

«Hinter jedem Trend steht die Suche nach tiefen Korrelationen.»

Professor Erwin W. Heri hat in seiner 30-jährigen Anlageerfahrung schon viele Investment-Trends kommen und gehen gesehen. In der Aktienanlage plädiert er für eine verstärkte historische Perspektive und das disziplinierte Verfolgen eines langfristigen Anlagehorizonts.

SWISS EQUITY MAGAZIN: Wann ist ein Anlagetrend ein Trend?

ERWIN W. HERI: Ein Schlüsselthema oder ein Trend braucht einen Vorlauf, um als solcher identifiziert zu werden. Erst wenn ein Trend oder eine Mode als solche erkannt und vermarktet ist, springen die Anleger auf, und dann meist alle miteinander. Wenn aber alle Anleger dasselbe tun, zerstört sich eine vermeintliche Mode ziemlich schnell.

Erläutern Sie uns dies bitte an einem Beispiel.

Ein Beispiel dafür ist die Hedgefonds-Euphorie. Viele Hedgefonds leben von Ineffizienzen. Je mehr Anleger diese Ineffizienzen verfolgen, desto eher verschwinden sie. Ich behaupte denn auch, dass es vor rund vier Jahren einen Strukturbruch in der Generierung von Zusatzrenditen im Hedgefonds-Bereich gegeben hat. Das ist wahrscheinlich einer der Hauptgründe, weswegen die entsprechenden Renditen in letzter Zeit so mager sind.

Dennoch gelten Hedgefonds immer noch als Schlüsselthema in der Vermögensanlage. Was hat es mit solchen Schlüsselthemen auf sich?

Im Grunde genommen geht es um die permanente Suche nach tiefen Korrelationen. Seit Markowitz wissen wir, dass wir mit tief korrelierten Anlagen das Risiko

reduzieren und dennoch höhere Erträge generieren können.

Und wo sind Anleger seither fündig geworden?

In der Schweiz haben wir vor 20 Jahren mit der internationalen Diversifikation angefangen. Als die Korrelationen stiegen, wechselten wir in Emerging-Markets-Produkte, in der Meinung, der Konjunkturzyklus und damit der Aktienmarktrhythmus sei dort ein anderer. Bald mussten wir aber realisieren, dass die Liquidität in diesen Märkten beschränkt ist, respektive, dass auch dort die Korrelationen stiegen. Das nächste Ziel waren und sind immer noch die alternativen Anlagen. Jetzt sind wir im Commodity-Bereich ...

... und dann geht die Suche weiter.

Das ist nicht böseartig, aber so funktioniert der Markt im Asset Management. Neben den Erträgen geht es immer wieder um die Suche nach tiefen Korrelationen. Ausserdem gibt es immer wieder sonstige, eher folkloristisch anmutende Mode-Erscheinungen. So wird etwa im Januar jeweils die Geschichte über den Januar-Effekt hervorgeholt und im Mai jene über den Mai-Effekt. Doch für ernsthafte Investoren sind diese Effekte irrelevant.

Aber mit genau solchen Effekten wird den Anlegern Angst gemacht.

Angst und Gier sind nicht selten die Triebfeder der Anleger. Damit verdient man nichts oder verliert sogar systematisch. Wenn man aber einen Anlagehorizont von zehn Jahren und mehr hat und diesen auch diszipliniert verfolgt, dann kann man natürlich hohe Aktienquoten «fahren». Wie der Anleger, der mit dreissig anfängt, Geld auf die Seite zu legen. Oder wie Pensionskassen.

Gerade Pensionskassen scheinen aber ihre Aktienquoten zu reduzieren, je höher die Lebenserwartung steigt.

Die Anlagekommissionen der Pensionskassen würden gerne höhere Aktienquoten «fahren». Allerdings zwingen sie oft die Rechnungslegungsvorschriften, zum Beispiel neu FER26, zu einem einjährigen Anlagehorizont, da sie jeweils bei Abschluss der Jahresrechnung möglichst keine Unterdeckung aufweisen sollten.

