

Absolute Performance: Rückbesinnung auf die Bedürfnisse der Kunden

Während der letzten 15 Jahre hat der Ansatz der relativen Performance das Ziel der absoluten Rendite verdrängt, was zu einschneidenden Veränderungen in der Vermögensverwaltung führte. Im Zuge der lang anhaltenden, starken Baisse der Aktienmärkte stiess die Theorie der relativen Performance jedoch an ihre Grenzen. Eine Rückkehr zu den Wurzeln des Private Banking und damit die Rückbesinnung auf die Kundenbedürfnisse drängen sich auf.



Von Eric Syz
Gründungspartner Syz & Co Gruppe
Genf und Zürich

Mit der Popularisierung der von Harry Markovitz 1952 entworfenen «Modernen Portfoliotheorie» haben sich die in den Universitäten entstandenen Modelle während der letzten 15 Jahre in der Bankpraxis durchgesetzt. Ein finanzmathematischer Ansatz hielt Einzug. Ausgehend von den Forderungen institutioneller Investoren nach einer streng quantitativen, von subjektiven Prognosen unabhängigen Vermögensverwaltung, wurde im Asset Management der Ansatz der relativen Performance eingeführt. Diese Philosophie misst den Erfolg des Vermögensver-

walters an der Über- oder Unterperformance gegenüber einem definierten Referenzindex (Benchmark). Wird die Messlatte übertroffen, ist das Ziel erfüllt – sei dies in einer Hausse oder in einer Baisse.

Der Benchmark als Mass aller Dinge

Anlageentscheide werden bei dieser Betrachtungsweise somit einzig mit Blick auf den gewählten Index gefällt. Bewertet ein Vermögensverwalter die Perspektiven im Versicherungssektor als positiv, wird er diese Branche gegenüber dem Index übergewichten – allerdings nur geringfügig, bestehen doch hinsichtlich der zulässigen Abweichung meist enge Limiten. Stark vom Benchmark abzuweichen ist überdies riskant, denn Rückstände lassen sich nur schwer aufholen. Gleichzeitig besteht seit mehreren Jahren ein Trend zur indexierten Vermögensverwaltung. Empirische Studien belegen, dass es der Mehrheit der Vermögensverwalter nicht gelingt, ihre Referenzindizes auf lange Sicht zu schlagen. Viele Anleger bevorzugen deshalb eine passive Vermögensverwaltung, d.h., sie begnügen sich damit, den Benchmark zu replizieren.

Scheinbare Objektivität überzeugt

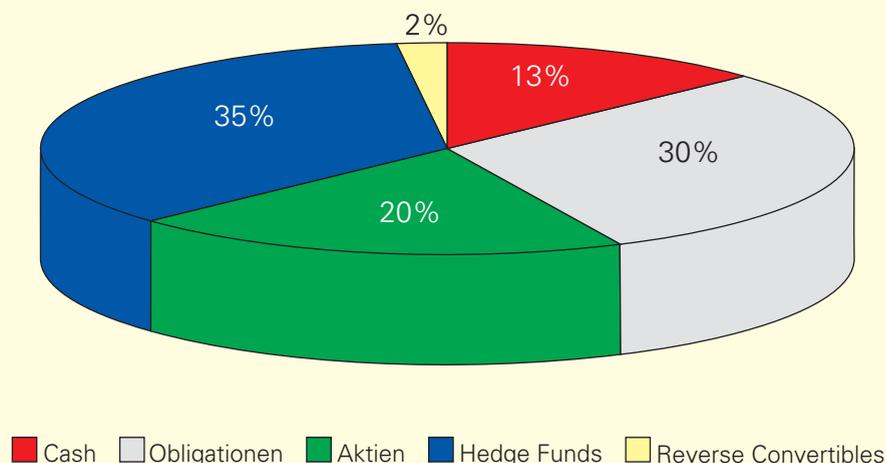
Zahlen und Statistiken lassen den relativen Ansatz einleuchtend wirken, die Objektivität scheint gewährleistet. Erfolge haben sich denn auch schnell eingestellt, und die Banken haben die

Theorie konsequent umgesetzt, zuerst für ihre institutionellen Kunden – im Zuge der Vereinheitlichung und Rationalisierung ihrer Prozesse aber auch sehr schnell für die Fondsverwaltung und für private Kunden. Im Falle der Vermögensverwaltung für Privatpersonen wurden dadurch Jahrhunderte der Tradition umgestossen. Bisher hatten Privatanleger das Ziel einer absoluten Performance verfolgt und ihre Priorität somit auf die Erhaltung ihrer Vermögenswerte gelegt. Unter dem Eindruck scheinbar unwiderlegbarer Vorteile haben sich die Kunden jedoch dem neuen Standard gebeugt – viele gegen ihre innere Überzeugung.

