

Noch ruhen die Börsen in Japan

Wie man die besten Fonds für das Portfolio wählt, zeigen Profis. Quantitative Methoden sind hier dem Bauchgefühl überlegen.

Wenn Sie einen Fonds für Schweizer Aktien auswählen könnten, welchen Fonds würden Sie lieber ins Portfolio nehmen: Denjenigen mit einer Performance von zehn Prozent im letzten Jahr oder jenen mit einer Performance von einem Prozent? Mit hoher Wahrscheinlichkeit ist Nummer 1 Ihr Favorit. Wenn im letzten Jahr Emerging Markets-Anlagen die höchste Wertsteigerung einführen und die japanischen Aktien das Schlusslicht waren, wo werden Sie dieses Jahr eher investieren? Kaum in die japanischen Aktien.

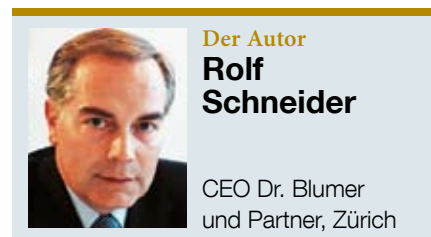
Das Momentum ist zwar eine sehr starke Triebfeder für die Kursentwicklung. Nur leider reagieren die meisten Anleger viel zu spät und verpassen dadurch den grössten Teil der Aufwärtsbewegung. Anschliessend bleiben sie zu lange dabei und verkaufen im Ab-schwung.

Die Wirtschaft weltweit ist in einem ständigen Wandlungsprozess, der sich auch auf die Unternehmensbewertungen

niederschlägt. Je nach Zyklus werden einzelne Branchen bevorzugt, Small Caps laufen besser als Large Caps, Wachstumsaktien übertreffen Value-Titel, und einzelne Währungen profitieren oder verlieren. Die Gefahr besteht nicht nur darin, in den falschen Märkten engagiert zu sein, man kann auch im richtigen Markt auf den völlig falschen Fonds setzen. Zum Beispiel realisierte der beste Fonds für Schweizer Aktien in zwölf Monaten per Ende Oktober 2007 einen Gewinn von 15 Prozent – der schlechteste hingegen einen Verlust von 7,5 Prozent.

Viele Anleger entscheiden sich deshalb aus dem Bauch heraus für den Gewinner der Vergangenheit. So mancher Star unter den Fondsmanagern wurde nach einer Periode von tollen Returns vom Geld überrannt, und seine Strategie ging danach mit dem zehnfachen Fondsvolumen sang- und klanglos unter. Die Gewinner von gestern sind leider oft nicht die Gewinner von morgen.

Sekundiert wird dieser Trend von den omnipräsenten Listen in den Finanzzeitungen mit den besten Fonds für diese und jene Kategorie, mit Rankings und Awards, die den Anlegern vergangene Qualität als Garant für zukünftige Per-



formance vorgaukeln. Die richtige Fondsauswahl scheitert meist an emotionalen und psychologischen Faktoren der daran beteiligten Menschen, deshalb hat der Vermögensverwalter Dr. Blumer und Partner einen quantitativen Fondsanalyseprozess entwickelt.

Investieren ohne Emotionen

Bei der quantitativen Fondsanalyse fliesen dutzende Kriterien pro Fonds in eine Datenbank. Die Kriterien reichen von Benchmark- und Performancevergleichen über Risiko- und Volatilitätskennzahlen bis hin zu Managerqualifikationen und Kostenstrukturen. An dieser Stelle werden nur einige ausgewählte Kennzahlen vorgestellt, die häufig in der Fondsanalyse verwendet werden. Die Herausforderung besteht darin, aus einer Vielzahl von vorhandenen Informationen allgemeingültige Regeln für die optimale Zusammensetzung des Portfolios abzuleiten.

