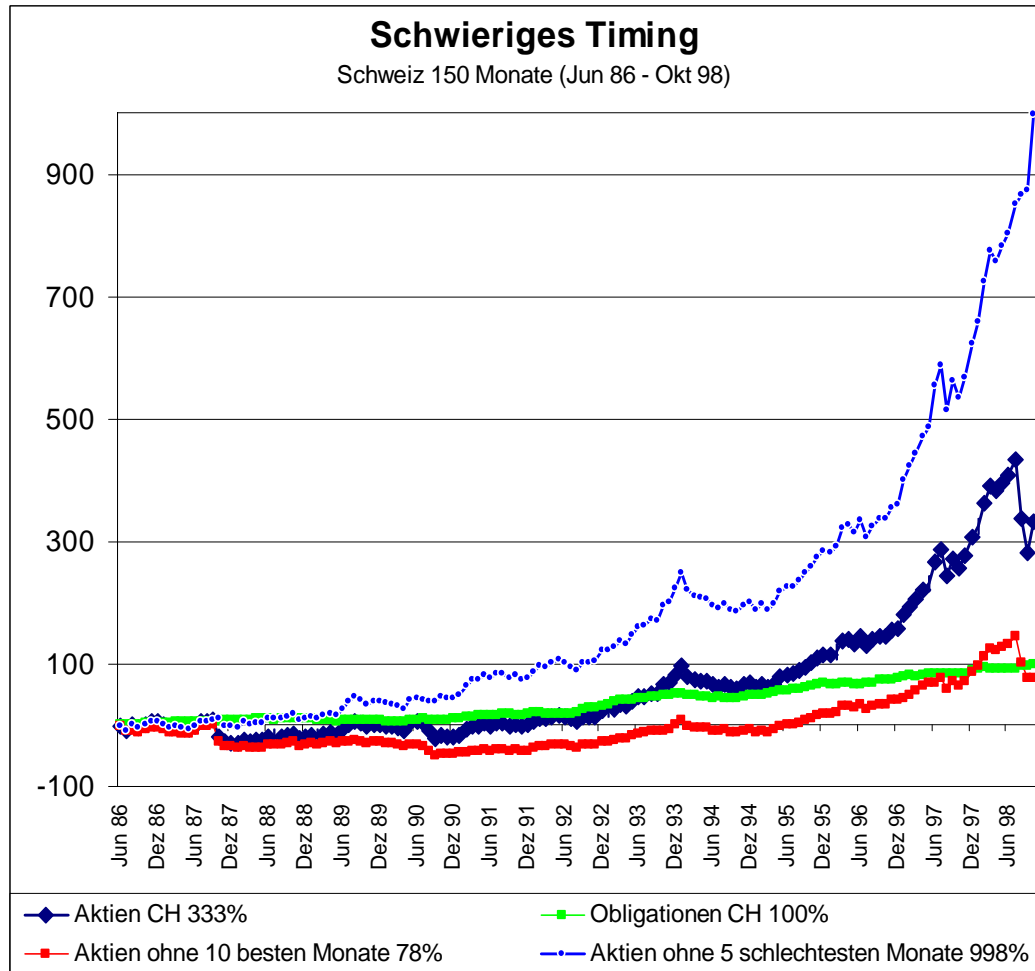


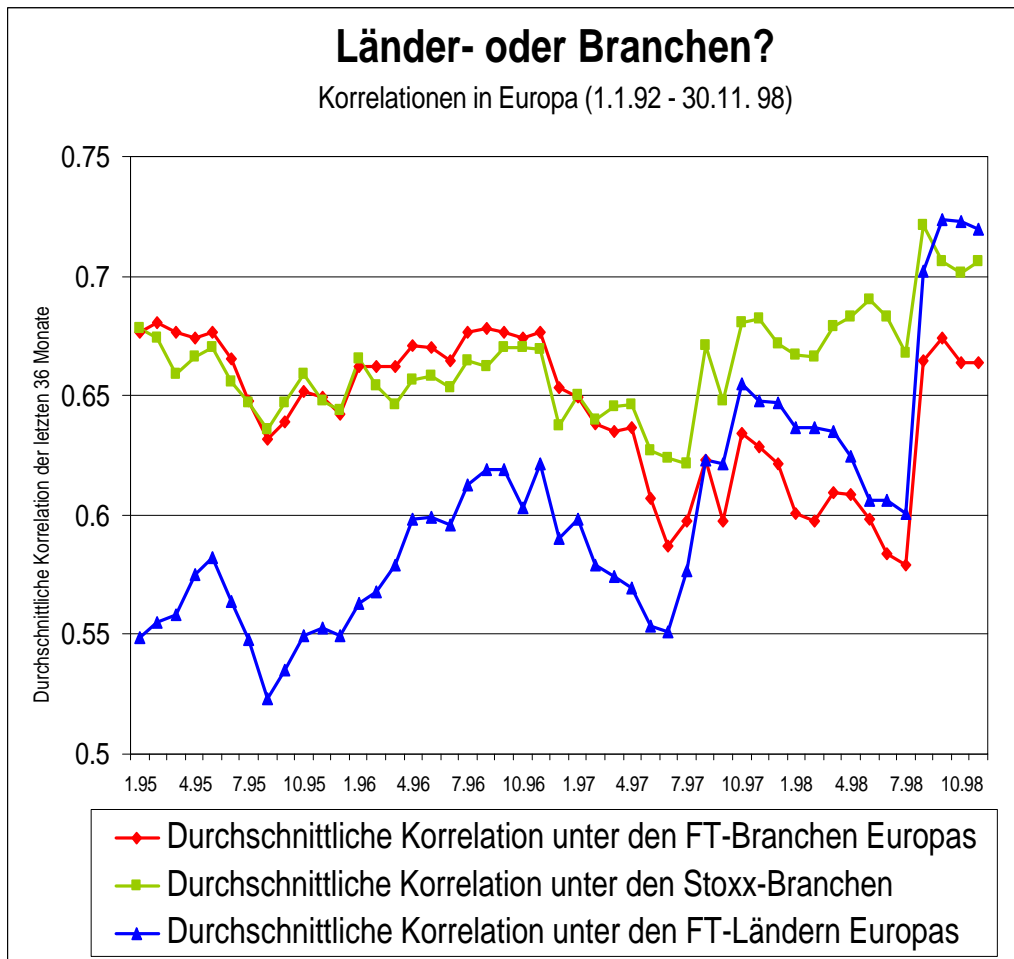
Lohnt sich Timing?



Wer im Juni 1986 in Schweizer Bundesobligationen investiert und diese bis Oktober 1998 (150 Monate) gehalten hat, kann sich einer Verdoppelung seines Vermögens erfreuen. Dieselbe "Buy and Hold" Strategie hat sich mit Schweizer Aktien erwartungsgemäss besser ausbezahlt (+333%). Weniger eindeutig fällt dagegen die Bilanz für jene Anleger aus, die im selben Zeitraum zwischen Aktien und Obligationen umgeschichtet haben. Wer etwa die zehn besten "Aktienmonate" verpasst hat, erreichte nur gerade eine Rendite von 78%. Wie schwierig ein erfolgreiches "Timing" sein kann, zeigt allein die Entwicklung der letzten drei Monate. So war der August 1998 im Betrachtungszeitraum der zweitschlechteste und der Oktober 1998 der zweitbeste "Aktienmonat".

Publiziert in NZZ: 7.12.98

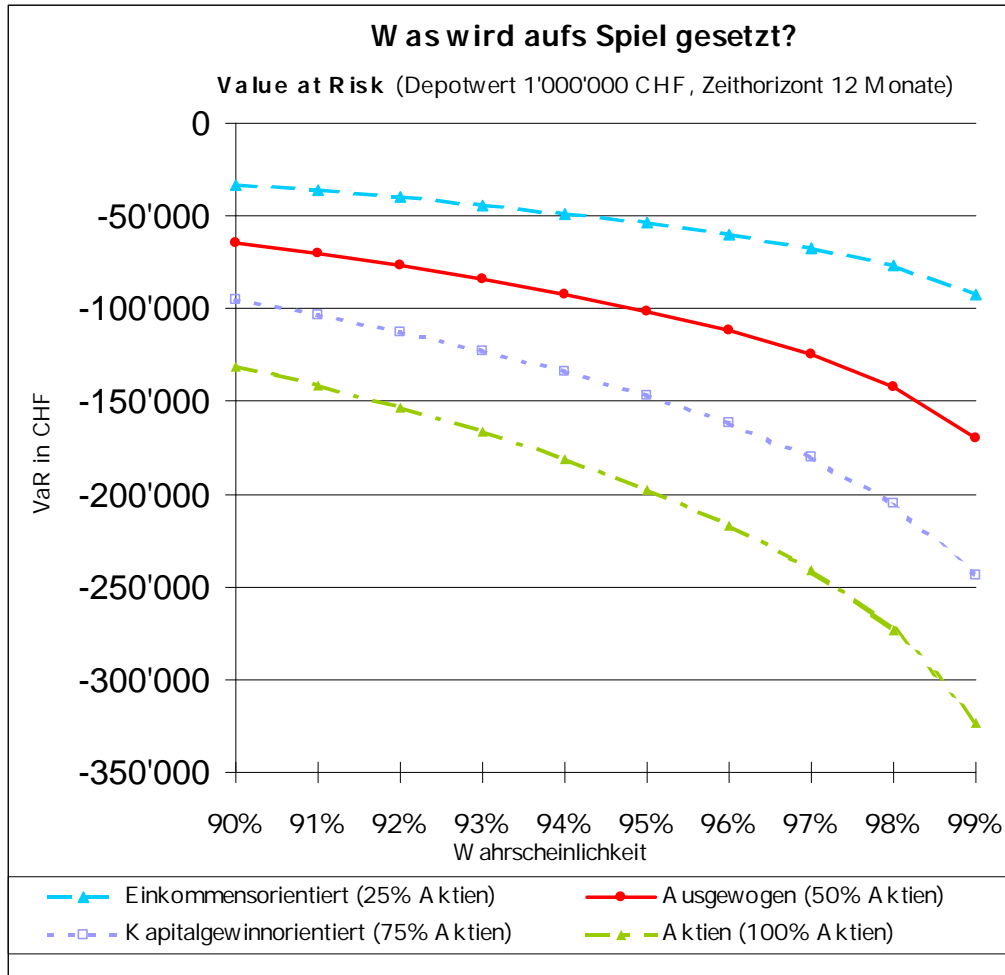
Welcher Ansatz?



Bereits vor der Einführung des Euro ist immer wieder die Frage aufgetaucht, ob das Portfolio-risiko in Europa besser durch einen Länder- oder durch einen Branchenansatz wegdiversifiziert werden kann. Für den Diversifikations-effekt ist die Korrelation ein bestimmender Faktor, wobei anhand der neusten Daten für Europa ein uneinheitliches Bild resultiert. So ist der Anstieg der Korrelation infolge der Markt-turbulenzen und der Einführung des Euro zwischen den Ländern stärker als zwischen den Branchen ausgefallen. Damit sprechen diese Daten erstmals nicht mehr gegen den Branchenansatz. Allerdings ist die Auswahl der Branchen nicht unerheblich: Die Korrelation zwischen den Branchen im Stoxx-Index ist nämlich deutlich höher als zwischen den FT-Branchen.

