

**INVESTITIONS-  
PHILOSOPHIE**



## INVESTITIONS- PHILOSOPHIE

### **Die Wahl der Doktrin: der Kern jeder effizienten und disziplinierten Vermögensverwaltung**

Unser Universum entdecken und verstehen:  
Ein lehrreicher Ansatz, um das Anlageuniversum  
zu erfassen und die besten Werte zu erschliessen.

Zur Illustration dieser Broschüre haben wir uns für  
Satellitenbilder von unserem Planeten entschieden.  
Sie zeigen die verschiedenen geografischen  
Regionen, in denen aufgrund ihrer wirtschaftlichen  
Spezialisierung Mehrwert und Wohlstand  
geschaffen werden. Dort lassen sich auch die besten  
Unternehmen und mit ihnen die Performance finden,  
welche die besten Portfolios zu erfassen suchen.

Auf den folgenden Seiten möchten wir  
aber auch einen kurzen Blick auf einige der  
herausragenden Köpfe werfen, die uns bei  
unserer Investitionsphilosophie und unseren  
Anlagemethoden inspiriert haben.

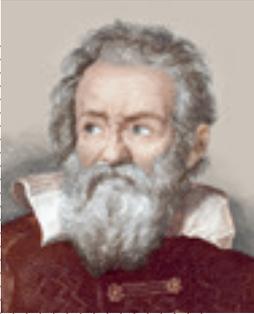


**Für welche Werte aus dem Anlageuniversum soll man sich entscheiden? Wie lässt sich ein Anlageportfolio zusammenstellen, mit dem der Erhalt des Kapitals garantiert und dennoch eine angemessene Rendite erzielt werden kann? Allgemeine Kenntnisse der Finanzwirtschaft reichen nicht mehr aus, um ein erfolgreiches Portfolio aufbauen zu können. Um die besten Werte innerhalb des Anlageuniversums erkennen, analysieren, auswählen und zusammenstellen zu können, bedarf es fundierten Fachwissens.**

Jahr für Jahr perfektioniert die BCGE ihre Anlagedoktrin im Interesse ihrer privaten und institutionellen Kundinnen und Kunden. Bei der vorliegenden Broschüre handelt es sich um die sechste, erweiterte Ausgabe. Die einzigartige Investitionsphilosophie der BCGE ist auf Qualität und Originalität ausgerichtet. Sie basiert auf der historischen Entwicklung der Finanzmärkte und einem umfassenden Überblick über die globale Wirtschaftslage. Auch die Fortschritte in der quantitativen Finanzwissenschaft (Quantitative Finance) werden im Rahmen unserer Philosophie berücksichtigt. Sie werden aber nur mit grösster Sorgfalt verwendet und ohne die technokratische Verblendung, die bei vielen Anlegerinnen und Anlegern zu erheblichen Verlusten aufgrund mangelhaft erprobter Konzepte und Produkte führt.

Die Investitionsphilosophie der BCGE beruht auf acht Thesen:

- 1.** Finanzen sind eine angewandte Kunst, bei der es nicht nur um quantitative Technik geht.
- 2.** Die Performance wird von der Realwirtschaft und ihren Unternehmen erzielt.
- 3.** Kritische und klar definierte Ausschlusskriterien bilden die Grundlage einer guten Asset-Allocation.
- 4.** Die besten Anlagewerte werden dank einer offenen Architektur entdeckt.
- 5.** Eine breite Diversifikation erhöht die Rendite und verringert das Risiko.
- 6.** Eine einfache Struktur macht ein Portfolio robuster.
- 7.** Anlegerinnen und Anleger bestimmen ihre Ziele, ihren Zeithorizont und ihre Risikofähigkeit selbst.
- 8.** Die Anlagephilosophie entscheidet über die Portfolio-Performance, nicht die Grösse der Bank oder das individuelle Talent ihrer Managerinnen und Manager.



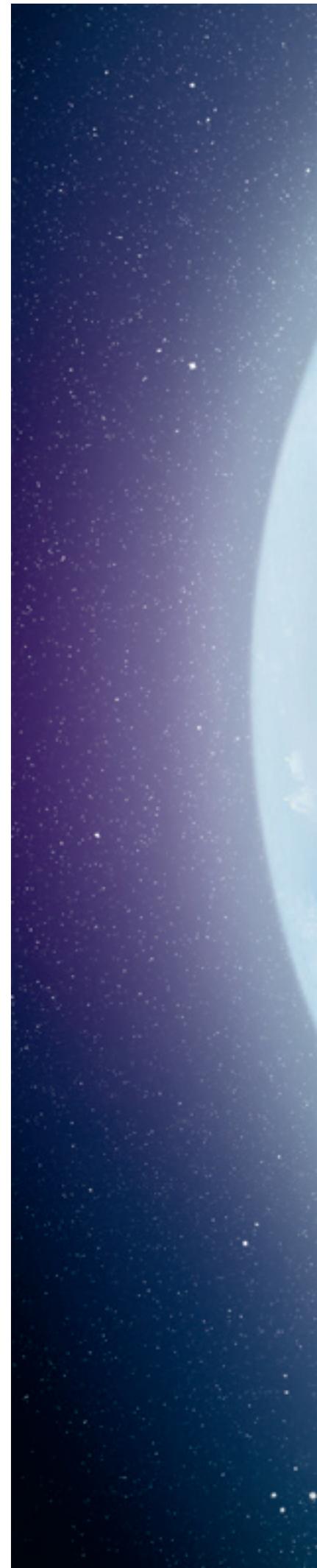
## GALILEO GALILEI

(1564-1642)

### «Und sie bewegt sich doch!»

Galilei, Mathematikprofessor an der Universität von Padua, war der Ansicht, dass physikalische Gesetze durch experimentelle Verfahren nachgewiesen werden müssen, um wissenschaftlichen Fortschritt zu ermöglichen. Zur Bestätigung der Gesetze der Physik baute er sich 1609 ein Fernrohr, mit dem er den Himmel beobachtete, um die Theorien des Kopernikus, die dem geozentrischen Weltbild der Antike widersprachen, zu überprüfen.

Europa ist die grösste Drehscheibe im Warenverkehr. Ungefähr ein Viertel des gesamten Welthandels entfällt auf das eine oder andere europäische Land. Der Kontinent verfügt über eine breit aufgestellte industrielle Basis und zahlreiche Marktführer, insbesondere in der Automobilindustrie, der Luftfahrt, aber auch im Nahrungsmittel- und Luxusgüterbereich. Die Schweiz steht in puncto Wettbewerbsfähigkeit auf Platz 5 und hat eines der weltweit wettbewerbsfähigsten Geschäftsumfelder geschaffen. Ihre Wirtschaft ist international ausgerichtet, genauso wie die Europas. Mit den USA teilt sie die führende Rolle im Technologiesektor und den Umstand, dass Investitionen in Forschung und Entwicklung auch hier grosse Bedeutung beigemessen wird.





# INHALTSVERZEICHNIS

## DIE FINANZEN: EINE ANGEWANDTE KUNST, NICHT NUR EINE QUANTITATIVE TECHNIK

---

- 8 Die Veränderungen an den Finanzmärkten sind von Natur aus unvorhersehbar
  - 8 Die Märkte werden von der Psychologie der Massen beeinflusst
  - 8 Eine unüberschaubare Fülle von Hypothesen dient als Erklärung
  - 8 Eine methodische, realistische und konstante Vermögensverwaltung
  - 9 Eine Investitionsphilosophie definieren und daran festhalten
  - 9 Sich für eine sichere Umsetzung entscheiden: das Mandat
- 

## DIE PERFORMANCE: AUSRICHTUNG AN DER REALWIRTSCHAFT

---

- 12 Was lehrt uns die Realwirtschaft?
  - 13 Aktien: die leistungsstärkste Anlageklasse
  - 14 Nicht kotierte Aktien (Private Equity): die Ergänzung zur Vollständigkeit
- 

## EINE AUF AUSSCHLUSSKRITERIEN BERUHENDE ANLAGEPHILOSOPHIE

---

- 15 Auswahl und Gewichtung der Leitsätze
  - 15 Die unumstößlichen «Gesetze»
  - 16 Die empirischen Grundsätze
  - 16 Der Bereich der Intuition
- 

## DIE BESTEN WERTE WERDEN DURCH EINE OFFENE ARCHITEKTUR ENTDECKT

---

- 20 Die offene Architektur, ihre technische Bedeutung und ihre ethische Komponente
-

## BREITE DIVERSIFIKATION ZUR ERHÖHUNG DER RENDITE UND ZUR VERRINGERUNG DES RISIKOS

---

- 21 Diversifikation der Wertpapierpositionen
  - 21 Diversifikation der Anlagestile
- 

## AUF EINFACHHEIT SETZEN UND MODETRENDS MEIDEN

---

- 24 Es ist besser, den eigenen Überzeugungen treu zu bleiben, als irgendwelchen Trends zu folgen
  - 24 Einfachheit und Konsistenz schaffen Performance
  - 25 Ein ethisch und ökologisch korrektes Verhalten der im Portfolio vertretenen Unternehmen und Institutionen verbessert die Performance
- 

## EINE PHILOSOPHIE FÜR PRIVATE UND INSTITUTIONELLE ANLEGERINNEN UND ANLEGER

---

- 27 Performance beginnt mit dem Erhalt des Kapitals
  - 27 Das Anlageziel: ein oft vernachlässigter Faktor
  - 28 Die Frage des Risikos: eine Selbstanalyse ist unerlässlich
- 

## LANGFRISTIG ENTSCHEIDET DIE WAHL DER DOKTRIN ÜBER DIE PERFORMANCE

---

- 32 Praktische Auswirkungen unserer Investitionsphilosophie
-



## EDWIN HUBBLE

(1889-1953)

**«Wissenschaft ist die  
einzig wirklich progressive  
menschliche Tätigkeit.  
Der positive Wissensbestand  
wird von Generation zu  
Generation weitergegeben.»**

Hubble war der Erste, der die Welt der Galaxien erforschte. Durch die Beobachtung einer Rotverschiebung bei einigen Galaxien konnte er nachweisen, dass sich die Fluchtgeschwindigkeit dieser Galaxien proportional zu ihrer Entfernung verhält (Hubble Gesetz). Dies wird gemeinhin auch als Expansion des Universums bezeichnet. Ausserdem hat er ein bis heute gültiges System zur Klassifikation von Galaxien entwickelt.

Die Vereinigten Staaten sind die weltweit bedeutendste Wirtschaftsmacht. Das Land, das beinahe die Grösse eines Kontinents besitzt, erweist sich aufgrund der Dynamik seiner marktführenden Technologieunternehmen und weltweit agierenden Konzerne, die bevorzugt in Forschung und Entwicklung investieren, als attraktiv. Sein Platz unter den wettbewerbsfähigsten Nationen belegt dies. Der Wirtschaftsraum ist riesig, und der Zugang zu zahlreichen Rohstoffen trägt zur wachsenden Energieunabhängigkeit des Landes bei.





