

# Mit kritischem Denken und emotionaler Stabilität zum Erfolg

## Warum sich Investoren nicht allein auf den Rat und die Produkte von Banken verlassen können

Von Daniel Aegerter

*Daniel Aegerter hat noch während seiner Banklehre seine erste Computerhandelsfirma gegründet. Im Jahr 1995 lancierte er den ersten digitalen Marktplatz im Internet und verkaufte im März 2000, auf dem Höhepunkt des Dotcom-Booms, sein mit 5,6 Mrd. \$ bewertetes Unternehmen. Im folgenden Beitrag schildert Aegerter Erkenntnisse und Einsichten, die er seither bei der Verwaltung seines Vermögens gewonnen hat. (Red.)*

Jedes Vermögen ist so unterschiedlich wie der «Erschaffer» und die Art, wie es entstanden ist. Sicher gibt es gewisse Patentrezepte, die vermittelt werden können, aber am Ende haben der eigene Charakter und das eigene Temperament einen entscheidenden Einfluss auf die Art und Weise, wie das Vermögen verwaltet wird. Mein eigenes Vermögen ist aus meiner unternehmerischen Leistung, unterstützt durch eine einzigartige Konjunkturphase, entstanden. Daher verwalte ich mein Vermögen auch mit einem unternehmerischen Ansatz. Für mich bedeutet das zum Beispiel, dass ich keine Obligationen im Portfolio halte. In den letzten acht Jahren habe ich mich auch intensiv mit der Finanzbranche auseinandergesetzt. Ich habe einiges gelernt und mir eine klare Meinung darüber gebildet, wie die Banken bei der Vermögensverwaltung hilfreich sein können und weshalb die besten Anlageergebnisse nicht allein Ausfluss des Rats und der Produkte der Banken sein können.

### Wertschöpfung oder Wertschröpfung?

Die Finanzbranche bietet dem Investor eine Transaktionsplattform und entsprechende Beratungsdienstleistungen. Sie ist zu Recht daran interessiert, einen möglichst hohen Anteil der Anlageerträge durch Beratungsgebühren und die Verrechnung von Transaktionskosten für sich abzuschöpfen. Die Unentbehrlichkeit des Finanzsektors für die Volkswirtschaft ist zwar unbestritten, aber der Preis für seine Dienstleistungen ist zu hoch, möglicherweise weil er ein Kostenproblem hat. Für die USA, wo der Markt am transparentesten ist, machen die Kosten relativ zu den Firmengewinnen rund 30% aus. Stellen wir uns vor, alle amerikanischen Firmen würden zur USA Inc. fusionieren und wir hätten nur noch eine Aktie. Würden wir Aktionäre 30% des Gewinnes der Firma ausgeben, um untereinander Anteile zu handeln? Der Anteil der Finanzbranche am Volkseinkommen hat sich in den letzten 50 Jahren vervierfacht. Nur in den zwanziger Jahren war dieser Anteil ähnlich hoch, wobei er während der grossen Depression der dreissiger Jahre um rund zwei Drittel zurückglitt. Eine vergleichbare Entwicklung ist nicht zu erwarten, aber das Wachstum der letzten Jahre wird sich mit Sicherheit nicht fortsetzen. Der Markt ist effizient, und in den letzten zwölf Monaten ist es bereits zu einer

starken Korrektur gekommen.

Welche zukunftsweisenden Modelle für die Finanzbranche existieren bereits? Eine meiner Venture-Capital-Beteiligungen ist die äusserst effiziente Devisenhandelsplattform Oanda.com. Zum Beispiel können Devisen in beliebigen Beträgen mit einer Geld-Brief-Spanne von 0,9 Basispunkten gehandelt werden (zum Beispiel \$ 1.55830 auf \$ 1.55821 je Euro). Zinsen werden zeitlich unverzögert abgerechnet, und risikofreudige Akteure können mit einem Leverage von 20 arbeiten. Trotz der enormen Kosteneffizienz ist Oanda sehr profitabel und schuldenfrei. Bill Gates ist nebst führenden Venture-Capital-Gesellschaften mein prominentester Co-Investor. Meine Erfahrung zeigt, dass gute Investment-Gelegenheiten nicht in ganzseitigen Inseraten angepriesen werden. Mein erste Anlage in einen Commodity-Index-Fonds erfolgte im Frühjahr 2002. Damals bot keine Bank die Möglichkeit eines solchen Engagements; heute hat fast jede Bank Dutzende solcher Produkte im Angebot.

### Unvermeidliche Interessenkonflikte

Welche andere Branche neben der Finanzbranche kennt keine Produkthaftpflicht? Wenn ein Absolute-Return-Produkt, das Erträge in Höhe des Libor-Zinssatzes zuzüglich 3 Prozentpunkten erwirtschaften soll, an konservative Kunden verkauft wird, und zwar als Alternative zur Liquidität, und zum Schluss mit einem Minus von 15% aufwartet, dann muss Verantwortung übernommen werden. Natürlich sind die Kunden über die Risiken aufgeklärt worden, und eine implizite Garantie wurde ausgeschlossen. Aber wären diese strukturierten Produkte auch so erfolgreich verkauft worden, wenn sie höhere Renditen für den Investor und tiefere Gebühren für die Banken generieren würden?

