

Strategie und Zufall an der Börse

Optimale Vermögensverwaltung aus der Sicht eines Unabhängigen

EXPERTsuisse

Dr. Pirmin Hotz Vermögensverwaltungen AG

Zürich, 18. September 2018

Inhaltsübersicht

- Firmenportrait
- Die ewige Illusion – wie gut sind die Prognosen der Finanzexperten wirklich?
- Indexieren als Allheilmittel?
- Welche Anlagen soll ein Anleger überhaupt halten?
- Alternative Anlagen – ein Muss?
- Die optimale Synthese aus der aktiven und passiven Anlagewelt
- Unabhängigkeit ist alles

Unser Unternehmen

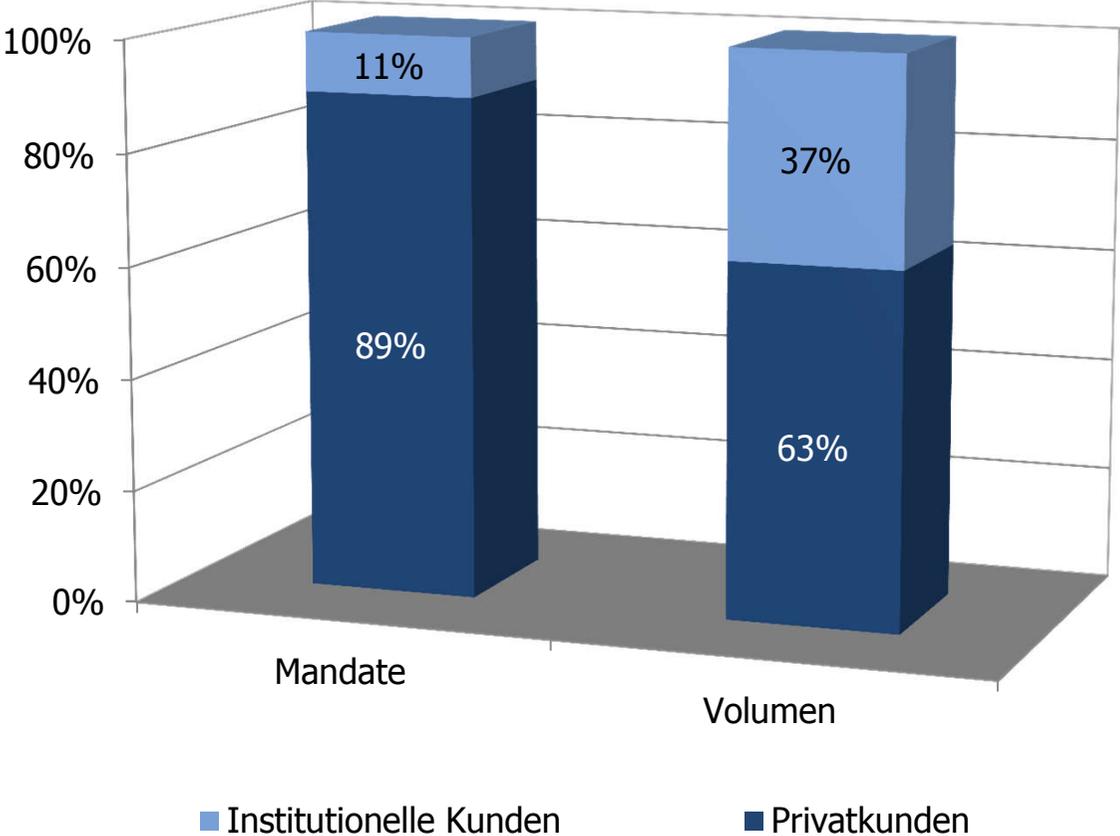
- Gründung 1993 (Vorgängerfirmen seit 1986)
- 14 MitarbeiterInnen, davon 4 Partner
- Geschäftsbereiche
 - Vermögensverwaltung für private und institutionelle Kunden
 - Risikofähigkeits- und Strukturanalysen auf Stufe Gesamtvermögen
 - Beratungsmandate in Anlageausschüssen, Bankenberatung

**Rund 600 private
und institutionelle Investoren
primär in der Schweiz und in Deutschland**

«Wenn Freiheit etwas bedeutet, dann das Recht, anderen
Leuten das zu sagen, was sie nicht hören wollen.»

George Orwell
britischer Schriftsteller

Kundenaufteilung



Inhaltsübersicht

- Firmenportrait
- Die ewige Illusion – wie gut sind die Prognosen der Finanzexperten wirklich?
- Indexieren als Allheilmittel?
- Welche Anlagen soll ein Anleger überhaupt halten?
- Alternative Anlagen – ein Muss?
- Die optimale Synthese aus der aktiven und passiven Anlagewelt
- Unabhängigkeit ist alles

«Oktober. Das ist einer der besonders gefährlichen Monate, um in Aktien zu spekulieren. Die anderen gefährlichen Monate sind Juli, Januar, September, April, November, Mai, März, Juni, Dezember, August und Februar.»

Mark Twain

US-amerikanischer Schriftsteller

Rückblick: Anlagefonds 2007-2017 (1/2)

■ Aktien Schweiz	Durchschnitt der Fonds Benchmark: SPI	+42.1% +54.9%	-12.8%
■ Nebenwerte CH	Durchschnitt der Fonds Benchmark: SPI S&M	+100.1% +106.9%	-6.8%
■ Aktien Welt	Durchschnitt der Fonds Benchmark: MSCI World	+11.5% +41.8%	-30.3%
■ Nebenwerte Welt	Durchschnitt der Fonds Benchmark: MSCI W. S&M	+11.7% +79.2%	-67.5%

Rückblick: Anlagefonds 2007-2017 (2/2)

▪ Aktien EmMa	Durchschnitt der Fonds Benchmark: MSCI EmMa	+12.9% +32.7%	-19.8%
▪ Obligationen CH	Durchschnitt der Fonds Benchmark: Swiss Bond I.	+20.3% +36.4%	-16.1%
▪ Obligationen Welt	Durchschnitt der Fonds Benchmark: Citi WGBI	+10.4% +15.2%	-4.8%
▪ Hedge Funds CHF	Durchschnitt der Fonds Benchmark: HFRX	+2.3% +13.7%	-11.4%