# DIE FINANZEN

## EINE ANGEWANDTE KUNST, NICHT NUR EINE QUANTITATIVE TECHNIK

8

### Die Veränderungen an den Finanzmärkten sind von Natur aus unvorhersehbar<sup>1</sup>

Anlegerinnen und Anleger können das Auf und Ab der Börsen und der entsprechenden Indizes oft nur schwer nachvollziehen. Die unstete und unberechenbare Wertentwicklung führt zu zögerlichem Verhalten. Die unvorhersehbaren Korrekturen unterschiedlichen Ausmasses führen bei Gross- und Kleinanlegerinnen und -anlegern zum Verlust von Bezugspunkten. Einige ziehen sich daher von den Märkten zurück, während sich andere wiederum für äusserst kostspielige Schutz- und Abwehrstrategien entscheiden.

### Die Märkte werden von der Psychologie der Massen beeinflusst

Die Kapital und Aktienmärkte sind heute weltweit vernetzt. Das bedeutet aber auch, dass «vernetzte» Anbieterinnen und Anbieter (Kreditnehmer und Emittenten) wie auch Anlegerinnen und Anleger in der Lage sind, auf die geringste Meldung oder das kleinste Gerücht überall und in grossem Umfang zu reagieren bzw. zu überreagieren. Durch die technischen Möglichkeiten werden altbekannte Phänomene wie Kursrallys und kollektive Panikreaktionen zusätzlich verstärkt, wodurch spekulative Massenbewegungen und der Herdentrieb grossen Einfluss auf die Festlegung der Kurse erhalten. Die Spekulation erfüllt in unserem Wirtschaftssystem eine durchaus anerkannte und nützliche Funktion, da sie zur Versorgung der Märkte mit Liquidität beiträgt. Die spekulative Energie und die Verlockung, an den Märkten zu spielen und darauf zu wetten, ist ein Faktor, den es zu berücksichtigen gilt. Die Nutzung moderner Mittel, wie z. B. Online-Börsen oder automatisierte Handelssysteme<sup>2</sup>, sowie eine immer weiter verbreitete «Gambling»-Kultur<sup>3</sup> verleihen diesem Faktor weiteren Auftrieb.

Eine seriöse Investitionsphilosophie muss sich diese Realitäten zunutze machen und gleichzeitig die wirtschaftlichen Fundamentaldaten im Auge behalten. Anlegerinnen und Anleger, die nach Fantasien und starken Emotionen suchen, können die Broschüre jetzt beiseitelegen.

### Eine unüberschaubare Fülle von Hypothesen dient als Erklärung

Die zahlreichen und manchmal widersprüchlichen Diskurse sowie ein umfangreiches Angebot an oft undurchschaubaren Produkten führen bei Anlegerinnen und Anlegern zu Verwirrung und Skepsis. Ob Artikel in der Finanzpresse, Werbeprospekte von Banken oder wissenschaftliche Beiträge, es besteht eine unüberschaubare Fülle an Hypothesen, die den Bedarf der Anlegerinnen und Anleger nach Klärung oder einem Gesamtbild dennoch nicht befriedigen können.

Die Märkte verstehen zu wollen und Anlagen unter transparenten Rahmenbedingungen tätigen zu können, ist ein legitimes Bestreben sämtlicher Anlegerinnen und Anleger, ob privat oder institutionell.

### Eine methodische, realistische und konstante Vermögensverwaltung

Die Verwaltung eines Portfolios kann aus offensichtlichen Gründen weder auf einer opportunistischen, am Tagesgeschehen orientierten Vorgehensweise beruhen noch sich an ständig wechselnden Modeerscheinungen orientieren. Die Investitionsphilosophie der BCGE stützt sich auf einen Prozess, der kohärente und nachhaltige Leitlinien und Handlungsgrundsätze festlegt. Die Verwaltung eines Portfolios hat methodisch, realistisch und konstant zu erfolgen.

- **Methodisch**, im Sinne der Implementierung eines strukturierten und dokumentierten Prozesses<sup>4</sup>.
- **Realistisch**, da die vorrangigen Ziele, wie Kapitalerhalt oder Aufrechterhaltung eines optimalen Liquiditätsniveaus, keinen Platz für spekulative Versuchungen lassen und eine skeptische Sicht der Anlagemärkte erfordern.
- **Konstant**, weil sich greifbare Ergebnisse auf Dauer nur durch gute Disziplin und eine konsequente Fortsetzung des eingeschlagenen Kurses erzielen lassen.

<sup>1</sup> Jean-Baptiste Alphonse Bachelier, *Théorie de la spéculation*, in *Annales scientifiques de l'École normale supérieure*, Bd. 3, Nr. 17, 1900, Seiten 21–86.

<sup>2</sup> «As high frequency trading comes to dominate daily activity in securities worldwide, regulators and traditional investors alike fear some of the interlopers may bring dangerous distortions.», Jeremy Grant, *Up against a bandsaw*, in *Financial Times*, 3. September 2010, Seite 7.

<sup>3</sup> 2009 belief sich das Volumen des globalen regulierten Wettmarktes auf insgesamt USD 335 Mrd., wovon ein Drittel auf Casinos und Lotterien entfiel. *Online Gambling. You bet.*, in *The Economist*, 10. Juli 2010, Seite 14.

<sup>4</sup> In einer Reihe von Studien aufgezeigte Forderungen vermögenger Privatanlegerinnen und -anleger: «Adoption of an institution like investment approach that follows a structured process, looks for financial solutions rather than products to buy and takes an unemotional approach to investing», Merrill Lynch, *World Wealth Report 2004*, CapGemini, Seite 14.

## Eine Investitionsphilosophie definieren und daran festhalten

Die Wahl einer Investitionsphilosophie ist ein entscheidender Schritt im Portfoliomanagementprozess. Die heutige Vermögensverwaltung kann sich auf bewährte wissenschaftliche Ergebnisse, unzählige empirische Beobachtungen und eine Vielzahl von Denkrichtungen stützen, die von verschiedenen Schulen oder bekannten Persönlichkeiten vertreten werden. Unser Wissen hat sich dank mathematischer Entdeckungen und leistungsfähiger Computer stark erweitert. Trotzdem bleiben viele grundlegende Fragen weiterhin unbeantwortet, da der wissenschaftliche Fortschritt mehr Fragen aufwirft als er Antworten liefert. Eine starke Wertentwicklung, ohne Risiken einzugehen? Der Heilige Gral oder der Stein der Weisen dürfte wohl noch lange unentdeckt bleiben. Und dennoch müssen wir täglich Entscheidungen treffen, uns auf den Märkten bewegen und dabei viele Unbekannten in Kauf nehmen.

Eine Investitionsphilosophie auszuwählen bedeutet, sich für einen strategischen Rahmen zu entscheiden, der auf einer ganzen Reihe sorgfältig ausgewählter Postulate beruht. Einige sind wissenschaftlich belegt und setzen sich leicht durch. Andere sind eher empirischer Natur und erfordern eine subjektive Auswahl und werden somit zu Investitionsthesen. Im Rahmen einer Anlagephilosophie werden die Grundprinzipien und die Regeln für den Aufbau und die Allokation eines Portfolios ausgewählt und gewichtet.

Wir haben festgestellt, dass die Annahme unserer Philosophie zu einem gemeinsamen Verständnis, ja sogar einer Art intellektueller Verbundenheit

zwischen Anlegerinnen und Anlegern sowie Vermögensverwalterinnen und -verwaltern führt. Unsere Kundinnen und Kunden erwarten ausserdem, dass die Ausführung des Mandats gemäss den erteilten Weisungen und den festgelegten Richtlinien erfolgt und dass der gewählte Kurs langfristig beibehalten wird.

## Sich für eine sichere Ausführung entscheiden: das Mandat

Die vorrangige Aufgabe einer klassischen und stabilen Verwaltung, wie sie von uns befürwortet wird, besteht im bestmöglichen Erhalt des eingesetzten Kapitals, ungeachtet des Ausmasses etwaiger Marktschwankungen. Die hier beschriebene Philosophie bildet den Rahmen für die strategische Verwaltung der uns anvertrauten Portfolios. Diese erfolgt ausschliesslich über Verwaltungsmandate sowie auf Grundlage eines zentralisierten Managements. Wir sind der Ansicht, dass die Verantwortung für die Verwaltung nicht gemeinsam von den Kundinnen und Kunden und der Bank getragen werden sollte. Diese Verantwortung liegt bei der Bank, die sich dabei auf stabile und von einem unabhängigen Organ<sup>5</sup> zertifizierte Prozesse stützt. Anlegerinnen und Anleger, die weder über eine angemessene Infrastruktur<sup>6</sup> noch genügend Zeit verfügen, haben nur geringe Chancen, hochwertige Ergebnisse zu erzielen.

«Es liegt der ängstlichen Natur näher,  
sich beraten zu lassen als zu entscheiden.»

Mémoires, Jean-François Paul de Gondî, Kardinal von Retz

<sup>5</sup> Sämtliche «Best of»-Mandate der BCGE sind GIPS zertifiziert, wobei GIPS für Global Investment Performance Standard steht, ein vom CFA-Institut vergebener Standard. Die Mandate werden alljährlich einem Audit durch einen unabhängigen Wirtschaftsprüfer unterzogen.

<sup>6</sup> «Anyone without the time or skill to do the necessary research should keep out of the stock market», David Schwartz, Börsenhistoriker, *Past signs point to dark future*, in Financial Times, 27. Juli 2002, Seite 20.



