

Honigkuchen im Portfolio Management

Dem «Dolce Vita» zu frönen, erhöht das Risiko von gesundheitlichen Problemen, da Zucker das Hormon Insulin fördert und damit unter anderem das Immunsystem schwächt. Wenig Genuss ist aber auch weniger Leben; es führt für die meisten nicht zum erwünschten Ziel. Diese Kausalität lässt sich mit dem Investieren vergleichen.



Von Prof. Dr. Walter Farkas
Partner AAAccell LLC, Zürich



und Sandro Schmid
Partner AAAccell LLC, Zürich

Wenn ich mir jeweils überlege, wie meine Ernährung letzte Woche aussah, denke ich nebst dem schlechten Gewissen gleichzeitig an mein Portfolio. Das klingt erstmal nicht logisch, ist es aber. Denn, wie allgemein bekannt, sollten wir unter anderem viel Gemüse essen, viel Wasser trinken und wenig Süsses geniessen. Wenn wir die eher ungesunden Leckereien vorziehen, riskieren wir also etwas von unserer Gesundheit, des Genusses wegen.

Beim Investieren ist das nicht ganz anders. Es wird uns empfohlen, die Risiken zu verteilen und bei eher tieferem Risikobedürfnis mehrheitlich Obligationen und Cash zu halten, gefolgt von Aktien und weiteren Investitionen. Diese weiteren Investitionen sind dann also die «ungesunden», gefährlichen Genussmittel im alternativen Anlagebereich wie Immobilien, Private Equity, Hedge Funds etc.

Bei dieser Sichtweise gibt es jedoch zwei Probleme: Erstens sind die Kategorien zwar nicht falsche Hinweise, doch so einfach ist das Leben dann eben doch auch wieder nicht. Und zweitens ist ungesund nicht gleich ungesund. Aber eines nach dem anderen.

Die Kategorien

In der Ernährung wird gerne die Ernährungspyramide als Kategorienmassstab verwendet, in welcher für eine gesunde Ernährung die relativen Mengenverhältnisse von Lebensmittelgruppen dargestellt werden. Im unteren Teil der Pyramide sind die mengenmässig zu bevorzugenden, an der Spitze die in geringerer Menge zu geniessenden Nahrungsmittel, wie Zucker, eingetragen. Jetzt ist es aber so, dass es zahlreiche verschiedene Pyramiden gibt (USA, WHO, Schweiz etc.) und dass sich diese Pyramiden sowie die Zuweisungen der

Nahrungsmittel in die Pyramide ändern, wie zum Beispiel von Fett, welches eben nicht nur ungesund ist.

Genauso ist es im Anlagegeschäft. Es werden, bildlich gesprochen, Pyramiden verwendet, wo der untere Teil Bonds und Cash darstellt, darüber können die Aktien gesehen werden und im oberen Teil stehen die alternativen Anlagen, für welche man höhere Risiken vermutet. Somit unterstellt man den «gesunden» Bonds (Investment Grade) grundsätzlich geringere Risiken als den Aktien. Diese Sichtweise ist möglicherweise vor der Zeit der Quantifizierungen im Finanzbereich aufgrund des rechtlichen Kollokationsplanes im Falle eines Konkurses entstanden. Entsprechend negiert man mit diesem vermeintlich genauen Vorgehen die Tatsache, dass die Ausfallwahrscheinlichkeit des Schuldners viel entscheidender ist als die juristisch prozessuale Vorgehensweise und

das daraus ableitbare Risiko. Bei einem Default trifft es zwar zuerst den Aktionär, es kann jedoch auch für den Obligationär schnell einmal eng werden. Den Staatsbonds unterstellt man auch hohe Sicherheit, obwohl Staaten seit jeher ausgefallen sind und vermutlich auch in Zukunft davor nicht gefeit sind. Diese Vermutung wird bestärkt, wenn man die kumulierte öffentliche Verschuldung in Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) in den entwickelten Ländern 2010 betrachtet und diese höher ist als während des Ersten Weltkriegs oder der Depression der 1930er Jahre¹⁾ – ein Umstand der bisher in keiner Weise durch die gängigen geld- und finanzpolitischen Massnahmen geklärt werden konnte²⁾. Zu guter Letzt unterliegen Bonds weiteren Risiken wie etwa Zinsrisiken, Liquiditätsrisiken, Wiederanlagerisiken, Inflationsrisiken, Fremdwährungsrisiken, Länderrisiken, Konzentrationsrisiken oder operationellen Risiken. Ferner enthalten Bonds nicht unwesentliche, meist unerwünschte Optionen. Erst die nicht lineare Summe der aufgezählten verschiedenen Risiken gibt das Gesamtbild. Bei Bonds also lediglich auf das Rating zu schauen, um deren Risikopotenzial abzuleiten, ist als ob man bei der Erdbeerschokolade nur auf den Fruchtanteil schauen würde, um das Gesundheitsrisiko einzuschätzen.