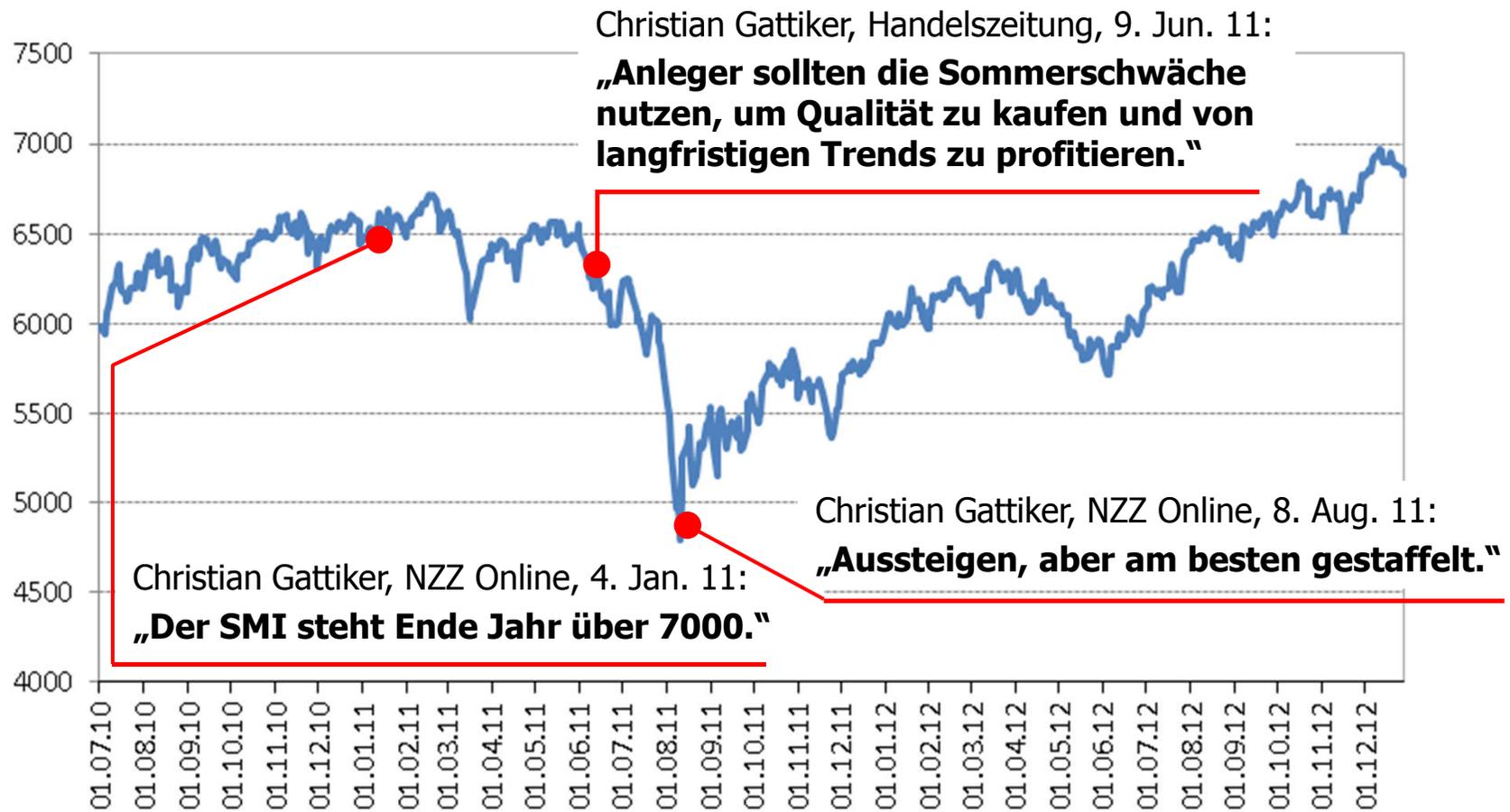
Eine Prognose für den SMI...

Prof. Fredmund Malik, 2. Nov. 03:

„[...] bin ich der Auffassung, dass ein crashartiges Einbrechen der Aktienkurse hochwahrscheinlich ist – und zwar innert der nächsten Tage oder Wochen.“



...und eine zweite



...und eine dritte



...und eine vierte

Felix W. Zulauf, Starinvestor und Anlegerlegende,
NZZ, 9. Feb. 12

«Für Anleger bedeutet dies vorerst nichts Gutes. Wegen der befürchteten Verwerfungen an den Finanzmärkten rechnet Zulauf für die zweite Jahreshälfte mit einem ähnlich guten Zeitpunkt zum Einstieg in den Aktienmarkt wie im Frühjahr 2009 nach dem Kollaps von Lehmann.»



...und eine fünfte

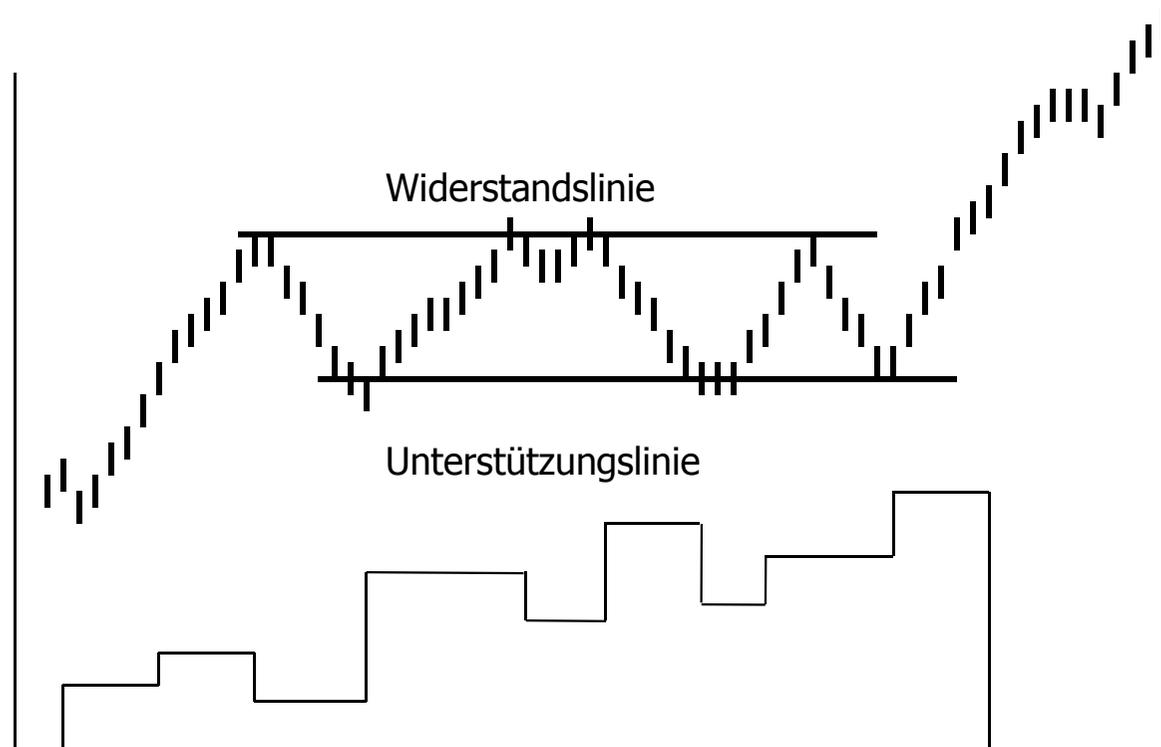


...und eine sechste

Dr. Burkhard Varnholt, Handelszeitung 16. April 2015:
„Die grossen Indizes können sich noch deutlich steigern. Nicht in diesem Jahr, aber in den nächsten 5 Jahren. Es hört sich stolz an, wenn man sagt, der SMI könne auf 20'000 Punkte klettern. Doch das ist so.“