## PETER WARE HIGGS

(1929-)

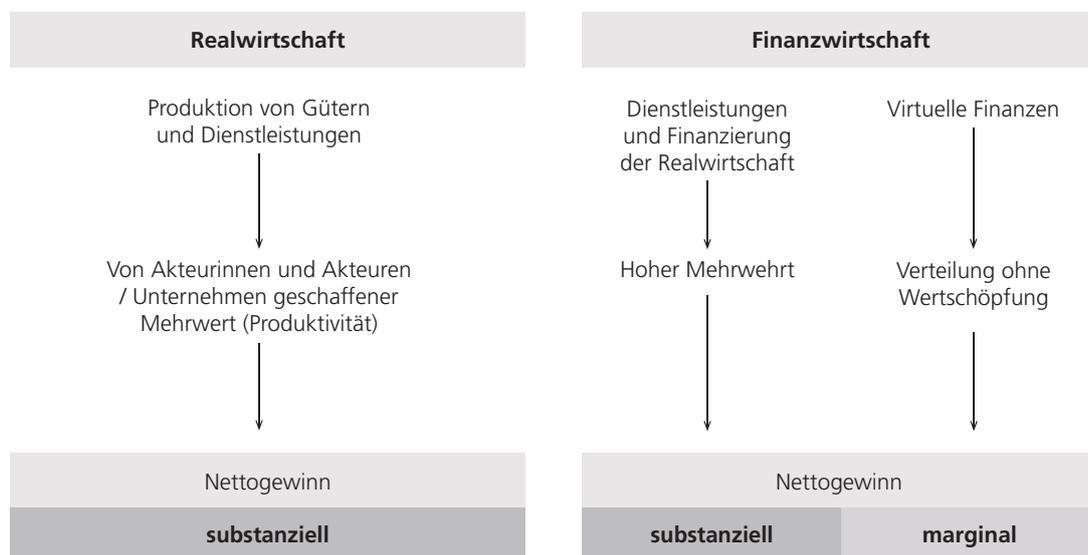
### «Es geht um das Verstehen! Das Verstehen der Welt!»

Vom Grössten zum Kleinsten: Das Higgs Boson ist ein Elementarteilchen, dessen Existenz 1964 gleichzeitig von Gerry Guralnik, C.R. Hagen, Tom Kibble, Robert Brout, François Englert und Peter Higgs postuliert wurde. Brout und Englert bezeichneten es als «Massive Scalar Boson». Mithilfe des Higgs-Mechanismus konnte aufgezeigt werden, dass die elektroschwache Wechselwirkung im Grunde der schwachen und der elektromagnetischen Wechselwirkung entspricht. Das Teilchen ist ausserdem ein Quantum des Higgs-Feldes.





# DIE PERFORMANCE AUSRICHTUNG AN DER REALWIRTSCHAFT



## Was lehrt uns die Realwirtschaft?

Die Finanztechnologie und die Institutionen, die sie einsetzen, verfügen heute über erhebliche Macht<sup>7</sup>. Die Finanzwirtschaft (Börse, Finanzmärkte) lebte bislang in Symbiose mit der sogenannten Realwirtschaft, inzwischen wird Letztere von ihr jedoch gelegentlich kurzfristig entscheidend beeinflusst. Es gibt praktisch keinen Bereich der realen Wirtschaft mehr, der nicht wenigstens zeitweise durch das Handeln der Finanzwelt beeinflusst würde. Ob Rohstoffpreise, Unternehmenswerte oder der Immobilienmarkt, sie alle sind mit der Finanzwelt verbunden, deren spekulative Komponente sich globalisiert hat.

Diese neue Realität wirkt sich auch auf das Metier der Vermögensverwaltung aus, deren fundamentale Regeln jedoch weiterhin Bestand haben. Die Grundlagen bleiben unverändert, da sich auch das psychologische Verhaltensmuster der Akteurinnen und Akteure nicht verändert.

Aber wie mächtig die Finanzströme und ihr Einfluss auf die Bewertungen auch sein mögen, es bleibt abzuwarten, ob ihre Auswirkungen von Dauer sein werden. Langfristig dürfte es zu einer Rückbesinnung auf den tatsächlichen ökonomischen Wert dieser «belagerten» Vermögenswerte kommen<sup>8</sup>.

«Die Realwirtschaft beeinflusst die Märkte und nicht umgekehrt<sup>9</sup>.» Dennoch muss man das kurzfristig mitunter irrationale Verhalten der Märkte berücksichtigen und sich dementsprechend absichern. Die Hauptaufgabe der Vermögensverwaltung besteht aber in der Erfassung des durch die besten Akteure der Realwirtschaft geschaffenen Mehrwerts. Dies bedingt eine rigorose Auswahl der produktivsten und solidesten Unternehmen, egal welcher Grösse, egal ob börsenkotiert oder im Rahmen von Private Equity und egal, wo sich diese Unternehmen befinden. Um Performance zu erzielen, orientieren wir uns deshalb an der Realwirtschaft und nicht an der Kasinowirtschaft<sup>10</sup>.

<sup>7</sup> «Ohne die extrem niedrigen Leitzinsen der Notenbanken würden Hedgefonds nicht über die Feuerkraft verfügen, die von [...] den Notenbanken selbst kritisiert wird.», Pierre-Antoine Delhommais, *Et si les banquiers centraux partaient en vacances...*, in *Le Monde*, 23. Juli 2006, Seite 2.

<sup>8</sup> «Tatsächlich geben Börsenbewertungen die wirtschaftlichen Fundamentaldaten nur auf lange Sicht angemessen wieder», Professor Mickaël Mangot, in *Investir dans l'économie, pas en bourse, Guide opérationnel de gestion de fortune*, Blaise Goetschin, Constantino Cancela, Seite 4, Favre, 2017.

<sup>9</sup> Clive Granger, Wirtschaftsnobelpreis 2003, zitiert von T. Thöni, in *Le Temps*, 18. August 2006.

<sup>10</sup> «[...] die Auswahl und Gewichtung der Anlagekategorien sollte nicht auf Grundlage einer strategischen Optimierung erfolgen, sondern anhand ökonomischer Prinzipien.», R. Banz, B. Eberle Haeringer, T. Häfliger, Indices Pictet LPP 2005, *La nouvelle famille d'indices pour les caisses de pension suisses*, November 2005.

## Aktien: die leistungsstärkste Anlageklasse

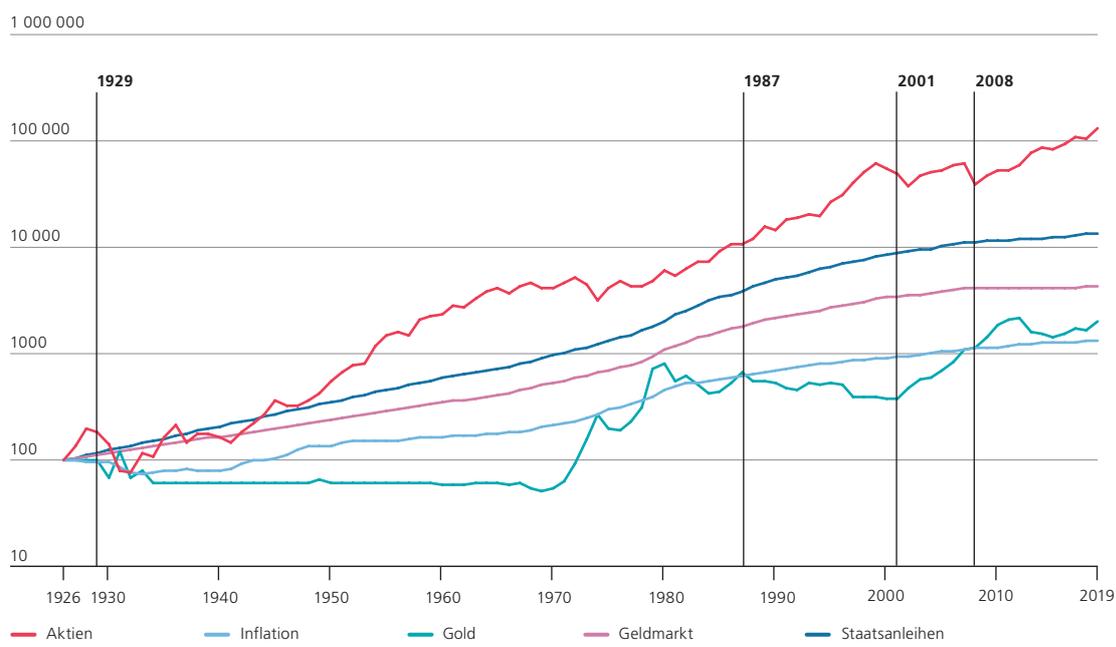
Die gewaltigen Produktivitätssteigerungen aufgrund neuer Technologien und verbesserter Managementmethoden und Produktionsprozesse spiegeln sich im Wert (Shareholder Value Creation) der weltweit führenden Unternehmen wider<sup>11</sup>. Wir bevorzugen daher Aktien von Unternehmen aus aller Welt (World Equity) im Rahmen von Anlagefonds oder über Managerinnen und Manager, die sich auf einzelne Regionen oder Branchen spezialisiert haben.

Zwei Argumente stützen diese zentrale Aussage:

- Die Produktivität ermöglicht es Unternehmen, durch akkumulierte oder ausgeschüttete Gewinne Wert zu schaffen. Dieser Wert kommt früher oder später in der Börsenkotierung zum Ausdruck. Soweit das wirtschaftliche Argument.
- Im historischen Vergleich schneiden Aktien besser ab als andere Anlageklassen, wie aus der unten stehenden Grafik hervorgeht.

Rein spekulative Finanzstrategien, wie sie z. B. von bestimmten Hedgefonds verfolgt werden, oder «taktische» Ansätze in Bezug auf passive Werte, wie z. B. Rohstoffe, lehnen wir hingegen ab, da diese an sich keinen Mehrwert generieren. Wir überprüfen auch, ob sich die Managerinnen und Manager der von uns ausgewählten Fonds an diesen aktiven und grundlegenden Ansatz halten. Ausserdem prüfen wir, ob sie über eine angemessene Infrastruktur verfügen, um Recherchen durchführen zu können, die ihnen die Auswahl der weltweit besten Unternehmen in ihrem jeweiligen Fachgebiet, unabhängig von deren Grösse, ermöglicht. Ferner stellen wir sicher, dass die Positionen mit der nötigen Geduld aufgebaut und gehalten werden, um den Anstieg des inneren Wertes jedes Unternehmens erfassen zu können<sup>12</sup>.

### Vergleich der Renditen am US-Markt seit 1926 pro investierte USD 100



Quellen: Datastream, nationale Daten

<sup>11</sup> «The stock market, after all, is supposed to mirror the economy, indeed, outperform it», Daniel Fisher, The great stock illusion, in Forbes Global, 2. Juli 2002, Seiten 65–66.

<sup>12</sup> «Geduld ist die beste Tugend, um langfristig erfolgreich zu sein.», Philippe Rey, in L'Agefi, 11. bis 13. August 2006.

### **Nicht kotierte Aktien (Private Equity): die Ergänzung zur Vollständigkeit**

Versierten Anlegerinnen und Anlegern empfiehlt sich auch der Zugang zu den weltbesten nicht kotierten Unternehmen über eine Anlageklasse, die gemeinhin als Private Equity bezeichnet wird. In diesem Segment lassen sich attraktive Renditen erzielen, vorausgesetzt man wendet sich an professionelle Managerinnen und Manager. Diese müssen in der Lage sein, die besten Unternehmen zu mobilisieren und auf deren starkem Wachstum, ob organisch oder durch Akquisitionen, aufzubauen.

