

Strukturmangel in der Vermögensverwaltung

Ein Votum für aktiv verwaltete Aktienportfolios

Von Stephan Hüsler*

Passiv investieren wird immer populärer. Diese Umschichtung weg von aktiv verwalteten Fonds wird mit deren unbefriedigender Performance begründet. Viele Finanzdienstleister haben auf Grund ihrer Grösse und Herkunft Strukturen entwickelt, die für die aktive Verwaltung von Portfolios ungünstig sind. Die Urteilsbildung wird oft der Zentrale vorbehalten. Damit wird die Risikofähigkeit des Vermögensverwalters geschwächt. Eine aktive Vermögensverwaltung ist dann erfolgversprechend, wenn sie eigenständig organisiert ist.

Immer mehr Aktienanleger scheinen Burton Malkiels Theorie zu teilen: Der MIT-Professor vertritt die Meinung, dass es mit aktivem Fondsmanagement — also aktiver Aktienausslese — nicht möglich sei, einen Aktienmarkt oder einen entsprechenden Benchmark (meist der Aktienindex einer Region, einer Branche oder der Index einer Vergleichsgruppe) zu schlagen. Die Statistiken¹ geben Malkiel auf den ersten Blick recht. Die meisten aktiv verwalteten Fonds erzielen eine schlechtere Rendite als ihr Benchmark.² Zunächst gilt es, der Ursache der von Malkiel und anderen beobachteten schlechten Performance aktiv verwalteter Aktienfonds auf den Grund zu gehen. Gemäss Merrill Lynch³ ist ein aktiver, US-amerikanischer Aktienfonds im Durchschnitt in 119 Firmen investiert. Eine eigene Untersuchung asiatischer und europäischer Fonds zeigt, dass die Zahl in diesen Regionen bei 55 liegt. In den meisten der untersuchten Länder machen die 50 grössten Unternehmen eines Indexes über 90% der Kapitalisierung des Gesamtmarktes⁴ aus. Das bedeutet, dass sich viele Aktienfonds mit ihrem jeweiligen Benchmark und dessen Rendite decken.⁵ Als Konsequenz dieser Quasi-Indexierung genügen bereits geringe Kosten — etwa für die Management Fee —, und die Rendite liegt unter jener des Benchmarks. Aktienanleger sind demzufolge zu Recht skeptisch gegenüber aktiv verwalteten Fonds. Passiv investieren ist kostengünstiger und bietet eher die Sicherheit, dass ein Portfolio nicht schlechter rentiert als der Benchmark.

Das Problem der Grösse

Nun stellt sich die Frage, warum eigentlich aktiv handelnde Fondsmanager — Aktienaussleser und selektive Investoren — ihre Anlagen so stark diversifizieren, dass sie sich selber der Chance berauben, den Benchmark zu schlagen. Immerhin zeigen empirische Untersuchungen, dass die zusätzliche Risikoreduktion einer zusätzlichen Anlage durch den Diversifikationseffekt schon bei einer Fondsgrösse von mehr als fünfzehn Investitionen marginal ist.⁶ Eine Erklärung für dieses scheinbar seltsame Verhalten könnte die Grösse und die Organisationsform von Fondsmanagement-Organisationen sein.

Auf der Achse zwischen Kapitaleigentümer und Unternehmen, auf der das Kapital arbeitet, hat sich über die vergangenen Jahre eine grosse und stark wachsende Industrie gebildet. Gemäss Warburg Dillon Read kontrollieren Vermögensverwaltungsunternehmen, Banken und Pensionskassen in den

USA und Europa heute Kapital im Gesamtwert von rund 20000 Mrd. US-\$. Die grössten Fondsmanagement-Organisationen betreuen ein Volumen von mehreren 100 Mrd. US-\$ und beschäftigen Tausende von Mitarbeitenden. Gemäss Goldman Sachs hatten die zwanzig grössten Firmen der Branche 1996 einen Marktanteil von 49%.⁷ Die Führung solcher grosser Organisationen erfolgt meist mittels hierarchischer Strukturen und rigider Kontrollen durch eine zentrale Risikoverwaltung. Zudem haben vor allem in Europa viele Fondsmanagement-Firmen ihre Wurzeln im Kreditgeschäft. Meist handelt es sich um Grossorganisationen, in denen sich zentral kontrollierte, hierarchische Strukturen in der Vergangenheit als erfolgreich erwiesen haben. Die Vermögensverwaltung als neue künftige Kernkompetenz und strategisches Hauptgewicht wurde dagegen erst vor kurzer Zeit entdeckt. So erstaunt es nicht, dass die Andersartigkeit dieses Geschäfts noch nicht in vollem Umfang erkannt wurde.

