

EIN PLÄDOYER FÜR KONZENTRIERTE PORTFOLIOS

WENIGER IST MEHR

ANTON COMMISSARIS

Mit dem Aufkommen der Modern Portfolio Theory vor mehr als fünf Jahrzehnten wurde die Diversifikation fester Bestandteil der Portfolio-Konstruktion. Daraus hat sich allerdings ein Trend entwickelt, den man als übermässige Diversifizierung bezeichnen kann, indem Wertpapiere gehalten werden, um die Volatilität zu dämpfen und nicht wegen einer fundamental getroffenen Auswahl. Wir glauben, dass die Integration eines Wertpapiers aus fester Überzeugung einer dahinter stehenden Anlageidee getragen sein sollte.

Unserer Ansicht nach profitieren konzentrierte Portfolios intuitiv vom Versprechen, dass sie primär Unternehmen enthalten, die den Top-Ideen eines Fondsmanagers entsprechen. Das US Equity Concentrated Team von Lazard ist von einer empirischen Evidenz für die Outperformance konzentrierter Portfolios überzeugt. Vor diesem Hintergrund hat das Team das Lazard US Equity Concentrated-Anlagekonzept entwickelt.

Viele berühmte Investoren wie Warren Buffett, George Soros und Martin Whitman schufen Wohlstand für ihre Anleger durch

konzentrierte Ansätze. Eine solche Technik steht jedoch im Widerspruch zur Modern Portfolio Theory, die auf Diversifikation als Risikoreduktion setzt und gleichermassen als Schlüssel für erfolgreiches Investieren gilt. Diese Annahme ist in der Investment-Community weit verbreitet. Wir sind jedoch der Meinung, dass die Diversifikation als Ziel oft auf die Spitze getrieben wird.

Empirische Evidenz

Ein Beispiel gegen die traditionelle Idee der Diversifikation erörtert ein Arbeitspapier von Yeung et Co. aus dem Jahr 2012 («Di-

versification versus Concentration ... and the Winner is?»). Darin stellen die Autoren fest, dass es einen Zusammenhang zwischen Diversifizierung und Erträgen gibt. In der Studie wird argumentiert, dass Fondsmanager bei der Konstruktion von diversifizierten Portfolios oft ihre Fähigkeiten zur Aktienauswahl nicht nutzen. Unter Verwendung vierteljährlicher Daten von 1999 bis 2009 erstellten die Autoren konzentrierte Portfolios, indem sie die aktiven Gewichte der einzelnen diversifizierten Investmentfonds massen und dann die aktiven Gewichte vom grössten zum kleinsten sortierten.

Die Ergebnisse zeigen, dass die absoluten Renditen der konzentrierten Portfolios die diversifizierten Fonds, aus denen sie stammen, sowie die entsprechenden Benchmarks übertroffen haben. Darüber hinaus verbesserte sich die Performance der konzentrierten Fonds mit zunehmender Konzentration.

Das Beispiel zeigt auch, dass die Standardabweichung der konzentrierten Portfolios mit der sinkenden Anzahl an Wertpapieren zunahm, ebenso wie die Sharpe Ratio. Konkret bedeutet das, dass Anleger durch die Investition in ein konzentriertes Portfolio mehr Ertrag pro Einheit des zusätzlich eingegangenen Risikos erhalten würden. Ein weiterer interessanter Aspekt ist die Tatsache, dass die Standardabweichung zwar mit der zunehmenden Konzentration der Portfolios zunahm, aber bei 25 bis 30 Titeln sehr nahe bei jener von diversifizierten Portfolios verharrte. Auch die Überrendite, der Tracking Error und die Information Ratio stiegen je konzentrierter ein Portfolio wurde. Diese Ergebnisse deuten darauf hin, dass viele Manager über gute Fähigkeiten bei der Aktienauswahl verfügen, da ihre besten Ideen tendenziell eine Mehrrendite – und zwar mit mehr Konsistenz – generieren.

Die Studie kommt auch zu dem Schluss, dass beim Versuch, die Wertpapiere zu diversifizieren und sich Anlageideen zu widmen, die nicht zu den besten Ideen des Fondsmanagers zählen, die Performance leidet. Die Autoren schreiben: «Diese Ergebnisse

«Breite Diversifizierung ist nur dann erforderlich, wenn Investoren nicht verstehen, was sie tun.»

Warren Buffett

sind im Grunde eine gute Nachricht für die aktiven Manager, die seit langem wegen ihrer Leistung kritisiert werden. Die Ergebnisse legen nahe, dass sie tatsächlich gut sind in dem, was sie die meiste Zeit tun, nämlich Aktien auszuwählen. Das Problem besteht darin, dass sie diesen Vorsprung verlieren, weil sie im Interesse der Diversifikation und Risikokontrolle von ihren Präferenzen abweichen müssen. Damit soll nicht die Bedeutung heruntergespielt werden, die ein über alle Anlagen hinweg diversifiziertes Portfolio für Anleger hat, aber es stellt die derzeitige Praxis in Frage, die ein hohes Mass an Diversifizierung der einzelnen Manager erfordert. Da Fondsmanager dafür bestraft werden können, dass sie Investoren idiosynkratischen Risiken aussetzen, kann der Wunsch von Anlegern nach Diversifikation dazu führen, dass die Fondsmanager einige Aktien nicht deshalb halten, weil sie die Erträge steigern könnten, sondern einfach, weil diese Aktien in der Wahrnehmung die Gesamtvolatilität des Portfolios verringern.

