

Wie viele Aktien braucht ein Wertschriftendepot, um ausreichend diversifiziert zu sein? – Konzentrierte Portfolios überlegen

Zu viel Diversifizierung beeinträchtigt die Performance

Von Thomas Fleck

Spätestens seit den Arbeiten von Harry Markowitz und William Sharpe zur modernen Portfoliotheorie wissen wir, dass Diversifizierung einen erheblichen Beitrag zur Verbesserung der Risiko-Rendite-Struktur leisten kann. Mittlerweile gehört der Grundsatz der Diversifizierung zum kleinen Einmaleins im Portfoliomanagement weltweit. Die entscheidende Frage aber lautet: Wie viele unterschiedliche Aktien benötigt ein Portfolio, um ausreichend diversifiziert zu sein? Sind es dreissig, fünfzig, hundert oder gar noch mehr?

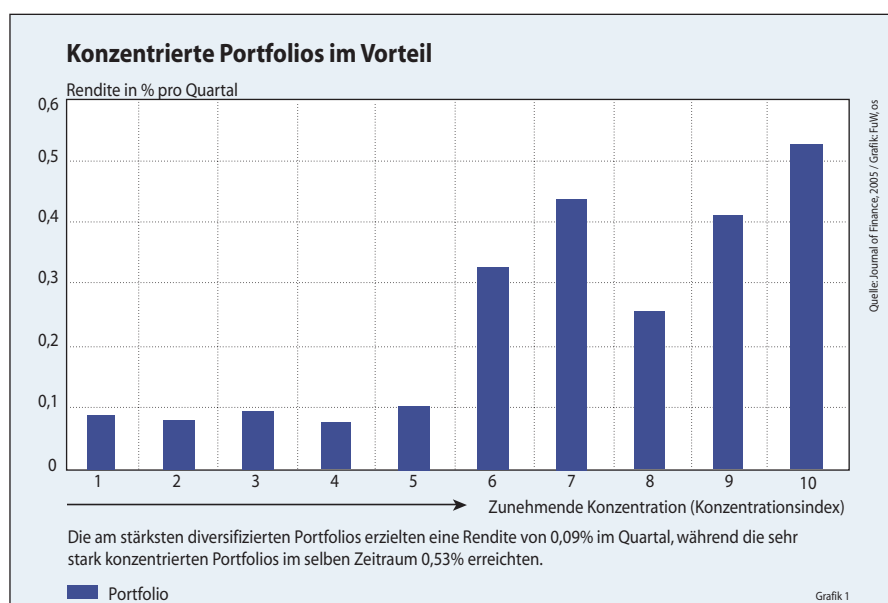
Konzentriert oder diversifiziert?

Leider findet sich weder bei Markowitz noch bei Sharpe eine eindeutige Antwort auf diese Frage, wengleich Sharpes Untersuchungen konzentrierte Portfolios mit bis zu fünfzig Titeln als ausreichend diversifiziert erscheinen lassen. Konzentrierte oder breit diversifizierte Portfolios – die Favorisierung einer der beiden Varianten war daher in der Vergangenheit immer wieder eher an Marktphasen als an fundierte Überzeugungen gekoppelt. Während konzentrierte Portfolios vor allem in den Hausmärkten der Neunzigerjahre gefragt waren, verhielten sich die Investoren in den schwierigen Jahren danach genau gegenteilig. Risikominimierung und breite Diversifizierung des Portfolios standen ganz oben auf der Prioritätenliste.

Mitunter allerdings zu Lasten der Rendite. Denn in ihrem Bemühen, das Risiko durch Diversifikation zu minimieren, investierten auch aktive Manager nicht selten in Hunderte von Einzeltiteln, mit der Folge, dass sich die Performance ihrer Fonds kaum noch von der ihrer Benchmark abzuheben wusste. Die erhöhten Gebühren und Kosten des aktiven Managements waren so allerdings kaum noch zu rechtfertigen. Das ist Wasser auf die Mühlen der Befürworter des passiven Managements sowie der Anbieter von Indexfonds und Exchange traded funds (ETF).

In der wissenschaftlichen Diskussion rückte damit die Frage der Kosten-Nutzen-Relation zwangsläufig in den Vordergrund der Betrachtungen. Hatte sich die Forschung lange Zeit überwiegend mit dem Aspekt der Risikominimierung durch Diversifizierung befasst, so wurde das Thema in den vergangenen Jahren verstärkt auch unter Renditegesichtspunkten betrachtet. Ein Blickwinkel, der angesichts des weiter vorherrschenden Low-return-Umfelds, in dem Investoren auf jedes noch so kleine Alpha angewiesen sind, niemanden wirklich überraschen kann.