Publiziert in NZZ: 11. 1.99

Value at Risk in CSPB



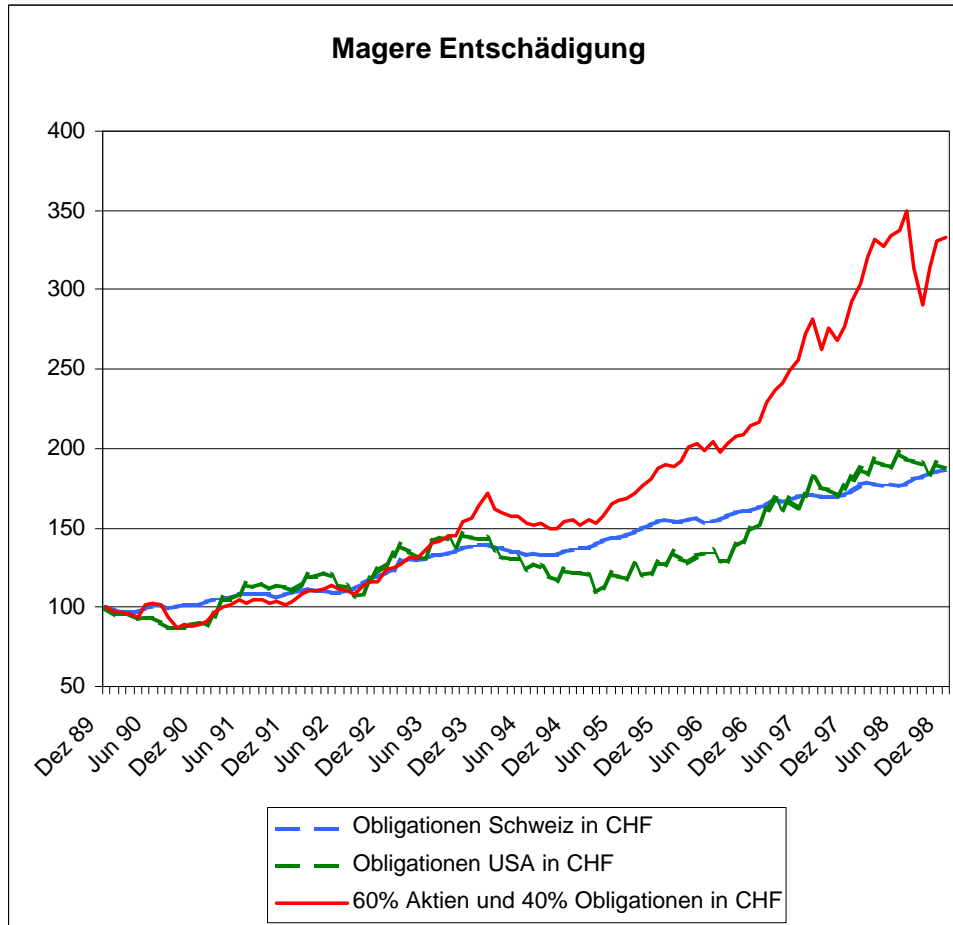
Hätte man 1997 1 Mio. Fr. in Schweizer Aktien angelegt, so wären damit 609'000 Fr. verdient worden. 1998 hätte dieselbe Investition 157'000 Fr. ergeben. Wie hoch aber ist die Wahrscheinlichkeit eines künftigen Verlustes?

Diese Frage lässt sich mit dem "Value at Risk" Konzept beantworten, mit dem der Franken-betrag hergeleitet werden kann, den man mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit verlieren kann. Mit einer Wahrscheinlichkeit von 90% riskiert man beispielsweise mit einem global diversifizierten, ausgewogenen Portfolio (50% Aktien) in 9 von 10 Jahren einen Verlust von höchstens 64'000 Fr. Ein Verlust von mehr als 100'000 Fr. ist relativ unwahrscheinlich:

Bei einer Wahrscheinlichkeit von 95% geschieht das lediglich in einem von 20 Jahren.

Publiziert in NZZ: 19.4.99

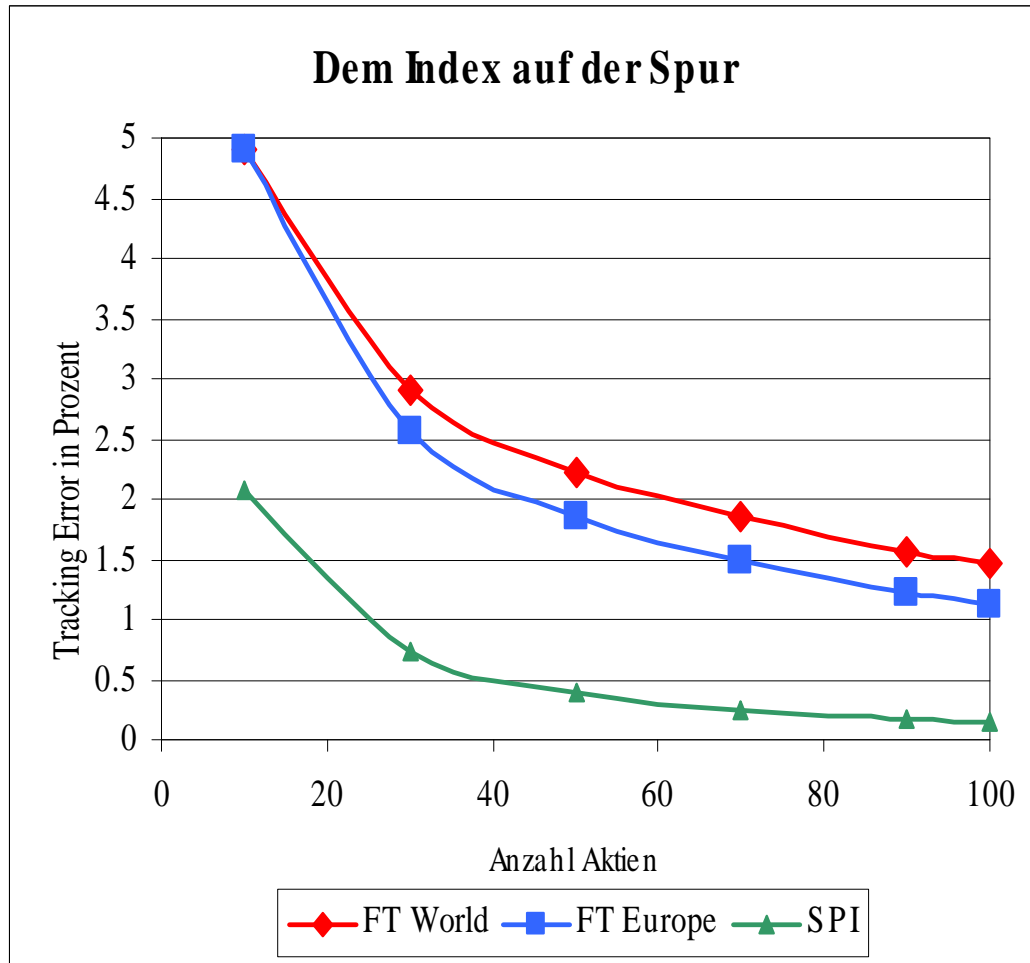
Fremdwährungsobligationen?



Aus der Sicht eines Frankenanlegers hat eine Investition in Schweizer oder amerikanische Staatsanleihen über die letzten neu Jahre fast dasselbe ergeben. Per annum resultierte je eine Rendite von gut 7%. Amerikanische "Treasuries" sind für den Frankenanleger wegen den Wechselkursschwankungen aber mit bedeutend höheren Wertschwankungen verbunden. Die Volatilität von "Eidgenossen" beträgt 3,7%, jene von US-Staatsanleihen stattliche 12,1%. Hätte man **stattdessen** in ein Portfolio aus 40% Schweizer Bundesobligationen und **60% Schweizer Aktien** investiert, hätte bei einem leicht tieferen Risiko (Volatilität: 11,7%) eine **doppelt so hohe Rendite** resultiert. Das Beispiel zeigt, dass man nur ungenügend für die Übernahme von Währungsrisiken entschädigt wird.

Publiziert in NZZ: 26.4.99

Indexreplikation

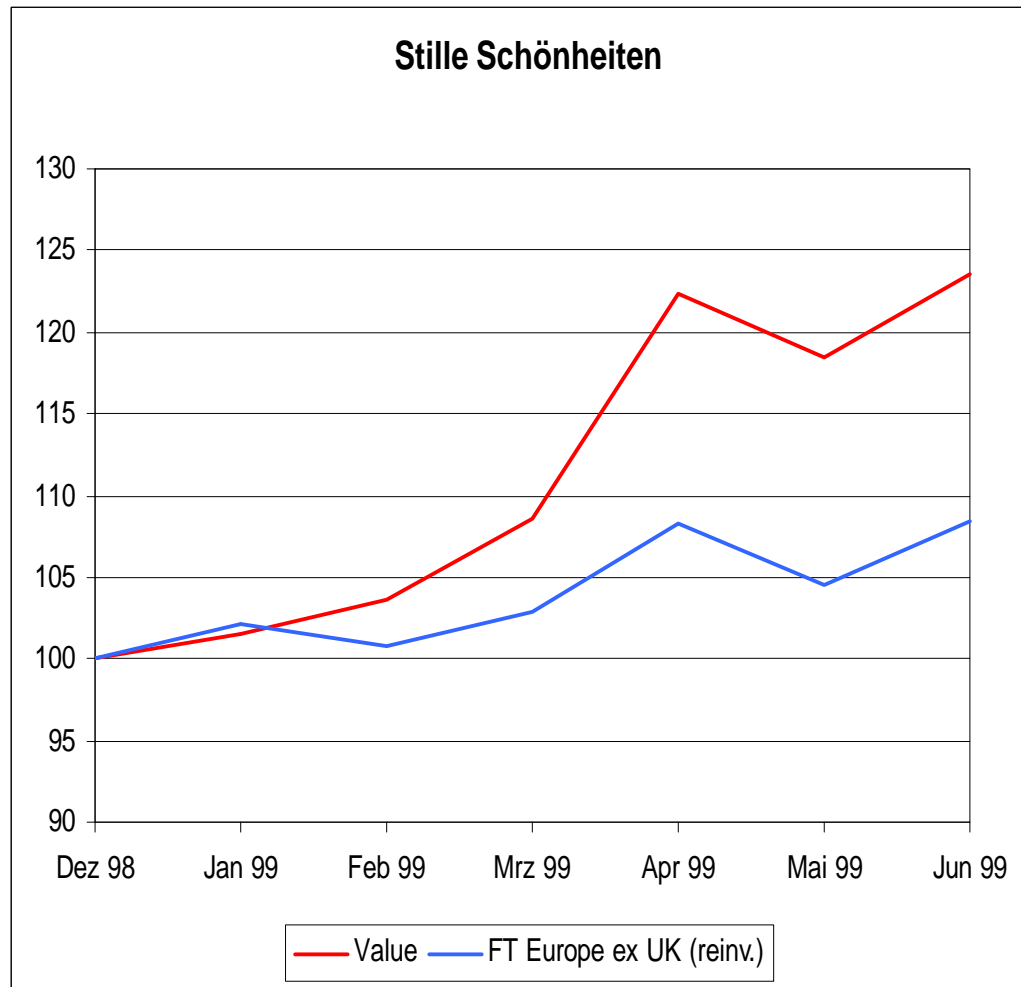


Das Ziel des passiven Portfoliomanagement ist die möglichst genaue Abbildung eines Benchmarks mit einer kleinen Anzahl von Titeln. Damit können Handelskosten reduziert werden; gleichzeitig wird eine ähnliche Rendite wie für den Benchmark erreicht. Die Genauigkeit der Abbildung wird mit dem "Tracking Error" gemessen.

