielmehr die fundamentalen Entwicklungsströme. Zu nennen sind die folgenden 7 Hauptgruppen:

1) *Ökonomisches Wachstum*: Eine Anzahl wichtiger Wachstumsmärkte strukturiert ihr politisches und regulatorisches Umfeld derart, dass volkswirtschaftliches Wachstum im Zentrum der Bestrebungen liegt.



2) *Innovationen*: Industrielle technologische Innovationen sind und werden auch in Zukunft bestimmende Faktoren für Wachstum und Marktstellung von Unternehmen, Industriezweigen, Nationen und Regionen bleiben.

3) *Konsumentenverhalten*: Das sich durch demographische Veränderungen und Verschiebungen von Wohlstand wandelnde Konsumverhalten hat direkten Einfluss auf die Produktentwicklung und das Dienstleistungsangebot der Unternehmen.

4) *Veränderung der ökologischen Umwelt*: Ressourcenschonende Produktion und Verhalten der Unternehmen und Konsumenten bietet eine Vielzahl unterschiedlicher Anlageopportunitäten.

5) *Digitale Revolution*: Die digitale Revolution hat unser Leben entscheidend verändert und Kommunikation neu erfunden. Wir erleben tagtäglich den Einfluss der digitalen Entwicklungen und stehen erst am Anfang zukünftiger Visionen.

6) *Soziales und politisches Umfeld*: Globalisierung ist nur ein Sammelbegriff für die sozialen und politischen Veränderungen, die rund um den Globus stattfinden.

7) *Demographische Entwicklung*: Die wohl dramatischste Veränderung auf globaler Ebene erleben wir in der älter werdenden Bevölkerung. Das Verhältnis zwischen der arbeitenden Bevöl-

kerung und den Rentnern wird sich in naher Zukunft dramatisch verändern.

Aus diesen Hauptthemen lassen sich weitergehende Subthemen entwickeln, die letztendlich Investitionsoportunitäten innerhalb unterschiedlicher Sektoren und Regionen aufzeigen.

Risiko-/Ertrags-Profil

Beide Ansätze führen zu konzentrierten Aktienportfolios, die sich an globalen Aktienindizes orientieren können. Entsprechend gilt es, Risikoallokationen zu Risikobudgets zu verwalten. Die Ansätze sind allerdings unterschiedlich und führen zu unterschiedlichen Risiko-/Ertrags-Profilen. Innerhalb einer Anlagefonds-Vergleichsgruppe «Aktien Global» stehen diese Ansätze zueinander aber auch zu weiteren Ansätzen in Konkurrenz. Das Beispiel zeigt aber auf, dass Anlageprozesse zwar vergleichbaren Mustern folgen, aber unterschiedlich motiviert sind. Je nach Einsatzgebiet eignen sich Anlagestrategien unterschiedlich gut, auch wenn sich diese mit denselben Indizes messen und vergleichen lassen.

Auch auf Portfolio- und Produktebene gilt, dass Korrelationen nicht mit Kausalitäten verwechselt werden dürfen. Insofern ist die Performance-messung ein quantitativer und klar strukturierter Prozess, während die Auswahl adäquater Anlagevehikel letztendlich vom Anlageziel des Investors und weniger von Vergleichsgruppen abhängt.

alfonso.papa@ingim.com •