Die Analyse wies auch darauf hin, dass die Outperformance konzentrierter Strategien nachhaltig ist und in der Regel nicht bedeutet, dass sie sich im Laufe des folgenden Jahres wieder umkehrt. Ähnlich wie in der Studie von Yeung & Co. schrieben die Autoren Cohen, Polk und Silli 2010 in einem Bericht, dass die Fondsmanager natürlich risikoscheu seien, doch Anleger die Fonds scheinbar irrational nach Massstäben wie der Sharpe Ratio oder einem Morningstar-Rating beurteilen. Beide Massnahmen «bestrafen» die idiosynkratische Volatilität, was in einem Portfolio-Kontext nicht wirklich angemessen ist.

Active Share

Ein weiteres Argument für konzentriertere Portfolios ist das Konzept des Active Share als Kennzahl für aktives Management. In einem 2009 von Martijn Cremers und Antti Petajisto veröffentlichten Papier wurde das Konzept vorgestellt, das die prozentuale Abweichung der Bestände eines Portfolios zu seiner Benchmark misst. Aus ihren Analysen folgerten die Autoren, dass die Kennzahl ein besseres Mass für aktives Management ist als der Tracking Error allein – und auch ein besserer Indikator für die zukünftige Outperformance. Die Studie erachtet einen US-Fondsmanager mit einem Active Share von 60% oder mehr als wirklich aktiv. Zudem kommt sie zum Schluss, dass Manager mit einem hohen Active Share in der Vergangenheit eine Outperformance erzielten.

Es ist auch wichtig, sich bewusst zu machen, dass konzentrierte Portfolios einen hohen Active Share aufweisen, weil sie bloss eine begrenzte Anzahl von Ideen enthalten und daher nur eine geringe Überschneidung mit einem Index aufweisen. Es zeigte sich überdies, dass Aktien-Portfolios mit hohem Active Share in allen Kapitalisierungsgrössen besser abschnitten, und sich auch in der Finanzkrise gut hielten. Ein weiteres Hauptargument in der Untersuchung zeigte, dass der «durchschnittliche» aktive Fondsmanager unterdurchschnittlich abzuschneiden scheint, weil so genannte Closet-Indexer – also Manager mit einem Active Share zwischen 20% und 60% – in die Analysen integriert werden. Deren Berücksichtigung erklärt auch die allgemeine Auffassung, dass die Mehrheit der aktiven Fondsmanager zu einer unterdurchschnittlichen Performance neigt.

Wie viele Aktien machen ein diversifiziertes Portfolio aus?

Einige Beobachter mögen weiterhin der Meinung sein, dass ein Portfolio mit einer konzentrierten Zahl von Aktien zu riskant sei. Es ist jedoch zu beachten, dass die meisten Diversifizierungsvorteile bereits nach der Hinzunahme von relativ wenigen Wertpapieren in ein Portfolio erzielt werden. Der stärkste Rückgang des Risikos erfolgt näm-



**Anton
Commissaris**
Head Third
Party Distribution
bei Lazard Fund
Managers, Zürich.

lich bereits vor der Aufnahme des zehnten Titels. Die Kurve der Standardabweichung flacht ab, sobald weitere Wertpapiere hinzugefügt werden. Elton und Gruber kamen in ihrem Buch «Modern Portfolio Theory and Investment Analysis» zum Schluss, dass die Hinzunahme von 20 bis 1000 zusätzlicher Aktien das Risiko des Portfolios nur um etwa 0.8 Prozentpunkte senkten.

Lazards Lösungsansatz

Wir geben zwar zu, dass konzentrierte Portfolios im Allgemeinen eine höhere Volatilität aufweisen als diversifizierte Portfolios, doch glauben wir, dass es andere Wege gibt, ein Portfolio zu diversifizieren als einfach mehr Wertpapiere zu halten. Beim Lazard US Equity Concentrated-Ansatz beispielsweise besteht eine der wichtigsten Grundlagen der Portfolio-Konstruktion in der Mischung von verschiedenartigen Cashflow-Quellen. Wir versuchen konkret, in etwa 20 Unternehmen zu investieren, die jeweils unterschiedliche Geschäftsaktivitäten und -ziele verfolgen. Wir kombinieren dabei nicht nur die besten Ideen unserer Analysten, sondern die beste Kombination von Ideen aus einer Risikoperspektive. Wir gelangen zu der unserer Meinung nach optimalen Kombination von Aktien, indem wir Umsatz, Gewinn, Cashflow und Bilanz jedes einzelnen Unternehmens verstehen. Wir berücksichtigen auch, wie die Unternehmen im Portfolio untereinander interagieren und welchen Effekt dies auf die finanzielle Produktivität (Eigenkapitalrendite, Ertrag aus freien Cashflows), die Bewertung und die Zugkraft des Ansatzes insgesamt hat.

Eine Folge dieses Prozesses ist, dass wir normalerweise nicht in bereits diversifizierte Geschäftsmodelle investieren wie von breit aufgestellten Finanz- oder Industrieunternehmen. Wir denken, dieser Ansatz trägt dazu bei, sich nicht auf ein bestimmtes Thema oder einen bestimmten Faktor auszurichten. Zusammenfassend sind wir der Auffassung, dass sich Investoren bei der Kapitalanlage daher stärker auch mit fokussierten Portfolios in Kombination mit einer hervorragenden Fundamentalanalyse konzentrieren sollten.