Ungesund ist nicht gleich ungesund

Wenn wir uns nun dem Ungesunden, dem Süssen widmen, spielt die Art des Süsstoffes eine zentrale Rolle. Brauner Zucker ist gleich ungesund wie weisser und enthält keine Vitamine oder Mineralien. Der künstliche Süsstoff Aspartam, der in vielen Light-Produkten verwendet wird, ist 200fach süsser als Zucker, was das Kalorienproblem löst, hat aber viele ungesunde Nebenwirkungen. Besser schneidet Honig ab, welcher mehrheitlich aus Fruktose statt Glukose besteht und in geringen Mengen Mineralstoffe, Proteine, Enzyme, Aminosäuren und Vitamine enthält. Noch gesünder ist aber der Verzehr von Früchten, erhält der Körper dabei doch nebst Fruchtzucker viele Vitamine und Mineralien, wobei grosse Unterschiede herrschen bei den Früchten. Pflaumen haben beispielsweise wesentlich mehr Zucker als Papaya.

Beim Investieren finden wir vergleichbare Verhältnisse. Die Risiken anhand einer Investitionskategorie wie beispielsweise «Bonds» abzuleiten, ist viel zu grob, da darin verschiedenste unterschiedliche Risiken enthalten sind. So können zwei Firmen das gleiche Rating aufweisen; dies heisst jedoch noch lange nicht, dass beide Anlagen das gleiche Risiko haben.

Es stellt sich also die Frage, welche Informationen benötigt werden, um besser investieren zu können.

Investitionen müssen verschiedenen Risikoarten zugewiesen werden können. Zudem müssen die Risikoprämien erkannt, einem Risiko/Return-Verhältnis zugewiesen und auf das Bedürfnis des Investors abgestimmt werden. Bei alternativen Anlagen³⁾ müssen weitere Aspekte berücksichtigt werden, unter anderem die Höhe und Art der Ertrags-erwartungen, die involvierten Personen und deren Expertise und Reputation, Geschäftsrisiken, politische und rechtliche Risiken sowie Systemrisiken.

Wenden wir uns einem Praxisbeispiel zu: Immobilieninvestitionen erscheinen aktuell deutlich interessanter als Obligationen, mit besseren Ertragsaussichten und höheren Zinsen. Die Ertragsaussichten lagen früher bei klassischen Long-only-Positionen (Kaufen und Halten) bei rund 5%, zwischenzeitlich fielen sie auf rund 3,2%. Im Entwicklungsmarkt (Real Estate Development) liegen die Renditen noch bei über 10%.

Die Preise sind primär durch das Zinsniveau, die Wirtschaftslage und die Population (Nachfrage) getrieben und in der Vergangenheit meist gestiegen⁴⁾. In den letzten 20 Jahren zeigte sich auch eine starke Relation zwischen Wohnbevölkerung und Hypothekarzinsatz.

Für Immobilieninvestitionen wären folglich ein Anstieg der Zinsen, eine Rezession, ein Rückgang der in der Schweiz wohnhaften Personen sowie eine Änderung im Raumplanungsgesetz ungünstig, wobei die Risikotreiber miteinander in Verbindung stehen.

Wenn wir nun diese nicht abschliessenden Risikofaktoren interpretieren, erscheint ein Zinsanstieg kurzfristig eher als unwahrscheinlich. Die Schweizer Wohnbevölkerung soll gemäss KOF-Studien bis ins Jahre 2045 auf

rund 10 Millionen ansteigen, und im neuen Raumplanungsgesetz wurde vorerst entschieden, dass keine zusätzlichen Flächen bebaut werden können. Ferner kann vermutet werden, dass die Wirtschaftskraft der Schweiz mittelfristig kaum einbrechen wird, so zumindest sieht es auch das KOF.

Da im Bau längere Investitionen nötig sind, ist die Liquidität solcher Investitionen eher gering. Handelbare Fonds sind diesbezüglich zwar besser gestellt als geschlossene, doch glänzen beide nicht mit Liquidität. Weitere wichtige Risiken sind Geschäftsrisiken, konkret die Erfahrung mit Immobilien-Investitionen oder in der Immobilien-Verwaltung bzw. im Bau oder dem Liegenschaften-Verkauf, sowie einschneidende politische Referenden.

Performance-Optimierung

Performance-Optimierung im heutigen Asset Management kann mannigfaltig vorgenommen werden. Die Applikation der Pyramide ist jedoch weder beim Essen noch beim Investieren der heilige Gral und einzelne Investitionen sind inhaltlich viel genauer zu hinterfragen, als dies uns mit den Simplifizierungen der Kategorien dargestellt wird.

Und wenn Sie nun wieder einmal kulinarisch Süsses geniessen möchten, beispielsweise eine selbst gebackene Torte, empfehle ich Ihnen Stevia, einen natürlichen Süsstoff, der als ausgesprochen guter und gesunder Zuckersersatz gilt. Das grösste Risiko, das dann noch bleibt, ist die Stärke der Versuchung und die Menge der Desserts, die Sie konsumieren. Das können jedoch nur Sie kontrollieren, Stevia hin oder her.

1) SNB, Jordan, 2011.

2) IWF, WP/13/266, Reinhart, Rogoff, 2013: Financial and Sovereign Debt Crisis: Some Lessons Learned and those Forgotten.

3) «Alternative Anlagen» ist kein präzise definierter Begriff und wird unterschiedlich verwendet. Meist enthalten sind Immobilien, Private Equity, Venture Capital, Hedge Funds und Funds of Funds.

4) Ausser beispielsweise in den 90er Jahren aufgrund der sehr hohen Zinsen – der SNB Lombardsatz lag 1991 bei 11,5%.

sandroschmid@aaaccell.ch
walterfarkas@aaaccell.ch
www.aaaccell.ch