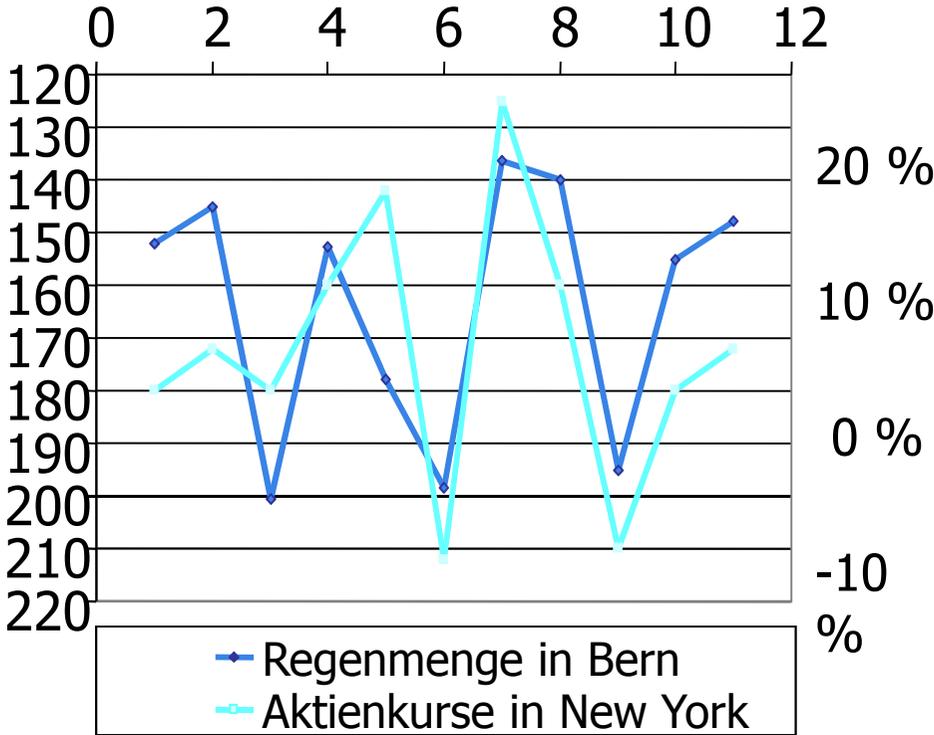


Chart-Technik als Ausweg?



Ein Beispiel der Chart-Technik

Regenfälle in Bern und Aktienkurse in New York
Typischer 10-Jahresverlauf 1890 – 1940:



«Zukünftige Entwicklungen nutzbringend abzuschätzen, bedeutet, auch im Timing halbwegs richtig zu liegen. Eine Uhr, die steht, zeigt auch zweimal täglich die richtige Zeit an, ist aber völlig ungeeignet anzuzeigen, welche Stunde schlägt.»

Ein bekehrter, notorischer Börsenpessimist

«Es gibt zwei Klassen von Börsenpropheten: Jene,
die nichts wissen, und jene, die nicht wissen,
dass sie nichts wissen.»

John Kenneth Galbraith

einflussreicher US Ökonom

«Ich denke nie darüber nach, was die Börse machen wird.
Ich weiß nicht, wie man die Börse oder die Zinsen oder
die Konjunktur vorhersagen kann. Und ich habe keine
Ahnung, ob die Börse in zwei Jahren höher oder tiefer
stehen wird.»

Warren Buffett

legendärer Investor und Unternehmer

Bescheidenheit statt Überschwang

- Wissenschaftliches Fundament durch Harry Markowitz;
Nobelpreisträger für Wirtschaftswissenschaften 1990
- Zentrale Erkenntnisse:
 - Die liquiden Märkte sind informationseffizient
 - Die systematische Prognostizierbarkeit ist selbst für Profis kaum möglich

Was sind die Fakten?

- Die Märkte sind in den letzten Jahren und Jahrzehnten (noch) effizienter geworden
 - Globalisierte elektronische Börsen
 - Informationen gehen schnell um die Welt und fließen umgehend in die Kurse ein
 - Verschärfte Publizitätsvorschriften börsennotierter Unternehmen
 - Ein Heer von Analysten und Asset-Manager beschäftigt sich permanent mit der Bewertung aller möglicher Börsenkurse

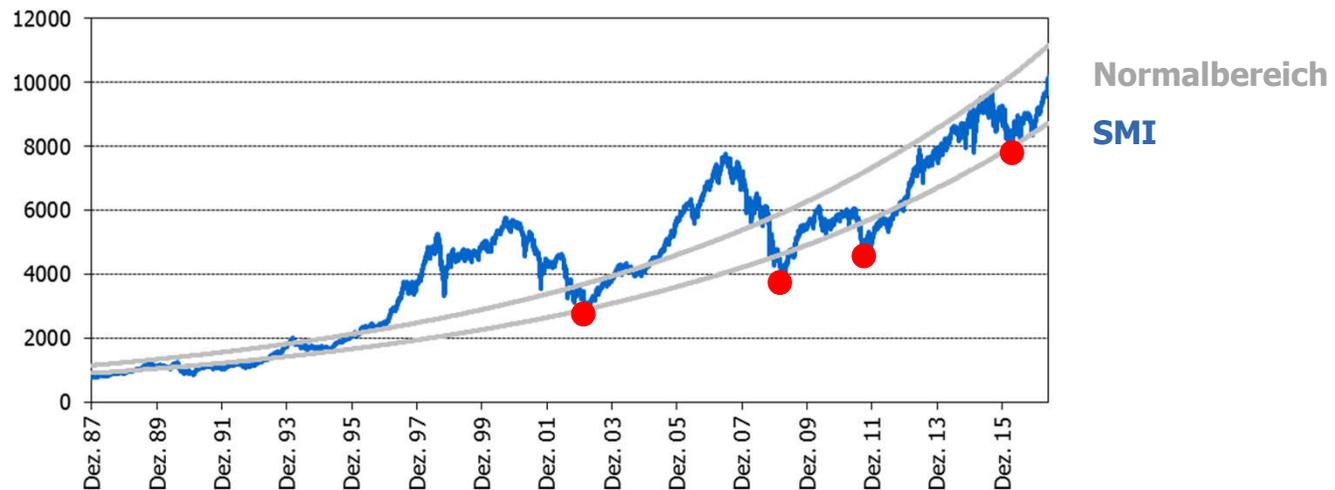
- Diversifikation als Maxime der Vermögensanlage

Wo gibt es Überrenditen?

- Überrenditen (sogenanntes α) in liquiden Märkten sind selten
- Temporäre „Überrenditen“ gründen nicht in der Prognosekompetenz, sondern meist in der Illiquidität und Intransparenz (kein α !)
- Einzige Möglichkeit: Antizyklisches Abschöpfen von hohen Risikoprämien bei Überreaktionen des Marktes

Antizyklisches Verhalten

- Insbesondere in starken Baissen neigen Finanzmärkte zu Überreaktionen: Es gibt nie Zwang zum Kaufen, jedoch Verkaufszwang z.B. bei kreditfinanzierten Positionen
- Opportunität für solid finanzierte Investoren



«Übereinstimmung ist kein Garant für Wahrheit - ich habe mit vielen Schafen gesprochen. Sie wissen, dass sie in die falsche Richtung laufen. Sie wollen die Richtung aber nur ändern, wenn sie sicher sind, dass ihnen der Rest der Herde folgt.»

