

Gibt es langfristige Investoren?

Die Frage, ob und welche Investoren sich ein langfristig orientiertes Anlageverhalten erlauben können, und ob sie sich wirklich so verhalten, beschäftigt die Praktiker seit langem. Grundsätzlich wird Langfristigkeit mit ökonomisch sinnvoll, beruhigend und damit professionell gleichgesetzt.

So kann es sich ein langfristig verhaltender Investor erlauben einen grösseren Anteil realwertorientierter Anlagen zu halten. Das Tolerieren von „kurzfristigen“ Wertschwankungen bezahlt sich andererseits mittels einer höheren potentiellen Rendite aus. Von langfristigen Anlegern kann, um diese Idee weiter zu entwickeln, gar ein antizyklisches Verhalten erwartet werden. Wird davon ausgegangen, dass sich am Markt Über- und Unterbewertungen nach einer gewissen Zeit abbauen, wird sich ein Durchhaltewille, wer sich einen solchen auch erlauben kann beziehungsweise zutraut, durchaus lohnen.

Im oben beschriebenen Idealbild übernehmen also langfristig handelnde Investoren eine bedeutende ökonomische Rolle: sie sorgen für ein Glätten von Kursübertreibungen und damit für richtige Preise. Mehrheitlich wird nun unter den Institutionellen nach solchen langfristigen Anlegern gesucht. Vorab von Vorsorgeeinrichtungen und Versicherungsgesellschaften wird behauptet, dass diese langfristige Verbindlichkeiten aufweisen, und dass gerade solche Institutionen einen fernen Anlagehorizont haben sollten. Was sollen also diese Ängstlichkeiten bezüglich Aktieninvestitionen,

und warum werden die Renditen quartalsweise analysiert, was letztlich zu indexnahem Verhalten animiert?

Verschiedene Gegebenheiten erschweren allerdings ein wirklich langfristiges Anlageverhalten. Ein erster Grund liegt im hohen Konkurrenzgrad, welcher das institutionelle Umfeld zunehmend prägt. Gemeint sind damit die Vergleiche der erzielten Renditen zwischen den institutionellen Anlegern. Leistungsvergleiche, welche sich im Finanzergebnis der entsprechenden Gesellschaft oder in Beitragsreduktionen beziehungsweise Leistungserhöhungen von Pensionskassen äussern, motivieren die Anlageverantwortlichen zu industriekonformem und damit zyklischem Verhalten. Man nehme einmal an, eine der grossen Versicherungsgesellschaften hätte sich Ende 1996, also vor mehr als drei Jahren, entschieden, die Aktienquote deutlich zu reduzieren. Eine solche taktische Umschichtung hätte dazumal durchaus begründet werden können, haben doch die Aktienmärkte beispielsweise in den fünf Jahren von 1992 bis 1996 rund 10% p.a. zugelegt, was deutlich über dem langfristigen historischen Erfahrungswert lag. Wir wissen heute, dass ein Ausstieg aus den Aktienmärkten per Ende 1996 im Mittel ungünstig gewesen wäre, entwickelten sich doch die Märkte gemessen am Weltindex auf Frankensbasis in den nachfolgenden gut dreieinhalb Jahren bis Ende August 2000 gar um 25% p.a. nach oben. Bereits nach einem Jahr (1997 betrug die Performance auf

internationalen Aktien durchschnittlich 26.0%) wäre das Management der betreffenden Versicherung infolge des im Branchenvergleich schlechteren Finanzergebnisses stark unter Druck gekommen. Ein Festhalten an der „Value“-Strategie um ein weiteres Jahr (1998: Performance 17.0%), spätestens aber Ende 1999 (Performance 46.1%) hätte der Firma möglicherweise gar die Eigenständigkeit gekostet. Es ist also auch für langfristige Investoren deutlich weniger risikoreich, sich in der Anlagestrategie am Branchenmittel zu orientieren, als „extravagante“ Strategien zu fahren. Eng verbunden mit dem Konkurrenz-Zwang ist als zweites die Vermutung, dass fehlende Konformität ein Risiko darstellt. Falsch liegen, wenn die Mehrzahl der Konkurrenten richtig liegt, wiegt schwerwiegender als die Chance, richtig zu liegen, wenn die meisten anderen falsch sind. Diese Asymmetrie, welche ihre Ursache möglicherweise im mangelnden Verständnis vorgesetzter und damit in Anlagefragen oft weniger kompetenter Organe hat, motiviert die Anlageverantwortlichen ebenfalls zu konformem Verhalten. Dies mag beispielsweise die Vorliebe institutioneller Investoren für Blue Chips gegenüber Small Caps erklären, obwohl auf lange Frist von letzteren eine bessere Rendite zu erwarten ist. So gesehen gibt es unter den Institutionellen relativ wenige wirkliche Pioniere, die sich in neue Anlagesegmente vorwagen. Natürlich lassen sich „Pioniertaten“ in einem guten Marktumfeld besser tolerieren. Das Vordringen in alternative Anlagekategorien wie Private Equities oder Hedge Funds war so gesehen während der in der letzten Zeit zu verzeichnenden guten Börsen deutlich einfacher.