Private Equity investiert in das Eigenkapital (Aktienkapital oder vergleichbare Instrumente) nicht kotierter Unternehmen. Im Wesentlichen lässt sich Private Equity in vier Segmente unterteilen, die jeweils einer Entwicklungsstufe des Unternehmens entsprechen. Mit Venture Capital werden Investitionen in neu gegründete Unternehmen mit hohem Entwicklungspotenzial bezeichnet. Bei Growth Capital handelt es sich um die Finanzierung der Entwicklung und Expansion wachsender Unternehmen.

Unter Buyout versteht man Transaktionen im Zusammenhang mit Firmenübernahmen im Rahmen von Leveraged- und Non-Leveraged-Transaktionen, während sich das Segment Distressed auf den Erwerb von Unternehmen in Schwierigkeiten, auf deren Sanierung und auf die Bereitstellung von finanziellen Mitteln konzentriert.

Je nach Zeithorizont der Anlegerin oder des Anlegers sollte der Private-Equity-Anteil eines Aktienportfolios mehr oder weniger gross sein. Zum Vergleich: Der Private-Equity-Anteil in den Portfolios grosser angelsächsischer Investorinnen und Investoren beträgt zwischen 10 und 30%. Davon ist Europa, und insbesondere die Schweiz, wo die Pensionskassen diesem Segment weniger als 2% zuweisen, noch weit entfernt. Wir bevorzugen in diesem Punkt den angelsächsischen Ansatz. Allerdings empfehlen wir allen Anlegerinnen und Anlegern, diesen Punkt bei der Festlegung ihrer Allokationsstrategie mit ihrer Beraterin oder ihrem Berater sorgfältig zu prüfen. Die Vervollständigung eines professionellen Portfolios mit dieser Ergänzung in Form von Private Equity ergäbe dann ein wirklich globales und nahezu perfektes Portfolio.

# EINE AUF AUSSCHLUSSKRITERIEN BERUHENDE ANLAGEPHILOSOPHIE

## Auswahl und Gewichtung der Leitsätze

Ein Portfolio zu verwalten ist wesentlich komplexer als gemeinhin angenommen, denn die Vermögensverwaltung ist keine exakte Wissenschaft. Und wie in allen Humanwissenschaften kommt es auch hier zum ideologischen Kräfte messen zwischen verschiedenen Schulen. In unseren Augen ist die Vermögensverwaltung eine angewandte Kunst, die sich aus einer Kombination von bewährten wissenschaftlichen Methoden und doktrinalen Entscheidungen ergibt. Die Verwaltung eines Finanzportfolios erfolgt anhand ausgewählter und nach Prioritäten geordneter<sup>13</sup> Leitlinien<sup>14</sup>. Genau darin unterscheiden sich die einzelnen Institute und dadurch zeichnet sich ihre Verwaltung aus. Die Verwaltung sämtlicher uns anvertrauter Portfolios wird von dieser zentralen Philosophie inspiriert, unabhängig davon, ob es sich um private oder institutionelle Vermögen handelt. Wir halten uns dabei an drei Grundsätze: gesicherte (quasi mathematische) Grundsätze, halb gesicherte Grundsätze (verfügbare empirische Erkenntnisse) und auf Intuition beruhende Grundsätze (die «Stimmung» an den Märkten).

## Die unumstösslichen «Gesetze»

Bei der Gewichtung der Leitlinien und deren Berücksichtigung beim Aufbau des Musterportfolios bevorzugen wir natürlich die unumstösslichen und unbestreitbaren Gesetze, wie zum Beispiel:

- Die Notwendigkeit der Verwendung einer offenen Architektur anstelle von ausschliesslich hauseigenen Produkten (Seite 20).
- Der Vorteil einer breiten Diversifikation (Seite 21).
- Die Notwendigkeit einer ausgewogenen, der Risikotoleranz der Anlegerin oder des Anlegers entsprechenden strategischen Allokation.
- Das Diktat der Einfachheit, die eine synthetische Verwaltung ermöglicht, während diese durch zu grosse Komplexität behindert wird<sup>15</sup> (Seite 24).

## Grundstruktur der Investitionsdoktrin

### Verbindliche Grundsätze

Ausgewogene strategische Allokation	✓ ✓
Maximale Diversifikation	✓ ✓
Offene Architektur	✓ ✓ ✓
Einfachheit für ein robusteres Portfolio	✓
Risikobudgetierung	✓
Kein Rückschluss auf künftige Performance aufgrund vergangener Performance	✓

### Empirische Grundsätze

Bevorzugung von Fundamentaldaten bei der Finanzanalyse (Prüfung der Qualität der Unternehmen, genaue Kenntnis der Realwirtschaft)	✓ ✓ ✓
Langfristig höhere Renditen bei Aktien	✓ ✓
Hohe Performance ohne Risiken ist nur schwer zu erzielen	✓

### Intuitive, nicht nachgewiesene Prinzipien

Kurzfristige Wetten und Favoriten <sup>16</sup>	✗
Market-Timing	✗
Hedging Strategien mit Hebelwirkung und andere Derivate	✗
Bedeutungs- und Gewichtungsfaktoren, vom wichtigsten (✓ ✓ ✓) zum unwichtigsten (✓), oder solche, von denen abgewichen werden sollte (✗)	

<sup>13</sup> Die wichtigste Grundlage unseres Ansatzes bildet die Portfoliooptimierung angesichts moderner Konzepte wie der strukturellen Dekorrelation. Da sich die meisten Fachleute über die grundlegenden Regeln der verantwortungsvollen Verwaltung einig sind, besteht die Kunst darin, diese hierarchisch zu ordnen und zu gewichten, um das Portfolio kohärent und ganzheitlich zu strukturieren. Die strukturelle Dekorrelation unterscheidet sich von der rein statistischen Dekorrelation, deren Hauptschwäche die Instabilität im Laufe der Zeit ist. Sie betrachtet die Wertentwicklung eines finanziellen Vermögenswerts gemäss der ihm zugrunde liegenden Natur und reflektiert die Tatsache, dass sich diese Wertentwicklung von der anderer finanzieller Vermögenswerte aus inhärenten Gründen unterscheidet: zwei Vermögenswerte sind aufgrund ihrer eigentlichen Natur und nicht aufgrund einfacher statistischer Überlegungen strukturell dekorreliert (Seiten 20 und 21).

<sup>14</sup> «Defining and believing in a set of investing rules lies at the heart of successful investing», Tim Hale, *Smarter Investing*, FT Prentice Hall, 2006, Seite 46.

<sup>15</sup> «Das Bewusstsein kann sich nur auf eine begrenzte Anzahl von Elementen konzentrieren.» Studie der Universität Amsterdam, zitiert in National Geographic, Rubrik: Psychologie, Juli 2006.

<sup>16</sup> Anlagen in Rohstoffe oder Metalle, wie zum Beispiel Gold, beruhen in den meisten Fällen auf spekulativen, irrationalen Ansätzen. Die Chancen auf Erfolg liegen in der Regel bei weniger als 50%.

## Die empirischen Grundsätze

In einem zweiten Schritt binden wir die empirischen oder halb-gesicherten Grundsätze in das Modell mit ein, wie z. B.:

- Die Bevorzugung von Fundamentaldaten bei der Finanzanalyse (diese Analyse wird vierteljährlich in der Broschüre «Investitionsstrategie der BCGE-Gruppe» veröffentlicht, die auf der Website der Bank verfügbar ist).
- Die Tatsache, dass Aktien langfristig eine bessere Performance erzielen und dass die besten Unter-

nehmen aufgrund einer Primäranalyse all ihrer kotierten Titel aktiv ausgewählt werden müssen.

- Der unmittelbare kausale Zusammenhang zwischen der Qualität der einzelnen Unternehmen und Institutionen und der Wertentwicklung ihrer Titel.
- Die Schwierigkeit, eine überdurchschnittliche Performance zu erzielen, ohne ein Risiko einzugehen. Renditeerwartungen sind stets mit Risiken verbunden.

## Realwirtschaft und Börse: Beispiel USA



Quellen: BCGE Asset Management, Datastream

Selbst wenn die Korrelation zwischen der erwarteten Entwicklung der Wirtschaft (blaue Kurve) und der tatsächlichen Entwicklung der Aktienkurse (rote Kurve, in diesem Fall der US-Markt) nicht perfekt ist, lässt sich langfristig eine Rückkehr zur Normalität beobachten. Diese Grafik verdeutlicht ausserdem die Bedeutung des Anlagehorizonts und die Gefahr, Trends an den Aktienmärkten nachzugeben oder unberechenbares Market-Timing zu betreiben. Dies gilt insbesondere für die Zeit vor dem Jahr 2000, kurz vor dem Platzen der Internetblase.

## Der Bereich der Intuition

Die Organisation eines Portfolios anhand von Grundsätzen, die sich auf Stimmungen, Überzeugungen oder Glaubensakte stützen, betrachten wir mit Skepsis.

Das vorherrschende finanzielle Denken gibt überheblicherweise vor, in der Lage zu sein, den besten Zeitpunkt für den Ein- oder Ausstieg in eine Anlage bestimmen zu können. Der zentrale Mythos der allgegenwärtigen Kultur der Börsenspekulation lautet dabei Market-Timing.

Die Entscheidung, eine Anlage zu tätigen, sollte weder von den Umständen noch von der momentanen Stimmung am Markt diktiert werden. Wie bereits weiter oben erwähnt, sollte dabei der Zeithorizont der Anlegerin oder des Anlegers, d. h. der geschätzte Zeitpunkt, an dem sie bzw. er das Portfolio voraussichtlich wieder zu Geld machen will (Konsum, Investitionen, Weitergabe dieses Vermögens), als Bezugspunkt dienen. Je nachdem, ob der Horizont sechs Monate, drei Jahre oder einen unbestimmten Zeitraum umfasst, wird die Anlagestrategie vollkommen anders aussehen. Dieser von den Plänen der Anlegerin oder des Anlegers abhängige Faktor ist wesentlich entscheidender als kurzfristige Marktschwankungen.

Typische Fragen von Anlegerinnen und Anlegern lauten: Ist der Zeitpunkt gerade günstig, um diese oder jene Anlageklasse zu kaufen oder zu verkaufen? Wird der Markt morgen steigen oder im Herbst fallen? In diesem Fall kann die Wissenschaft ohne Weiteres beweisen, dass niemand die Antworten auf diese Fragen kennt<sup>17</sup>.