Wird der Aktienindex FT-World (2250 Titel) mit 10 Titeln repliziert, resultiert ein Fehler von 5%. Mit rund 40 Titeln kann der Fehler auf die Hälfte reduziert werden. Obwohl der FT-Europe nur 715 Titel enthält, ist der "Tracking Error" nur leicht tiefer.

Dagegen kann der SPI (290 Titel) mit seinen Schwergewichten einfach nachgebildet werden. Für die Genauigkeit ist somit nicht nur die Anzahl Titel, sondern auch die Indexstruktur wichtig.

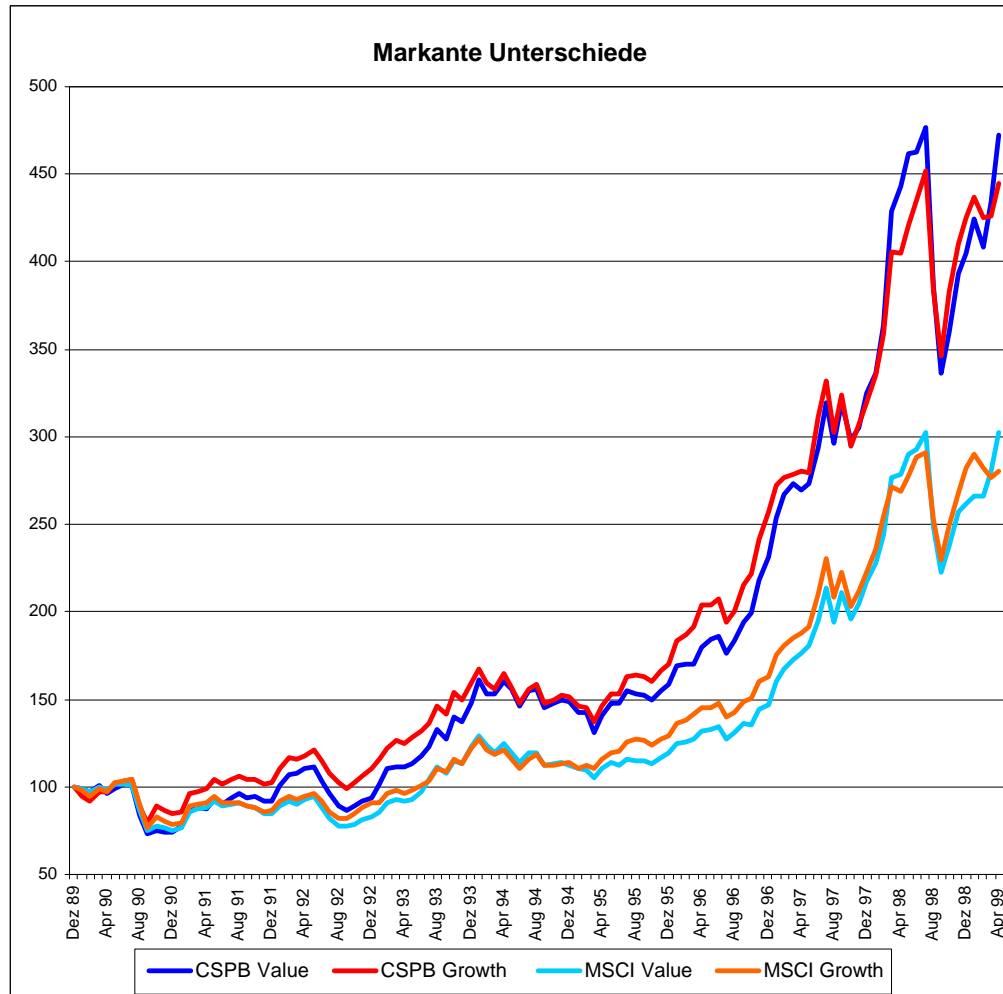
1999 ein Value-Jahr?



Zu den beliebtesten Anlagestilen gehört in Investorenkreisen derzeit das sogenannte "Value investing". Grundgedanke dieses Themas ist die Überlegung, dass Investoren zuweilen überreagieren. Bei schlechten Neuigkeiten fallen die Aktienkurse des entsprechenden Unternehmens demnach zu stark; überdies werden solche "enttäuschenden" Aktien danach oft vergessen. "Value"-Investoren legen gezielt in Firmen an, von denen sie einen baldigen Turnaround erwarten. Im laufenden Jahr hätte sich eine derartige Strategie für einen auf Kontinentaleuropa fokussierten Anleger durchaus ausgezahlt. Die Kursentwicklung der 50 Aktien mit dem tiefsten erwarteten Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV; P/E) überflügelte nämlich den Referenzindex seit 1998 bei weitem.

Publiziert in NZZ: 2.8.99

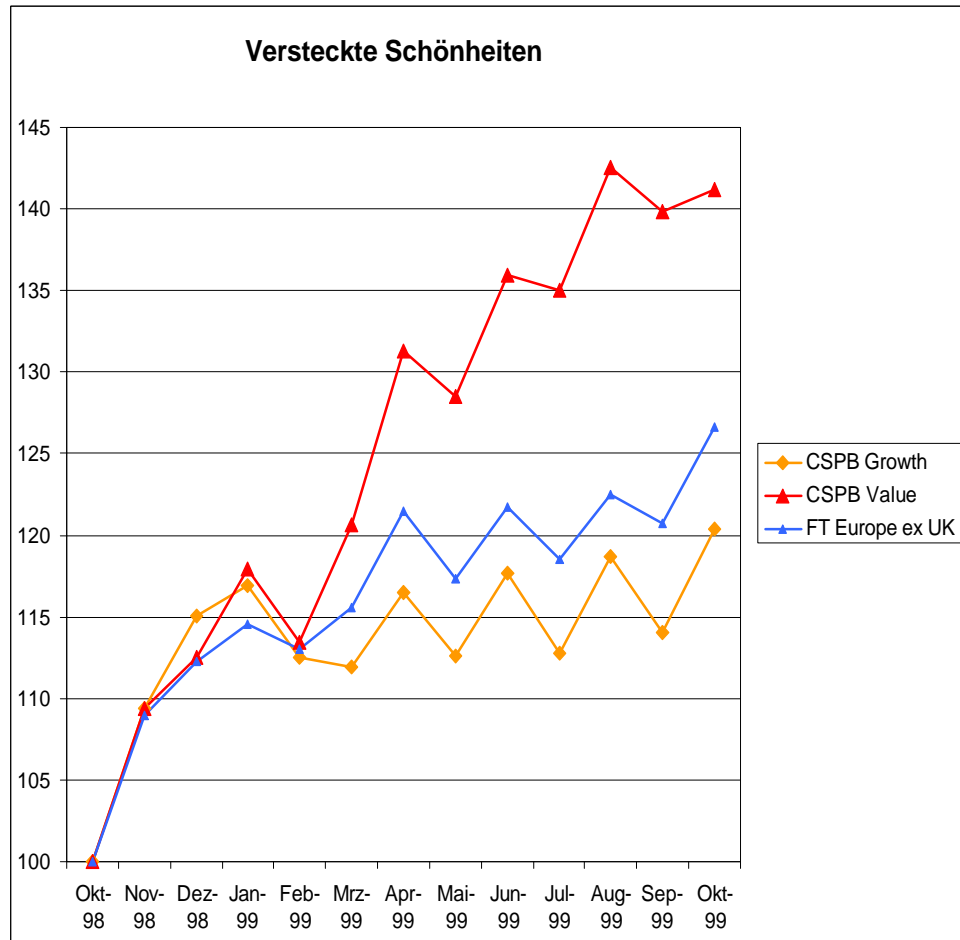
CSPB besser als MSCI



Zur Erzielung einer überdurchschnittlichen Rendite verlassen sich Investoren vermehrt auf Anlagestile. Dabei sucht etwa ein "Value" Investor gezielt nach unterbewerteten Aktien mit Potential, und ein "Growth" Investor bevorzugt Aktien von Firmen mit hohem Gewinnwachstum. Allerdings fallen die Resultate je nach Definition höchst unterschiedlich aus. So unterteilt etwa der Indexanbieter MSCI die Aktienwelt in zwei Hälften: Dabei gilt ein Titel mit einem überdurchschnittlichen Kurs-Buchwert-Verhältnis (Price/Book; P/B) als "Growth"-Aktie und ein unterdurchschnittliches P/B lässt auf einen "Value"-Titel schließen. Wie die Grafik zeigt, hätte aber die Konzentration auf die besten 10% der beiden Klassen zu deutlich besseren Resultaten geführt.

