

## SPIELT DIE FORM EINE ROLLE?



**Matthieu Dulguerov**  
Senior Research and Product Manager,  
Head of Equities

### DIE FORM IST DER SCHLÜSSEL

Ein Investmentvehikel ist ein Finanzprodukt, mit dem Investoren eine Dienstleistung zur Vermögensverwaltung angeboten wird. Hinter jedem Produkt, wie z. B. Berkshire Hathaway, stehen ein Inhalt und eine Form. Der Inhalt ist das Wertpapierportfolio, das Ergebnis eines Anlageprozesses, der auf ein Anlageuniversum angewandt wird. Die Form ist der rechtliche Rahmen, der sich mit allen regulatorischen und vertraglichen Elementen des Anlagevehikels befasst.

Vielleicht gehören Sie zu denjenigen, die glauben, dass die von Warren Buffet für die Umsetzung seiner Anlagestrategie gewählte Form nebensächlich ist und dass sein finanzieller Erfolg und der seines kürzlich verstorbenen Geschäftspartners Charlie Munger nur auf ihre Anlageentscheidungen zurückzuführen sind? Wenn dem so ist, wollen wir Sie im Folgenden vom Gegenteil überzeugen, dass eine notwendige Bedingung für den Erfolg eines Produkts die Übereinstimmung von Inhalt und Form ist.

### UNGLEICHGEWICHT ZWISCHEN INHALT UND FORM

Betrachten wir ein Produkt, dessen Anlageentscheidungen langfristig angelegt sind und das Liquidität bietet, d. h. die Möglichkeit für Anleger, das Produkt in einen quasi sofort verfügbaren Geldbetrag umzuwandeln. Bisher hat das Produkt, das nur in börsennotierte Unternehmen investiert, eine deutlich bessere finanzielle Performance als sein Referenzindex gezeigt, so dass viele Anleger ihren Fondsmanager um den Kauf des Produkts bitten. Jedes Mal, wenn dieser einen potenziellen Anleger trifft, hält er die gleiche Rede, nämlich dass niemand das Produkt kaufen sollte, wenn er

nicht einen Zeithorizont von mindestens fünf Jahren hat. Was glauben Sie, was passieren würde, wenn die Bewertung des Produkts in einem Zeitraum, der kürzer ist als dieser Zeithorizont, um 30% sinken würde?

**«Die fehlende Harmonie zwischen Inhalt und Form des Produkts führt unabhängig von der Qualität des Inhalts unweigerlich zum Misserfolg.»**

Trotz der zahlreichen Warnungen, dass ein Zeithorizont von mindestens fünf Jahren notwendig ist, würden sich bei den Anlegern Zweifel einstellen, die schliesslich ihren Überlebensinstinkt wecken würden, der sie dann dazu veranlassen würde, im ungünstigsten Moment zu verkaufen, aus Angst, alles zu verlieren. Die vorzeitige Flucht der Anleger, die durch ein Missverhältnis zwischen Inhalt und Form ermöglicht wird, wäre nicht ohne Folgen. Sie würde mit negativen externen Effekten für die Beteiligten einhergehen. Erstens würden die Anleger, die das Produkt einige Zeit vor dem Absturz gekauft hatten und es unmittelbar danach wieder verkauft hätten, viel verlieren. Zweitens würden diese Anleger dem Unternehmen, das für die Verwaltung des Produkts verantwortlich ist, die Schuld geben, was dessen Ruf schädigen würde. Und schliesslich würde der Produktmanager unter dem Vorwand der Inkompetenz entlassen werden. Man würde ihm z. B. vorwerfen, dass er nicht die Unternehmen ausgewählt hat, die dem Preisrückgang standhalten können.

### **EVEN GOD WOULD GET FIRED AS AN ACTIVE INVESTOR**

Das letzte Argument ist absurd. Egal wie gut ein Manager bei der Auswahl der Unternehmen ist, er ist nicht vor Perioden der Underperformance gefeit. Um dies zu verdeutlichen, nehmen wir als Beispiel ein Portfolio, das nach der Marktkapitalisierung seiner Bestandteile gewichtet wird und aus fünfzig Unternehmen besteht, die in fünf Jahren unter allen Unternehmen des S&P 500 Index die beste Performance aufweisen. Nach Ablauf der fünf Jahre wird die Zusammensetzung sowie die Gewichtung des Portfolios auf der Grundlage desselben, oben dargestellten Prinzips vom Beginn des Jahres 1927 bis zum Ende des Jahres 2009 überprüft. Wir gehen also davon aus, dass wir fünf Jahre im Voraus mit Sicherheit wissen, die fünfzig Unternehmen im Index am Ende dieses Zeitraums die beste

Performance erbringen werden. Es überrascht nicht, dass die historische Performance dieses Portfolios hervorragend war. Es hat den Markt deutlich übertroffen und von Anfang 1927 bis Ende 2009, also über achtzig Jahre lang, eine Rendite von 29% pro Jahr erzielt. Das Erstaunliche daran ist jedoch, dass dieses unglaubliche Portfolio zu einem bestimmten Zeitpunkt um mehr als 75% gefallen ist und zu anderen Zeitpunkten weitaus stärker als der Markt gefallen ist.