Dass sich die Entwicklung eines Vermögenswerts kurzfristig nicht zuverlässig vorhersagen lässt, kann man am besten nachweisen, indem man die historische Entwicklung der Märkte untersucht und indem man überprüft, ob sich eine Prognose als wissenschaftlich belegt, d. h. wiederholt als verlässlich erwiesen hat. Sieht man sich die folgende Grafik an, so stellt man fest, dass man vom 1. Januar 1987 bis zum 31. Dezember 2019, d. h. über einen Zeitraum von 33 Jahren, die zehn schlimmsten Tage hätte kennen müssen, um mit Market-Timing eine Outperformance zu erzielen. Man erkennt sofort, dass eine solche Prognose unmöglich ist und somit die Haltlosigkeit von Empfehlungen, die vorgeben, die kurzfristige Entwicklung von Vermögenswerten vorhersehen zu können. Schlimmer noch, sieht man die 10 besten Tage nicht voraus, erzielt man eine massive Underperformance.

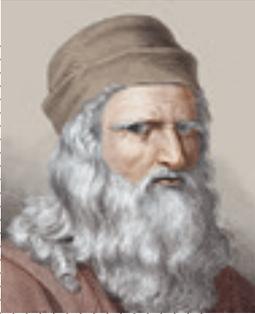
In der oben beschriebenen dreistufigen Architektur überlagern sich quantitative Kontrollen und Financial Engineering, wodurch die Verwaltung der Risikobudgets sowie die Qualitätskontrolle gewährleistet sind.

### Auswirkung des Market-Timings auf die Performance des Swiss Performance Index (SPI)



Quellen: BCGE Asset Management, Bloomberg

<sup>17</sup> «In Börsenangelegenheiten ist niemand Herr des Kalenders. Selbst wenn etwas in der Luft liegt, selbst wenn die grundlegenden Voraussetzungen gegeben sind, selbst wenn die technischen Indikatoren blinken, ist es unmöglich, das Datum einer Trendwende zu bestimmen.», Bruno Bertez, L'Agéfi, 11. Juli 2016.

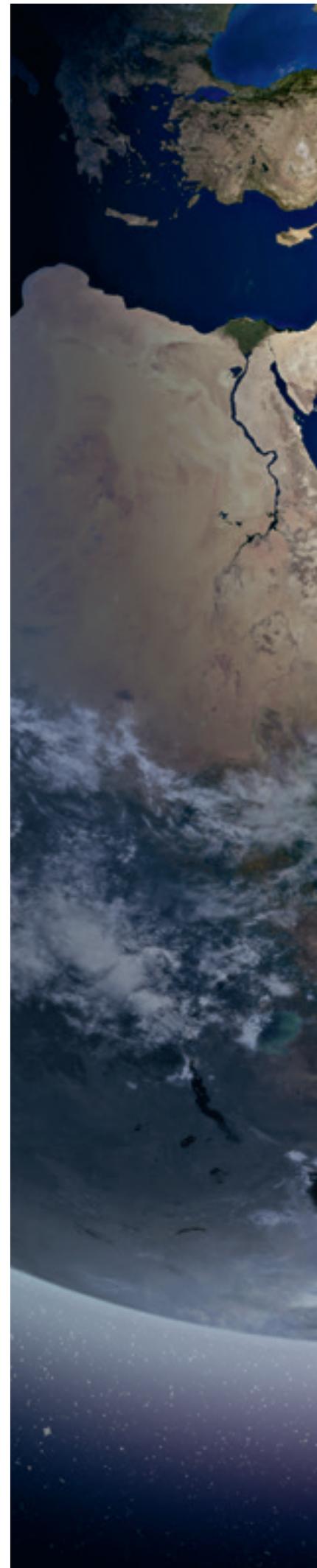


## LEONARDO DA VINCI

(1452-1519)

### «Einfachheit ist die höchste Stufe der Vollendung.»

Maler, Erfinder, Ingenieur, Wissenschaftler, Humanist, Philosoph, Universalgenie, der auch nach einem halben Jahrtausend noch fasziniert. An der Schwelle vom 15. zum 16. Jahrhundert veranschaulicht und verkörpert er durch seine Fortschritte in Kunst und Wissenschaft und vor allem durch seinen wissenschaftlichen Ansatz die Ideale der Renaissance.





# DIE BESTEN WERTE WERDEN DURCH EINE OFFENE ARCHITEKTUR ENTDECKT

20

## **Die offene Architektur, ihre technische Bedeutung und ihre ethische Komponente**

Ist die strategische Allokation erst einmal erfolgt und der Anteil der Aktien (Equity) im Verhältnis zu risikoreduzierenden Vermögenswerten wie festverzinsliche Anlagen (Anleihen) und liquide Mittel (Geldmarktanlagen) bestimmt, muss der Aktienkorb dementsprechend bestückt werden. Angesichts der Vielzahl von Anlagemöglichkeiten stellt dies einen beträchtlichen Recherche- und Filterungsaufwand dar<sup>18</sup>.

Wir haben uns für eine offene Architektur entschieden. Das bedeutet, dass wir die Auswahl dieser Vermögenswerte im Rahmen kollektiver Anlageinstrumente den weltweit besten Adressen anvertrauen. In Einzelfällen können unsere Vermögensverwalterinnen und -verwalter in geringem Umfang auch auf interne Instrumente zurückgreifen, falls diese über einen längeren Zeitraum eine bessere Performance erzielen als die der Konkurrenz<sup>19</sup>. Die von uns ausgewählten Firmen verfügen über eine ausreichende Infrastruktur, um eine gründliche und kontinuierliche Finanzanalyse jedes einzelnen Unternehmens durchführen zu können. Zudem sind sie mit den Regionen und den Währungszonen, in denen sie tätig sind, bestens vertraut.

Dieser Ansatz ermöglicht unseren Kundinnen und Kunden unter anderem den Zugang zu hochwertigem Know-how über die Märkte für US-Small und Mid-Caps oder die besten Large Caps in Asien.

Als unabhängige Bank können wir Entscheidungen treffen, die ausschliesslich auf der Qualität der Managerinnen und Manager und auf Parametern wie ihrer Erfahrung, ihrer Erfolgsbilanz, der Beständigkeit ihres Stils, einer Bottom-up-Analyse usw. beruhen.

Zu den wesentlichen Vorteilen einer offenen Architektur kommt bei uns noch eine Überprüfung der Konsistenz und Kompatibilität der Stile der verschiedenen Firmen hinzu, die dann in einem echten Dachfonds vereint werden. Im Gegensatz zu einem Unternehmen, das nur über ein hauseigenes Angebot verfügt.

Eine offene Architektur erhöht die Erfolgchancen der getroffenen Titelauswahl erheblich und begründet gleichzeitig auch ein heute selten gewordenes Engagement für Unabhängigkeit und Objektivität.

**« Es gibt keine Halbwahrheiten. »**

Tagebuch eines Landpfarrers, Georges Bernanos

<sup>18</sup> Das zu sondierende Anlageuniversum ist enorm. Europäischen Anlegerinnen und Anlegern stehen je nach den von den Fachleuten verwendeten Datenbanken mehrere zehntausend Fonds zur Verfügung.

<sup>19</sup> Dies war z. B. bei Schweizer Aktienfonds der Fall.

# BREITE DIVERSIFIKATION ZUR ERHÖHUNG DER RENDITE UND VERRINGERUNG DES RISIKOS

## Diversifikation der Wertpapierpositionen

Obwohl wissenschaftlich erwiesen, wird eine Risikominderung und Performancesteigerung durch eine Diversifikation des Portfolios in der Praxis nicht immer im gewünschten Umfang erreicht.

Das Festhalten gewisser Anlegerinnen und Anleger an Werten ihres Heimatmarktes (*Familiarity Bias* oder *Home Country Bias*)<sup>20</sup>, fehlende Disziplin bei der Umschichtung, wenn sich ein Titel durch eine besondere Wertentwicklung auszeichnet, oder auch «instinktives» Market-Timing führen dazu, dass viele Portfolios in bestimmten Risikokategorien ein besonders hohes Engagement aufweisen.

Einzig eine zentralisierte Verwaltung mit ständiger Anpassung des Portfolios an das Allokationsraster ermöglicht eine Maximierung der Diversifikationsrate. Ausserdem sollte man auch auf Anlagefonds zurückzugreifen, die bei akzeptablem Kostenaufwand eine starke Ausweitung der Diversifikation ermöglichen.

Im Rahmen der Anwendung dieses «gesicherten Grundsatzes» der Diversifikation begegnen wir den kategorischen Behauptungen einiger Fachleute zu den «Gesetzen» der Korrelation mit Vorsicht<sup>21</sup>.

Die quantitative Finanzwissenschaft, die in vielen Fällen die Zukunft vorherzusagen und auch zu beraten versucht, stützt ihre Prognosen auf das Studium historischer Statistiken. Das ist besser als nichts. Aber es sind folglich doch nur statistische Modelle, welche die Aussage ermöglichen haben, dass bestimmte Vermögensklassen korreliert oder nicht korreliert waren, und zwar auf Dauer. Darüber hinaus muss eine hohe Korrelation nicht zwangsläufig einen kausalen Zusammenhang bedeuten.

Im Bereich der Raumfahrt oder der Meteorologie mögen sich diese Ansätze bewährt haben. Die Finanzen lassen sich jedoch als angewandte Kunst und Wissenschaft mit starker menschlicher Komponente nur wesentlich schwerer in einem Modell erfassen. Ein zentrales Problem besteht darin, dass sich «die Beziehung zwischen den einzelnen Vermögenswerten im Laufe der Zeit verändert»<sup>22</sup>. Das ist in etwa so, als ob die Spielregeln während des Spiels geändert würden. Die Magie der Probabilistik verliert dadurch an Substanz.

Bevor wir also den Preis für die Diversifikation zwischen verschiedenen Anlageklassen zahlen, vergewissern wir uns zuerst, ob diese auch wirklich notwendig ist und ob es sich tatsächlich um Bereiche handelt, die auf lange Sicht nicht zu stark korrelieren. Anlegerinnen und Anleger interessieren sich bei der Ausnutzung von Korrelationsprinzipien vor allem für die Dekorrelation, die aber auch unter einer relativen Asymmetrie leidet.

Die starken, bei steigenden Märkten zu beobachtenden Dekorrelationseffekte verschwinden wieder, sobald es zu massiven Abwärtsbewegungen kommt, also genau dann, wenn man sie am meisten bräuchte.

Wir versuchen daher, die Diversifikation auf Ebene der strategischen Gesamtallokation zu optimieren und innerhalb der einzelnen Anlageklassen zu maximieren. Die konsequente Steuerung dieses Parameters bietet Gelegenheiten, die Indizes zu übertreffen.