Die Hedge-Fund-Branche preist sich damit an, dass die Interessen an einer möglichst hohen Rendite für den Investor durch eine sogenannte Incentive Fee von üblicherweise 20% gleichgeschaltet werden. Viele Fonds erarbeiten über die Zeit eine höhere Rendite als der Markt (das sogenannte Alpha) durch den Einsatz von Fremdmitteln. Leider stellt sich erst in Krisensituationen heraus, wer sein Risikomanagement im Griff hat und das Alpha wirklich erarbeitet hat und wer nur «gezockt» hat. Auch wer die Fondsmanager einer gründlichen quantitativen und qualitativen Due Diligence unterzieht, ist immer wieder überrascht. Nach einem markanten Verlust muss der Manager dann «gratis» arbeiten, bis der Verlust gutgemacht ist, und allzu häufig werden solche Fonds liquidiert und neue lanciert. Dieses einseitige Vergütungsmodell fördert das Eingehen von Risiken, die primär vom Investor getragen werden. Der wichtigste Interessenkonflikt zwischen Fondsmanager und Investor ist aber in der Grösse eines Fonds zu sehen, da der Ertrag für den Manager nach oben unbeschränkt ist, aber die allermeisten Strategien nicht beliebig skalierbar sind und mit zunehmendem Anlagevolumen

kleinere Erträge für den Investor abwerfen. Die wenigen Manager, die in erster Linie über die Performance wachsen wollen, werden nicht über Banken vermittelt, sondern suchen den direkten Kontakt mit ihren Investoren. In der Schweiz wird zu viel über die Managersaläre diskutiert. Das sind zwar stolze Beträge, aber im internationalen Vergleich sind sie gar nicht so hoch. Für mich ist eher stossend, dass die 20 am besten bezahlten Hedge-Fund-Manager in den USA mehr verdienen als alle Konzernchefs der 500 Unternehmen auf der «Fortune»-Liste zusammen.

### Auf langfristige Trends setzen

Jede attraktive anlegerische Innovation ist nur beschränkt skalierbar und wird zum Opfer des eigenen Erfolges. Ob die Subprime-Krise, die Dot-com-Blase oder Anlagen in Junk Bonds – was sich in der Anfangsphase als intelligente Investition ausnimmt, endet nach einem zu grossen Kapitalzufluss auf einem zu hohen Preisniveau für jene Investoren, die auf den fahrenden Zug aufspringen, in einem Tal der Tränen. Sobald ein Trend etabliert ist, von einem «track record» gespiegelt wird und alle überzeugt sind, dass die Aufwärtsbewegung weitergehen wird, ist es langsam Zeit, sich zu verabschieden. Die wirklich grossen Trends halten länger als erwartet und sind auch von signifikanten Korrekturen und markanten Erholungen geprägt.

### «Decade trade» Russland

Ein einziger Investitionsentscheid pro Jahrzehnt genügt, um alle Investmentmanager zu schlagen. Wer jeweils am 1. Januar jedes Jahrzehnts sein gesamtes Geld in eine einzige Idee investiert und dann am Ende des Jahrzehnts in eine neue Idee investiert hätte, hätte eine sehr gute Performance erwirtschaftet (vgl. Tabelle). Wer aber wartet, bis der «track record» etabliert ist, bis sich alle Anleger sicher sind, dass der Welt das Gold ausgeht, Japan die Welt überrollt, die Internetfirmen Immobilien kaufen, und genau zehn Jahre später investiert, holt mit den gleichen Anlagen nichts heraus.

Eine Bank darf einem Kunden selbstverständlich nicht empfehlen, sein gesamtes Geld auf der Basis einer solchen Asset-Allocation zu investieren, auch wenn ich für alle Beispiele nicht Einzeltitel, sondern kostengünstige, handelbare, liquide Anlagen ausgewählt habe. Im Nachhinein ist es einfach, Trends zu identifizieren, aber die Aussage ist klar: Die Gewinner investieren früh und fokussiert in die grossen Trends, und die Verlierer warten, bis diese riskanten Engagements salonfähig geworden sind und sich in einem «track record» spiegeln. Der Erfolg des gegenwärtigen «decade trade» Russland ist stark vom Erdölpreis abhängig. Steigt der Ölpreis wirklich auf 150 \$, 250 \$ oder gar 400 \$ pro Fass? Ich weiss es auch nicht, aber Ende 2009 wird verkauft. Denn Investieren ist keine Wissenschaft, und es ist besser, ungefähr richtig als präzise falsch zu liegen. Deshalb auch meine Empfehlungen an Investoren: Anlagen einfach strukturieren, auf günstige Indexprodukte setzen, global diversifiziert investieren. Lieber bei Gewinnern nachdoppeln als bei Verlustpositionen. Im Übrigen müssen sowohl die Kunden als auch die Finanzindustrie ihre Verantwortung ernster nehmen. Die jüngste Krise bietet die Gelegenheit, die Geschäftspraktiken zu überdenken und zur Eigenverantwortung zurückzufinden. Vermögen verantwortungsbewusst zu verwalten, erfordert kritisches, unabhängiges Denken und emotionale Stabilität.

### Performance verschiedener Anlageklassen

#### Zeitraum 1970–2008

Periode	Anlageklasse	Gesamtrendite	Pro Jahr
Siebziger Jahre	Gold	504%	17,56%
Achtziger Jahre	Japan Nikkei Index	958%	25,35%
Neunziger Jahre	USA Nasdaq Index	909%	24,70%
Seit 2000	Russland RTS Index	996%	25,84%

Aus einer Anfangsinvestition von 1000 Fr. werden in dieser Zeitspanne 4 370 430 Fr. (pro Jahr 24,68%)

#### Zeitraum 1980–2008

Periode	Anlageklasse	Gesamtrendite	Pro Jahr
Achtziger Jahre	Gold	-37%	-4,52%
Neunziger Jahre	Japan Nikkei Index	-28%	-3,23%
Seit 2000	USA Nasdaq Index	-57%	-8,09%

Aus einer Anfangsinvestition von 1000 Fr. resultieren in dieser Zeitspanne 195 Fr. (pro Jahr -5,67%)