

# Knacknuss Aktienportfolio Schweiz

Der Core-Satellite-Ansatz ist für Schweizer Aktien tückisch. Die Indexkonstellation verlangt eine aktive Gewichtung aller Titel.

MARTIN SCHLATTER UND RENÉ DUBACHER

Den Kern eines Portfolios passiv und die Satelliten aktiv anlegen, um eine Mehrperformance zu erreichen, funktioniert anderswo gut, ist für Schweizer Aktien aber trügerisch. Ja, die Frage ist berechtigt: Lässt die Struktur unseres Aktienmarkts ein sehr aktives Portfoliomanagement überhaupt zu? Aktives Management rechtfertigt sich, wenn ein Mehrwert bezüglich Rendite und Risiko des Portfolios geschaffen wird. Um dies zu erreichen, muss der Portfolio Manager von der Gewichtung der Titel im Index abweichen. Je grösser die Abweichungen, desto aktiver ist er und desto stärker weicht die Rendite des Portfolios von derjenigen des Index ab.

«Aktives Portfoliogewicht» (Active Share) ist ein Beurteilungsmaßstab, wie aktiv ein Manager sein Portfolio verwaltet. Es errechnet sich als Summe aller Prozent-Abweichungen zwischen Portfolio und Index. Wird eine hohe Überrendite des Portfolios angestrebt, dann muss es ein grosses aktives Gewicht haben.

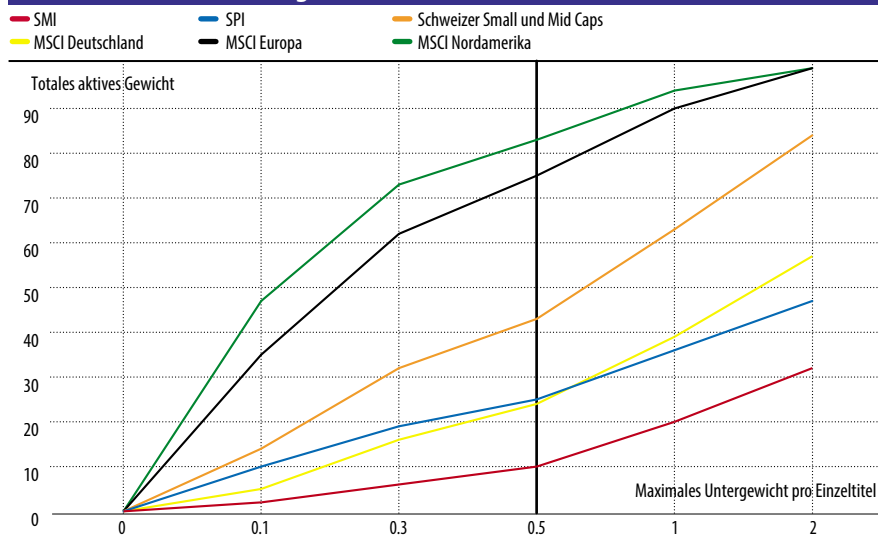
## Zweierlei Risiken

Aktive Gewichte führen zu zwei Arten von Risiken: ein firmenspezifisches und ein Faktorisiko. Bei firmenspezifischen Risiken versucht man von der Entwicklung einer einzelnen Aktie zu profitieren. Die Finanzmarkttheorie lehrt uns, dass der Anleger über die Zeit für die Übernahme dieser Risiken nicht kompensiert wird, da sich dieses Risiko durch Diversifikation eliminieren lässt. Faktorisiken hingegen lassen sich nicht wegdiversifizieren und werden mit Risikoprämien abgegolten.

Typische Faktorisiken sind Kapitalisierung (gross/mittel/klein), Bewertung (Substanz/Wachstum), Momentum und Volatilität. Bei den ersten beiden spricht man auch vom Small-Cap-Effekt und von der Value-Prämie.

Ein Manager, der seine Investmentideen finanzieren will, muss einzelne Titel des Index untergewichten oder diese gar nicht erst im Portfolio halten. Damit er nicht zu grosse Titelrisiken einget, wird er versuchen, alle Titel in einem ähnlichen

## Raum für aktives Portfoliogewicht variiert stark



Umfang zu reduzieren. Je nach Struktur des Aktienindex ergeben sich durch die Untergewichtung sämtlicher Titel um einen bestimmten Prozentsatz deutlich unterschiedliche aktive Portfoliogewichte.