Publiziert in NZZ: 16.8.99

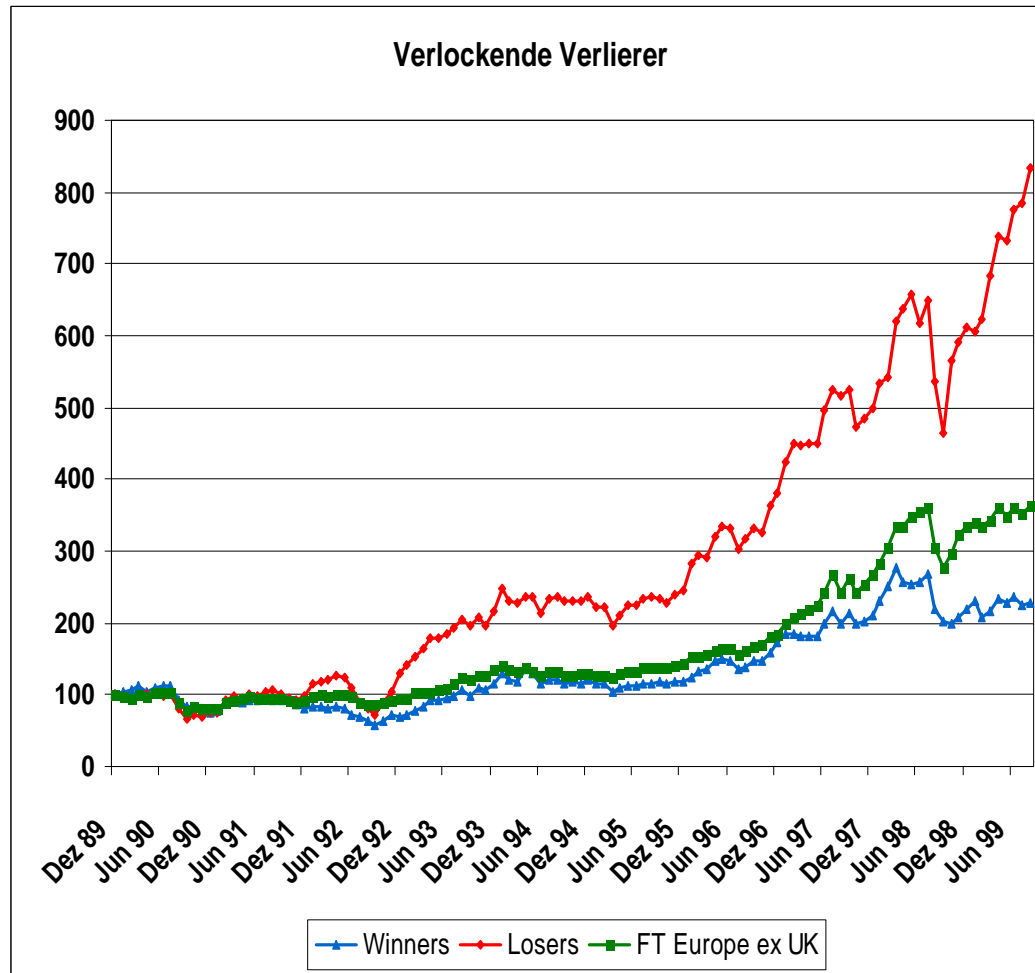
Unattraktiver Style?



Im Fokus der Anleger liegen oft Aktien von Unternehmen, die mit einem hohen Gewinnwachstum aufwarten können. In der Terminologie der Anlagestile fasst man solche Titel unter dem Oberbegriff "Growth" zusammen. Als deren Gegenstück gelten die "Value"-Aktien. Damit sind Titel gemeint die als unterbewertet betrachtet werden und denen man Potential zutraut. In Europa hat gerade diese Kategorie in den letzten zwölf Monaten ein eigentliches Revival erlebt. Der CSPB-Value-Index liegt im Jahresvergleich um 41,2% im Plus. Der Index der vielbeachteten "Growth"-Titel bringt es dagegen trotz einem guten Oktober "nur" auf 20,3. Gemessen am FT-Europa-Index schafften die kontinentaleuropäischen Märkte eine Performance von 26,7%.

Publiziert in NZZ: 22.11.99

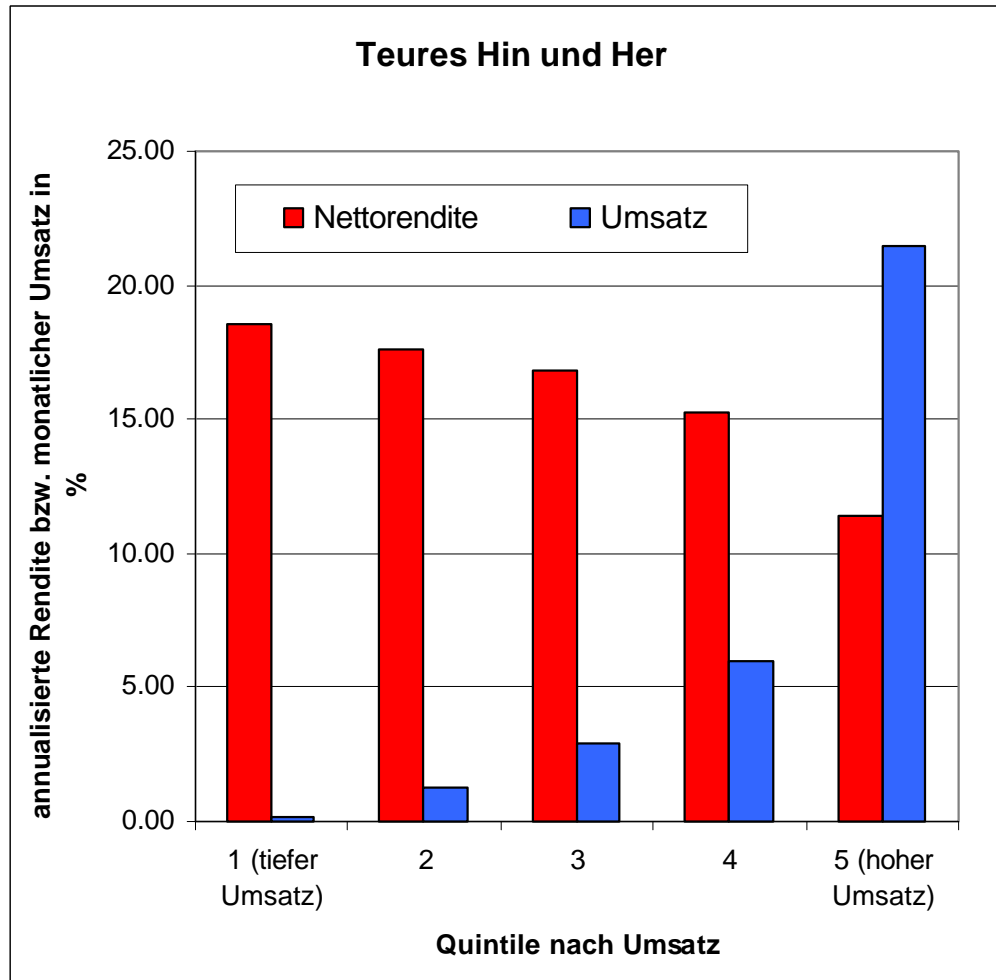
Auf Winners setzen?



An den Aktienbörsen tendieren die Akteure dazu, auf unerwartet gute oder schlechte Nachrichten heftig zu reagieren. Sogenannte Momentum-Strategien versuchen aus derartigen Überreaktionen Gewinn zu schlagen. In den letzten zehn Jahren hätte sich in Europa eine solche Strategie durchaus auszahlen können: Wer systematisch auf jene 20 Aktien setzte, die im Vormonat die tiefste Rendite ("Verlierer") aufgewiesen hatten, könnte heute eine Performance von 733% sein eigen nennen. Dagegen brachten es die "Gewinner", also jene Titel, die im Vormonat die höchste Rendite erzielt hatten, auf ein Plus von lediglich 129%. Die massiv bessere Rendite der "Verlierer"-Strategie zeigt die Überreaktion der Marktteilnehmer auf schlechte Nachrichten deutlich auf.

Publiziert in NZZ: 29.11.99

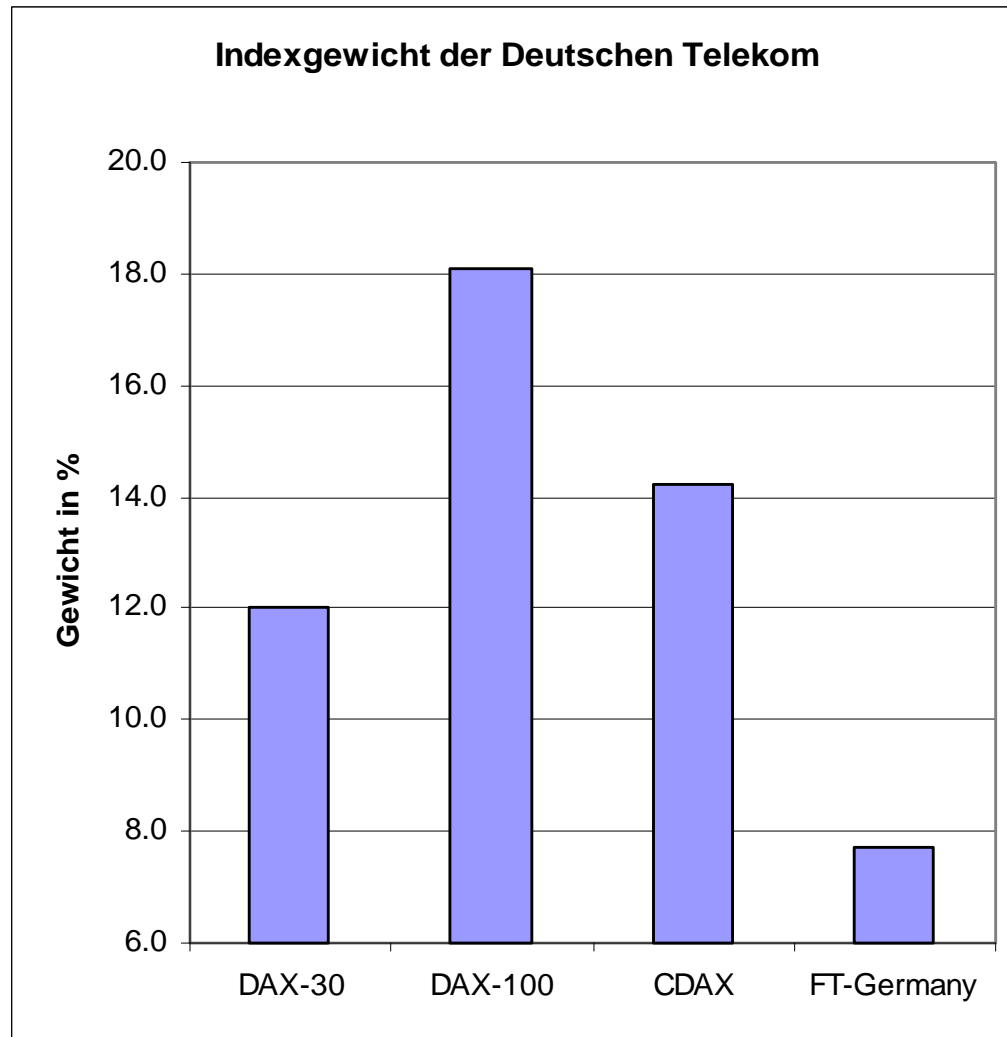
Transaktionskosten wichtig?



Day-Trader mögen dem Börsenspruchwort "Hin und Her macht Taschen leer" wohl nicht viel abgewinnen. Allerdings zeigt eine Untersuchung des Professors Odean, dass Personen, die ihr Portfolio häufig umschichten, tatsächlich eine tiefere Rendite erzielen. Die Analyse umfasst Daten von rund 78'000 US-Haushalten und bildet einen Zeitraum von über sechs Jahren ab, die in fünf Gruppen (Quintile) eingeteilt wurden. Der Fünftel mit dem tiefsten Umsatz erzielte dabei eine Rendite nach Transaktionskosten von 18.5%. Der Fünftel mit dem höchsten monatlichen Umsatz erwirtschaftete dagegen lediglich eine Rendite von 11.4%. Nur das Quintil mit dem tiefsten Umsatz wies schliesslich eine höhere Rendite als der S&P 500-Indexfonds auf, der 17,8% einbrachte.