George Soros

US-amerikanischer Investor

«Die Zeit des grössten Pessimismus ist die beste
Zeit zum Kaufen, die Zeit des grössten
Optimismus die beste Zeit zum Verkaufen.»

John Templeton

Gründer einer der weltweit größten Investmentfonds

Inhaltsübersicht

- Firmenportrait
- Die ewige Illusion – wie gut sind die Prognosen der Finanzexperten wirklich?
- **Indexieren als Allheilmittel?**
- Welche Anlagen soll ein Anleger überhaupt halten?
- Alternative Anlagen – ein Muss?
- Die optimale Synthese aus der aktiven und passiven Anlagewelt
- Unabhängigkeit ist alles

Indexiertes Investieren

- Performance entspricht der Indexrendite minus Kosten
 - Somit liegt man nahe beim Marktergebnis, welches ohnehin schwer zu schlagen ist
 - Das Risiko eines Anlagedebakels aufgrund der Selbstüberschätzung des Asset Managers ist eliminiert
 - Indexieren ist bequem; weder Investoren, Stiftungsräte, Berater noch Asset Manager müssen sich mit einer Meinung exponieren
 - **Aber.....**
-

Krux des indexierten Investierens (1/6)

- Die Anlagestruktur (Asset Allocation) determiniert 80 bis 90 Prozent der Rendite eines Vermögens; sie MUSS aktiv bestimmt werden nach Massgabe der Risikofähigkeit und Risikotoleranz
- Indexiertes Investieren hat oft zur Folge, dass der wichtigen Strukturfrage viel zu wenig Bedeutung beigemessen wird. Die Wahl des Index ist aber ein aktiver Entscheid

Krux des indexierten Investierens (2/6)

- Klumpenrisiko: Titelrisiken sind in Indizes bisweilen schlecht diversifiziert:
 - 3 Titel stellen gemäss dem SPI über 50% der Schweizer Aktienmarktkapitalisierung
 - VW repräsentierte im Krisenjahr 2008 zwischenzeitlich über 25% des DAX
- Prozyklisches Verhalten: Branchen (Technologie Ende 90er Jahre) und Länder (Japan Ende 80er Jahre) können Gewichte annehmen, die dem Primat der Diversifikation widersprechen

Krux des indexierten Investierens (3/6)

- Länderallokation: Wollen die Stiftungsräte gemäss MSCI die Aktien Schweiz mit 3% und die USA mit 50% gewichten?
- Will man wirklich alle Titel, die in einem Index sind: z.B. ASmallWorld? Aktien von Unternehmen, die zahlreiche Klagen am Hals haben? Aktien von Unternehmen, die getrieben von Gier keine Ethik und Moral kennen? Aktien von Unternehmen, die gar kein Produkt haben und Luftschlösser bauen (Mondobiotech)?

Krux des indexierten Investierens (4/6)

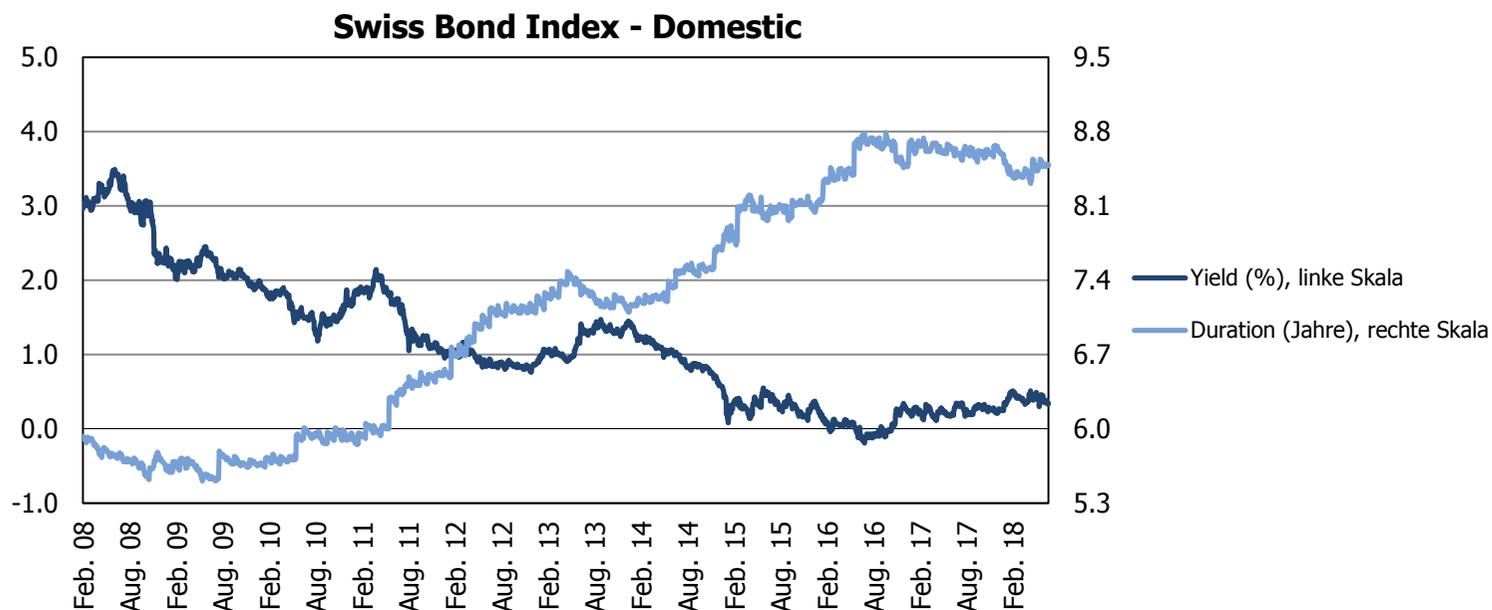
- Ausübung der Aktionärsstimmrechte: Bei indexierten Kollektivanlagen ist dies in der Regel problematisch; ist jedoch die fixe Delegation der Stimmrechte an die Banken nach der Erfahrungen der Finanzkrise sinnvoll?
- Gegenparteiisiken: Diese entstehen bei indexierten Kollektivgefässen durch Securities Lending und Derivate

Krux des indexierten Investierens (5/6)

- Bonität der Anleihenschuldner:
 - Wollen die Stiftungsräte wirklich Obligationen bis zu einer Bonität von BBB- halten, nur weil es heute „üblich“ geworden ist? Der SBI Foreign hat bis 2006 nur Obligationen bis A beinhaltet
 - Länder und Firmen mit viel Schulden haben grösseres Gewicht in einem Obligationenindex
 - Im Weltindex für Staatsanleihen (FTSE WGBI) hat mit der Finanzkrise der Anteil von Anleihen ohne AAA von 43% (2006) auf 88% (2018) zugenommen

Krux des indexierten Investierens (6/6)

- Prozyklisches Verhalten: Je tiefer die Zinsen, desto längere Laufzeiten werden emittiert, die Duration des Index steigt, der Anleger erhöht somit das Zinsrisiko zur Unzeit



«Es ist sicherer,
mit der Mehrheit falsch zu liegen,
als alleine recht zu haben.»

