

The Journal of Portfolio Management

VOLUME 28 NUMBER 2

www.ijpm.com

Illiquid Alternative Fund Modeling

A flexible management tool.

Dean Takahashi and Seth Alexander



22



Tabellenführer der Efeuliga

David Swensen verwaltet 13 Milliarden Dollar für die Elite-Universität Yale. [Nach 20 Jahren rekordverdächtiger Ergebnisse hat er sein ungewöhnliches Portfolio-Management auf eine simple Formel gebracht:](#) gesunder Menschenverstand plus knallharte Analyse und konsequentes Kurshalten – egal, was der Markt macht.

☒ Für die dicken vierteljährlichen Beilagen im *Wall Street Journal* und der *New York Times*, in denen die Erträge von Fondsmanagern als Hitparade der Besten und Schlechtesten auflistet werden, hat David Swensen nur einen knappen Ratschlag: „Wegschmeißen. Gar nicht erst lesen! Das ist ein Blick zurück – wie die Ergebnisse beim Pferderennen von gestern. Die Tabellen haben nichts mit der Zukunft zu tun.“

Swensen ist nicht irgendein Kritiker der Fondsindustrie und der konstanten, atemlosen Berichterstattung über Aufsteiger, Nachzügler und Verlierer unter den Investment-Managern. Der 50-jährige Doktor der Wirtschaftswissenschaften hatte selbst bei zwei hoch angesehenen Wall-Street-Firmen gearbeitet, bevor er 1985 auf das Werben des Nobelpreisträgers James Tobin einging und die Leitung der Finanzstiftung an Yale übernahm, das so genannte Endowment.

Jede amerikanische Universität lebt von diesen üppigen Dotationen, die durch weise Anlageentscheidungen und Spenden von Alumni wachsen müssen, um bei der Inflation mitzuhaltenden, den laufenden Haushalt zu decken sowie größere Anschaffungen, Neubauten und andere Investitionen zu finanzieren.

Aber keine Hochschule – nicht einmal Yales Standesgenossen im erlauchten Kreis der Ivy-League-Universitäten wie Harvard oder Princeton – konnte in jüngster Vergangenheit solch üppige Erträge vorweisen wie David Swensen. Vor kurzem meldete die Universität, dass ihr Finanzguru zwischen 1993 und 2003 eine jährliche Rendite von 16,8 Prozent erwirtschaftete – knapp ein Drittel mehr als der Durchschnitt. Das Vermögen der Elite-Hochschule in Connecticut wuchs von einer Milliarde Dollar bei seinem Amtsantritt am 1. April 1985 auf sieben Milliarden 1999 und heute rund 13 Milliarden Dollar. Mehr als sieben Milliarden oder gut die Hälfte dieses finanziellen Ruhegelds verdankt Yale Swensens ungewöhnlichem Portfolio-Management.

Im Gegensatz zu deutschen Hochschulen sind private US-Colleges und Universitäten auf die Endowments angewiesen. Selbst horrend erscheinende Studiengebühren von inzwischen mehr als 20 000 Dollar im Jahr decken bei weitem nicht die Betriebskosten einer führenden Forschungs- und Lehranstalt. Die finanzielle Ausstattung – ein Pool meist zweckgebundener privater Spenden – erlaubt einer Hochschule, unabhängig vom Auf und Ab staatlicher Fördermittel, ihren bildungspolitischen Kurs zu verfolgen und sich nicht zu sehr in die Abhängigkeit von industriellen →

Spenden zu begeben – ein Problem, das amerikanische Bildungsexperten beim Sport und in den medizinischen Fachbereichen oft beklagen.

Ein Endowment im ein- bis zweistelligen Milliardenbereich will verwaltet sein, um den Kapitalsockel zumindest zu bewahren und darüber hinaus genügend Erträge abzuwerfen, um die laufenden Ausgaben zu decken.

Beispiel Yale: Die Elite-Universität hat im Herbstsemester 2004 rund 11 400 Studenten, die – theoretisch – für zwei Semester Studiengebühren und Unterkunft knapp 39 000 Dollar bezahlen. Rund 40 Prozent von ihnen beziehen jedoch finanzielle Unterstützung von der Universität oder anderen Programmen, damit akademische Leistungen und nicht die Finanzkraft der Eltern den Ausschlag für die Wahl des Studienortes geben.