«Wie viel Diversifizierung ist nötig?», fragte etwa Meir Statman von der Santa Clara-Universität in Kalifornien in einer Untersuchung aus dem Jahr 2002 und näherte sich der Antwort explizit auf dem Wege der Kosten-Nutzen-Analyse. Seine Überzeugung: Der optimale Grad an Diversifizierung ergibt sich aus der Betrachtung der Grenzkosten. Diversifizierung lohne sich, solange der Grenznutzen die Grenzkosten übersteige. Unter Nutzen verstand Statman dabei die Begrenzung des Risikos, während die Kosten für ihn vor allem



durch Transaktions- und Haltekosten definiert waren. Die Obergrenze von Diversifikation sah Statman somit vor allem ökonomisch, also durch die zusätzlich entstehenden Kosten bestimmt. Vor dem Hintergrund der damaligen, durch abnehmende Korrelationen bestimmten Marktlage folgte er, dass «bei konservativer Schätzung der gegenwärtig optimale Grad der Diversifikation um rund 300 Einzeltitel» liege.

Im Ergebnis stützte Statman mit seiner Untersuchung die Überzeugung der Befürworter konzentrierter Portfolios, dass eine zu breite Diversifizierung letztlich den Ertrag verwässere. Eine Ansicht, die am Markt von manchen – durchaus namhaften – Investoren geteilt wird. Warren Buffett etwa ist überzeugt davon, dass Anleger mit einigen wenigen, aber aussergewöhnlich guten Investments besser abschneiden, als mit einer umfangreichen Ansammlung mittelprächtiger Werte. Das jedenfalls berichtet Robert Hagstrom in seinem Buch «The Warren Buffett Way».

Auch im Management seiner eigenen Fonds habe Buffett diesen Grundsatz berücksichtigt und einer breiten Diversifizierung nie ein besonderes Augenmerk gewidmet. Im Vordergrund seiner Anlagepolitik sei vielmehr die Konzentration auf eine begrenzte Auswahl viel versprechender Titel gestanden. Würde man nur ein Dutzend der besten Ideen von Warren Buffett ausklammern, sagt Hagstrom, wäre das Ergebnis seiner Fonds kaum besser als das des Durchschnitts gewesen. Im Klartext: Zu viel Diversifizierung beeinträchtigt die Performance.

Deutliche Performancevorteile

In die gleiche Kerbe haut eine erst kürzlich im anerkannten «Journal of Finance» erschienene Studie, die auf der Grundlage bewährter wissenschaftlicher Modelle die These untermauert, dass konzentrierte Portfolios gegenüber breit diversifizierten durchaus Performancevorteile erzielen. Lu Zheng, Clemens Sialm und Marcin Kacperczyk stellten hierfür eine Gruppe von 1770 Publikumsfonds zusammen, aus der sie in einem nächsten Schritt einen Konzentrationsindex entwickelten, der die Portfolios entsprechend dem Grad ihrer Diversifizierung einordnete. Im weiteren

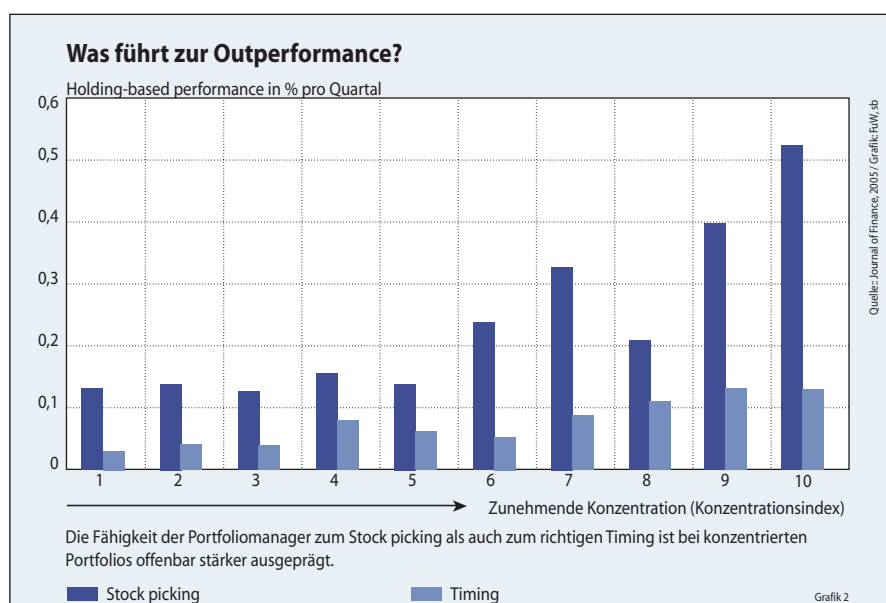
Verlauf wurde der Index einer Anzahl harter finanzwissenschaftlicher Verfahren unterzogen, um so mögliche positive Effekte etwa auf Grund der makroökonomischen Situation oder unterschiedlicher Anlagepräferenzen herauszufiltern.

Das Ergebnis: Die Performance konzentrierter Portfolios übertraf die von breit diversifizierten in signifikantem Ausmass. Wie die Abbildung 1 veranschaulicht, erzielten die am stärksten diversifizierten Portfolios per Quartal eine Durchschnittsrendite von nur gerade 0,09%. Die am stärksten konzentrierten Portfolios hingegen brachten es auf eine Quartalsrendite von 0,53%. Auf ein Jahr bezogen macht dieser Performanceunterschied immerhin 4,55% aus.

