

«Plus ça bouge, plus c'est la même chose»

Unübersichtliche Vielfalt in der Fondslandschaft

Ist in der Neuen Zürcher Zeitung erschienen

von Roman von Ah und Jürg Schiller

Jeder Investor steht vor der Frage, wie er die einzelnen Anlagekategorien seines Portefeuilles optimal gewichtet. Die Kombination der Anlagen ist dann optimal, wenn ein bestimmtes Ertragsziel mit minimalem Risiko verfolgt wird. Die Situation lässt sich gar verbessern, wenn das Anlageuniversum erweitert wird. In den vergangenen Jahren haben die Anbieter denn auch laufend neue Bausteine zur Verfügung gestellt.

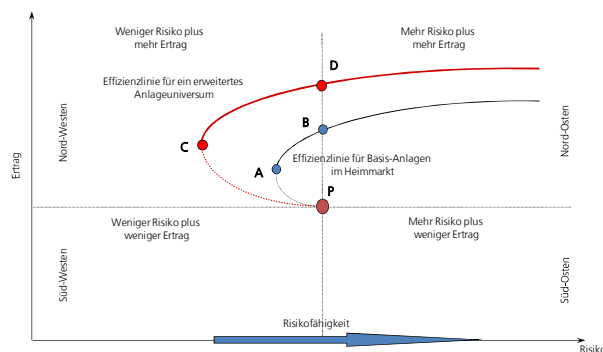
Die Finanzbranche insgesamt und die Fondsanbieter im Besonderen befinden sich im Umbruch. Sie stellen sich dieser Herausforderung mit einer Anpassung der bestehenden Fonds und einer Ausdifferenzierung der Produktpalette. Dem Anleger stellt sich die Frage, welche Produkte in welcher Zusammensetzung auszuwählen sind, um die Anlageziele in möglichst optimaler Weise zu erreichen.

Auf den Mix kommt es an

Der wichtigste Markt jedes Investors ist der Heimmarkt, und dort sind die Hauptkategorien Geldmarkt, Obligationen, Aktien und Immobilien von Bedeutung. Jede dieser Anlagekategorien wird mit Ertrags- und Risikokennzahlen charakterisiert. Eine höhere Rendite darf nur erwarten, wer bereit ist, auch höhere Risiken zu tolerieren. Die Wahl der Anlagestrategie - also die optimale Gewichtung der einzelnen Anlagekategorien - ist die wichtigste Entscheidung für den Investor und bestimmt über 90% des zu erwartenden Ertrages. Die Kombination der Anlagen ist dann optimal, wenn ein bestimmtes Ertragsziel mit minimalem Risiko verfolgt oder für ein vorgegebenes Risiko der Ertrag maximiert wird. Je nach toleriertem Risiko werden demnach andere Kombinationen der Anlagekategorien optimal sein. Portfoliokombinationen, die diesen Risiko-/Ertrags-Trade-off optimieren, liegen auf der Effizienzgrenze (vgl. Graphik). Sie werden mit einem mathematischen Optimierungsverfahren bestimmt, das die Renditen, Risiken und gegenseitigen Abhängigkeiten berücksichtigt.

Streben nach dem Norden

Nehmen wir an, ein Investor halte ein Portfolio, bestehend aus den Basisbausteinen Geldmarktanlagen, Obligationen und Aktien, in seiner Heimatwährung (Punkt P).



Wenn eine Portfoliozusammensetzung gefunden werden kann, die auf der Effizienzlinie zwischen dem Punkt A und B liegt, dann hat der Investor einen doppelten Vorteil: Im Vergleich zum Ausgangspunkt sinkt das Risiko seiner Anlage, und der Ertrag steigt. Wenn er bereit ist, höhere Risiken einzugehen, kann er den Ertrag steigern, indem er Portfoliozusammensetzungen sucht, die auf der Effizienzgrenze rechts vom Punkt B liegen. Die anderen möglichen Bewegungen - nach Südwesten oder Südosten - sind ökonomisch wenig sinnvoll.

Das Anlageproblem stellt sich demnach für jeden Investor auf die gleiche Art:

1. Das Gesamtportfolio des Anlegers sollte auf der Effizienzgrenze liegen.
2. In Abhängigkeit des gewünschten Ertrages beziehungsweise des in Kauf genommenen Risikos sollte ein Portfolio auf der Effizienzgrenze gewählt werden.

Aus diesen beiden Punkten folgt, dass die gewählte Portfoliozusammensetzung für den Investor optimal ist. Die Situation lässt sich dann verbessern, wenn das Anlageuniversum derart erweitert wird, dass die Effizienzgrenze nach oben verschoben wird. Die Fondsanbieter haben den privaten Anlegern in den letzten Jahren laufend neue Bausteine für die Bildung optimaler Anlagestrategien zur Verfügung gestellt.

Effiziente Bausteine

Am Anfang stehen effizient diversifizierte Basisbausteine in der Heimatwährung. Diese werden kostengünstig ver-

waltet und erlauben die Strategieumsetzung und taktische Asset-Allokation im besten Interesse der Investoren. Mit der Lancierung von Länderfonds konnten Weltportfolios konstruiert werden, die optimal auf die Heimwährung abgestimmt sind. Die Erweiterung der Produktpalette in diesem Bereich dürfte aber wegen der europäischen Währungsunion zum Stillstand kommen. Es bleiben als Regionen Nordamerika, Europa und Japan, Südamerika, Südostasien und Osteuropa als mögliche Erweiterungen. Die reduzierte Anzahl der Länderfonds wird den Anlagestil der Vermögensverwalter weitreichend ändern. Weil die Märkte sich immer öfter im Gleichklang bewegen, gewinnt bei Aktienfonds die Branchenorientierung auf Kosten der Länderallokation an Bedeutung. Im Obligationenbereich dürfte auf die Länderaufteilung die Fokussierung auf Regionalfonds und auf Bonitätsrisiken folgen.