Dieses Portfolio wurde von Wesley Gray in einer 2016 veröffentlichten Studie mit dem Titel *Even God would get fired as an active investor* vorgestellt. Auch wenn der Titel eingängig ist, scheint er uns nicht präzise genug zu sein. *Even God would get fired as the long-term investment manager of an open-end fund with daily liquidity* hätte besser gepasst. Denn der letztgenannte Titel macht deutlich, dass die fehlende Harmonie zwischen Inhalt und Form des Produkts unabhängig von der Qualität des Inhalts unweigerlich zum Misserfolg führt.

### DIE IDEALE FORM IST EINE FUNKTION DES INHALTS

Schliessen wir mit einem einfachen und wirksamen Vorschlag, um die unangenehmen Folgen zu vermeiden, die mit einem Ungleichgewicht zwischen Form und Inhalt verbunden sind. Idealerweise und im Gegensatz zur etablierten Praxis sollte die beobachtete Liquidität niemals geringer sein als der Zeithorizont eines Finanzprodukts. Somit würde die ideale Form zu einer Funktion des Zeithorizonts der Anlagestrategie wird. Die auf den Private Markets erhältlichen Anlageprodukte profitieren bereits von diesem Vorteil. Wir beneiden sie um ihre Form und streben danach, sie eines Tages nachzuahmen. Im Moment bemühen wir uns, unsere Verwaltungsmaßnahmen transparent zu kommunizieren, in der Hoffnung, dass unsere Kunden unabhängig von Marktschwankungen an dem Zeithorizont festhalten, den sie ursprünglich gewählt haben.



**REYL**  
**INTESA SANPAOLO**

**WICHTIGER HINWEIS** - Dieser Inhalt wird von der REYL & Cie AG oder/und den mit ihr verbundenen Unternehmen (nachfolgend "REYL" genannt) ausschliesslich zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt und stellt weder eine Aufforderung noch ein Angebot, eine Empfehlung oder einen Ratschlag zum Kauf oder Verkauf von Anteilen an den darin erwähnten Finanzinstrumenten, zur Durchführung einer Transaktion oder zum Abschluss einer wie auch immer gearteten Transaktion dar, insbesondere nicht für Empfänger, die keine qualifizierten, akkreditierten, zugelassenen professionellen oder institutionellen Anleger sind. Es ist ausschließlich für den Gebrauch des Empfängers bestimmt und darf nicht weitergeleitet, gedruckt, heruntergeladen, für andere Zwecke verwendet oder reproduziert werden. Es ist nicht für die Verteilung/Angebot an oder die Nutzung durch natürliche oder juristische Personen bestimmt, die Staatsangehörige eines Landes sind oder einer Gerichtsbarkeit unterliegen, deren Gesetze oder Vorschriften eine solche Verteilung/Angebot oder Nutzung verbieten würden. REYL bemüht sich nach besten Kräften, Informationen aus Quellen zu beschaffen, die sie für zuverlässig hält. REYL, seine Direktoren, leitenden Angestellten, Mitarbeiter, Vertreter oder Anteilseigner übernehmen jedoch keine Haftung in Bezug auf diese Inhalte und geben keine Garantie für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Zuverlässigkeit der genannten Daten und haften daher nicht für Verluste, die sich aus der Nutzung dieser Inhalte ergeben. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen, Meinungen und Einschätzungen sind zum Zeitpunkt der Veröffentlichung gültig und können ohne vorherige Ankündigung widerrufen oder geändert werden. Dieser Inhalt ist nur für Empfänger bestimmt, die alle damit verbundenen Risiken verstehen und in der Lage sind, sie zu tragen. Vor dem Abschluss einer Transaktion sollten die Empfänger feststellen, ob das Finanzinstrument, das im Inhalt erwähnt wird, für ihre besonderen Umstände geeignet ist, und sie sollten sicherstellen, dass sie (zusammen mit ihren professionellen Beratern) die spezifischen Risiken, die rechtlichen, steuerlichen und buchhalterischen Folgen und die Zulassungsvoraussetzungen für den Kauf, das Halten oder den Verkauf von Finanzinstrumenten, die im Inhalt erwähnt werden, unabhängig bewerten. REYL, seine Direktoren, leitenden Angestellten, Mitarbeiter, Vertreter oder Anteilseigner können von Zeit zu Zeit Beteiligungen und/oder Übernahmeverpflichtungen an den hier beschriebenen Finanzinstrumenten haben. REYL gibt keine Zusicherung hinsichtlich der Eignung der genannten Informationen, Meinungen oder Finanzinstrumente. Historische Daten über die Wertentwicklung der Finanzinstrumente oder der zugrunde liegenden Vermögenswerte sind kein Hinweis auf die zukünftige Wertentwicklung. Der vorliegende Inhalt wurde von einer Abteilung von REYL erstellt, die keine für das Finanzresearch zuständige Organisationseinheit ist. REYL unterliegt unterschiedlichen aufsichtsrechtlichen Anforderungen und bestimmte Dienstleistungen und/oder Finanzinstrumente sind möglicherweise nicht in allen Rechtsordnungen oder für alle Arten von Empfängern verfügbar. Die Empfänger sind daher dafür verantwortlich, alle geltenden Gesetze und Vorschriften einzuhalten. Es ist nicht beabsichtigt, Dienstleistungen und/oder Finanzinstrumente in Ländern oder Gerichtsbarkeiten anzubieten, in denen ein solches Angebot nach den einschlägigen Gesetzen und Vorschriften rechtswidrig wäre.

[reyl.com](http://reyl.com)



**SUCCESS. TOGETHER.**