Es kostet viel Geld, eine Spitzen-Universität zu sein. Das Jahresbudget beläuft sich auf 1,54 Milliarden Dollar, wovon allein 384 Millionen Dollar für Forschung und 30 Millionen für Büchereipflege ausgegeben werden. Dazu kommen die Gehälter für knapp 3200 Akademiker und anderes Personal, die nur teilweise aus staatlichen Fördermitteln bezahlt werden.

Die erste Bilanz: von 119 auf 470 Millionen Dollar in nur zehn Jahren

Diese Finanzlücke muss die Universität durch vorausschauende Vermögensverwaltung schließen. Das von David Swensen gemanagte Endowment hat im Laufe der Jahre einen immer größeren Anteil am Budget der Hochschule gedeckt und so geholfen, Studienhilfe und Professorenstellen, Betriebskosten und Neubauten zu finanzieren. Von 1993 bis 2003 wuchs der jährliche Beitrag in die Kasse der Universität pro Jahr um 15 Prozent, von 119 auf 470 Millionen Dollar in 2003. Die Erträge des Stiftungsvermögens decken inzwischen knapp ein Drittel der Betriebskosten.

Bei ihrer Ausgabenpolitik hält sich die Universität an eine komplizierte Formel, die die Ausgaben langfristig auf fünf Prozent des Endowments begrenzt, aber zugleich die vorangegangenen drei Jahre berücksichtigt, um eine gerade Wachstumskurve beizubehalten, die wilde Marktschwankungen auffängt. Auch das eine Neuerung, bei der Yale den Weg wies.

„Wir sind Pioniere, und die anderen großen Endowments orientieren sich an unseren Ideen. Aber eingeholt haben sie uns noch nicht“, sagt Swensen. Der hochgewachsene, hagere Nachfahre norwegischer Einwanderer hat sein Büro auf dem Campus in New Haven im fünften Stock eines →

Backstein-Neubaus, der sich mit Mühe in eine Zeile älterer Häuser im Kolonialstil einfügt. Von seinem Besprechungszimmer geht der Blick auf die 1701 gegründete Universität hinaus.

Die junge Kolonie Connecticut hatte damals fünf Geistlichen die Genehmigung erteilt, eine religiöse Hochschule „zur Unterrichtung der Jugend in den Künsten und Wissenschaften“ zu gründen. Heute ist Yale eine der ersten Adressen unter den US-Hochschulen, dem Achterclub der „Efeuliga“. Nur elf Prozent der Bewerber erfüllen die hohen Anforderungen und werden akzeptiert, und an den neugotischen Fassaden auf dem Campus rankt in der Tat Efeu.

In Swensens Regalwand stehen Finanzfachbücher neben Familienfotos und mittendrin die vier internationalen Ausgaben des Buches, in dem er seine Erkenntnisse zur Portfolio-Theorie auf 364 Seiten zusammengetragen hat.

Swensen mag ein knallharter Fondsvorsteher sein, im Gespräch ist er behutsam, nachdenklich und wirkt eher wie ein Denker als ein Macher. Sein Fachgebiet ist jedoch alles andere als ein theoretischer Diskurs, vielmehr geht es dabei um konkrete Handlungsanweisungen, deren Erfolg Jahr für Jahr an Benchmarks gemessen und weltweit genau unter die Lupe genommen wird.

Seit Swensen im Jahr 2000 mit dem Buch „Pioneering Portfolio Management“ herauskam, wollten viele wissen, wie er es macht. Das Buch befindet sich in den USA gegenwärtig in der zehnten Auflage, während Übersetzungen in China, Japan und Italien folgten. Auch wenn der Untertitel „eine unkonventionelle Herangehensweise an das erfolgreiche Investment“ verspricht, behandelt das Werk Instrumente, mit denen ↙

nur Profis handeln. Dennoch ist der Finanzexperte überzeugt, dass jeder Anleger seine grundsätzlichen Einsichten verstehen, nachvollziehen und Gewinn bringend anwenden kann. „Die grundsätzlichen Prinzipien, die wir für Yales Portfolio anwenden, gelten auch für individuelle Anleger, nämlich ein diversifiziertes, aktienorientiertes Portfolio aufzubauen“, erklärt Swensen. Es gebe jedoch einen grundlegenden Unterschied: „Während erfahrene institutionelle Anleger gute Chancen haben, mit aktivem Management erfolgreich zu sein, bietet sich Einzelpersonen in der Regel keine Gelegenheit, den Markt zu schlagen. Zum einen haben sie keinen Zugang zu alternativen Anlageformen wie wir, zum anderen haben sie weder die Zeit noch die Möglichkeit, Entscheidungen auf der Basis bester Informationen zu treffen.“