Bewertungsschwierigkeiten von Verpflichtungen sind ein dritter Grund, welcher ein langfristiges Anlageverhalten erschwert. Immer häufiger wird die Asset-Liability-Optimierung für die Festlegung der Anlagepolitik herangezogen. Bei einer solchen werden die Verpflichtungen auf ihre Eigenschaften hin untersucht. Um eine Bilanzkongruenz zu erzielen, werden Verpflichtungen, die realen Faktoren ausgesetzt sind, vorwiegend durch korrelierte Realwertanlagen abgedeckt. Rein zinssatzsensitive

Verpflichtungen werden durch festverzinsliche Anlagen mit der entsprechenden Laufzeitenstruktur „gematched“ werden. Nun ist aber die Bewertung von Verpflichtungen, die realen Faktoren ausgesetzt sind, sehr schwierig, wenn nicht gar unmöglich. Ein Beispiel sind Deckungskapitalien zugunsten aktiver Versicherter einer Leistungsprimatskasse, deren Höhe bei dynamischer Betrachtung wesentlich von zu erwartenden zukünftigen Realloohnerhöhungen abhängt.[1] Da keine Messgrösse für die Antizipation der Salärentwicklung existiert, ist eine Marktbewertung solcher Deckungskapitalien schlicht unmöglich. Zudem orientiert sich in der Schweiz weder die versicherungstechnische Praxis noch das Gesetz an Marktwerten. Die Folge ist daher oft eine „Asset-only Optimierung“, bei welcher erneut die hohe Volatilität sich negativ für Aktien als strategische Anlagekategorie erweist.

Ein vierter Grund, welcher ein langfristiges Anlageverhalten erschwert, liegt in der organisatorischen Anforderung, welche die Verwaltung institutioneller Gelder zu genügen hat. Im Gegensatz zu privaten Anlegern, die unmittelbar selber die Anlagerisiken tragen, verwaltet bei Institutionen das Management treuhänderisch und auf Risiko anderer die Anlagen. Eine solche Verwaltung verlangt Nachvollziehbarkeit und Kontrolle. Gerade dies steht aber möglicherweise im Gegensatz zur gewollten Langfristigkeit. Man stelle sich vor, dass im Rahmen einer Mandatsvergabe den Anlageverantwortlichen ein langfristig orientierter fundamentaler Anlagestil offeriert wird, welcher Unter- und Überbewertungen für einen Horizont von mehreren Jahren ausnützt. Hinkt nun die Performance eines solchen Mandates bereits im ersten Jahr um mehrere Prozentpunkte hinter der Konkurrenz nach, so lastet auf den Anlageverantwortlichen der betreffenden Institution eine grosse Rechtfertigungspflicht. Ein weiteres Jahr an relativer Werteinbusse wäre dann wohl kaum tolerierbar. Die Sistierung jeglicher Kontrolle und Erfolgsmessung über mehrere Jahre ist gerade für institutionelle Anleger aber keine Alternative. Unschön ist, dass der Trade-off zwischen Lang-

fristigkeit und Kontrolle die institutionellen Anleger zu indexnahem Verhalten motiviert. Verpasst werden also unter Umständen wertschaffende Opportunitäten.

Mindestens vier Gründe also, die ein langfristiges Anlageverhalten von institutionellen Anlegern trotz weit in der Zukunft fällig werdenden Verpflichtungen erschweren. Bleiben noch die privaten Anleger, welche keine Begründungspflicht für ihr Anlageverhalten zu erfüllen brauchen. Nun zeigt ebenfalls die Erfahrung, dass vermutlich eine Mehrheit solcher Anleger ein relativ kurzes Gedächtnis hat. Sehr oft werden die Börsentendenzen der vergangenen zwei bis drei Jahren verallgemeinert und in die Zukunft extrapoliert. So nahm in der zweiten Hälfte der 90er Jahre das Aktiensparen deutlich zu. Das blühende Fondsgeschäft ist der beste Beweis dafür. Vermochten sich noch in den 80er Jahren infolge der enttäuschenden Aktienkursentwicklung in der Schweiz relativ wenige Privatanleger für Aktienkäufe zu begeistern, sind die gleichen Anleger heute, in Anbetracht der hohen Kursgewinne in den letzten Jahren, vor Aktienengagements kaum zurückzuhalten. Offensichtlich kann auch den Privatanlegern kein langfristiges Verhalten attestiert werden. Vielmehr werden Aktienanlagen mehrheitlich opportunistisch statt langfristig und strategisch getätigt.