Ein Blick auf die Führungsinstrumente von Grossunternehmen zeigt die Problematik in der

¹ Wer passiv investiert, bildet die Struktur eines Marktes, den Index eines Landes, einer Region oder einer Industrie nach. Verschiedene Finanzdienstleister wie Vanguard, State Street oder Barclays Global Investors haben sich auf passives Fondsmanagement spezialisiert. Vanguard Funds beispielsweise registrierten in den ersten acht Monaten 1999 mit 38 Mrd. \$ — wie schon 1998 — den mit Abstand grössten Mittelzufluss aller US-amerikanischer Fonds.

² Gemäss «Institutional Investor» werden heute schätzungsweise 30% aller Aktieninvestitionen von Pensionskassen passiv verwaltet, mehr als doppelt soviel wie vor 5 Jahren.

³ Goldman Sachs schätzt, dass bei den «Mutual Funds» der Anteil passiver Fonds heute mehr als 5% ausmacht. 1990 waren es weniger als ein 1%. Goldman Sachs, Asset Management in the 21st Century: New Rules, New Game, April 1998.

⁴ Den Otter, Matthäus: Investmentfonds, Grundlagen Risiken Chancen, 1999. Eine Untersuchung in den USA hat ergeben, dass 80% aller aktiv verwalteten Aktienfonds schlechter rentieren als ihr Benchmark.

⁵ Untersuchung von Merrill Lynch zwischen Juni 1998 und April 1999.

⁶ Untersuchung von HSBC Guyerzeller, Juli 1999.

⁷ Maug, Ernst, und Naik, Narayan: Herding and Delegated Portfolio Management: The impact of Relative Performance Evaluation on Asset Allocation. London Business School, Dezember 1995.

Vermögensverwaltung. Je grösser ein Unternehmen ist, desto mehr ist es in der Führung seiner Mitarbeiter gezwungen, sich auf quantifizier- und aggregierbare Messgrössen und Kontrollmechanismen zu verlassen. Die zentralen Messgrössen zur Kontrolle eines Portfoliomanagers sind der Marktpreis der gehaltenen Anlagen und die darauf beruhende Performance. Sie dienen als Messgrösse für den Erfolg eines Investitionsentscheides. Der Marktpreis entspricht allerdings nur in einem langfristigen Durchschnitt der Wertentwicklung einer Firma, einer Anlage. Er ist starken Schwankungen unterworfen und deckt sich teilweise über längere Perioden nicht mit dem wahren Wert des Unternehmens. Der Erfolg eines Investitionsentscheides ist damit erst mit zeitlicher Verzögerung messbar — die Länge des Zeithorizontes der Kontrollinstanz gewinnt damit an Bedeutung. Immer wenn Fondsmanager aktiv in eine Auswahl aus dem Benchmark investieren, werden sie während kürzerer oder längerer Perioden von der Referenzlatte abweichen. Je stärker die Streuung der Kurse und je kleiner die Auswahl, desto grösser und von längerer Dauer sind in der Regel die Abweichungen.

Indexierung ist eine Versicherung

Mit der Grösse der Institution wachsen auch die Menge der Kontrolldaten und die persönliche Distanz der Kontrollinstanz zum Fondsmanager. Dies wiederum führt zu einer Verkürzung des Zeithorizontes der Kontrollinstanz. Deren Fähigkeit, den Fondsmanager auf Grund anderer Krite-