Absolute Renditevergleiche sind nur dann brauchbar, wenn man weiss, welche Risiken ein Fondsmanager eingegangen ist, um eine Performance zu erreichen. Als Risiko wird in der Regel die Standardabweichung (Schwankung der Renditen) angenommen. Zur Messung der risikoadjustierten Performance stehen Kennzahlen wie das Sharpe Ratio zur Verfügung. Sie misst die Zusatzrendite des Fonds gegenüber einem Investment in eine risikolose Anlage und stellt sie ins Verhältnis zu den Schwankungen dieser Zusatzrendite.

Die Information Ratio stellt dagegen die Zusatzrendite des Fonds nicht einem risikolosen Zins, sondern einem Benchmark, zum Beispiel einem Aktienindex, gegenüber. Diese Überschussrendite wird dann zu den Schwankungen der Zusatzrendite in Bezug gesetzt. Auch hier gilt: Je höher die Masszahl, desto



Strukturreformen und die Erholung des Yen sorgen mittelfristig für ein Japan-Comeback. BILD: ORIENTAL TOUCH/F1 ONLINE

besser. Das Problem beider Kennzahlen besteht darin, dass sie jeden Fonds isoliert betrachten. Jensen's Alpha beruht dagegen auf dem Capital-Asset-Pricing-Modell und misst die erzielte Zusatzrendite im Vergleich zu einem effizienten Portfolio. Die Kennzahl Alpha/Tracking Error zeigt an, welchen Mehrwert der Portfoliomanager geschaffen hat und inwiefern er vom Benchmark abgewichen ist. Jede Kennzahl hat ihre Vor- und Nachteile, die entsprechend berücksichtigt werden müssen.

In den Analyseprozess werden von den weltweit erhältlichen Fonds jene rund 6000 Fonds einbezogen, von denen genügend lange Zeitreihen vorhanden sind. Aus diesen Millionen von Datensätzen wird ein Algorithmus erstellt, der sich in der Vergangenheit in den unterschiedlichsten Marktsituationen bewährt hat: Statt Intuition kommen erprobte Erfahrungswerte zum Einsatz.

Ziel der Fondsanalyse ist es, Trends zu erkennen und eine kontinuierliche Qualität über längere Zeitperioden zu gewährleisten. Die Fondsdepots werden deshalb alle vier Monate mit dem Modell überprüft und bei Bedarf umgeschichtet. Dadurch vollziehen die Portfolios automatische Stil- und Branchenrotationen und passen sich an die herrschenden Rahmenbedingungen an.

Die Vorteile der Bewirtschaftung eines Fondsportfolios mit quantitativen

Methoden sind offensichtlich: Klare Regeln bei der Fondsauswahl statt Intuition führen zu einem konsistenten Entscheidungsprozess. Damit wird sichergestellt, dass nur die attraktivsten Fonds ausgewählt werden. Zudem wird das Portfolio stets an die neusten Markttrends angepasst. Der Anleger erhält so eine aktive Vermögensverwaltung, die attraktive Renditen auch über längere Zeiträume erwirtschaften kann. Ein wichtiger Erfolgsfaktor sind ausserdem die niedrigen Kosten, da die Fonds bei Umschichtungen zum Nettoinventarwert, das heisst ohne Ausgabekommissionen, gekauft werden.

Alternative Anlagen in eigenem Mandat

Auch der alternative Bereich bietet sich für Fondsmandate an. Dabei werden Investments gesucht, die sich unabhängig von den traditionellen Anlagen bewegen. Nehmen wir das Beispiel Rohstoffe, die gemäss gängiger Meinung kaum mit klassischen Anlagen korrelieren. Gemäss einer amerikanischen Untersuchung über die letzten 35 Jahre lag die Korrelation des S&P 500 zu Rohstoffen bei 0,01. Betrachtet man allerdings rollende Einjahresperioden, schwankte sie zwischen minus 0,78 und plus 0,83, das heisst in einzelnen Jahren liefen Rohstoffe fast parallel zum Aktienmarkt, in anderen Perioden gegenläufig.