Publiziert in NZZ: 5.6. 2000

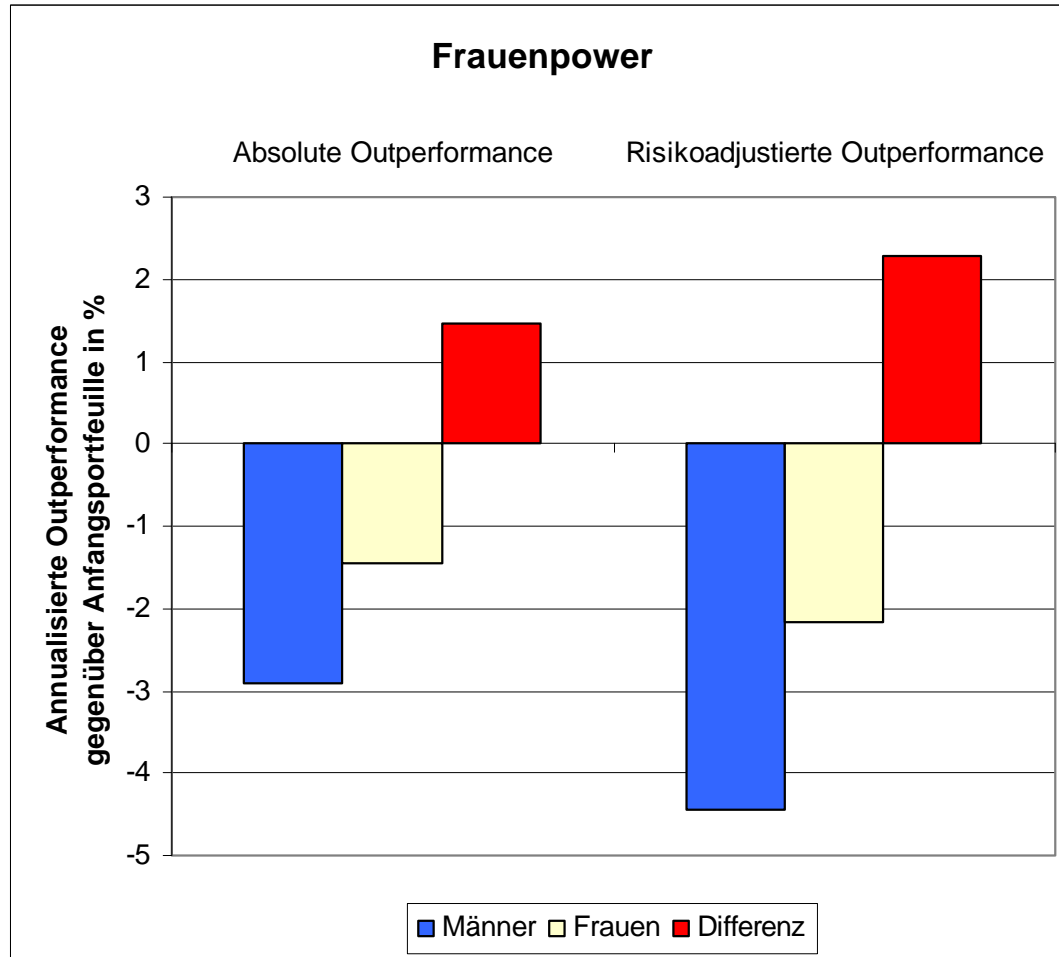
Ist passiv gleich passiv?



Publiziert in NZZ: 13.6. 2000

Passive Anlagestrategien richten ihr Depot gemäss der Gewichtung eines einzelnen Titels in einem Index aus. Allerdings kann je nach gewähltem kapitalisierungsgewichtetem Index eine ganz andere Gewichtung resultieren, wie das Beispiel der Deutschen Telekom zeigt. Grundsätzlich ist zu erwarten, dass das Gewicht einer einzelnen Aktie mit der Anzahl Titel im Index abnimmt. Allerdings zeigt sich, dass das Gewicht von Deutsche Telekom beispielsweise im DAX-30 (30 Titel) kleiner ist als im DAX-100 (100 Titel). Das Paradox erklärt sich dadurch, dass die Gewichte im DAX-30 vierteljährlich auf 15% gekappt werden. Offensichtlich kann also gerade beim passiven Anlagestil die Wahl des Referenzindex für den tatsächlichen Anlageerfolg mitentscheidend sein.

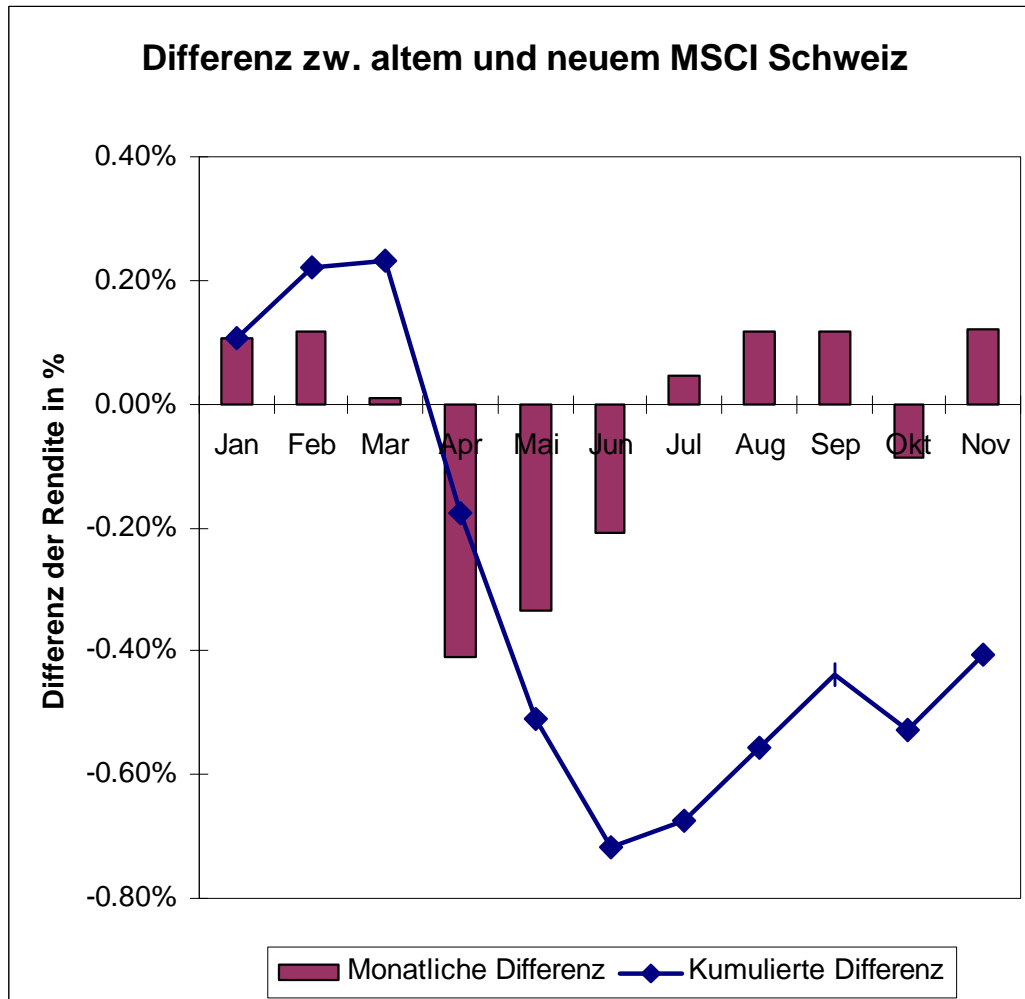
Sind Frauen besser?



Nicht nur in der Finanzwelt wird immer wieder diskutiert, ob Frauen oder Männer beim Anlegen bessere Ergebnisse erzielen. Eine Studie aus den USA belegt nun, dass Frauen eine höhere Rendite erwirtschaften als Männer. Über sechs Jahre hinweg wurden die Daten von mehr als 8'500 alleinstehenden Privatpersonen untersucht. Der Grund für die höheren Renditen der Frauen liegt aber nicht primär in der Titelselektion oder dem Timing. Die Männer schichten pro Monat 7.05% ihres Portfeuillees um; die Frauen nur 4.22%. Darum unterlaufen den Männern häufiger "Fehler" – und dies bei höheren Transaktionskosten. Da Männer häufiger in riskante Aktien kleinkapitalisierter Unternehmen investieren, fällt der Unterschied risikoadjustiert noch grösser aus.

Publiziert in NZZ: 27.11. 2000

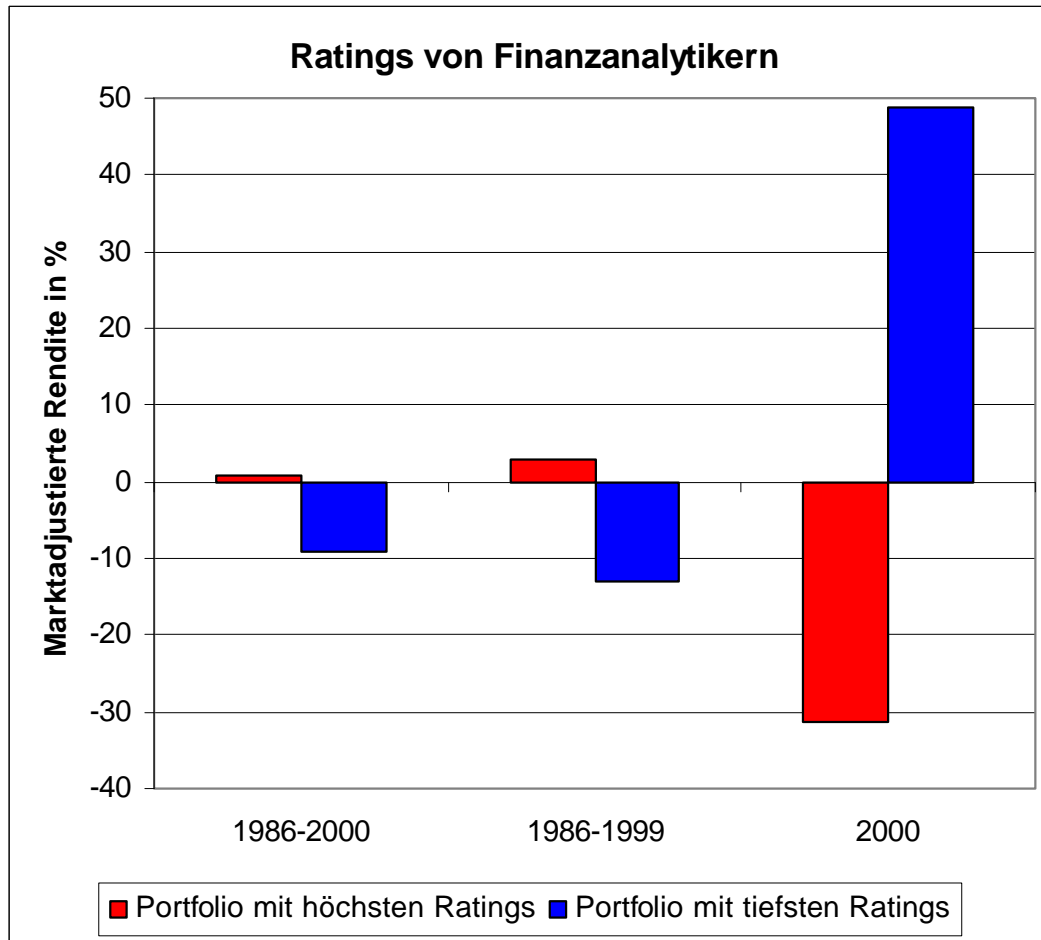
Korrekte Indizes?