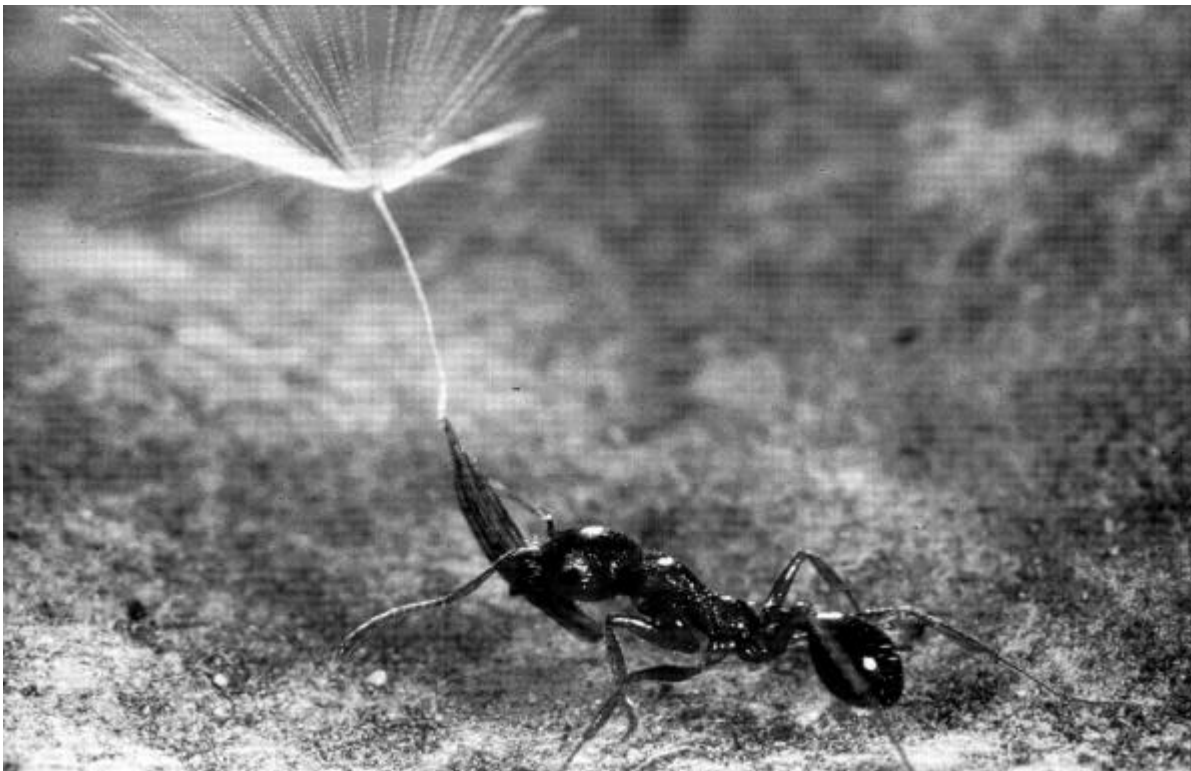
rien als des täglich beobachtbaren Marktpreises zu beurteilen, nimmt ab. Qualitative Faktoren wie das Vertrauen in die Fähigkeit eines Fondsmanagers sind nur schwer quantifizierbar, aggregierbar und somit für eine zentrale Kontrollstelle nicht relevant. Die Toleranz der Abweichungen gegenüber einem quantifizierbaren Sollwert sinkt denn auch mit zunehmender Grösse einer Fondsmangement-Gesellschaft. Orientiert sich ein Portfoliomanager eng am Benchmark, reduziert er die Wahrscheinlichkeit und Dauer einer negativen Abweichung vom Vergleichswert. Dank der Diversifikation, der Indexierung verhindert er kurzfristige Abweichungen und versichert sich so gegen das Risiko, die internen, kurzfristigen Zielvorgaben nicht zu erfüllen. Soweit in einer grösseren Vermögensverwaltungsinstitution Werturteile und unternehmerische Entscheide getroffen werden, sind sie der Konzernleitung vorbehalten und stehen für den einzelnen Kunden nicht zur Verfügung.

Vertrauen zählt

Eine Möglichkeit zur Lösung dieses Problems besteht darin, die Verantwortung für die Wahl des Vermögensverwalters dem Kunden zu überlassen. Das Vertrauensverhältnis zwischen Kunde und Finanzberater ist ein Substitut für einen Kontrollmechanismus, der falsche Anreize setzt. Dieses Vertrauensverhältnis bedeutet aber gleichzeitig eine grössere Unabhängigkeit des Vermögensver-



Behäbig räkelt sich der gross See-Elefant. (Bild ap)



Flink arbeitet sich die kleine Ameise zum Ziel. (Bild key)

walters gegenüber seinem Arbeitgeber. Allerdings ist diese Unabhängigkeit meist nicht im Interesse einer grossen Institution. Ein erfolgreicher und unabhängiger Vermögensverwalter schwächt zum einen indirekt die Beziehung der Bank zum Kunden, und er ist zum andern schwierig zu führen. Typischerweise scheut das Management die Machtstellung und die möglichen Kompensationsansprüche eines einzelnen erfolgreichen Vermögensverwalters. Obwohl erfolgreiche Exponenten gerne für die Akquisition eingesetzt werden, soll der Kunde an das Institut und nicht an einen einzelnen Berater gebunden werden.

Ein unternehmerischer Prozess

Unabhängigkeit und Eigenständigkeit gehören jedoch zur Grundausstattung einer aktiven Vermögensverwaltung. Eine Betrachtung des Investitionsprozesses kann dieser Aussage Gewicht verleihen. Die Bestätigung des Wertes einer Investition liegt in der Zukunft. Einschätzungen und Prognosen — auf der Basis nicht präzise prognostizierbarer Faktoren — steuern und definieren jeden Investitionsentscheid. Überprüfbare Fakten beziehen sich aber auf die Vergangenheit. Die Möglichkeit, auf Grund von «harten», wissenschaftlichen Fakten zu analysieren und zu entscheiden, ist deshalb beschränkt. Mathematische Modelle spielen zwar im Investitionsprozess eine wichtige Rolle. Dennoch sind sie im wesentlichen nur eine mehr oder weniger komplizierte Extrapolation der Vergangenheit — die Wissenschaft befasst sich erst übermorgen mit morgen. Deshalb tritt die Wissenschaft beim Investieren in den Hintergrund, persönliche Urteile gewinnen an Bedeutung. Die Antwort der Marktwirtschaft auf die Unzulänglichkeiten der Wissenschaft im Umgang mit der Unsicherheit der

Zukunft ist das Unternehmertum — Eigenständigkeit, Selbstverantwortlichkeit, Risikoübernahme.

