

Ein Muss im Schulsack des Portfolio-Managers

Der erfolgreiche Vermögensverwalter kombiniert grosses Fachwissen mit viel Erfahrung und zeigt eine gewisse Demut.

ROMAN VON AH

Der frühere Forschungschef der Risiko-modellierungsfirma Barra, Stan Beckers, pflegte zu sagen: «There are those who don't know, and there are those who don't know that they don't know.» Investieren ist auf die Zukunft ausgerichtet, und diese ist unbekannt. Ein Portfolio-Manager sollte das Prinzip «Ich weiss, dass ich nichts weiss» ernst nehmen.

Der risikolose Zins, den Staaten mit ausgezeichneter Bonität bezahlen, ist – wegen des Steuermonopols – der einzige sichere Ertrag überhaupt. Die wichtigste Anlagekenntnis lautet: Höhere Renditen sind nur mit dem Eingehen höherer Risiken erzielbar.

«Es gibt nichts Praktischeres als eine gute Theorie.»

Erfolgreiches Anlegen heisst Chancen nutzen, die Ertrag bringen, und auf Risiken verzichten, die nicht entschädigt werden. Anlagekategorien sind wirksam entlohnte Risikoquellen. Sie bestimmen die Anlageresultate weitgehend. Zukünftiger Ertrag lässt sich in Komponenten zerlegen, die Zusatzrisiken kumulativ entschädigen können, und ihre Abdiskontierung mit einem risikogerechten Zins. Das gilt selbst für Derivate wie für Futures, Optionen und Swaps.

Bei längerfristigen Regierungsanleihen kommt eine Prämie für das Zins- und bei Unternehmensanleihen für das Konkursrisiko hinzu. Auch Immobilien sollten einen positiven Realertrag bringen und das Halte- und Illiquiditätsrisiko entschädigen. In aufsteigender Reihenfolge der Erträge und der Risiken bringen gross- bzw. kleinkapitalisierte und nichtkотиerte Aktien weiteren Zusatzertrag.

Aktiv versus passiv

Nobelpreisträger Bill Sharpe hat aufgezeigt, dass der Durchschnitt der aktiven Portfolio-Manager mit absoluter Gewissheit schlechter abschneidet als der Durchschnitt der passiven Anleger. Ein aktiver Portfolio-Manager sollte der Herausforderung informationseffizienter Märkte mit Demut begegnen. Im Zweifel hat der Markt, also das kollektive Wissen sämtlicher Marktteilnehmer, umgesetzt in preisbeeinflussenden Kauf-/Verkaufsaktivitäten, immer recht. Dass ein Einzelner mehr als die Summe der Marktteilnehmer weiss, ist eine Annahme, die allzu oft in heroischer Selbstüberschätzung und schlechter Performance endet.

Die Bewertung von Anlagen besteht immer im gleichen Kalkül (Net Present Value NPV): Abschätzung der zukünftigen Cashflows, die sicher oder unsicher sein können, und ihre Abdiskontierung mit einem risikogerechten Zins. Das gilt selbst für Derivate wie für Futures, Optionen und Swaps.

Finance hat empirisch gut bewährte Erklärungsansätze entwickelt, wie einzelne Anlagen mit ökonomischen Grundrisiken zusammenhängen und wie risiko-averse Investoren mit ihren behavioristischen Befindlichkeiten auf Unsicherheit reagieren. Finanzmärkte mögen Aussenstehenden wie ein casinoähnliches Gebilde vorkommen. Tatsächlich reflektie-

Die Azek-Themen

Der Lehrplan der drei Lehrgänge Finanzanalytiker & Vermögensverwalter (Certified International Investment Analysts CIA), Finanz- und Anlageexperten (Certified International Wealth Managers CIWM) und Experten in Finanzmarktoperationen (Financial Market Operators FMO) umfasst zugeschnitten auf die jeweilige Spezialisierung:

- Finanzanalyse
- Corporate Finance
- Aktienbewertung
- Bewertung von Festverzinslichen
- Volkswirtschaft
- Bewertung derivativer Finanzinstrumente
- Portfolio Management
- Organisationsprinzipien des Finanzsektors und von Banken
- Finanzinstrumente
- Wealth Management
- Immobilien, Relationship Management und Behavioural Finance
- Ethik, Recht und Steuern
- Kenntnisse in Mathematik und Statistik

ren Preisbewegungen die Erwartungsbildung der Marktakteure. Wächst, stagniert oder schrumpft die Wirtschaft – und damit die erwarteten Firmengewinne/ -verluste? Wie steht es um den Schuldendienst der Staaten? Führt eine expansive Geldpolitik zu höherer Inflation und damit höheren Zinsen und/oder Währungsschwäche? Können Unternehmen ihre Kreditschulden bezahlen und falls nötig Eigenkapital aufnehmen, das von Investoren nur dann gezeichnet werden wird, wenn der erwartete Ertrag die Kapitalkosten übertrifft?

Ein Bündel an Erkenntnissen

Es gibt nichts Praktischeres als eine gute Theorie. Orientierung in einer komplexen Umwelt verlangt Kategorisierung und Reflexion generalisierter Zusammenhänge. Die Finanzmarkttheorie bündelt Erkenntnisse aus vielen Bereichen der Ökonomie und neuerdings Psychologie und Neurologie. Das zeigt das Azek-Programm deutlich (vgl. Kasten).

Ein erfolgreicher Portfolio-Manager kombiniert grosses Fachwissen mit viel Erfahrung. Als Experte für Risiko-Ertrag-Trade-offs ist er letztlich ein Risiko-Manager, der für seine Kunden die Erfolgswahrscheinlichkeit von Anlagezielen in einem Umfeld grosser Unsicherheit optimiert.

Roman von Ah, VR-Präsident und Dozent des Ausbildungszentrums für Experten der Kapitalanlage Azek und Geschäftsführer von Swiss Rock Asset Management.