Swensen geht noch einen Schritt weiter: Normalsterbliche sollten im Gegensatz zu den Einflüsterungen der Finanzpresse weder Zeit darauf verschwenden, Höhen und Tiefen des Marktes abzuspannen (Market Timing), noch sich auf die Selektion einzelner Wertpapiere verlegen (Stock Picking). Zeit und Mühe sollten institutionelle wie individuelle Anleger stattdessen auf das Vorfeld ihrer Anlageentscheidungen verwenden und sich eine gründlich durchdachte Philosophie zu Eigen machen, daraus eine Portfolio-Struktur entwickeln und sie beibehalten, und zwar unbeirrt durch Boom- und Crash-Phasen hindurch.

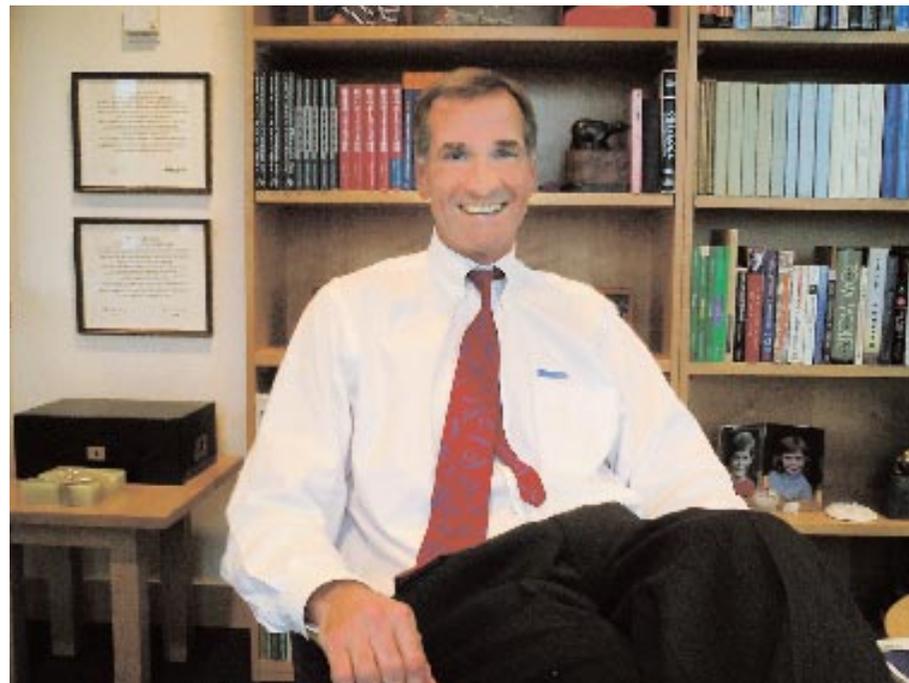
Vom Crash lernen

„Nur mit der Sicherheit, die aus einem soliden Entscheidungsprozess erwächst, können Investoren Spekulationspapiere abstoßen und gute Werte, die von Verzweiflung nach unten gedrückt wurden, kaufen. Wer allerdings nicht von einer starken Investment-Philosophie geleitet wird“, so sein Credo, „reagiert auf momentane Marktbewegungen oftmals in kontraproduktiver Weise.“

Er untermauert seine Aussage mit einer Erinnerung an den Crash vom Oktober 1987: „Den Sommer hindurch waren die Leute höchst zufrieden mit einem großen Aktienanteil in ihren Portfolios, im Winter hassten sie plötzlich Aktien“, erzählt Swensen. „Dabei waren diese Wertpapiere nur billiger geworden. Wer im Sommer Aktien hielt, weil er grundsätzlich davon überzeugt war, dass eine große Aktienposition gut ist, und sie dann übereilt abstieß, beging einen Kardinalfehler: nämlich hoch einzusteigen und tief auszusteigen. So generiert man schlechte Erträge.“ ↙



**David Swensen, Finanzchef der Yale-Universität, hat gut lachen:
Dank klugen Portfolio-Managements wuchs das Vermögen der Elite-Hochschule von sieben Milliarden
US-Dollar im Jahr 1999 auf rund 13 Milliarden US-Dollar im Jahr 2003.**



Die überwiegende Mehrheit aller Marktteilnehmer – einschließlich institutioneller Anleger – spielen auf der Verliererseite, meint Swensen. „Diese Leute bezahlen für ihr aktives Management gleich dreifach: Verwaltungsgebühren, Handelsprovisionen und Händleraufschlag.“