Wie kommt es zu diesem Zielkonflikt?

Weil die Aktiv- und die Passivseite der Pensionskasse ungleich behandelt werden. Das ist ein Unding, das groteske Formen annehmen kann: Gemäss FER26 ist die Aktivseite der Bilanz, also

«Viele Hedgefonds leben von Ineffizienzen. Je mehr Anleger diese Ineffizienzen verfolgen, desto eher verschwinden sie.»



Zur Person

Prof. Dr. Erwin W. Heri

Erwin W. Heri ist ausserordentlicher Professor für Finanzmärkte an den Universitäten Basel und Genf. Er amtiert als Präsident des Anlagekomitees der Pensionskasse des Bundes (Publica) und ist seit 2003 Verwaltungsratspräsident der OZ Bank und OZ Holding in Pfäffikon. Zuvor hatte er leitende Funktionen in der Wirtschaft inne, unter anderem in der Konzernleitung der Winterthur Versicherung und als Chief Investment Officer der Credit Suisse Financial Services. Mit «Moden und Mythen an Anlagemärkten» und «Die acht Gebote der Geldanlage» hat er sich auch als Finanzbuchautor einen Namen gemacht.

«Wenn man beim SMI-Stand von 4000 geschrieben hatte, man würde sich bei 8000 wieder sehen, wurde einem mitleidig auf die Schultern geklopft.»

das Anlagekapital, nach Marktpreisen zu bewerten. Wenn die Zinsen – als ein Denkbeispiel – weiter steigen, dann werten sich die Obligationen der Pensionskassenportfolios ab. An sich wäre dies wirtschaftlich kein Problem, weil sich dadurch die Verpflichtungen ebenfalls reduzieren. Dem trägt man aber nicht Rechnung.

Was sind die Konsequenzen?

Dadurch sinken der Deckungsgrad und die Risikofähigkeit. Es könnte also durchaus passieren, dass wegen der steigenden Zinsen, die wirtschaftlich im Prinzip gar keinen Einfluss auf die Bilanz einer Pensionskasse haben müssen, Aktienbestände verkauft werden müssen. Und dann kann dasselbe passieren wie 2002, als die Versicherungen den Aktiencrash erst richtig auslösten, weil sie aufgrund der Rechnungslegungsvorschriften ihre Aktienquote praktisch auf null herunterfahren mussten.

Steht hinter dem Abbau von Aktienquoten immer nur die Buchhaltung?

Nicht nur. Oft leben Pensionskassen den langen Anlagehorizont auch nicht, weil ihr Denken dies verunmöglicht. Wenn sie bei 100 angefangen haben und wegen Buchverlusten bei 70 landen, verkaufen die meisten von ihnen trotz des langen Anlagehorizonts und warten, bis es «ruhiger» wird.

Ein frommer Wunsch.

In der Tat, denn «ruhig» wird es nie. Und legen die Aktienbörsen im folgenden Jahr 60 Prozent zu, verpassen die meisten dieser Anleger diesen Aufschwung. So war es auch in der letzten Korrekturphase. Viele haben 2002, 2003 verkauft und kehren erst jetzt auf historischen Höchstkursen langsam wieder zurück.

Womit sich die Geschichte wiederholt.

Wenn man beim SMI-Stand von 4000 geschrieben hatte, man würde sich irgendeinmal bei 8000 wieder sehen,

wurde einem mitleidig auf die Schultern geklopft. Und wo stehen wir heute? An sich ist es trivial. Schauen Sie sich langfristige Aktiencharts an. Wir wissen, warum sich die Aktiennotierungen in den letzten 200 Jahren tendenziell nach oben bewegt haben. Im Normalfall können wir auch theoretisch aufzeigen, woher die grossen Volatilitäten kommen. Einzig über das kurzfristige Timing können wir wenig aussagen. So gilt es jetzt wohl auch nicht plötzlich 50 Jahre lang einen Bärenmarkt zu verdauen. Wer daran nicht glaubt und/oder den Anlagehorizont nicht aufbringt, muss sich halt in andere Anlagen, zum Beispiel in Total-Return-Produkte oder Ähnliches, flüchten.