John Kenneth Galbraith

einflussreicher US Ökonom

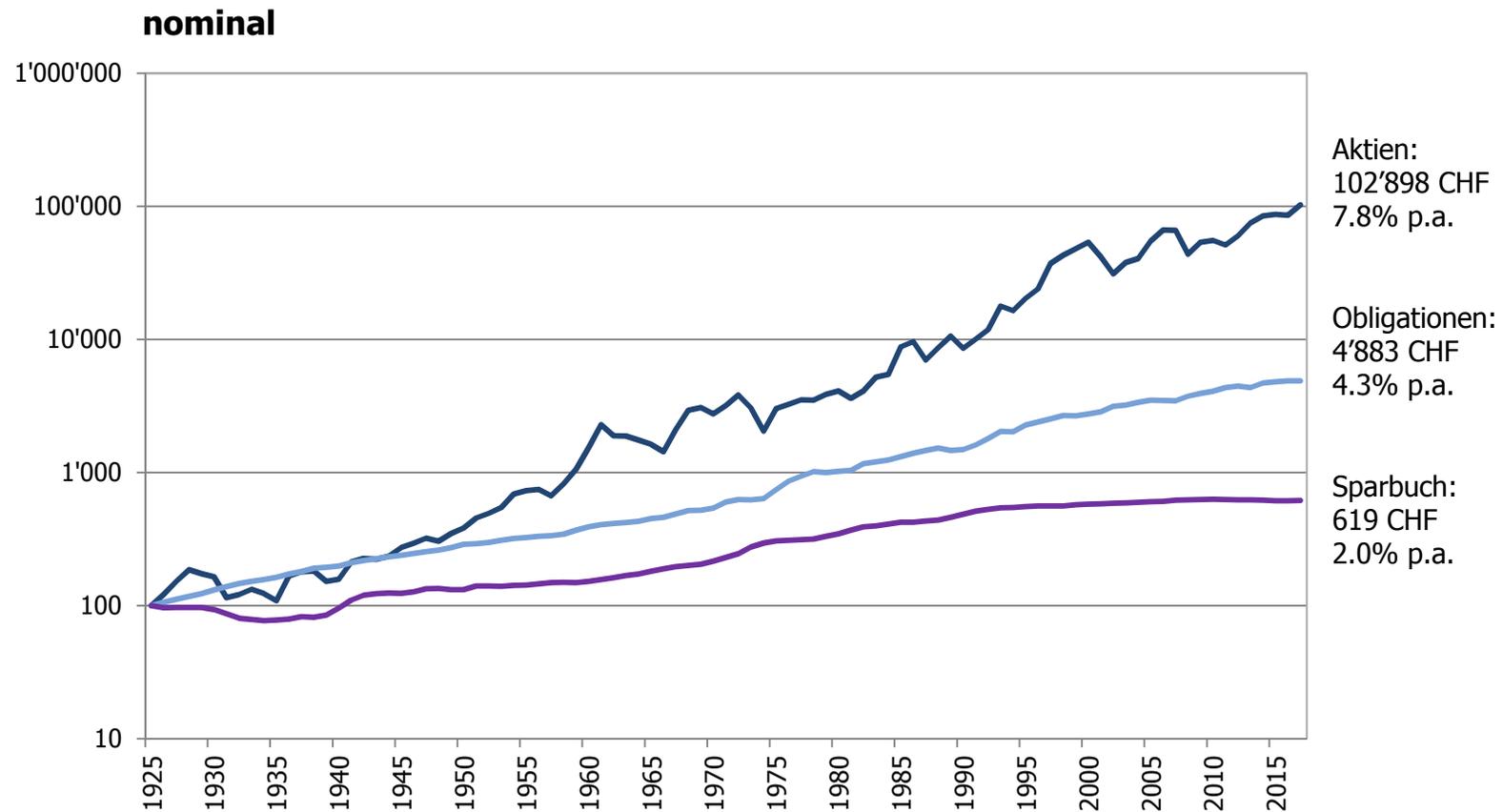
Inhaltsübersicht

- Firmenportrait
- Die ewige Illusion – wie gut sind die Prognosen der Finanzexperten wirklich?
- Indexieren als Allheilmittel?
- Welche Anlagen soll ein Anleger überhaupt halten?
- Alternative Anlagen – ein Muss?
- Die optimale Synthese aus der aktiven und passiven Anlagewelt
- Unabhängigkeit ist alles

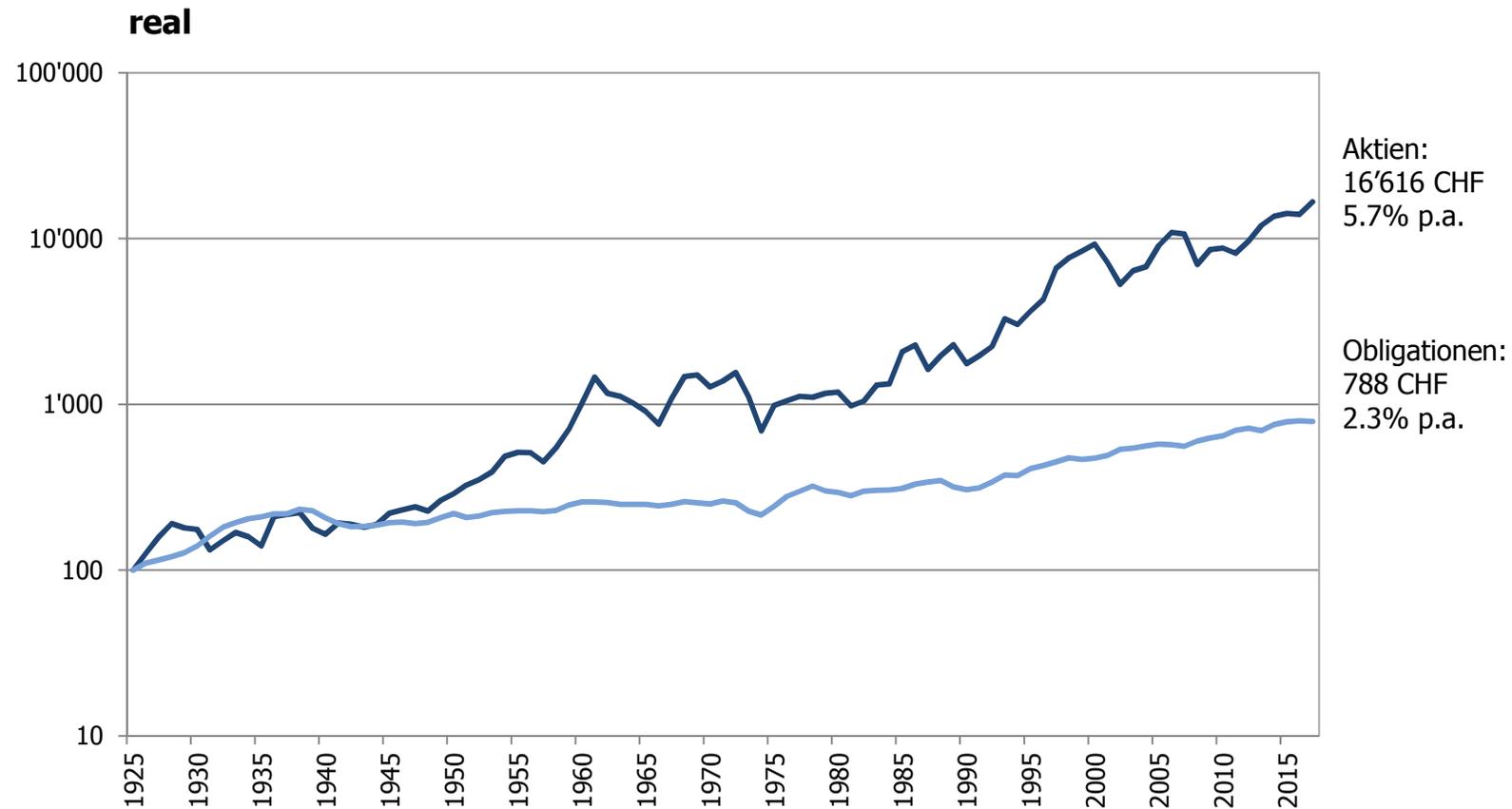
Woher stammt eigentlich die Rendite?