Der Index-Anbieter MSCI, dessen Indizes bei Portfolio-Managern als Gradmesser (Benchmarks) beliebt sind, führt per 1. Januar 2001 einige Neuerungen ein. Unter anderem werden neu die effektiven Dividenden bei der Berechnung der Indizes verwendet werden. Bisher wurde die Summe der letztjährigen Dividenden gleichmässig auf die Monate verteilt. Dadurch wurden in der Schweiz vor allem die Monate April, Mai und Juni verzerrt, da hierzulande in diesen Monaten die Dividenden ausbezahlt werden. Daneben wiesen die Indizes tendenziell zu tiefe Gesamt- und Dividendenrenditen aus, da die Dividenden normalerweise von Jahr zu Jahr steigen. Den Portfolio-Managern kam dies entgegen. Ab 2001 wird es für sie schwieriger werden, den MSCI zu schlagen.

Publiziert in NZZ: 18.12. 2000

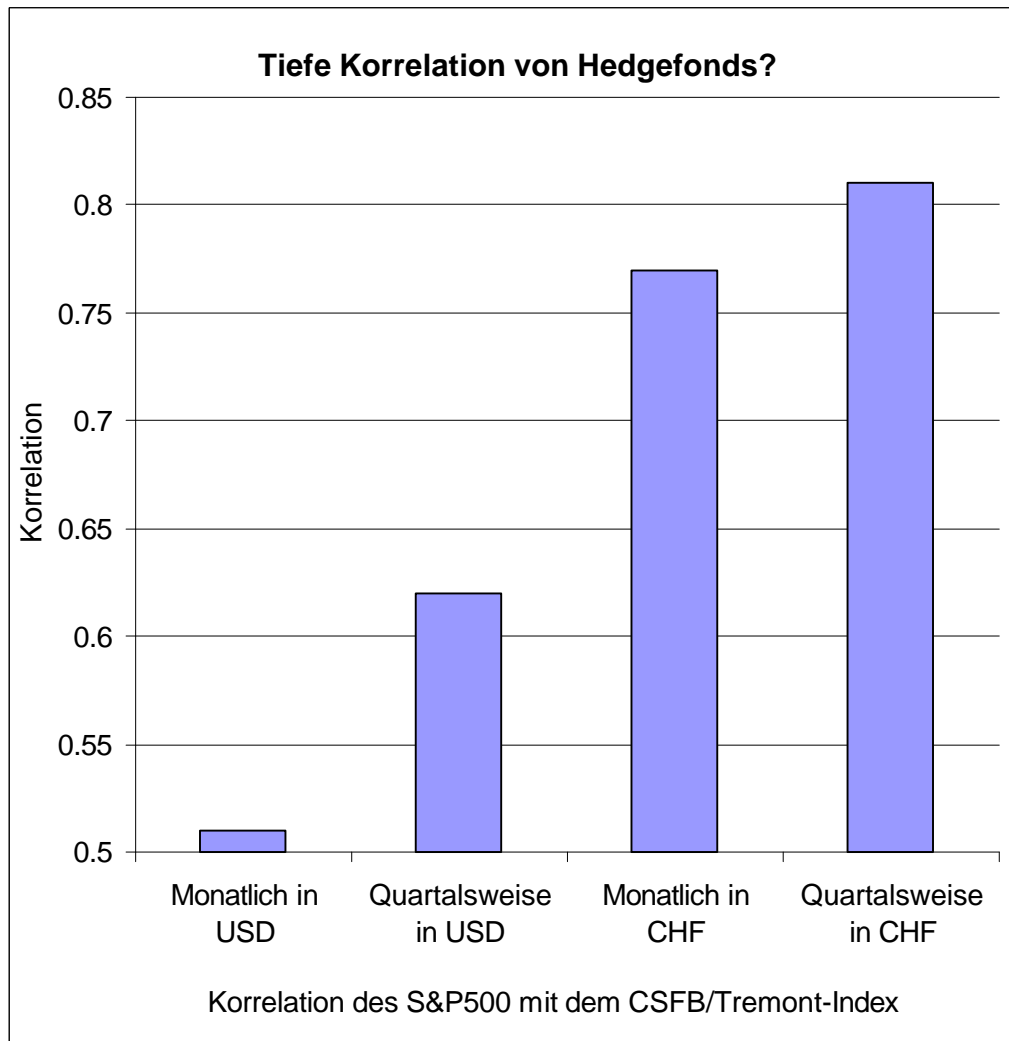
Trend nicht erkannt



Im Journal of Finance wurde in diesem Jahr ein Artikel über die Güte der Ratings von Finanzanalytikern veröffentlicht. Die Autoren des Artikels bildeten anhand der Ratings der Analytiker Portfolios und verglichen deren Renditen. Sie kamen zum Schluss, dass das Portfolio mit den höchsten Ratings jedes Jahr besser abschloss als das Portfolio mit den tiefsten Ratings. Allerdings wurde in diesem Artikel das Jahr 2000 nicht berücksichtigt. Im letzten Jahr nämlich wurde die bisherige Gesetzmässigkeit umgekehrt. Das Portfolio mit den tiefsten Ratings rentierte laut einer neueren Auswertung knapp 80% höher. Anscheinend wurden auch die Finanz-analytiker von den Entwicklungen überrascht. Die Diskussion über den Nutzen der Ratings bleibt spannend.

Publiziert in NZZ: 23.7. 2001

Hedge Funds korrelieren

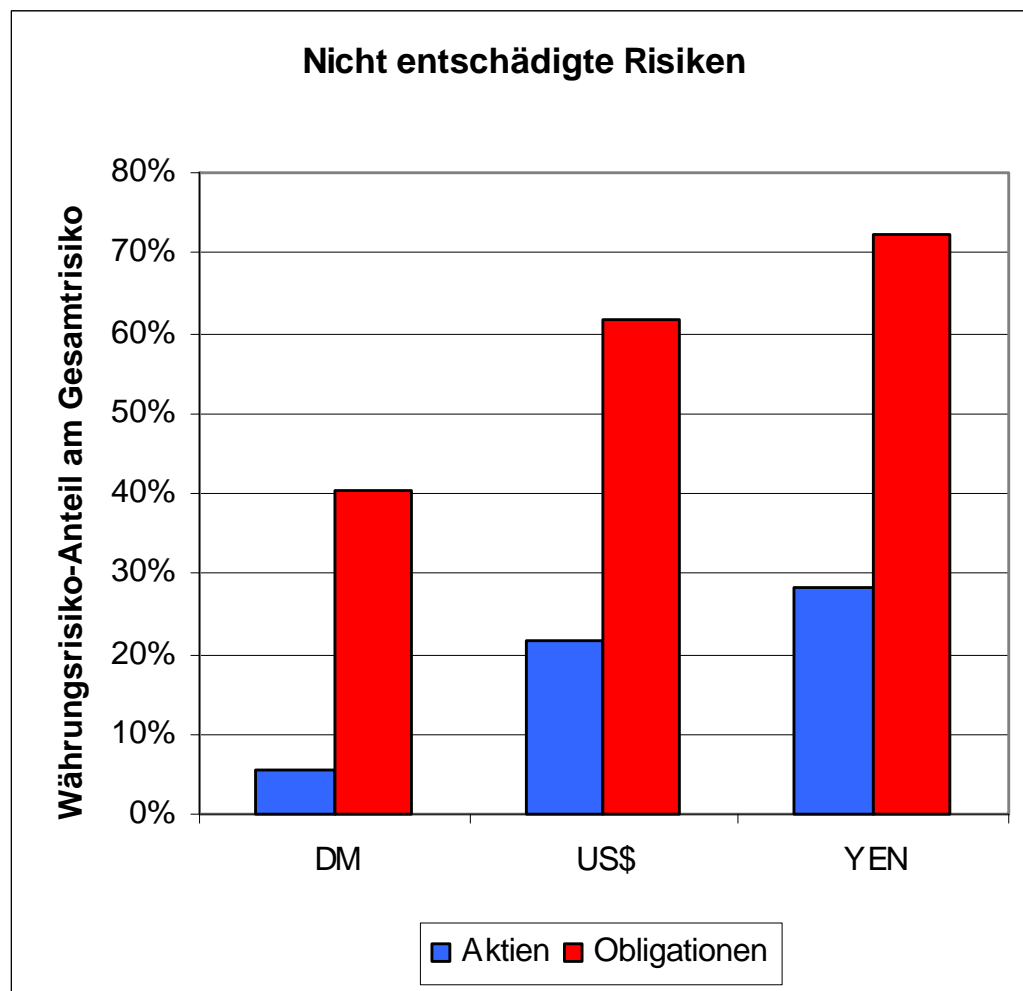


Alternative Anlagen hätten eine tiefe Korrelation mit traditionellen Anlagekategorien, heisst es häufig. Eine Korrelation von 1 bedeutet, dass eine Wertänderung bei einer Anlage zu einer prozentual gleich grossen Schwankung bei der anderen Anlage führt.

Die Korrelation zwischen dem US-Marktindex S&P500 und dem Hedge-Fund-Index von CSFB/Tremont ist relativ niedrig, wenn sie mit monatlichen Daten berechnet wird. Allerdings investieren Hedge Funds teilweise in illiquide Märkte, in welchen nicht täglich Kurse gestellt werden. Mit der Verwendung von Quartalsdaten wird dieser Effekt reduziert. Den Schweizer Investor interessiert jedoch die Rendite in seiner Währung. Wird dem Rechnung getragen, erhöht sich die Korrelation sogar noch weiter auf 0.81.