Die Retourkutsche folgt

Blieben die Schwächen dieser Philosophie in der langen Phase steigender Börsenkurse verborgen, so sind sie während der anhaltenden Baisse der letzten drei Jahre um so heftiger zu Tage getreten. Weniger tief zu tauchen als der Index mag den Vermögensverwalter beruhigen, für den Kunden ist es wenig tröstlich. Aus der Ernüchterung folgte die Erkenntnis, dass die aus dem relativen Ansatz hervorgehende Anlagepolitik den effektiven Ansprüchen der Anleger nicht zu genügen vermag. Zwischen Theorie und Praxis klafft ein Loch, denn der Mensch ist kein rationales Wesen: Ein Verlust von 100 Franken ist weitaus schmerzhafter, als es die Befriedigung beim Gewinn einer gleich hohen Summe ist. Zur Unzufriedenheit der Kunden haben indes

Allokation eines «Medium Risk Portfolio» bei Syz & Co



nicht nur fehlende absolute Renditen beigetragen, sondern auch die Tatsache, dass sich die Banken durch die Zentralisierung der Vermögensverwaltung immer stärker von ihren Kunden entfernten. Eigentlich sollte es aber genau umgekehrt sein: Der Kunde bestimmt, wie sein Vermögen verwaltet wird.

Werkzeuge der absoluten Performance

Eine Anlagephilosophie mit dem Anspruch einer absoluten Performance erfordert einige Werkzeuge, welche die Banque Syz & Co erfolgreich einsetzt:

1. Aktive, nicht indexierte Vermögensverwaltung

Eine «Buy-and-Hold»-Strategie zeigt auf der langen Schiene möglicherweise gute Resultate, aber – wie Keynes bereits sagte – «in the long term we are all dead». So sollten sich Anlageentscheide nicht auf Indizes abstützen, sondern auf Überzeugung beruhen. Die Erfahrung zeigt zudem, dass ein Kunde seinem Vermögensverwalter in aller Regel Fehler zu verzeihen mag, Untätigkeit hingegen nicht goutiert. Falsch wäre auch, seinen Vermögensverwalter zu verpflichten, das gesamte Kapital permanent zu investieren. Genauso wie es sich nicht empfiehlt, Ziele im Sinne eines «Tracking Error» mit ihm zu definieren, da dies der absoluten Performance entgegenläuft.

2. Verluste minimieren, Volatilität in den Griff bekommen

Der beste Weg zu gewinnen, ist nicht zu verlieren. Dabei helfen Absicherungstechniken, mit denen Risiken gedeckt werden können. Dies bedeutet aber auch, Verluste konsequent zu realisieren, bevor sie grössere Ausmasse annehmen.

3. Auf alternative Anlagen (Hedge Funds) zurückgreifen

Die traditionelle Vermögensverwaltung generiert lediglich in Zeiten steigender Märkte Renditen. Mit alternativen Anlagen können selbst bei stagnierenden oder fallenden Märkten Gewinne erzielt werden.

Eine Herausforderung für den Vermögensverwalter

Nach diesen Grundsätzen zu investieren ist anspruchsvoller und stellt hohe Herausforderungen an die Bank. Der Erfolg basiert auf Talent und gesundem Menschenverstand – er lässt sich nicht mit mathematischen Gleichungen belegen. Zudem bestehen gewisse Einschränkungen, allen voran diejenige der Grösse: Aktive Vermögensverwaltung und Absicherungstechniken stören sich in bezug auf das Volumen, was bei der Verwaltung sehr grosser Summen zu Problemen führen kann. Weiter setzen alternative Anlagen bedeutende personelle Ressourcen voraus. Sogenannte Skalenerträge sind

nicht möglich, denn Hedge Funds limitieren ihre Grösse freiwillig und verschliessen neuen Investoren ihre Türen, sobald sie eine definierte Höchstgrenze erreicht haben. So müssen – neben der laufenden Überwachung bestehender Fonds – fortwährend neue Investitionsmöglichkeiten evaluiert werden. Dies bedingt hoch spezialisierte Teams mit entsprechenden Fähigkeiten.

Die Zukunft gehört der «Behavioral Finance»

So schwierig es sein mag, nach diesen Grundsätzen zu arbeiten – nur der «humanistische» Ansatz deckt sich mit den tatsächlichen Ansprüchen der Anleger. Dreissig Jahre waren nötig, bis die moderne Portfoliotheorie von Markowitz, die als Basis für sämtliche rationalen und indexierten Finanztheorien diente, von den Banken aufgenommen wurde. Es bleibt zu hoffen, dass es weniger lange dauert, bis die jüngsten, auf gesundem Menschenverstand beruhenden Erkenntnisse in die Praxis umgesetzt werden und die Banken wieder den Kunden ins Zentrum ihrer Tätigkeit stellen. Dass der Nobelpreis für Wirtschaft 2002 für die «Behavioral Finance» (D. Kahnemann) verliehen wurde, müsste dem humanistischen Denken in der Finanzwelt zum Durchbruch verhelfen. ■