- Geld entsteht nicht durch windige und noch so kluge Vermögensverwalter und Gurus, sondern durch Unternehmertum.
- Daher ist die Aktie über Jahrzehnte und Jahrhunderte die mit Abstand attraktivste Anlage – trotz oder eben gerade wegen der kurzfristig heftigen und unprognostizierbaren Schwankungen

Anlagen in der langen Frist: 1926-2017



Anlagen in der langen Frist: 1926-2017



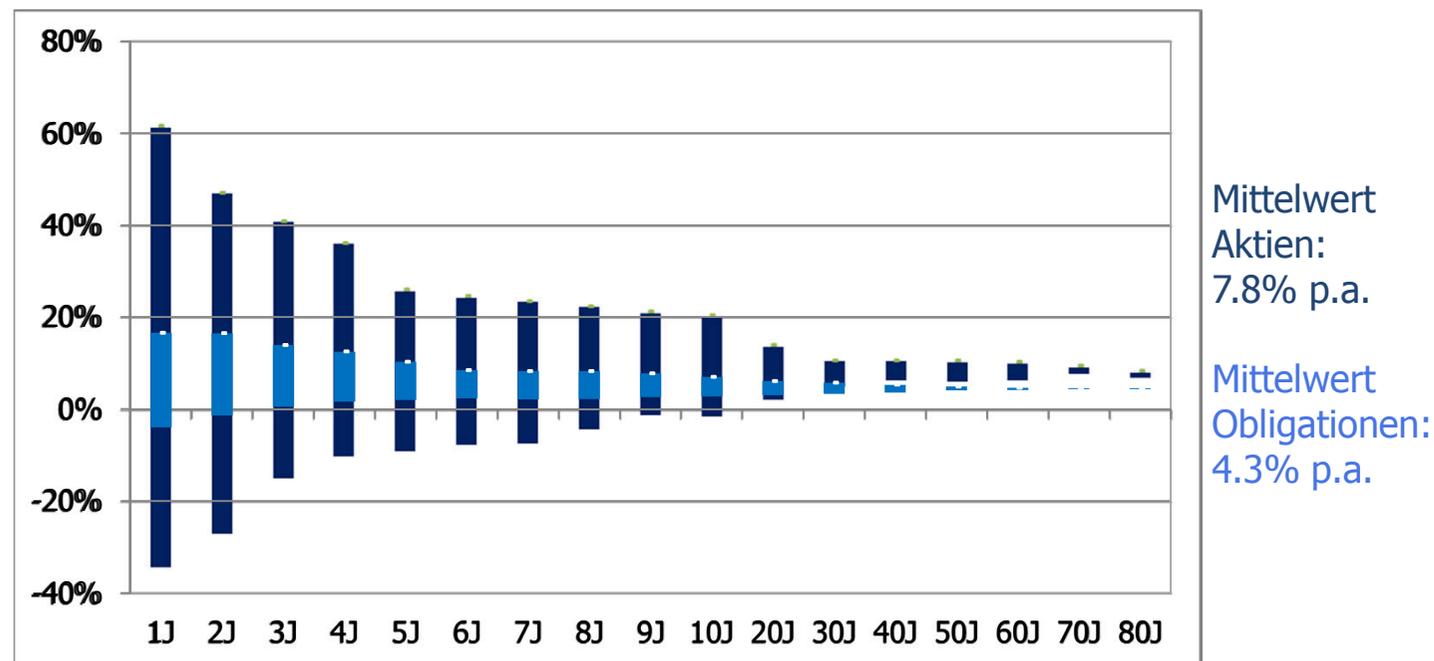
Anlagen in der langen Frist: 1926-2017

- Statistische Eigenschaften der Jahresperformance von Aktien und Obligationen in der Schweiz:

		Aktien	Obligationen
		Nominal	
Rendite	Durchschnittliche Wertzunahme	7.8%	4.3%
Risiko	Streuung	20.2%	3.7%
Grösster	Wertverlust (im Jahr)	-34.1% (2008)	-4.0% (1998)
Grösste	Wertzunahme (im Jahr)	61.4% (1985)	16.6% (1975)

Anlagen in der langen Frist: 1926-2017

- Streuung der Jahresrendite über verschiedene Anlagehorizonte:



Die grössten Börseneinbrüche seit dem 2. Weltkrieg

	Beginn Abwärts- bewegung	Dauer Abwärts- bewegung	Tiefst	Ende	Dauer bis Ausgangs- wert	Wann	Dauer total
1	Juni 2007	22 Mte	-59.1%	März 2009	46 Mte	Jan. 2013	68 Mte
2	März 2000	37 Mte	-51.2%	März 2003	43 Mte	Sep. 2006	80 Mte
3	Dez. 1972	25 Mte	-49.9%	Dez. 1974	70 Mte	Okt. 1980	95 Mte
4	Sep. 1987	4 Mte	-34.4%	Dez. 1987	21 Mte	Sep. 1989	25 Mte
5	Juni 1990	4 Mte	-23.8%	Sep. 1990	8 Mte	Mai 1991	12 Mte
6	Feb. 1962	8 Mte	-23.3%	Sep. 1962	63 Mte	Dez. 1967	71 Mte
7	Juli 1998	3 Mte	-22.3%	Sep. 1998	3 Mte	Dez. 1998	6 Mte

«An der Börse sind zwei mal zwei niemals vier, sondern fünf minus eins. Als Anleger muss man nur die Nerven und das Geld haben, das Minus eins auszuhalten.»

André Kostolany
Finanzexperte und Spekulant

Obligationen

- Festverzinsliche Anlagen mit hoher Bonität bringen Sicherheit in ausgewogene Portfolios
- Aber: Die Sicherheit darf nicht überschätzt werden!