Die Graphik zeigt für verschiedene maximale Untergewichte pro Titel das daraus resultierende aktive Portfoliogewicht verschiedener Indizes: Das aktive Portfoliogewicht des SPI ist 25%, wenn alle Einzel-

*«Beim SMI werden typischerweise 85% passiv investiert. Nur 15% bleiben so fürs aktive Management.»*

titel maximal 0,5% untergewichtet werden. Im MSCI-Europa ist das aktive Portfoliogewicht bei gleicher Einzeltitleabweichung 75%. Nur gerade 25 von 211 Aktien des SPI haben ein Gewicht von mehr als 0,5%. Mit anderen Worten: Das aktive Portfoliogewicht im SPI kann nur mit einer deutlich stärkeren Untergewichtung der grossen Titel im SPI erhöht werden.

Dadurch erhöhen sich die unerwünschten, nicht entschädigten Titelrisiken deutlich. Aus diesem Grund liegt das Risiko eines Schweizer Aktienmanagers

nicht primär bei der Auswahl seiner Titel, sondern bei der Nicht-Auswahl beziehungsweise der Untergewichtung von grossen Einzeltiteln.

Ganz anders ist die Situation für einen aktiven Manager in Europa oder Nordamerika. Er kann schon mit einer minimalen Untergewichtung der einzelnen Titel von 0,5% insgesamt 75% des Portfolios für seine Anlageideen einsetzen. Im Gegensatz zur Schweiz muss er sich nicht mit der Untergewichtung einzelner Titel auseinandersetzen, sondern kann sich ausschliesslich auf die Auswahl seiner besten Ideen konzentrieren.

Die Konsequenz daraus ist, dass bei gleichem titelspezifischem Risiko von einem aktiven Europa-, Nordamerika- oder Welt-Portfolio im Vergleich zu einem am SPI orientierten Portfolio rund die doppelte Überrendite erwartet werden darf.

## SMI ungünstiger als SPI

Aufgrund der grösseren Titelkonzentration im SMI sind dessen Risikoeigenschaften noch ungünstiger. In der Praxis bilden viele institutionelle Anleger Aktien Schweiz mit einer passiv umgesetzten SMI-Strategie und einer aktiven Strategie für mittel- und kleinkapitalisierte Werte ab. Dabei werden typischerweise 85% (Indexgewichtung) in die passive SMI-Strate-

gie investiert. Nur 15% der Investition stehen dann für aktive Portfoliogewichte zur Verfügung.

Nehmen wir an, das Anlageziel sei eine Outperformance des SPI von 1% pro Jahr. Diese Überrendite kann nur mit dem aktiven Teil (15% des Portfolios) erwirtschaftet werden. Um die Überrendite von 1% zu erreichen, muss die jährlich zu erzielende Outperformance des aktiven Portfolioanteils 6,66% (1%/15%=6,66%) betragen – eine Grössenordnung, deren Erfolgswahrscheinlichkeit kaum gegeben ist.

In unserer Praxis bewährt es sich seit vielen Jahren, auch die zwanzig SMI-Aktien als Teil des aktiven Portfolios zu bewirtschaften. Wenn auch diese Titel bis 0,5% vom Index abweichen können, erhöht sich das maximal mögliche aktive Portfoliogewicht von 15% auf 25%. Die Renditeanforderung ans aktive Management sinkt, da im aktiven Teil des Portfolios nur noch 4% pro Jahr zusätzlich verdient werden müssen, um das Renditeziel von plus 1% gegenüber dem Index auf das ganze Portfolio zu erreichen.

## Dynamische Reallokation

Die Optimierung der aktiven Gewichte über alle Titel erweist sich gegenüber der Core-Satellite-Strategie für Aktien Schweiz als das eindeutig dominante Konzept. Ausser der Titelselektion ermöglicht es die dynamische Reallokation zwischen den gross- und kleinkapitalisierten Aktien.

Der Einbezug aller Titel zur Beschaffung von aktiven Portfoliogewichten, die gleichzeitige Kontrolle der titelspezifischen Risiken über eine maximale Untergewichtung der Einzelwerte sowie der Einsatz eines multidimensionalen Aktienauswahlprozesses erlaubt es, im harten Praxistest selbst für einen so konzentrierten Index wie den SPI eine langjährig konsistente Outperformance zu erzielen.