Nur Anleger, die an ihrer Überzeugung festhielten, dass sie im Sommer 1987 die richtige Portfolio-Struktur hatten, konnten nach dem Crash an den Markt zurückkehren und Aktien zukaufen, um ihre alte Gewichtung nach Wert wiederherzustellen. Das umgekehrte Szenario hatte während der Technologie-Blase 1999/2000 verheerende Folgen: „Wer sich 1996 eine vernünftige Anlagestreuung überlegt hatte und dann beim Technologie-Boom schwach wurde und Gelder in Aktien umschichtete, bekam schnell die Quittung.“

Solche Kurzschlussreaktionen und Fehler in der Rückschau zu erkennen ist einfach. Aber wie gelangen Swensen und sein 20-köpfiges Team in New Haven zu einem optimal gestreuten Portfolio für die Zukunft? Dazu verlässt sich der ehemalige Student des Wirtschaftsnobelpreisträgers James Tobin zuerst einmal auf die historische Analyse von Risiko und Rendite der verschiedenen Anlageklassen. „Die Geschichte der Finanzmärkte belegt zwei Dinge: die enorme Bedeutung von Wertpapierbesitz und Diversifizierung“, sagt Swensen.

Dazu hat er die Erträge verschiedener Anlageklassen seit 1926 ausgewertet, die der Yale-Professor Roger Ibbotson und der Investmentmanager Rex Sinquefeld seit 1976 als weitläufig benutzten Referenzindex veröffentlichten. Deren Ausgangsfrage war: Wie hätte sich ein Dollar entwickelt, den man 1926 jeweils in die verschiedenen Anlageformen investiert hätte? Und wie verhalten sich die Anlageformen im Vergleich?

Zuerst die festverzinslichen Papiere: Ein langfristiger Regierungs-Schatzwechsel wäre 2002 das 18-fache wert, nach Inflationsbereinigung immer noch das Achtfache. Eine langfristige Schatzobligation (oder T-Bond) wäre das 60-fache wert.

Ganz anders sieht es bei Aktien aus. Standardwerte (mit einer Marktkapitalisierung ab zwei Milliarden Dollar) hätten um das 1775-fache zugelegt, Nebenwerte (mit einer Marktkapitalisierung von bis zu einer Milliarde Dollar) um das 6800-fache.

„Es ist eindeutig“, resümiert Swensen, „wer langfristig denkt, sollte Wertpapiere besitzen.“ Allein selig machend sind Aktien jedoch nicht: „Wenn man sich den Index genauer ansieht, gibt es eine Reihe von Perioden, →

in denen man über Nacht weiße Haare bekommen hätte.“ Jeder Crash, der in Aktien investierte Dollars zu Cents reduzierte, zeige aufs Neue, dass zur Risikoabsicherung ein Teil des Portfolios in Festverzinsliche und alternative Anlagewerte investiert sein sollte, die sich nicht im Gleichschritt mit dem Aktienmarkt bewegen. Das Zauberwort lautet also: Diversifizierung.

Yales Investment-Mannschaft schien 1985 davon noch nichts gehört zu haben. Als Swensen nach hoch bezahlten Jobs bei Salomon Brothers und Lehman Brothers in jenem Jahr an seine Alma Mater zurückkehrte, war er verblüfft, dass die Universität wie die meisten anderen akademischen Einrichtungen 40 Prozent in Schatzobligationen und Geldmarktinstrumente angelegt hatte, weitere 50 Prozent in US-Aktien und nur zehn Prozent in wirklich alternative Anlagemittel.

Harte Analyse und weiche Urteile

Diese Portfolio-Struktur beraubte die Universität nicht nur vieler Ertragschancen, sondern war zudem weniger diversifiziert, als es auf den ersten Blick den Anschein hatte, sagt Swensen. Amerikanische Regierungspapiere und Aktien reagierten auf die gleichen Markt- und Zinsimpulse. „Wenn ich mir aber die Portfolio-Struktur von Bildungseinrichtungen im Jahr 2003 ansehe, hat sich leider so gut wie nichts geändert.“

Swensen hat sich stattdessen radikal in eine andere Richtung bewegt, die Yales Portfolio heute zum Spitzenreiter in konträrer Anlagestrategie macht (und deswegen von Harvard, Princeton und Stanford kopiert wird). Sein Team definiert in regelmäßigen Abständen Zielwerte für die verschiedenen Anlageklassen und korrigiert ihre Positionen, sobald Wertsteigerungen in einer Gruppe zu einer Übergewichtung führen.