Investieren, vor allem in Aktien, ist deshalb ein unternehmerischer Entscheid und muss entsprechend organisiert werden. Je eher die Unternehmensleitung willens und in der Lage ist, bei negativen Kursentwicklungen das Urteilsvermögen des Vermögensverwalters nicht anzuzweifeln, desto kleiner ist der Wert der Versicherung durch Indexierung. Das Vertrauen in die Fähigkeit des Verwalters, die Wertentwicklung eines Unternehmens zu beurteilen, ist elementar für die Überbrückung von Perioden negativer Preisentwicklungen. In Grossorganisationen wird sich aber kaum jemand finden, der davon profitiert, wenn er die Verantwortung für die Auswahl der Anlagen und die langfristige Performance eines Fondsmanagers übernimmt. Die Grossorganisation ist in diesem Sinne nicht risikofähig. Damit werden denn auch indexnahe und «risikolose» Fonds produziert. Die hohen Verwaltungskosten lassen sich aber im Markt nicht mehr durchsetzen — zu Recht. Aktien-Anleger legen deshalb ihr Geld zunehmend in echten Indexfonds an. Dies ist aber ein Schritt in die falsche Richtung: Man stelle sich die Effizienz eines Aktienmarktes vor, in dem nur indexiert wird.

Eine leistungsfähige Alternative

Der Markt bietet indessen Alternativen: Personell klein besetzte Vermögensverwalter und Beteiligungsgesellschaften, die erkannt haben, wie der Nährboden für Urteile und unternehmerische Entscheide bestellt wird. Der Mut und die Kraft, eine Auswahl zu treffen, ein Urteil zu fällen und den eigenen Weg zu gehen, führen über die unternehmerisch organisierte kleine Einheit. Oft

investieren die Vermögensverwalter einen substantiellen Teil ihrer persönlichen Mittel in ihre Anlagevehikel. So werden sie zu Kapitaleignern in eigenem Recht und gleichen ihre Interessen denjenigen der Aktienanleger an. Das laufende Einkommen ist wesentlich von der Performance abhängig. Obwohl unpopulär, ist auch der Benchmark langfristiger Natur, nämlich eine absolute, nominale Rendite. Die Vereinbarung einer maximalen Performance Fee vermeidet dabei extreme Gebührenzahlungen und unterstreicht den langfristigen Charakter sowohl der Investitionen als auch der Beziehung zum Kunden. Die Konzentration der Anlagen erlaubt ein tieferes Verständnis der gehaltenen Unternehmen und legt eine gute Basis zum Aufbau eines Vertrauensverhältnisses zu den Kunden, den Anlegern.

Beispielsweise stellt man fest, dass eine Anzahl grösserer schweizerischer Institutioneller mit konzentrierten Aktienportfolios sehr erfolgreich (gewesen) sind. Die Fähigkeit, selektiv zu investieren, erstaunt nicht. Sie sind von kleinen Teams geführt, die direkt der Geschäftsleitung verantwortlich sind. Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass primär bei langfristig ausgerichteten Investitions-

urteilen — und dazu zählen vor allem Aktienanlagen — Grossunternehmen im Nachteil sind. Urteile sind nicht delegierbar, nicht institutionalisierbar, und sie können nicht nach Betriebsvorschrift und in Massen produziert werden. Gleichzeitig sind das Anlagepotential und die Marktmacht von institutionell organisierten Vermögensverwaltern beträchtlich und nehmen weiter zu. Ein aktiver Investitionsentscheid erfordert nicht nur die Fähigkeit, sondern auch die Freiheit, Urteile zu fällen und unabhängige Entscheide zu treffen. Der richtige Nährboden ist die kleine, selbstverantwortliche unternehmerische Einheit. Die beste Alternative zum gängigen indexierenden Aktienfonds ist also nicht ein Indexfonds, sondern eine Investmentgesellschaft oder ein Vermögensverwalter, der punkto Grösse, Struktur und Professionalität die richtigen Voraussetzungen mitbringt, um aktive Aktienanlagen auch erfolgreich zu tätigen.

* Stephan Hüsler ist Direktor der Asia Investment Managers Ltd., einer Tochtergesellschaft der HSBC Guyerzeller Bank AG.