## Diversifikation der Anlagestile

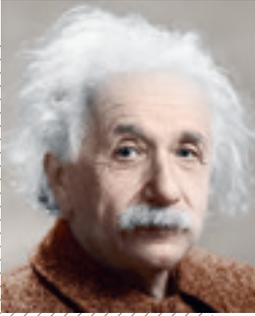
Eine Vermögensverwaltung im Rahmen einer offenen Architektur sucht nach den weltweit besten Fondsmanagerinnen und -managern. Das Zusammenwirken von unterschiedlichen Visionen und Ansätzen trägt zur Festigung des endgültigen Portfoliomix bei<sup>23</sup>.

<sup>20</sup> Einige Beispiele von «massiven Kursverlusten bei nationalen Werten»: Swissair (2001, Schweiz), UBS (2008, Schweiz), GM (2009, USA), Lehman (2008, USA), BP (2010, England) usw. Siehe dazu J.K. Galbraith, *A short history of financial euphoria*, Penguin Books, 1990.

<sup>21</sup> Siehe Definition zur strukturellen Dekorrelation, Fussnote 13 auf Seite 15.

<sup>22</sup> «The problem is that the relationship between asset changes over time», E. Chancellor, *Diversification, the diversification pitfall*, in *Breaking views*, Standpunkt in Betracht gezogen am 17. April 2006, 17.03 Uhr. Edward.Chancellor@breakingviews.com.

<sup>23</sup> Empirisch konnte gezeigt werden, dass das Problem der Instabilität der historischen Korrelationen durch die Diversifikation eines Portfolios von Anlagefonds auf der Grundlage der von den Fondsmanagerinnen und -managern praktizierten Managementstile erfolgreich umgangen werden kann. Ist der Managementstil einer Managerin oder eines Managers erst einmal identifiziert, lassen sich die mit den Performancequellen ihrer Verwaltung verbundenen Risiken besser einschätzen. Diese grundlegende Qualitätsarbeit ermöglicht den Aufbau eines Portfolios von Anlagefonds bei gleichzeitiger Sicherstellung der Komplementarität der Performancequellen. Die Systemkrise von 2008 hat die Schwächen der von einigen Fonds favorisierten Strategie der quantitativen Optimierung offenbart, siehe *Quant Fund Assets Plunge After Strategies Underperform*, Nomura Report, in Bloomberg, 9. November 2010.



## ALBERT EINSTEIN

(1879-1955)

**«Die kreative Persönlichkeit muss die Fähigkeit zum selbständigen Denken und Urteilen haben, denn der Fortschritt der Gesellschaft hängt ausschliesslich von dieser Unabhängigkeit ab.»**

Das grösste Genie des 20. Jahrhunderts, wenn nicht des gesamten Jahrtausends. Begründer der modernen Physik. Zu Beginn seiner wissenschaftlichen Arbeit erkannte Einstein, dass die newtonsche Mechanik unzulänglich war. Seine spezielle Relativitätstheorie war der Versuch, die Gesetze der Mechanik mit denjenigen des Elektromagnetismus zu vereinbaren. Er setzte sich mit den klassischen Problemen der statistischen Mechanik und den Problemen ihrer Verbindung mit der Quantentheorie auseinander, was zur Erklärung der brownischen Molekularbewegung geführt hat. Er untersuchte ausserdem die thermischen Eigenschaften von Licht mit geringer Strahlungsdichte. Seine Beobachtungen legten den Grundstein für die Photonentheorie. 1905 stellte er die weltbekannte Formel  $E=mc^2$  auf, die eine Äquivalenz zwischen Materie und Energie herstellt.

Asien ist der bevölkerungsreichste Kontinent der Welt und auch die am stärksten vertretene Region innerhalb der G20. China ist die führende regionale Wirtschaftsmacht, während Singapur und Hongkong die Rangliste der wettbewerbsfähigsten Länder beherrschen. Trotz grosser Unterschiede weist die Region im Industrie- und Technologiesektor im Vergleich zu anderen Ländern eindeutige Vorteile auf. Asien profitiert ausserdem von zahlreichen, gut ausgebildeten Arbeitskräften, welche die Wettbewerbsfähigkeit der Region stärken. Die rasch wachsende Mittelschicht macht den Kontinent zu einem neuen Zentrum des Konsums.





# AUF EINFACHHEIT SETZEN UND MODETRENDS MEIDEN

## Es ist besser, den eigenen Überzeugungen treu zu bleiben, als irgendwelchen Trends zu folgen

Der Aktienmarkt wird von gesellschaftlichen Trends und Zahlenwahrsagerei beeinflusst. Man spricht deshalb auch von «Behavioral Finance» oder verhaltensorientierter Finanzmarkttheorie. In regelmässigen Abständen werden in spezifischen Artikeln und Empfehlungen neue Glaubenslehren verbreitet: das Ende der Inflation, ununterbrochenes Wachstum, Zinsarbitragegeschäfte (Carry Trades), garantierte Performance, aber auch Enttäuschungen bezüglich Hedgefonds<sup>24</sup>, exotischer Derivate und gewisser strukturierter Produkte. Lauter Versprechungen, durch die private und institutionelle Anlegerinnen und Anleger zu unnötigen Käufen verleitet werden sollen.

Angesehene Indizes, die eigentlich dazu gedacht sind, die Performance von Pensionskassen abzubilden und zu vergleichen, tolerieren leider einen immer grösseren Anteil von manchmal kaum bekannten alternativen Anlageklassen. Auch die Rohstoffe (*Commodities*) stehen schon bereit. Im Grunde ist es ganz normal, dass sich die Indizes an die üblichen Praktiken der Märkte, deren Entwicklung sie abbilden sollen, anpassen. Allerdings dienen sie heutzutage auch als Anregung und anstelle eines reinen Messinstruments werden sie mehr und mehr zu einem Führungsinstrument. Dies führt zu einer kollektiven Dynamik und einem Herdentrieb hin zu Anlageklassen, für die bisher kaum historische Daten vorliegen und denen wir erhebliche Vorbehalte entgegenbringen.

Noch beunruhigender ist dies im Fall von Hedgefonds, da es sich hier um ein Konzept handelt, das höchst unterschiedliche, wenn nicht gar widersprüchliche Strategien vereint. Beim «Hedging», d. h. der Absicherung gegen ein Risiko oder auch der Betonung einer bestimmten Performance-Komponente, handelt es sich um eine absolut sinnvolle und interessante Transaktion. Allerdings unter der Voraussetzung, dass sie im Rahmen einer genau definierten Anlagestrategie mit klaren Zielvorgaben und einem genau festgelegten Zeithorizont erfolgt. Vermischt man in einem «Korb» ganz einfach verschiedenste Anlageansätze unter dem Vorwand, es handle sich dabei um trendige Produkte verschiedener Finanzboutiquen, tut man jedoch genau das Gegenteil.

Sind die kurzfristigen Kapitalgewinne aufgrund einer Ineffizienz des Marktes, die in der heutigen vernetzten Welt schnell beseitigt ist, ausgeschöpft, sind die Erstanlegerinnen und -anleger eines Hedgefonds bereits wieder ausgestiegen. Ihren Platz nehmen Anlegerinnen und Anleger ein, die nach einigen Jahren erkennen, dass die Sherpas die grössten Anstrengungen leisten, aber die am schlechtesten bezahlten Mitglieder der Seilschaft sind. Zudem sind viele Produkte undurchsichtig. Die damit verbundenen Gegenpartei-<sup>25</sup> und Liquiditätsrisiken können von Laien kaum eingeschätzt werden. Dieses Risiko ist schon manchen zum finanziellen Verhängnis geworden.

## Einfachheit und Konsistenz schaffen Performance

Viele Finanzprodukte erweisen sich schnell als veraltet oder ungeeignet, weil sie schlecht konzipiert sind oder nicht richtig eingesetzt werden. Deshalb muss der Flut vorgefertigter Lösungen und Strategien mit einer einfachen, klaren und verständlichen Philosophie begegnet werden; einer in ihrem Wesen anspruchsvollen Philosophie, da sie äusserst selektiv, breit diversifiziert und auf einen konstanten, langfristigen Kurs ausgerichtet ist.

Wenn absolut erforderlich, können gewisse strukturierte Produkte zum Einsatz kommen. Diese unterliegen jedoch stets einer konsequenten und einfachen Strategie. Sie können sich manchmal als nützlich erweisen, um eine Risikokomponente zu neutralisieren oder eine erwartete Rendite bei gleichbleibendem Risiko zu steigern.

Eine Wertsteigerung durch ein optimales Gleichgewicht zwischen Aktien (die weltweit unter 1000 Unternehmen ausgewählt werden), liquiden Mitteln und festverzinslichen Anlagen (*Fixed Income*) zu erzielen, erfordert viel Geschick. Zu viele verwirrende Anlageklassen ohne historischen Bezug laufen der Forderung nach Einfachheit und langfristiger Wertentwicklung zuwider. «Wenn ein Gesetz nicht notwendig ist, ist es notwendig, auf das Gesetz zu verzichten», schrieb bereits Montesquieu: ein genialer Portfoliomanager...

Auch die Frage der Risikoabsicherung eines Portfolios erweist sich als äusserst komplex. Sollten unsere Portfoliomanagerinnen und -manager ein mögliches Risiko (z. B. eine starke Auf oder Abwertung einer Währung) ausmachen, haben sie die Möglichkeit, sich gegen dieses Risiko mit einem Hedgegeschäft über 6 bis 12 Monate abzusichern. Die Kosten für eine solche Absicherung sind gering.

<sup>24</sup> «Hedge funds show increasing signs that they're not invincible», Chris Hughes und A. Gangahar, in Financial Times, 13. Juli 2006, Seite 20.

<sup>25</sup> «Einige dieser Instrumente sind mit einem nicht zu vernachlässigenden Gegenparteiisiko verbunden.» J.-L. Ruiz, *Les ETF sont-ils des instruments appropriés à la gestion de portefeuille?*, in Le Temps, 17. Mai 2010, Seite 15.

Angenommen, die Wahrscheinlichkeit einer kurzfristigen Prognose beträgt bestenfalls 50%, so erweist sich eine solche Strategie als nur bedingt geeignet, da man nicht wirklich weiss, ob das Risiko während des betreffenden Zeitraums oder erst einige Tage nach Ende des Hedgegeschäfts eintreten wird. Das Risiko müsste also während des gesamten Zeitraums, vom ersten Tag bis zum Ende des Anlagehorizonts (falls bekannt), abgesichert werden. Ein solcher Ansatz wäre jedoch wenig sinnvoll, da viel zu kostspielig und unrealistisch, denn eine hundertprozentige Absicherung gegen alle erdenklichen Risiken (Ausfall-, Kurs-, Währungs-, Eigenkapitalrisiko usw.) ist kaum realisierbar. Dies erklärt auch zahlreiche Enttäuschungen im Bereich der strukturierten Produkte. Eine einfachere Verwaltung, die versucht, Risiken bereits im Vorfeld durch die Qualität der strategischen Allokation (natürliche Absicherung) und den Grad der Diversifikation zu minimieren, ist deshalb angebracht. Dieser bereinigte Ansatz legt den Grundstein für eine robuste Struktur, die den unberechenbaren Drehungen und Wendungen des Marktes standhält.