Eine aktive Bewirtschaftung der alternativen Anlagen eröffnet die Möglichkeit, in bestimmten Marktsituationen die jeweils unkorrelierten Anlagen zu finden. Insbesondere in einem Börsenabschwung verhalten sich viele alternative Anlagen ganz anders als bei steigenden Kursen. Die Herausforderung besteht zudem darin, Anlagen zu finden, die möglichst permanent unkorreliert sind. Dazu gehören zum Beispiel Secondhand-Lebensversicherungen oder Windkraft und Solarenergie mit festen Abnahmetarifen.

Geht man von einem Portfolioanteil von zehn bis 20 Prozent aus, sind die Schwierigkeiten klar ersichtlich: Die erforderlichen Beträge, um einzelne, interessante Investments im alternativen Sektor einzugehen, sind für die meisten Privatanleger viel zu hoch. Mit einem Vermögensverwaltungsmandat, das nur den alternativen Teil eines Portfolios abdeckt, können diese Ansprüche schon ab wenigen tausend Franken gebündelt werden.

Performancewunder sind dabei nicht zu erwarten, aber ein signifikanter Beitrag zur Risikosenkung: Wenn auf dem alternativen Anlagenteil eine langfristige Aktienrendite von sechs bis acht Prozent mit der Volatilität von Obligationen erzielt wird, glättet dies die Performance des Gesamtportfolios beträchtlich.

ROLF SCHNEIDER

Quantitatives Portfoliomanagement

Die drei Varianten von Blumer und Partner

Der Anleger kann zwischen drei unterschiedlichen Strategien wählen, deren Performance sich sehen lassen kann. Zwischen Januar und Oktober legten die konservativen B&P FundInvest Portfolios um 5,5 Prozent zu, die ausgewogenen um 8,7 Prozent und die dynamischen um 16,9 Prozent. Sie schnitten damit besser ab als die meisten vergleichbaren Portfoliofonds der grossen Banken. Seit 2003 betrug die kumulierte Rendite der konservativen Strategie 35,2 Prozent, der ausgewogenen 54,3 Prozent und der dynamischen 118,7 Prozent.

Ausschlaggebend für die Portfolio-Wahl ist das zugrunde liegende Risiko-Rendite-Profil. Dabei gelten folgende Prinzipien:

- ▶ Je höher der Aktienanteil ist, desto höheren kurz- und mittelfristigen Kurschwankungen ist das Portfolio unterworfen.
- ▶ Je höher der Aktienanteil ist, desto besser sind die Performanceaussichten.
- ▶ Je höher der Aktienanteil ist, desto langfristiger muss der Anlagehorizont sein. Rund 50 Prozent der Anlagen werden jeweils in der Referenzwährung Franken gehalten. Zusätzlich wird ein Core-Satellite-Ansatz verfolgt. Rund 80 Prozent der Anlagen decken die Kerngebiete ab, während 20 Prozent als Satelliten die sich bietenden Chancen in unterschiedlichen Bereichen von Emerging Markets bis zu Hedge Funds nutzen.

Sharpe Ratio

Risiko im Vergleich

Die Sharpe Ratio ist eine Kennzahl, und betrachtet die Rendite einer Geldanlage in Abhängigkeit zum Risiko beziehungsweise zur Volatilität bei unterstelltem fixem Zinssatz. Mit der Sharpe Ratio kann im Nachhinein («ex post») ein Vergleich zwischen verschiedenen Geldanlagen vorgenommen werden.

Intention der Sharpe Ratio ist es, die Überrendite pro Einheit des übernommenen Risikos zu messen. In die Berechnung der Volatilität gehen alle Renditen ein (also auch diejenigen Renditewerte, die unterhalb des risikofreien Zinses liegen). Je höher die Zahl, desto besser. Liegt die Kennzahl über eins, lohnt sich die Anlage.