Differenzierte Bedürfnisse

Die Finanzmärkte sind nicht immer so effizient, wie die Lehrbücher es unterstellen, gerade weil es in der Realität Steuern und Transaktionskosten gibt und das Verhalten der Marktteilnehmer manchmal vom Herdentrieb geleitet wird. Dies führte in der Vergangenheit vor allem im angelsächsischen Raum zur Entwicklung von Spezialfonds für bestimmte Marktsegmente. Der Trend zur Ausdifferenzierung auf der Basis des Anlagestils dürfte sich weltweit und im Zusammenhang mit der Währungsunion gerade auch in Europa verstärken. Die Anbieter differenzieren ihre Produkte entweder nach Bewertung (Substanz- contra Wachstumsaktien), nach unterschiedlichen Kennzahlen (Preis-Buch-, Preis-Gewinn-, Preis-Cashflow-Verhältnis) oder nach der Börsenkapitalisierung. In der Schweizer Fondslandschaft haben sich bisher nur Nebenwertefonds durchgesetzt, aber es ist nur eine Frage der Zeit, bis weitere Stilprodukte lanciert werden.

Gehobener Diversifikationswünsche

Es sei hier die These erlaubt, dass sich langfristig nur diejenigen Produkte durchsetzen werden, die nach Berücksichtigung der Transaktionskosten und des Steuerstatus die Produktpalette derart erweitern, dass die effiziente Grenzlinie nach oben verschoben wird. Dementsprechend sind Anlagevehikel gefragt, die positive Diversifikationseigenschaften aufweisen. Die notwendigen Anforderungen an diese Produkte sind schnell skizziert. Die eingegangenen Risiken müssen systematisch positiv entschädigt werden, wobei die Rendite mit steigendem Risiko wächst. Ausserdem sollten die Erträge möglichst schwach oder sogar negativ korreliert mit dem Heimmarkt sein. In diese Kategorien fallen Anlagefonds in Emerging Markets und alle Anlagekategorien, die unter dem Begriff «nichttraditionell» zusammengefasst werden, wie etwa Hedge Funds, Private Equity, Venture Capital oder Rohstoffe. Die Dynamik in diesem Bereich wird

überdurchschnittlich sein, weil bei wachsendem Wohlstand der «Baby Boomer» der Wunsch nach Diversifikation zunehmen wird. Bei der Verwaltung der nichttraditionellen Kollektivanlagen steckt man noch in der Pionierphase. Es ist anzunehmen, dass die Fund-of-Funds-Lösungen, die bei einer zu breiten Diversifikation wiederum nur den Marktertrag generieren, abgelöst werden durch Spezialprodukte und die Ausdifferenzierung der Anlagephilosophien noch ansteht.

Ökofonds als Renner

Religiöse, soziale oder politische Leitbilder haben immer das Anlageverhalten von privaten Investoren beeinflusst, und entsprechende Themenfonds, die sich an eine bestimmte Zielgruppe wenden, blicken im Ausland auf eine rund sechzigjährige Tradition zurück. Während früher der Ausschluss von «Sündenaktien» (Tabak, Alkohol, Spieltrieb, Geburtenkontrolle) oder politische Themen wie der Vietnamkrieg oder Südafrika die Entwicklung spezieller Fonds beeinflussten, steht heute die Ökologie oder die Corporate Governance im Mittelpunkt des prinzipienorientierten Anlegens. 1997 schossen in der Schweiz ökologische Kollektivanlagen wie Pilze aus dem Boden. Auch bei den Umweltfonds ist ein Umbruch auszumachen. Während in der Pionierphase fundamentalistische Ökoinhalte überwogen und die Anleger bereit waren, auf eine Rendite zu verzichten, ist heute eine Versöhnung von ökologischen und ökonomischen Prinzipien auszumachen. Die neueren Umweltfonds wollen eine Rendite erzielen, die das eingegangene Risiko marktüblich entschädigt, indem sie in Firmen investieren, die bezüglich Umweltverträglichkeit eine Spitzenrolle einnehmen. Auch bei prinzipienorientierten Anlagen wollen die Investoren die effiziente Grenzlinie nicht mehr preisgeben.

Rückbesinnung auf das Wesentliche

Die Fondsbranche ist in der Lage, Basisfonds den ökonomischen Strukturveränderungen anzupassen und den Bausatz ständig zu erweitern. Die Ausdifferenzierung des Setzkastens ermöglicht dem privaten Anleger die optimierte Festlegung der Anlagestrategie, die seinem Risikoprofil und seinen Ertragsvorstellungen entspricht. Selbst soziale oder politische Zielsetzungen, Phasen im Lebenszyklus sowie der Steuerstatus können als Nebenbedingungen des Optimierungsprozesses formuliert werden. Dadurch wird die schwierigste Aufgabe an den Anleger zurückdelegiert. Er ist für die Formulierung seiner Anlagestrategie nämlich selbst verantwortlich. Nur wenn er seine Hausaufgaben macht und seine Vorstellung bezüglich Anlageziel, Risikobereitschaft und Nebenbedingungen klar formulieren kann, ist die Suche des optimalen Portfolios ein technisches Problem, das delegiert werden kann.