Die hehre Absicht, zu den antizyklischen Investoren zu gehören, dürfte ebenfalls schwer umsetzbar sein. Das Kaufen zu tiefen Kursen und das Verkaufen zu hohen Werten erscheint zwar klar als ein Anlagewunschziel. Nur setzt dies Mut voraus. Im Falle eines steigenden Markttrends erweist sich nämlich die antizyklische Strategie durch ständiges Verkaufen gegenüber der zyklischen, ständig zukaufenden Strategie als unterlegen. Andererseits schmerzt das ständige Zukaufen von Aktien bei einer anhaltenden Baisse, wie dies ein antizyklisches Verhalten gebietet, und zwar umso mehr als eine Mehrheit von (zyklischen) Anlegern bereits seit langem aus den Aktien ausgestiegen ist. Dementsprechend ist antizyklisch auch nicht unbedingt mit professionell gleichzusetzen. Ganz

abgesehen davon, dass es fraglich ist, ob die vermutete „Mean-Reversion“, das heisst die im Nachhinein auszumachenden Über- und Unterbewertungen, wirklich gegeben beziehungsweise ex ante auch wirklich vorhersehbar ist. Gerade aber „Mean-Reversion“ ist Bedingung dafür, dass sich ein antizyklisches Verhalten ausbezahlt.

Ebenfalls zu relativieren ist die Aussage, dass Aktienanlagen eine für langfristige Investoren geeignetere Anlage als beispielsweise Festverzinsliche darstellen. Aus der Theorie wissen wir nämlich, dass das Mehrisiko von Aktien zu Obligationen mit länger werdendem Anlagehorizont nicht unbedingt verschwindet.[2] Zwar reduziert sich über einen länger werdenden Anlagehorizont die Ausfallwahrscheinlichkeit von Aktien, was aber durch die Zunahme der Höhe des Ausfalls kompensiert wird. Ein Investor sollte also nicht Aktien halten, weil deren Risiken mit länger werdendem Anlagehorizont vermeintlich abnehmen, sondern weil das Kurspotential von Aktien im Vergleich zu festverzinslichen Anlagen vermutlich grösser ist, beziehungsweise weil sich mit Aktien auch realwertorientierte Verpflichtungen finanzieren lassen.

Trotz dieser Vorbehalte dürfte meines Erachtens ein Investor, der sich eine langfristige Anlagepolitik nicht nur erlauben, sondern eine solche auch umsetzen kann, auf weite Sicht bevorteilt werden. Dies schlicht aus dem Grunde, dass er vermutlich der Gegenpartei zur Mehrheit der Anlegergemeinschaft angehört. Und dies beinhaltet bekanntlich Arbitragepotential.

Fussnoten

- [1] Eine nach dem Leistungsprimat aufgesetzte Vorsorgeeinrichtung verspricht dem Versicherten eine Rente, welche in einem fixen Verhältnis zum letzten Salär vor Pensionierung steht. Das Deckungskapital entspricht im wesentlichen dem Barwert der Renten aller Versicherter, abzüglich dem Barwert der zu leistenden zukünftigen Beitragszahlungen. Bei einer dynamischen Betrachtung (PBO) sind zukünftige Lohnerhöhungen in die Berechnung der Deckungskapitalien miteinzubeziehen. Da die in der Vergangenheit geleisteten Beiträge auf der Basis der alten Lohnhöhe festgelegt wurden, genügen die aktuellen nach der statischen Methode (ABO) berechneten Deckungskapitalien im Moment der Lohnerhöhung zur Erfüllung des Leistungsziels nicht mehr. Mit anderen Worten steigen diese bei zukünftigen Saläranstiegen, und sie sind durch zusätzliche Beiträge oder aber durch die erzielten Kapitalerträge zu finanzieren.
- [2] Dies geht bereits aus SAMUELSON [1963] hervor. Eine verständliche Zusammenfassung gibt KRITZMAN [1994]. Er zählt auch Bedingungen auf, unter welchen die Zeitdiversifikation dennoch gilt. Abgesehen von psychologischen Faktoren ist dies insbesondere bei „Mean-Reversion“ der Fall.

Literatur

- SAMUELSON, P. (1963): „Risk and Uncertainty: A Fallacy of Large Numbers“, *Scientia*, April/May.
- KRITZMAN, M. (1994): „About Time Diversification“, *Financial Analysts Journal*, January-February.