### **Ein ethisch und ökologisch korrektes Verhalten der im Portfolio vertretenen Unternehmen und Institutionen verbessert die Performance**

Obwohl bisher nicht wissenschaftlich erwiesen ist, dass Aktien oder Anleihen von Unternehmen oder Institutionen mit vorbildlichem Verhalten in den Bereichen Umwelt (E), Soziales (S) und Governance (G) am Markt eine höhere Performance erzielen, ziehen wir diese dennoch vor. Unsere Beobachtungen als Geschäftsbank haben gezeigt, dass ein besseres Management der Beziehung zwischen dem Unternehmen und seinen Stakeholdern in vielen Branchen längerfristig zu weniger rufschädigenden Vorfällen und Sanktionen führt. Darüber hinaus erhöht sich dadurch die Motivation der Mitarbeitenden wie auch der Kundinnen und Kunden. Die Bank ist daher bestrebt, die bestmögliche Auswahl zu treffen, dabei ideologisch und politisch neutral zu bleiben und bestimmte Sektoren oder Unternehmen nicht unnötigerweise zu diskriminieren.

Der Dialog mit privaten und institutionellen Anlegerinnen und Anlegern beruht auf den folgenden Grundsätzen:

- **Anlegerinnen und Anleger bestimmen ihre Auswahlkriterien selbst**

Angesichts der Vielzahl von Einschränkungen und Anforderungen, die bei der Auswahl von Aktien für das eigene Portfolio an ein Unternehmen gestellt werden können, müssen Entscheidungen getroffen werden. Diese haben in erster Linie die Anlegerinnen und Anleger zu treffen, die auch ihre Prioritäten setzen und dem Portfolio die gewünschten Grenzen vorgeben. Der beauftragten Managerin bzw. dem beauftragten Manager obliegt es dann, die entsprechende Auswahl zu treffen.

- **Mit der ESG-Filterung soll eine bessere finanzielle Performance erzielt werden**

Die Anwendungsbereiche des ESG-Ansatzes sind sehr vielfältig. Sie können vom wirkungsorientierten Investieren, dem sogenannten *Impact Investing*, bis zur Philanthropie reichen, bei der die finanzielle Performance definitionsgemäss keine Rolle spielt. Unser Ansatz der «Verantwortungsvollen Performance» beinhaltet nur Anlagemethoden, die darauf abzielen, die finanzielle Performance durch zusätzliches ESG-Screening zu verbessern.

- **Eher anregen als konfrontieren und mit den Füssen abstimmen**

Der Aktionärsaktivismus weist eine eher gemischte Bilanz auf. Auf jeden Fall täte er gut daran, sich im ESG-Bereich auf das Register der Anregung anstelle jenes des Zwangs und der Konfrontation zu konzentrieren. Ist man mit der Führung eines Unternehmens nicht einverstanden, sollte man Anteile daran verkaufen oder einfach nicht erwerben. Das verstehen wir unter «Mit den Füssen abstimmen». So kann man seine Unzufriedenheit mit einem kotierten Unternehmen, ob aus finanziellen oder ethischen Gründen, am besten zum Ausdruck bringen.

- **Ein Unternehmen in seiner Gesamtheit betrachten**

Aktives Management besteht in der strengen Auswahl der Aktien eines Portfolios. Den finanziellen Aspekt ohne den Corporate Governance oder den strategischen Aspekt zu betrachten, ergibt wenig Sinn. Die Expertin bzw. der Experte muss eine Empfehlung zum Kauf, Halten oder Verkauf des Wertpapiers auf der Grundlage einer Vielzahl von Kriterien treffen und je nach Unternehmen auch in sehr unterschiedlichen Kontexten. Es kommen Scoring-Filter und -Modelle als Entscheidungshilfen zur Anwendung, wobei von der Expertin bzw. vom Experten eine Gesamtbeurteilung erwartet wird.

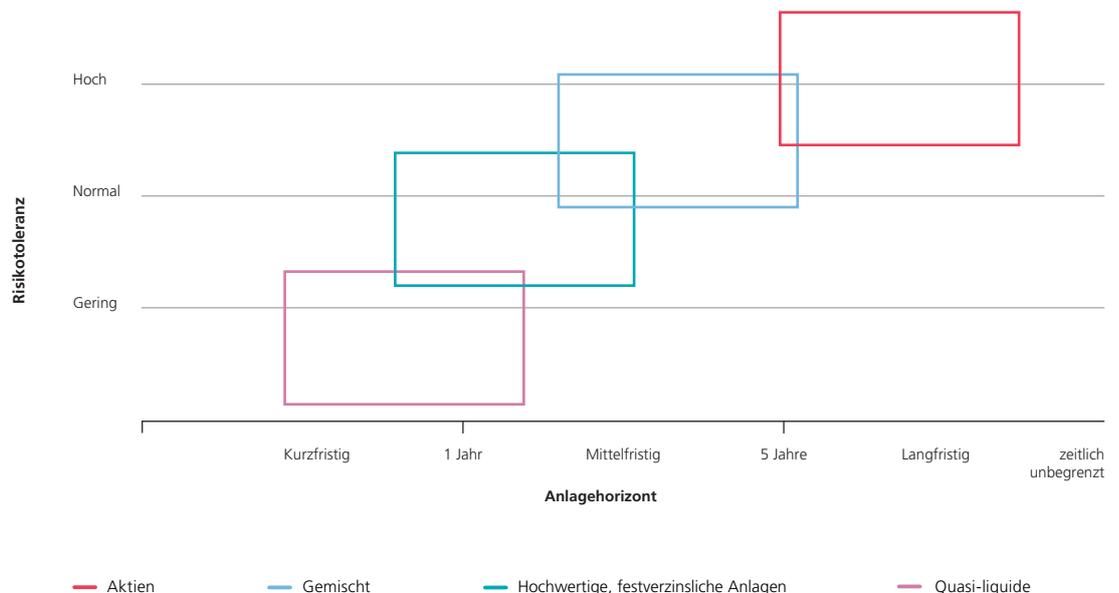
# EINE PHILOSOPHIE FÜR PRIVATE UND INSTITUTIONELLE ANLEGERINNEN UND ANLEGER

26

## Phase 1: Bestimmung des Kundenprofils

Anlagehorizont
Kurzfristig
Mittelfristig
Langfristig
Risikotoleranz
Gering
Normal
Hoch
Persönliche Ziele <sup>26</sup>
Hintergrund <sup>27</sup>

## Phase 2: Auswahl der generellen Vermögenskategorie



Quelle: BCGE Asset Management

<sup>26</sup> Persönliche Präferenzen (geografische Auswahl oder Einschränkungen, Abneigung gegen oder persönliches Interesse an bestimmten Vermögenswerten, Währungen, Wertpapieren, wie z. B. SRI, oder andere Kriterien). Sie werden bei der Auswahl des Fonds berücksichtigt.

<sup>27</sup> Bitten Sie die Kundin/den Kunden bzw. die potenzielle Kundin/den potenziellen Kunden, sich kurz über ihre/seine Erfahrungen als Anleger/in zu äussern. Dadurch kann die Risikotoleranz plausibel erklärt werden. Ausserdem wird die Angemessenheit von Alter und Anlagehorizont überprüft.

## Performance beginnt mit dem Erhalt des Kapitals

Schaut man sich den historischen Verlauf von Renditen an, wird deutlich, dass Kapital zunächst vor Schwund geschützt werden muss, bevor damit eine Rendite erwirtschaftet werden kann. Ob Inflation, Diebstahl, Erbschleicherei, ein Embargo, Gegenparteiisiko oder Wertverlust der Referenzwährung, Kapital ist nie vollkommen sicher. Bevor man sich also der Rentabilität zuwendet, gilt es, eine Strategie zum Erhalt des Kapitals zu entwerfen.

## Das Anlageziel: ein oft vernachlässigter Faktor

Der Rahmen der Portfolioverwaltung wurde auf den vorangehenden Seiten abgesteckt. Nun geht es darum, diesen auf die spezifischen Bedürfnisse von Anlegerinnen und Anlegern abzustimmen. Jedes Vermögen oder ein Teil davon dient letztendlich einem bestimmten Zweck. Vielleicht will man seinen Ruhestand vorbereiten, eine Rücklage für künftige Investitionen bilden oder ein Kapital für seine Erbinnen und Erben aufbauen. Ziele gibt es viele. Von ihnen hängt der Anlagehorizont ab, d. h. die zeitliche Perspektive, die schlussendlich die Erreichung dieser Ziele ermöglicht. Nach Ablauf dieses Zeitraums wird das Wertpapierportfolio entweder in Bargeld umgewandelt, in physische Werte investiert oder an eine Begünstigte oder einen Begünstigten übertragen. Von diesem Zeitpunkt hängen mehrere Entscheidungen in Bezug auf die Anlagestrategie ab.

Und schliesslich müssen Besitzerinnen und Besitzer eines Vermögens auch bestimmen, wie gross das persönliche Risiko ist, das sie eingehen wollen bzw. im Falle eines Verlusts tragen können. Diese finanzielle Tragfähigkeit ist von Person zu Person oder von Institution zu Institution sehr verschieden. Daher muss unbedingt abgeklärt werden, ob man dazu bereit ist, Risiken einzugehen und falls ja, wie hoch das Risiko sein soll.

Die Investitionsstrategie unterscheidet sich je nach beabsichtigtem Ziel:

- Diversifikation des Vermögens;
- persönliche Vorsorge zur Sicherung des Lebensstandards im Ruhestand;
- kollektive Vorsorge im Rahmen einer Pensionskasse;
- Anlage eines Teils des Kapitals auf der Suche nach höherer Rendite;
- Nachfolgeplanung.

Durch die Berücksichtigung des Risikos und die Auswahl der folgenden Optionen ist eine weitere Präzisierung möglich:

- Kapitalerhalt bei minimalem Risiko;
- Erzielung einer besseren Performance bei geringem Risiko;
- Verbesserung der Performance bei mässigem Risiko;
- Erzielung der bestmöglichen Performance bei hohem Risiko.

Der Rahmen für die Anlageziele institutioneller Anlegerinnen und Anleger ist restriktiver als der für private Anlegerinnen und Anleger, egal ob es sich dabei um gesetzliche oder interne Normen handelt. Unsere Investitionsphilosophie bietet einen für alle Anlegerinnen und Anleger geeigneten Rahmen.