Was halten Sie von diesen Instrumenten?

Produkte, mit denen man nach oben dabei ist und nach unten nichts verliert, sind die ideale Welt. Und wenn diese nichts kosten würden, wäre das wunderbar. Doch sie kosten verhältnismässig viel. >

«Anlagefonds oder generell Kollektivanlagen sind keine Mode-Erscheinung. Sie sind das Sine qua non jeder Geldanlage.»

Allerdings entspricht es der Mentalität der Schweizer, sich gegen alles und jedes zu versichern und dafür hohe Prämien zu zahlen. Bei der Geldanlage kann aber eine hohe «Versicherungsprämie» rasch dazu führen, dass man nichts mehr verdient. Dann kann man das Geld aber gleich liegen lassen. Wer also solche Produkte kaufen will, sollte die «Versicherungskosten» genau unter die Lupe nehmen.

Wie sollen Anleger mit der Komplexität solcher strukturierten Produkte umgehen?

Die Produkte werden in der Tat immer komplexer. Ich bin ein Kritiker vieler dieser Ansätze. Bei manchen, beispielsweise bei indirekt geschriebenen Put-Optionen, weiss ich schlicht nicht, wofür sie gut sind. Aber längst nicht alle strukturierten Produkte sind komplex und einige durchaus interessant und innovativ. Letztlich sollte

man einfach sicher sein, dass man auch wirklich versteht, was man kauft, und dass man bei den komplexen Gebührenstrukturen auch wirklich «value for money» bekommt.

Die Gebührenfrage ist ein ewiges Thema, hier wie in der Fondsbranche.

Gebühren und Transparenz sind wohl die Kernthemen. Immerhin ist es doch interessant, dass die Gebühren in den letzten 20 Jahren trotz des gigantischen Volumenwachstums nicht reduziert wurden. Trotzdem sind Fonds nach wie vor das beste Anlageinstrument für viele Anleger. Nachdem im Crash die Kurse einiger Blue Chips 70, 80 oder gar 90% eingebrochen sind, wo der entsprechende Index 50% verloren hat, haben nicht wenige Anleger gelernt, was unsystematische Risiken sind. Und Anlagefonds oder generell Kollektiv-

anlagen sind keine Mode-Erscheinung. Sie sind das Sine qua non jeder Geldanlage.

Dennoch scheinen Anleger Aktienverluste schnell wieder zu vergessen. Wieso lernen sie nicht aus ihren Fehlern? Welche Rolle kommt Analysten zu?

Wir haben im Anlagegeschäft nur wenige Leute, die über eine historische Perspektive verfügen. Zusammen mit einigen Kollegen beschäftige ich mich seit 30 Jahren mit Anlagen und ich sehe diese Zyklen immer wieder und ebenso das immer gleiche Verhalten. Leute mit diesen langen Erfahrungshorizonten finden Sie in der Analyse nicht so oft. Die meisten Analysten kommen heute direkt nach dem Studium ins Investment Research. Dort bleiben sie aber nicht länger als drei, vier Jahre. Entsprechend kurz ist ihr

Anzeige



MediBank

Die Privatbank für freie Berufe

- Anlageberatung und Vermögensverwaltung
- An- und Verkauf von Wertpapieren
- Entgegennahme von Kundengeldern
- Gewährung von Lombardkrediten
- Devisengeschäfte
- Treuhandanlagen

Bahnhofstrasse 8+10 / 6301 Zug
 Tel. 041-726 25 25 / Fax 041-726 25 26 / E-Mail info@medibank.ch
 Kontaktperson: Christine Ehrat, lic.oec.publ., Vizedirektor

Wir nehmen uns mehr Zeit für Sie, zu jeder Zeit!

historisches Gedächtnis. Ein guter Analyst wird in dieser Zeit von der Bank als «High Potential» entdeckt und kommt in einen anderen Bereich.