Wer den Kern passiviert und von den Satelliten die Mehrperformance erwartet, wird mit hoher Wahrscheinlichkeit enttäuscht werden.

Martin Schlatter ist Leiter Aktien, René Dubacher Leiter Forschung und Entwicklung der bankenunabhängigen Fondsleitung Swiss Rock Asset Management.

## FRANK UND FREI



Thomas Fedier, CEO und Partner VT Wealth Management

## «Es gibt zu viele Eigeninteressen»

Herr Fedier, mit dem neuen Finanzdienstleistungs- und -infrastrukturgesetz macht der Regulator Druck. Worauf machen Sie sich als unabhängiger Vermögensverwalter gefasst? Sicher auf mehr bürokratischen Aufwand und kompliziertere Arbeitsbedingungen. Das ist aber keine Kritik. Eine gewisse Regulierung kann der Branche zuträglich sein. So gibt es mehr Klarheit über die Ausübung des VV-Geschäfts.

## Stimmt der Vorwurf, dass die grossen Vermögensverwaltungsbanken die kleinen verdrängen und die Regulierung dazu hilft?

Die kleinen haben zweifellos ein Kostenproblem bei den Investitionen in IT und Marketing. Das wird mit der schärferen Regulierung nicht geringer. Und sagen wir's so: Die grossen stört es zweifellos nicht, wenn die kleinen aufgeben.

## Wie das Überleben sichern?

Nur mit den Kunden. Es braucht eine kritische Grösse, eine unternehmerische Führung und eine umsichtige Planung bei den strukturellen Kosten. Und tun, was die auf Produktverkauf fixierten Banken immer weniger bieten: hochwertige Beratung, Flexibilität und energisches Handeln in kritischen Marktlagen.

## Soll man wegbrechendes Private-Banking-Geschäft im Asset Management kompensieren?

Da bin ich eher skeptisch. Mit Vorteil macht man das, was man kann. In neue Geschäftsfelder vordringen bedingt eine klare Strategie und einen langen Atem. Opportunismus ist nicht angebracht.

## Würden Sie sich heute nochmals selbstständig machen?

Selbstverständlich. Ich bin felsenfest davon überzeugt, dass die unabhängige oder neutrale Beratung grosses Potenzial hat. Die Kunden wünschen sich einen Ansprechpartner der fachliche Kompetenz mit den nötigen sozialen Qualitäten verbindet. Die Geldverwaltung hat immer auch eine emotionale Komponente und einen persönlichen Touch. Produktverkäufer stossen schnell an ihre Grenzen.

## Was macht Sie besonders stolz?

Dass ich mich nie in ein Schema habe zwingen lassen, nie an die Uniformierung geglaubt und nie vergessen habe, dass die Kundeninteressen das Wichtigste sind. Die Belohnung dafür sind die langjährigen Kundenbeziehungen.

## Worüber regen Sie sich auf?

Aufregen ist ein hartes Wort. Aber es beelndet mich schon, mitansehen zu müssen, wie den Managern alenthalben das Rückgrat abhanden gekommen ist. Jeder denkt nur an sich und seine Kompensationen. Die Kunden sind nachrangig geworden.

## Was ist zu tun, damit der Finanzplatz Schweiz stark und integer bleibt?

Es dürfen nicht nur Partikularinteressen, besonders der Managements, befriedigt werden. Der Finanzplatz muss der Schweiz dienen und nicht umgekehrt. Nur wenn wir zu einem Gesamtinteresse zurückfinden, werden wir das Jammertal überwinden.