Publiziert in NZZ: 10.9. 2001

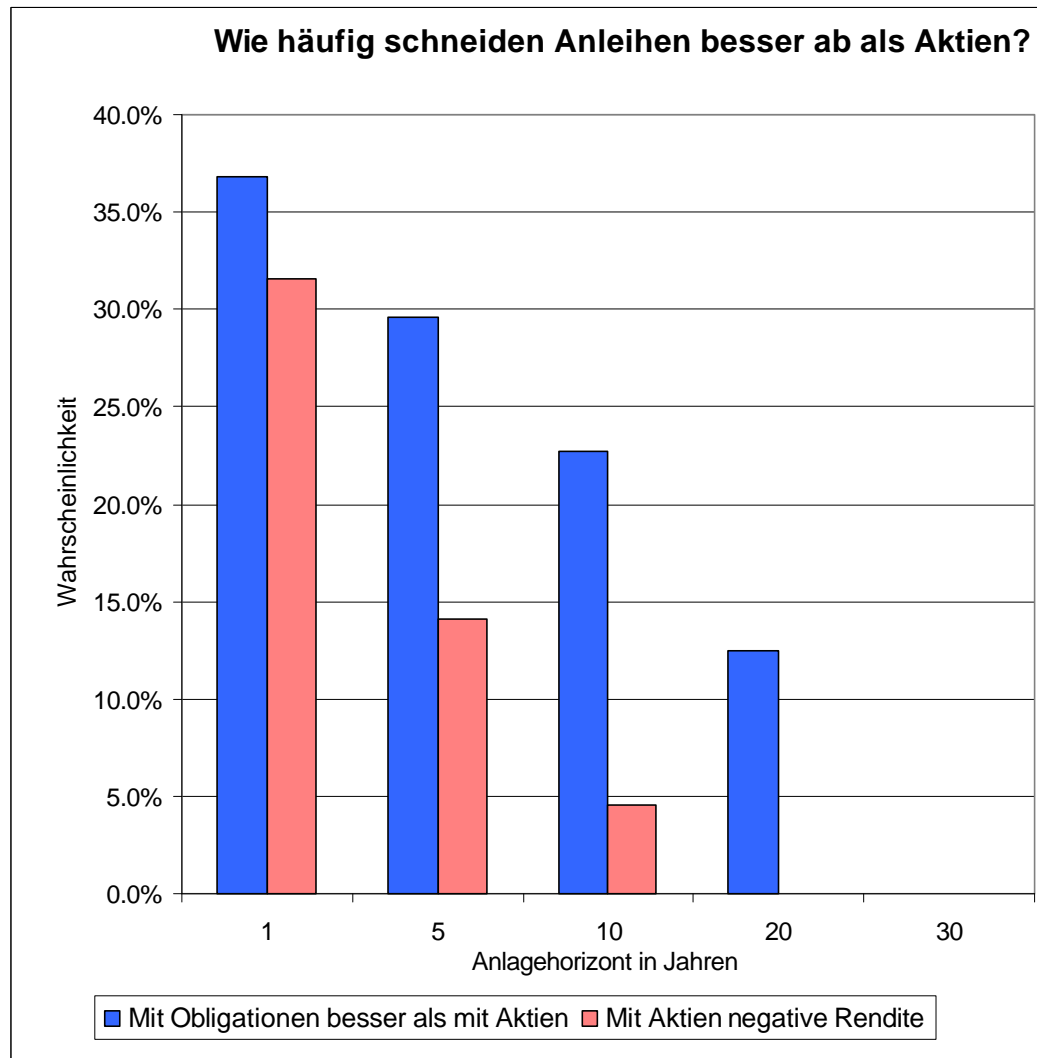
Hohes Währungsrisiko



Für das Eingehen von Währungsrisiko wird der Anleger in der langen Frist nicht angemessen mit Rendite entschädigt. Denn anders als an den Aktienmärkten geht eine Aufwertung einer Währung zwangsläufig mit der Abwertung einer anderen Währung einher. Das Währungsrisiko entspricht der Differenz des Risikos einer Anlage in Schweizerfranken und dem Risiko gemessen in der Lokalwährung. In Yen wiesen japanische Obligationen über die letzten fünf Jahre eine Volatilität von 3.7% auf. In Schweizerfranken betrug die Volatilität wegen der Währungsschwankungen jedoch bereits 13.5%. Nur rund ein Viertel des Risikos ist durch die Obligationen selber bedingt. Somit gilt es für den Anleger vor allem Obligationen in Fremdwährungen kritisch zu hinterfragen.

Publiziert in NZZ: 10.12. 2001

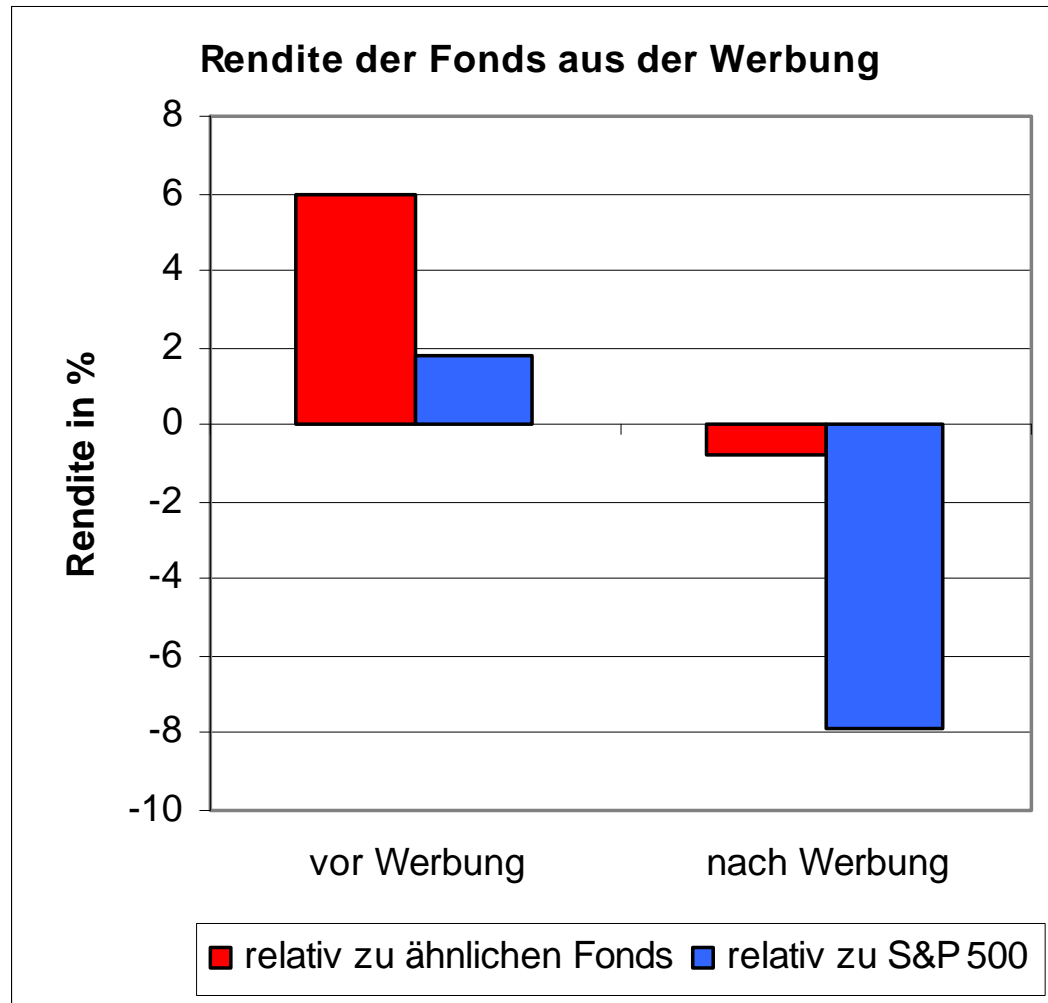
Aktien contra Anleihen



Die seit zwei Jahren anhaltenden Kursrückschläge an den Aktienmärkten werfen für viele Anleger die Frage nach der langfristigen Überlegenheit von Aktien gegenüber Obligationen neu auf. Je nachdem, ob man von einem für Aktienanlagen günstigen Zeitpunkt startet oder einem für Obligationenanlagen attraktiveren Ausgangsniveau, kann das Resultat recht unterschiedlich ausfallen. Die Wahrscheinlichkeit, über die Zeitspanne von einem Jahr mit Aktien einen Verlust zu erleiden, war seit 1926 mit 32% relativ hoch, denn in beinahe jedem dritten Jahr kam es zu Renditeabschlägen. Über 20 Jahre wurde zumindest in der Vergangenheit mit Aktien immer eine positive Rendite erzielt. Dennoch rentierten in jeder achten Periode die Bundesobligationen besser.

Publiziert in NZZ: 21.5. 2002

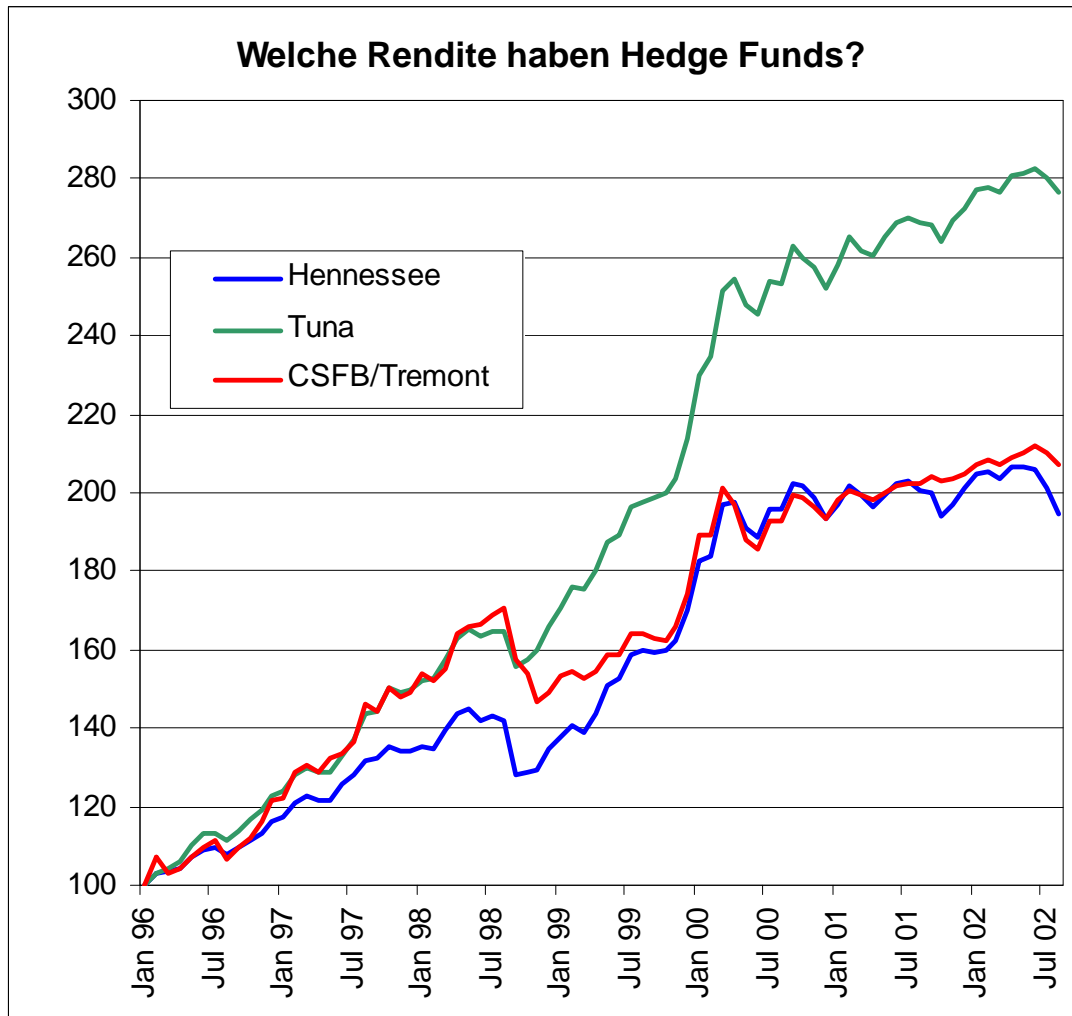
Erfolgreiche Fondswerbung?