Die Einsicht kommt also erst mit den Jahren.

Ich sass einmal mit André Kostolany auf einem Podium. Er war damals weit über 80 und ich genauso ein junger Analyst. Was er da mit seiner historischen Erfahrung erzählt, so dachte ich, das war vor 100 Jahren. Heute funktioniert die Welt ganz anders, meinte ich. Erst jetzt, wo ich selber über 50 bin, denke ich, dass diese historischen Zusammenhänge einen gewissen Wert haben und wohl nicht so anders aussehen wie zu Zeiten von Herrn Kostolany. Wenn man das historische Wissen hat und daran glaubt, dass die Zyklen existieren, und den theoretisch ökonomischen Hintergrund hat, sie zu erklären, dann kann man damit Geld verdienen.

Sie propagieren momentan den Core-Satellite-Ansatz. Wie sieht der aus?

Zunächst gilt es, den grösseren Vermögensteil, sprich den «Core», als langfristi-

ge Allokation zu definieren. Vorzugsweise wird die Kernanlage indexiert. Für die Satelliten gibt es keine klare Definition. Sie sind sozusagen die «Butter aufs Brot» und sollen entweder die Risiken reduzieren oder eine bessere Performance bringen. Letztere erreicht man, indem man explizit entweder temporäre Ineffizienzen spielt oder neuartige Risiken kauft, wie dies zum Teil auch Hedgefonds tun.

Wodurch unterscheiden sich diese Risiken von den herkömmlichen?

Bei einem normalen Asset-Allocation-Fonds bestehen beispielsweise Zins-, Zinsstruktur- oder Marktrisiken. Für diese Risiken gibt es am Markt spezifische Risikoprämien. In einem Satelliten kauft man explizit andere Risiken, beispielsweise Small-Cap-, Micro-Cap- oder Emerging-Markets-Risiken, die man in der Core-Anlage oft nicht antrifft.

Welche Chancen geben Sie dem Core-Satellite-Ansatz?

Seine Popularität, gerade bei den institutionellen Investoren, wächst im Gleich-

schrift mit den Indexprodukten. Satelliten können sich durchaus zu einem Trend entwickeln, mit dem man Erfolg hat. Doch nach vier, fünf Jahren werden die Satelliten so gross sein, dass zumindest die Ineffizienzen schwinden und sie nichts mehr bringen. Dann wird man sich wieder der Kernanlage zuwenden oder weitere Alternativen suchen.

Satelliten wie Hedgefonds und Private-Equity-Anlagen werden über Anlagefonds seit geraumer Zeit auch weniger vermögenden Anlegern zugänglich gemacht. Begrüssen Sie diese Öffnung?

Private Equity finde ich an sich eine gute Anlageklasse, da Sie damit langfristig in das Produktivkapital einer Volkswirtschaft investieren. Es hat allerdings ganz spezifische Eigenschaften, die man sehr gut verstehen muss. In Hedgefonds zu investieren, heisst dagegen, in vielen Fällen ins eventuelle Spekulationspotenzial von Individuen zu investieren. Und das macht für mich so keinen Sinn.

Das Interview führte Corin Ballhaus.

Anzeige

New Value goes SWX!

Kapitalerhöhung: Investieren Sie unternehmerisch in der Schweiz

New Value investiert mit Private Equity in innovative Wachstums-Unternehmen und bietet so eine wichtige Ergänzung zu traditionellen Kapitalanlagen für institutionelle und private Anleger.

Ticker: NEWN
ISIN: CH0010819867

Start Zeichnungsperiode Ende April 2006. Der Emissions- und Kotierungsprospekt kann bei der Gesellschaft bezogen werden. Bitte kontaktieren Sie uns für weitere Informationen.

**new
value**

New Value AG
Bodmerstrasse 9
CH-8027 Zürich
Telefon +41 43 344 38 38
info@newvalue.ch
www.newvalue.ch

Ihr Partner für werthaltige
Private Equity Investments
mit hohem Potenzial.