Pleitestaaten: «Sichere Obligationen»

- Anzahl Pleiten seit dem 14. Jahrhundert:
 - Spanien 13 Mal
 - Deutschland 8 Mal
 - Frankreich 8 Mal
 - Österreich 7 Mal
 - Portugal 6 Mal
 - Griechenland 6 Mal

- Häufigste Ursache der Krisen: Immobilienblasen!

Immobilien

- Immobilien sind als Realwert mit stetigem Ertragsfluss durch die Mieteinnahmen auch ein solider Portfoliobaustein
- Aber: Meistens werden die Renditen über- und die Risiken (Illiquidität) unterschätzt!
- So haben die meisten grossen Finanzkrisen der letzten Jahrhunderte ihren Ursprung im Immobilienmarkt

Inhaltsübersicht

- Firmenportrait
- Die ewige Illusion – wie gut sind die Prognosen der Finanzexperten wirklich?
- Indexieren als Allheilmittel?
- Welche Anlagen soll ein Anleger überhaupt halten?
- **Alternative Anlagen – ein Muss?**
- Die optimale Synthese aus der aktiven und passiven Anlagewelt
- Unabhängigkeit ist alles

Erwartungen an Alternative Anlagen

- Schutz vor Verlusten durch attraktive absolute Renditen unabhängig vom Marktumfeld
- Stabilität für das Portfolio durch geringe Volatilität
- Verbesserte Diversifikation aufgrund geringer Korrelation zu traditionellen Anlagen

⇒ Welcher Anleger möchte dies nicht? Geniale Produkte-Idee!

Kritik: Hedge Funds (1/3)

- Alleine der Name «Hedge Funds» ist ein Rohrkrepierer!
- Die Manager überschätzen ihre Prognosefähigkeiten systematisch
- Temporäre Überrenditen resultieren oft in illiquiden und intransparenten Märkten; oft mit Leverage, der in Krisen zum Bumerang mutiert
- Illiquidität als Phänomen der Self-Fulfilling-Prophecy!

Kritik: Hedge Funds (2/3)

- In schwierigen Zeiten (wenn Verkäufe notwendig werden) explodieren die Risikomasse
- Insider-Deals: Raj Rajaratnam (Galleon Group), John Paulson/Goldman Sachs oder Steven Cohen (SAC Capital)
- Betrugsfälle wie Madoff oder Stanford
- 15-20 Prozent der Hedge Funds verschwinden jährlich vom Markt (Survivorship Bias)

Kritik: Hedge Funds (3/3)

- Die Krux der geschönten Performance-Messmethoden (zeitgewichtet versus geldgewichtet)
- Erfolgreiche Fonds wachsen mit geringem Volumen und stürzen mit grossem Volumen ab
- Horrende Gebühren (4-8% jährlich) und Interessenkonflikte rechtfertigen kein Engagement

The Rocky Horror Show

- Kollabierte Exponenten einst gefeierter Stars (kleine Auswahl):
 - LTCM (Staatsanleihen, John Meriwether), kollabierte 1998
 - Amaranth (Erdgas, Nicholas Maounis), kollabierte 2006
 - Carlyle (Beteiligungen), kollabierte 2008
 - Ospraie (Rohstoffe, Dwight Anderson), kollabierte 2008
 - Peloton (Subprime), kollabierte 2008
 - Gottex oder MAN/RMF → Ein Trauerspiel!
 - John Paulson (Gold, griechische Banken), entzaubert 2015

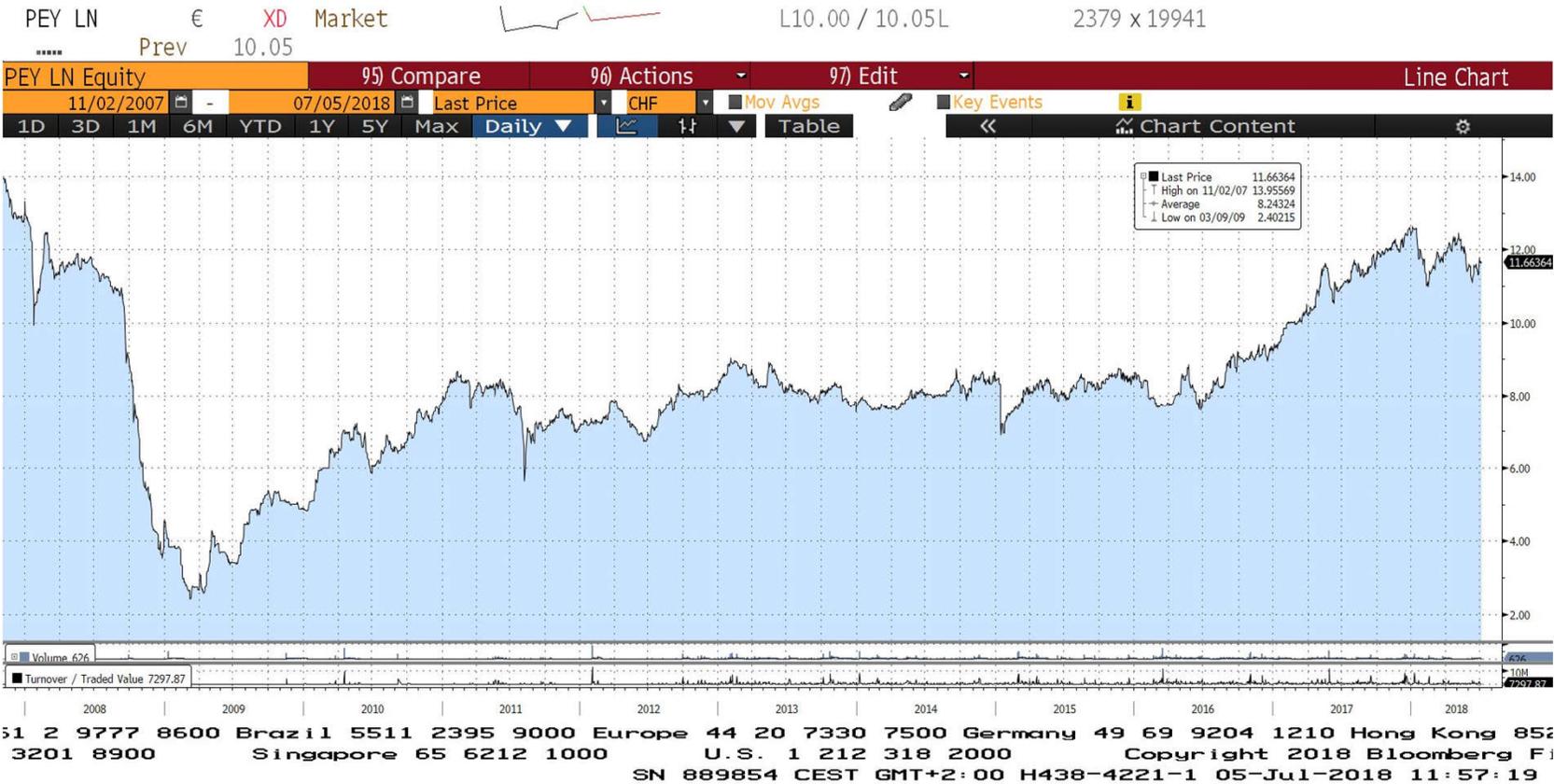
Kritik: Private Equity (1/2)