INTERVIEW: HANSPETER FREY

## KOMPAKT – DAS ENDE DES MONETÄREN GLEICHLAUFS

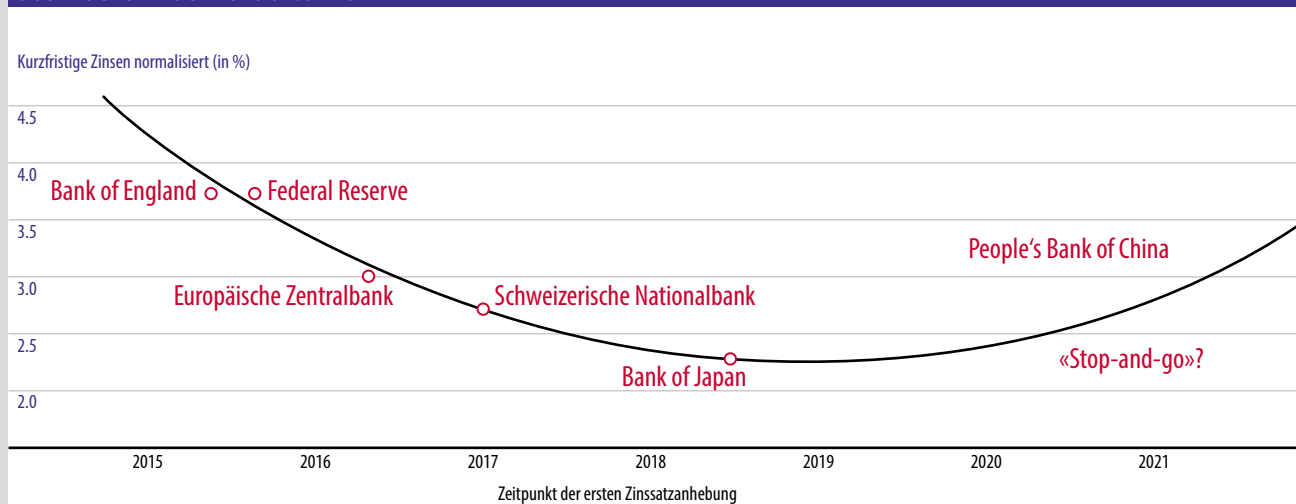
# Gut für Pfund und Dollar – wie auch für Aktien

Bei aller Gemeinsamkeit, das wirtschaftliche Wachstum auf Normalmass zurückzubringen, divergieren Stil und Zeitplan der Notenbanken zusehends.

In den USA läuft das Wertpapierkaufprogramm (QE) im Herbst aus, und das Fed bereitet die Märkte vorsichtig auf eine erste Leitzinserhöhung vor, aus heutiger Sicht fürs zweite Halbjahr 2015. Eine Spur eiliger scheint es die Bank von England zu haben, während die Europäische Zentralbank wegen der konjunkturellen Risiken und der ungelösten Schuldenprobleme in Euroland gar nicht anders kann, als die Geldzügel weiter grosszügig schleifen zu lassen. Das gilt noch stärker für Japan, und was die Schweizerische Nationalbank angeht, muss sich diese mit Rücksicht auf den Euro-Mindestkurs nach der EZB ausrichten. Der Exit, konkret eine erste Leitzinserhöhung, wird damit zeitlich weit auseinanderliegen. Grafisch dargestellt spricht die Bank Pictet vom «Lächeln» der Zentralbanken.

Die unterschiedlichen Trends bevorteilen das Pfund und den Dollar, wogegen dem Yen eine weitere Abwertung droht. Weil eine Leitzinserhöhung die Bestätigung für ein stärkeres Wachstum ist, muss Aktienanlegern das Lächeln nicht vergehen. Schwieriger wird's im Bondsektor: Die kurzen Zinsen spiegeln die monetäre Normalisierung. Die langen, glaubt Pictet, stiegen progressiv und sorgten für niedrige Renditen der Staatsanleihen, die bei erhöhter Unsicherheit von Fluchtbewegungen profitieren. HF

## Das «Lächeln» der Zentralbanken



## Auswirkung auf Vermögenswerte

Legende: + Positiver Effekt, - Negativer Effekt, = Neutraler Effekt, * Niedrige Volatilität				
GELDPOLITIK		PHASE NICHT SYNCHRON	ZIEL WACHSTUM	SYNTHESE
Aktien	Volatilität	+	-	+*
	Industrieländer	-	+	+
	Schwellenländer	-	+	=
Staatsanleihen	US-Treasuries	+	-	-
	Deutsche Bundesanleihen	+	-	-
	Schwellenländer	-	+	-
Devisen	Dollar	+	+	=
	Euro	-	=	+
	Schwellenländer	-	=	-

Quelle: Pictet WM-AA&MR / Grafik: FuW, mnab