Verschiedene Untersuchungen zeigen auf, dass die Werbung für Anlagefonds das Verhalten der Investoren stark beeinflusst. Für 32'000 in Anlagefonds investierende US-Haushalte zeigt eine Studie, die vor einem halben Jahr im „Journal of Finance“ publiziert wurde, dass Neugeld vor allem in Fonds floss, welche in den vorgängigen 12 Monaten gut rentierten und deren Anbieter verhältnismässig stark Werbung betrieben. Eine weitere Studie bestätigt, dass die beworbenen Fonds ein Jahr vor der Werbung rund 6% besser abschnitten als die Konkurrenz. Die Grafik zeigt aber, dass der Zusatz „die vergangene Performance ist keine Garantie für künftige Resultate“ durchaus seine Berechtigung hat.

Publiziert in NZZ: 17.6. 2002

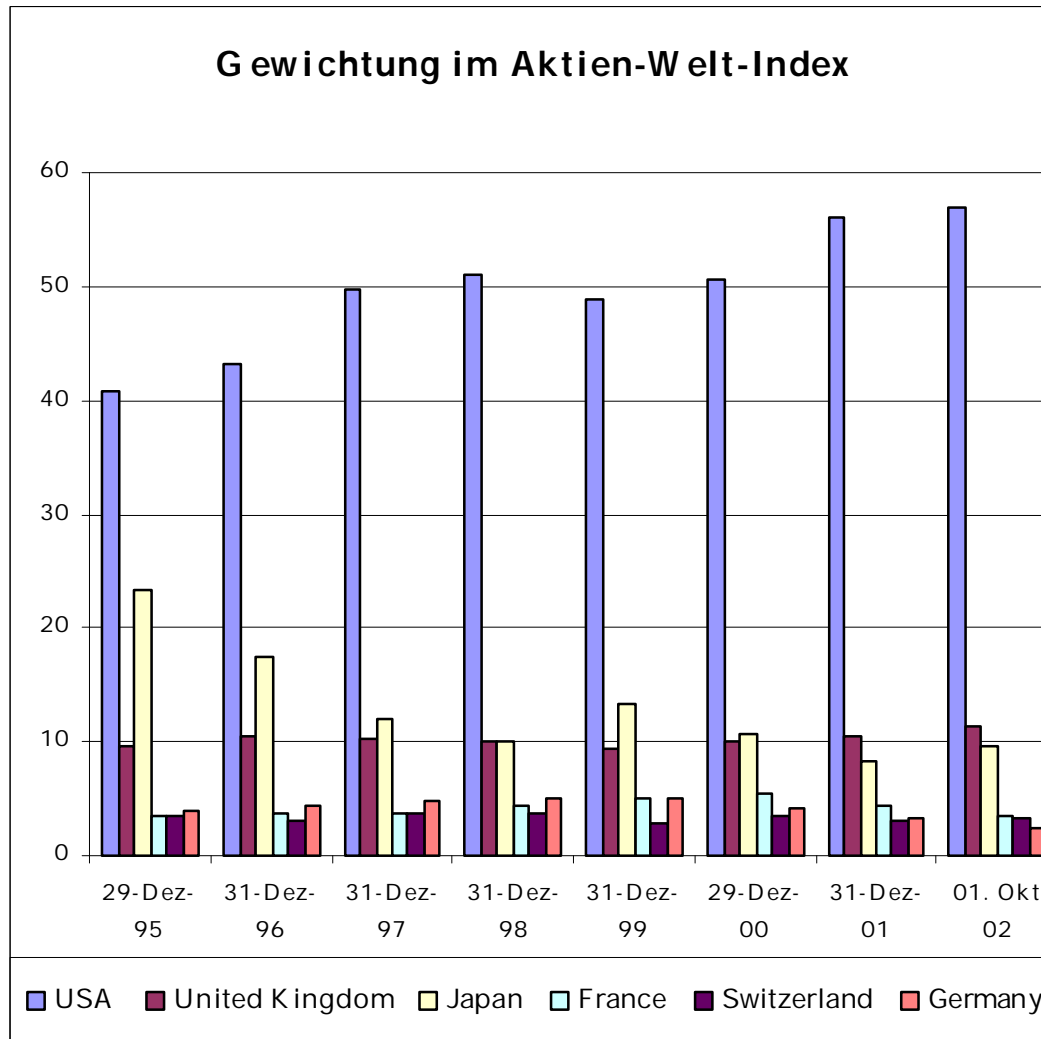
Welche Rendite für Hedge Funds?



Wie bei den Aktien gibt es auch bei den Hedge Funds verschiedene Index-Anbieter. Dabei unterscheiden sich die monatlich gemessenen Renditen je nach Anbieter stark. Für die hohen Differenzen gibt es mehrere Gründe. Da Hedge Funds nicht meldepflichtig sind, ist eine vollständige Datenerfassung schwierig. Die einzelnen Index-Anbieter benutzen verschiedene Datenbanken. Zudem gibt es Unterschiede bei der Gewichtung der einzelnen Vehikel im Index, bei den Aufnahmekriterien und der Behandlung von geschlossenen Funds. So werden im CSFB/Tremont-Index per Ende Juli 391 Hedge Funds gemäss ihrer Kapitalisierung berücksichtigt. Der Index von S&P umfasst lediglich 40 Hedge Funds. Hier haben Funds wie bei Tuna und Hennessee jeweils die gleiche Gewichtung.

Publiziert in NZZ: 26.8. 2002

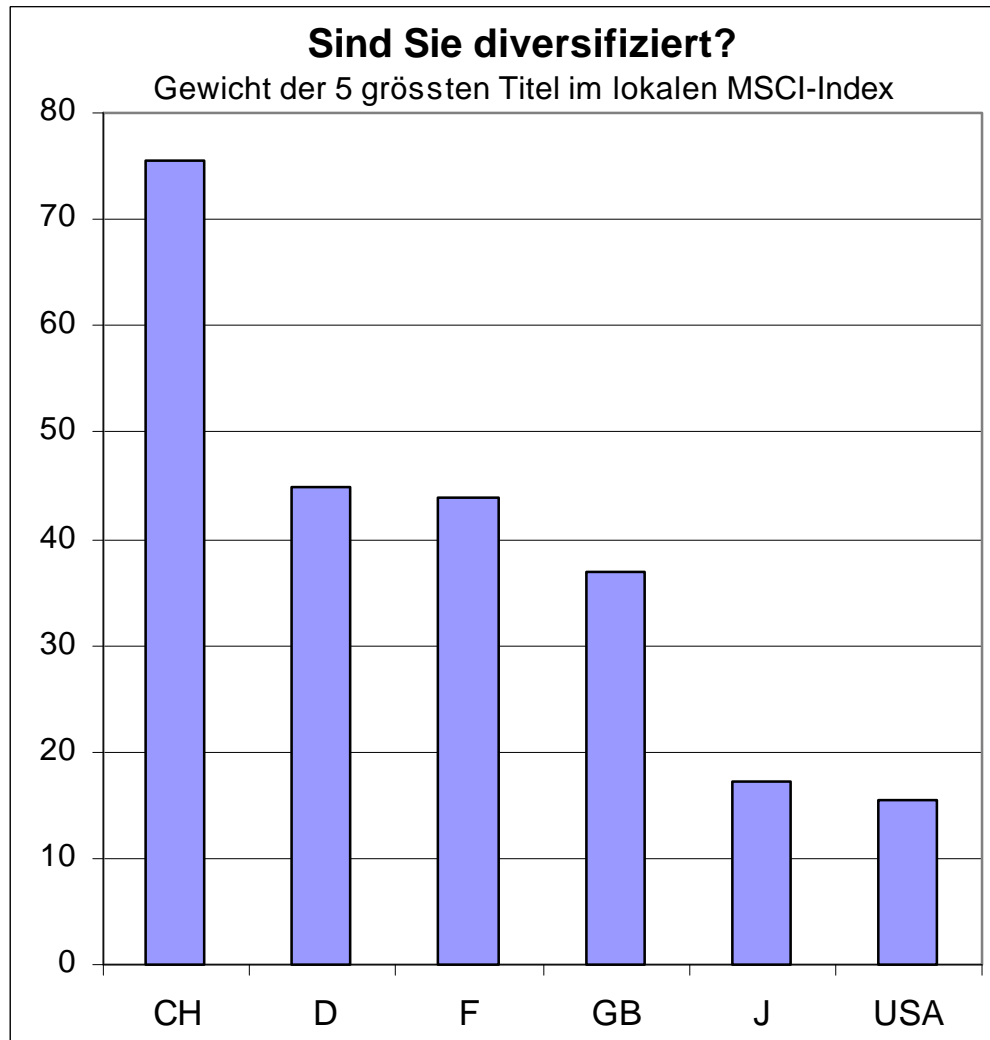
Kapitalisierung für Benchmarks?



Um die Verteilung von international angelegtem Geld auf die einzelnen Länder zu bestimmen, gibt es verschiedene Kriterien. In der Praxis wird oft auf kapitalisierungsgewichtete Indizes zurückgegriffen. Speziell bei der Gestaltung von Benchmarks ist zu beachten, dass die Gewichtungen in kapitalisierungsgewichteten Indizes starken Schwankungen unterworfen sind. So hat sich der Anteil von japanischen Aktien im Weltaktienindex MSCI World seit 1995 von 23% auf 9.5% reduziert. Die Gewichtung von Deutschland hat sich seit Anfang 1999 mehr als halbiert. Implizit wird somit in Märkte investiert, die in der Vergangenheit eine gute Rendite aufwiesen. Derzeit hat der Schweizer Markt dank seinem defensivem Charakter im MSCI sogar einen höheren Anteil als Deutschland.

Publiziert in NZZ: 7.10. 2002

Mangelnde Diversifikation?



Publiziert in NZZ: 18.11. 2002

Martin Ebners Visionen sind Beispiele für aktiv geführte Anlagevehikel, denen vorgeworfen wurde, sie seien zu wenig diversifiziert. Ähnliches kann aber auch für indexorientierte Investitionen gelten. Die Grafik zeigt, dass gerade der Schweizer Aktienmarkt keine idealen Voraussetzungen bietet. Alleine die drei Schwergewichte Novartis, Nestle und UBS verkörpern mehr als 58% der Indexgewichtung gemäss dem Barometer von MSCI, das von vielen Portfolio-Managern als Massstab benutzt wird. Werden zusätzlich Roche und Swiss Re berücksichtigt, sind es über 75%. General Electric, die grösste Firma im Weltindex, hat im US-Index lediglich ein Gewicht von 3.5%. Novartis, die Nummer 17 im Weltindex, hat ein Gewicht von knapp 25% im Index Schweiz.