## Die Frage des Risikos: eine Selbstanalyse ist unerlässlich

### 1. Die (rationale und emotionale) Widerstandsfähigkeit gegenüber finanziellen Risiken sollte anhand von zwei Parametern untersucht werden:

- Der Zeithorizont einer Kapitalanlage (wann benötige ich diesen Betrag wieder, um ihn anderweitig verwenden oder transferieren zu können)?
- Die subjektive Risikotoleranz (wie viel des angelegten Kapitals kann ich als möglichen Verlust tragen)?

Die Überprüfung erfolgt anhand einer Funktionstabelle, mit deren Hilfe sich Risikoprofile erstellen lassen, die bei der Wahl des Managementstils eine entscheidende Rolle spielen.

### Widerstandsfähigkeit gegenüber finanziellen Risiken

Subjektive Risikotoleranz	Hoch	Gleichgewicht Risiko/Rendite	Rendite bevorzugt	Rendite bevorzugt
	Normal	begrenzt Risiko	Gleichgewicht Risiko/Rendite	Rendite bevorzugt
	Gering	äusserste Vorsicht	begrenzt Risiko	Gleichgewicht Risiko/Rendite
		Kurzfristig   1 Jahr	Mittelfristig   5 Jahre	Langfristig   zeitlich unbegrenzt
		<b>Zeitlicher Anlagehorizont</b>		

## 2. Ausserdem muss der Anlagehorizont bestimmt werden.

Diese Wahl hat erhebliche Auswirkungen auf die Anlagestrategie des betreffenden Kapitals. Sie hängt von verschiedenen Parametern ab:

- Ist das Kapital an meine Person gebunden? Werde ich es neu anlegen, selber verwenden oder weitergeben (Alter, Gesundheitszustand, Wunsch zur Weitergabe)?
- Wird es unverändert oder nach erfolgter Transformation (Änderung der Allokation) oder an eine Stiftung mit ideellem Ziel (institutioneller Ansatz) weitergegeben?

### Einige mögliche Wahlmöglichkeiten

Typische Situationen	Empfohlener Horizont	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ältere natürliche Person</li> <li>• Bekannter oder festgelegter Horizont: Nachfolge, Transfer, geplante Investition</li> </ul>	Kurzfristig	Max. 1 Jahr
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Person wenige Jahre vor der Pensionierung</li> <li>• Bereitschaft, sich für Anlagen einige Jahre Zeit zu lassen</li> </ul>	Mittelfristig	1 bis 5 Jahre
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Jüngere natürliche Person</li> </ul>	Langfristig	5 bis 45 Jahre
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Institution (Stiftung, Pensionskasse usw.)</li> </ul>	Zeitlich unbegrenzt Unendlich	

## 3. Zum Schluss muss die Risikotoleranz bestimmt werden.

Hierbei handelt es sich um eine höchst subjektive Frage. Prinzipiell ist die Aussicht auf Verlust für den modernen Menschen als ein Wirtschaftsakteur im Sinne von Adam Smith nur schwer zu ertragen. Es sei denn, es besteht im Gegenzug wenigstens eine gleich grosse oder grössere Wahrscheinlichkeit, einen Gewinn oder eine Wertentwicklung zu erzielen. Auch hier lässt sich die Argumentation durch eine Funktion zusammenfassen:

### Bestimmung der subjektiven Risikotoleranz

Erhoffte Rendite ROA	Hoch >500 BP + risikoloser Zinssatz	Unmöglich	Sehr schwierig	Sehr hohe Performance Sehr unwahrscheinlich
	Normal 200 bis 500 BP + risikoloser Zinssatz	Unmöglich	Theoretisches Gleichgewicht Risiko/Rendite	Unzureichend vergütete Aggressivität
	Gering 0 bis 100 BP + risikoloser Zinssatz	Unproduktive Vorsicht	Schlechte Performance	Sehr schlechte Performance
		Gering   0–10%	Normal   10–25%	Hoch   > 25%
		<b>Subjektive Risikotoleranz</b>		



## JEAN DE LA FONTAINE

(1621-1695)

**«Die Vielseitigkeit suchen,  
das ist meine Devise»,  
schrieb Jean de La Fontaine  
in *Le Pâté d'Anguille*.**

Jean de La Fontaine war ein französischer Dichter, der insbesondere für seine Fabeln und Erzählungen bekannt ist. Seine Fabeln umfassen 3 Bände mit 240 Kurzgeschichten, die zwischen 1668 und 1694 von ihm verfasst wurden. Sie gelten als eine der grössten Errungenschaften der französischen Literatur. In einer von Zensur geprägten Zeit benutzte La Fontaine Tiere, um oft auf komische Weise die grundlegenden moralischen Züge des Menschen darzustellen und auch zu kritisieren. Zu den berühmtesten Fabeln von La Fontaine gehören «Der Rabe und der Fuchs», «Die Grille und die Ameise», «Der Löwe und die Ratte» sowie «Der Wolf und das Lamm».





# LANGFRISTIG ENTSCHIEDET DIE WAHL DER DOKTRIN ÜBER DIE PERFORMANCE

## Praktische Auswirkungen unserer Investitionsphilosophie

Annualisierte Performance der Referenzindizes in CHF  
(31.12.2004–30.6.2020, monatliche Daten)

Die grossen Anlageklassen	Anlageklasse (Beispiel)	Historische Rendite (CHF)	Kommentare
Liquide Mittel	Cash CHF CHF/3 Monate 	0.18%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Allokation bestimmt durch das Liquiditätsbudget des Portfolios (Verkaufshorizont)</li> <li>Die wichtigsten Währungen beibehalten</li> <li>Auf eine breite Diversifikation achten</li> <li>Unzureichend regulierte und überwachte Währungen</li> <li>Hohes Risiko eines Einbruchs aufgrund von Betrug</li> </ul>
	Wichtigste Währungen (USD, EUR usw.)  Kryptowährungen (Bitcoin, Ether usw.) 		
Festverzinsliche Anlagen (Fixed Income)	Staatsanleihen CH/kurze Laufzeit 	0.63%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Geringe Rendite</li> <li>Anfällig für Gegenparteirisiken, insbesondere Unternehmensanleihen (Ausland)</li> <li>Nur die besten Ratings</li> <li>Strukturell ungünstiges Rendite-Risiko-Verhältnis</li> <li>Höchste Volatilität aller festverzinslichen Anlagen</li> </ul>
	Staatsanleihen CH/lange Laufzeit 	4.22%	
	Ausländische Staatsanleihen 	1.65%	
	Unternehmensanleihen /Ausland 	2.81%	
	Private Anleihe 		
	Verbriefte Schweizer Immobilien (Investmentfonds) 	5.43%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Umgekehrt korreliert mit den Zinsen (mehr als 95% in CHF über 15 Jahre)</li> </ul>
Beteiligungspapiere (Aktien)	Unternehmen/Equity CH 	7.16%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die besten universellen Renditen</li> <li>Ausreichende Rendite zur Abmilderung der Risikokosten</li> <li>Starke kurzfristige Schwankungen</li> <li>Im Falle eines Ereignisses (Geopolitik)</li> </ul>
	Equity CH Small & Mid	9.10%	
	Equity Europa	2.45%	
	Equity USA	7.14%	
	Equity Emerging Markets	5.22%	
	Equity weltweit	4.04%	
	Private Equity 	10.60%	
Hedge Funds & Co 		1.36%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Nur vereinzelte Anlagekonzepte sind für versierte Anlegerinnen und Anleger empfehlenswert</li> </ul>
Sonstige	Gold 	8.11%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Zu volatil</li> <li>Geringe Liquidität</li> <li>Geringe Profitabilität</li> </ul>
	Rohstoffe 	0.17%	
	Wein	NA	
	Kunst	NA	

Quelle: BCGE Asset Management 2020

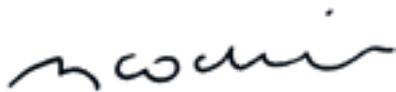
# Unsere Investitionsphilosophie ist eine strategische Entscheidung

Die BCGE Gruppe hat sich entschieden, bei Anlagen ihren eigenen, ganz besonderen Weg zu gehen. Dieser Stil prägt sämtliche Verwaltungstätigkeiten, sei es für unsere Kundinnen und Kunden oder die Bank selbst. Unsere eher klassische, von Vorsicht und Sorgfalt geprägte Methode stellt heutzutage in der Vermögensverwaltung paradoxerweise eine innovative Strategie dar, die uns von anderen unterscheidet.

In den letzten Jahren konnten wir unser Konzept anhand zahlreicher Marktereignisse testen. Seine ausgezeichnete Widerstandsfähigkeit und die Tatsache, dass sich zahlreiche Anlagekundinnen und -kunden ihm angeschlossen haben, bestärken uns in unserer Wahl. Seine Transparenz und Einfachheit überzeugen selbst die anspruchsvollsten und erfahrensten Anlegerinnen und Anleger, die von Anlagen nach dem Prinzip «kompliziert und enttäuschend» genug haben.

Die Komponenten «Unabhängigkeit» und «offene Architektur» stärken die Glaubwürdigkeit unserer Philosophie. Die Verankerung in der Realwirtschaft und nicht in der virtuellen Finanzwelt ist nur folgerichtig und natürlich für eine Universalbank, die eng mit den Akteuren der Realwirtschaft zusammenarbeitet. Die Bank erzielt seit Jahren eine starke Performance und ist dafür auch schon mit renommierten Preisen ausgezeichnet worden, wie zuletzt 2019.

Dies belegt, dass die Wertentwicklung eines Portfolios mehr durch die Investitionsphilosophie als durch die Grösse einer Bank bestimmt wird. Unsere Investitionsphilosophie beruht auf einer strategischen Entscheidung, durch die sich unser Haus auszeichnet und von anderen unterscheidet. Dadurch wird sie ausserdem zu einem festen und verlässlichen Bezugspunkt in einer mitunter arroganten und oft verwirrenden Finanzwelt.



Blaise Goetschin  
CEO

## Kontakt

Abteilung Kommunikation  
communication@bcge.ch

**Alle Rechte vorbehalten:** Jegliche vollständige oder teilweise Übersetzung, Reproduktion, Darstellung oder Anpassung dieser Publikation, egal mit welchen Mitteln, sowie jegliche Form der Aufzeichnung sind ohne die ausdrückliche schriftliche Genehmigung der Banque Cantonale de Genève strengstens verboten, mit Ausnahme der vom Gesetz vorgesehenen Fälle.

**Konzeption und Realisierung:** alternative.ch  
**Druck:** Atar Roto Presse SA, Genf  
**Bildnachweis:** Seiten 2 und 18 © Biblioteca Comunale di Trento, Seite 10: Bengt Nyman, the Creative Commons Attribution 2.0 allgemeine Lizenz

 **myclimate**  
neutral  
Imprimé

myclimate.org/01-20-420342