- Ökonomisch eine ausserordentlich sinnvolle Anlageklasse!
- Lange Bindungsfristen
- Aufgrund der Intransparenz ist ein fast blindes Vertrauen in die Anbieter erforderlich
- Kurse werden durch einen subjektiv eruierten «Nettoinventarwert» (Net Asset Value, NAV) ermittelt
- Es bestehen somit Interessenkonflikte

Kritik: Private Equity (2/2)

- Tiefe Volatilität und tiefe Korrelation in einem «normalen» Börsenumfeld erzeugen eine Scheinstabilität – wie soll das (Markt-) Risiko gemessen werden, wenn es gar keinen Markt gibt?
- Renditen werden systematisch über-, Risiken unterschätzt
- Horrende Gebühren: PPCmetrics veranschlagt diese auf 5% bis 6% p.a. (vgl. FuW, Oktober 2017)
- Bei Unzufriedenheit des Kunden hat dieser keine Möglichkeit, das Engagement aufzulösen

Princess Private Equity Partners Group



«Wer transparente Risiken der Kursschwankungen nicht tragen kann, soll sich vor intransparenten Risiken hüten und bei klassischen Sparformen oder Obligationen bleiben. Alternative Anlagen machen primär den Anbieter reich.»

«Investieren Sie einzig in Anlagen,
die Sie verstehen.»

Inhaltsübersicht

- Firmenportrait
- Die ewige Illusion – wie gut sind die Prognosen der Finanzexperten wirklich?
- Indexieren als Allheilmittel?
- Welche Anlagen soll ein Anleger überhaupt halten?
- Alternative Anlagen – ein Muss?
- Die optimale Synthese aus der aktiven und passiven Anlagewelt
- Unabhängigkeit ist alles

Die optimale Anlagestrategie: Aktien (1/4)

- Langfristig ausgerichtete Anlagepolitik, keine Hektik, kein häufiges Trading
 - Breite, international ausgerichtete und kostengünstige Diversifikation der liquiden Direktanlagen mittels Investition in die nachhaltigen Marktführer
 - Der Portfoliaufbau erfolgt zeitlich gestaffelt
 - Faire Bewertung
 - Kontinuität in der Geschäftsentwicklung
 - Intaktes Gewinnwachstum
-

Die optimale Anlagestrategie: Aktien (2/4)

- Solide Bilanzstruktur → hohe Eigenmittelquote → Value
- Qualifiziertes Management
- Attraktive Dividendenrendite
- Ethik/Moral → Gibt es existenzgefährdende Klagen oder Urteile gegen die Firma?
- Aktien von Unternehmen, deren Ethik und Moral nicht unseren Anforderungen genügen oder Luftschlösser bauen, können gezielt ausgeschlossen werden

Die optimale Anlagestrategie: Aktien (3/4)

- Bewusste Abweichung von der Benchmark, um unkontrollierte (Reputations-) Risiken einzugrenzen
- Erhöhter Anteil an Small- und Mid Caps Schweiz, die langfristig eine überdurchschnittliche Performance abwerfen
- Schwellenmärkte werden implizit mit internationalen Standardwerten abgedeckt. Diese erzielen einen signifikanten Anteil ihres Umsatzes in den Schwellenmärkten. Kollektivanlagen sind in der Regel zu teuer

Die optimale Anlagestrategie: Aktien (4/4)

- Tendenzielle Gleichgewichtung und antizyklische Steuerung der Titel, um Klumpenrisiken zu vermeiden – Vorgabe von Maximalgewichten (z.B. 3% der Aktienanlagen pro Titel, was restriktiver ist als die BVV2-Norm, die 5% zulässt)

Die optimale Anlagestrategie: Obligationen (1/2)

- Konzentration auf erstklassige Schuldner mit hoher Bonität. Sicherheit vor Rendite – keine Qualitätskompromisse!
- Lieber eine höhere Aktienquote, als die Qualität der Obligationen zu reduzieren
- Aktive und antizyklische Steuerung der Bonitäten, Duration und Fremdwährungsrisiken
- Breite Diversifikation der Direktanlagen auf öffentliche und private Schuldner

Die optimale Anlagestrategie: Obligationen (2/2)

- Sehr vorsichtiger Umgang mit Fremdwährungsrisiken – langfristig werden höhere Nominalverzinsungen fremder Währungen durch Währungsverluste vernichtet. Aber die höheren Risiken (Volatilität) bleiben!
- Tendenzielle Gleichgewichtung der Titel, um Klumpenrisiken zu vermeiden – Vorgabe von Maximalgewichten (z.B. 5% der Obligationenanlagen pro Schuldner, was restriktiver ist als die BVV2-Norm, die 10% zulässt)

Inhaltsübersicht

- Firmenportrait
- Die ewige Illusion – wie gut sind die Prognosen der Finanzexperten wirklich?
- Indexieren als Allheilmittel?
- Welche Anlagen soll ein Anleger überhaupt halten?
- Alternative Anlagen – ein Muss?
- Die optimale Synthese aus der aktiven und passiven Anlagewelt
- **Unabhängigkeit ist alles**

Unabhängigkeit ist alles (1/2)

- Wer Rückvergütungen (Retrozessionen), Vertriebsentschädigungen oder Finder's Fees auf Produkten aller Art (Anlagefonds, Hedge Funds, Private Equity, Strukturierte Produkte, Infrastrukturanlagen etc.) erhält, hat Interessenskonflikte und ist nicht unabhängig
- Wer von überhöhten Handelskosten zu Lasten der Kunden lebt oder auf diese Rückvergütungen erhält, hat Interessenskonflikte und ist nicht unabhängig

Unabhängigkeit ist alles (2/2)

- Wer indirekte Gebühren auf eigenen Produkten aller Art generiert, hat Interessenskonflikte und ist nicht unabhängig
- Killerfrage an eine Bank oder einen unabhängigen Vermögensverwalter: Ist es richtig, dass Sie einzig vom Honorar des Kunden bezahlt werden, das Ihnen dieser direkt bezahlt?

«Geduld ist die oberste Tugend des Investors.»

Benjamin Graham

legendärer Investor

«Eine Aktie, die man nicht zehn Jahre zu halten bereit ist,
darf man auch nicht zehn Minuten besitzen.»

Warren Buffett

legendärer Investor und Unternehmer

«Höre nie auf Gurus!»

Ralph Acampora
Börsenguru

«Viele Menschen sind zu gut erzogen, um mit vollem Mund zu sprechen; aber sie haben keine Bedenken, dies mit leerem Kopf zu tun.»

Orson Welles

US-amerikanischer Filmregisseur, Schauspieler und Autor

Kontakt



Dr. Pirmin Hotz Vermögensverwaltungen AG

Dorfstrasse 16

CH-6340 Baar

Tel. +41 41 767 46 00

Fax +41 41 767 46 08

www.hotz-partner.ch