Titelauswahl ist entscheidend

Natürlich lässt sich die Outperformance konzentrierter Portfolios nicht allein dadurch erzielen, dass man die Anzahl der Werte einfach nur reduziert. Die Auswertung gängiger Performanceanalysen weist vielmehr den Merkmalen Stock selection und Timing wichtige Funktionen für den Ergebniserfolg zu. Vor dem Hintergrund der Studienergebnisse bedeutet dies, dass die Manager konzentrierter Portfolios sichtbar mehr Qualitäten in Sachen Stock picking und Timing aufweisen müssten als ihre Kollegen, die das eingesetzte Kapital möglichst breit streuen. Und tatsächlich konnte die Studie von Zheng, Sialm und Kacperczyk diesen Zusammenhang nachweisen (vgl. Abbildung 2). Insbesondere die Fähigkeit zur Aktienausswahl war danach bei den Managern konzentrierter Portfolios besonders deutlich ausgeprägt.

Und noch etwas fanden die Forscher heraus: dass nämlich die Grösse des Fonds keinerlei Einfluss auf das grundsätzliche Ergebnis der Studie hat. Über alle Grössenklassen hinweg zeigten sich konzentrierte Portfolios solchen mit breiter Diversifizierung überlegen. Auffällig war hingegen die Beobachtung, dass konzentrierte Portfolios Wachstumswerten gegenüber Substanztiteln offenbar häufig den Vorzug geben und darüber hinaus tendenziell eine Vorliebe für Papiere mit geringer Marktkapitalisierung aufweisen.



Die Autoren der Studie schlossen daraus: Konzentrierte Portfolios sind dann besonders erfolgreich, wenn sie eine Multi-cap-growth-Strategie verfolgen.

Das Fazit: Vor dem Hintergrund der jüngeren Forschung zeigt sich, dass eine zu breite Diversifizierung tatsächlich zu Lasten der Performance gehen kann. Während das Hineintappen in die Diversifizierungsfalle in Zeiten deutlich aufwärts tendierender Märkte für die meisten Anleger mehr oder weniger gut zu verkraften ist, sieht die Situation in seitwärts verlaufenden Märkten mitunter allerdings anders aus. Insbesondere institutionelle Investoren laufen dann Gefahr, ihre kurzfristigen Renditeziele nicht erreichen zu können. Alpha-Jäger haben sich mit zu breit diversifizierten Fonds in diesen Zeiten mit hoher Wahrscheinlichkeit jedenfalls das falsche Terrain ausgesucht.

Trotz dieser Ergebnisse wäre es jedoch problematisch, konzentrierten Portfolios grundsätzlich den Vorzug zu geben. Denn letztlich sollten sich Investmententscheidungen stets nach den individuellen Zielen, dem vorgesehenen Anlagezeitraum sowie nach der speziellen Einstellung des Anlegers richten. Gerade angesichts einer heraufziehenden Baisse und des damit verbundenen Anstiegs des Risikobewusstseins fühlen sich Anleger mit einer breiten Diversifizierung wohler. Diese Investoren sollten zumindest erwägen, ob sie mit einem ausbalancierten Ansatz, der einen Teil des Kapitals in konzentrierte und einen anderen Teil in breit diversifizierte Portfolios investiert, ihre Ziele nicht besser erreichen können.

Thomas Fleck, London, Geschäftsführer JanusINTECH, zuständig für das deutschsprachige Europa.

Anzeige

KUNDENNÄHE. SEIT 1741

Während andere Banken ihre Dienstleistungen mehr und mehr zentralisieren, bauen wir unsere lokale Präsenz laufend aus: St. Gallen, Zürich, Lugano, Bern, Lausanne, Schaffhausen und neu auch Basel. Weitere Standorte in der Schweiz werden folgen. Gerade im Zeitalter der modernen Kommunikation legen wir bei Wegelin & Co. grössten Wert darauf, unseren Kundinnen und Kunden möglichst nahe zu sein. Wir freuen uns, Ihnen an der Holbeinstrasse 102 in Basel zu begegnen.



WEGELIN & Co.
PRIVATBANKIERS SEIT 1741

WEGELIN & CO. PRIVATBANKIERS GESELLSCHAFTER BRUDERER, HUMMLER, TOLLE & CO.

CH-4051 Basel Holbeinstrasse 102 Telefon +41 61 201 17 17 www.wegelin.ch

ST. GALLEN BASEL BERN LAUSANNE LUGANO SCHAFFHAUSEN ZÜRICH

UP AND DOWN

ACH JA ?? DA BIN ICH JA MAL GESPANNT ..



... WIE DU MIR DIE KURSVERLUSTE UNSERER AKTIEN ERKLÄREN WILLST

www.horschcartoons.de