Im Geschäftsjahr 2003 investierte Swensen gerade einmal 14,9 Prozent in US-Aktien, 7,4 Prozent in Festverzinsliche, 14,6 Prozent in ausländische Aktien und die überwiegende Mehrheit des Portfolios in alternative Anlageklassen: Absolute Return (Anlagenvehikel mit absoluter positiver Rendite) ist mit 25,1 Prozent der Spitzenreiter, gefolgt von privatem Beteiligungskapital (14,9 Prozent) und Sachwerten (20,9 Prozent), darunter Immobilien, aber auch Ölfelder in Wyoming. Im Schnitt investierten US-Hochschulen demgegenüber nur 3,8 Prozent ihres Vermögens in private Beteiligungen und 6,9 Prozent in Immobilien und andere Sachwerte. ↵

Warum Diversifizierung?

Ein Portfolio ist die Gesamtheit aller finanziellen Anlagen eines Investors. Die Aufteilung des Vermögens in unterschiedliche Anlageformen nennen Experten Allokation. Wie bei allen Mischkalkulationen muss der Anleger abwägen, wie viel ihm Bestandserhalt einerseits und mögliche Gewinne andererseits wert sind.

Der US-Ökonom Harry Markowitz formulierte bereits in den fünfziger Jahren die Prinzipien der modernen Portfolio-Theorie, wonach höherer Ertrag nicht unbedingt mit mehr Risiko verbunden ist. Wer sein Vermögen auf mehrere Anlageklassen streut oder diversifiziert, erhöht seine Rendite-Chancen bei gleichem Risiko. Entscheidend ist: Wie korrelieren die Renditen der Anlageklassen? Entwickeln sich die Erträge parallel, steigt das Risiko des Gesamtportfolios; es fällt, wenn sich die Erträge gegenläufig entwickeln.

„Ein gutes Portfolio ist mehr als eine lange Liste von Wertpapieren“, schrieb Markowitz 1959. „Es ist eine ausbalancierte Einheit, die dem Investor gleichermaßen Chancen und Absicherung unter einer Vielzahl von möglichen zukünftigen Entwicklungen bietet. Der Anleger sollte daher auf ein integriertes Portfolio hinarbeiten, das seinen individuellen Erfordernissen Rechnung trägt.“ Für diese Einsicht erhielt Markowitz 1990 den Nobelpreis für Wirtschaftswissenschaften.

Natürlich gibt es nicht die einzig richtige Kombination aus Festverzinslichen, Aktien, Hedge-Fonds-Beteiligungen und Sachwerten. Um zum individuell vernünftigen Mix aus traditionellen und alternativen Anlageklassen zu gelangen, benötigt es eine Kombination aus Wissenschaft und Kunst. Swensen schwört auf eine „ausgewogene Kombination aus harter quantitativer Analyse und weichen qualitativen Urteilen“ – ökonometrische Modelle, gepaart mit instinktiven Entscheidungen darüber, welche Beziehungen zu Fondsmanagern, Venture-Kapitalgebern und Unternehmen man eingeht, nachdem die „Due Diligence“ (eine sorgfältige Prüfung) das grüne Licht gegeben hat. „Wer das Geld einfach nur so auf die Anlageklassen verteilt wie alle anderen und sich deshalb in guter Gesellschaft wähnt, macht es sich zu einfach“, warnt Swensen.

Auf der Basis der historischen Ertragswerte nutzen Swensen und seine Mannschaft die vom Nobelpreisträger und „Vater der modernen Portfolio-Theorie“ Harry Markowitz entwickelte Mean-Variance-Analyse. Sie spielt Risiko und Korrelation einzelner Anlageklassen durch und leitet daraus eine Vielzahl möglicher Portfolio-Konfigurationen ab. Für jedes Risikoniveau ergibt dieses Optimierungsmodell ein Portfolio mit dem höchstmöglichen Ertrag.

Die wirtschaftliche Effizienz dieses Portfolios bezieht sich allerdings nur auf Risiko und Ertrag. Andere wichtige Eigenschaften der jeweiligen Anlageklasse wie Liquidität, Marktgängigkeit oder Anlagezeitraum finden in dieser Analyse keine Berücksichtigung. „Anleger, die aus dieser Art von Analyse wirklich nützliche Schlussfolgerungen für die Struktur ihres Portfolios ziehen wollen, müssen weiter denken, als nur historische Daten für eine Mean-Variance-Optimierung einzugeben“, sagt Swensen.

Für private Beteiligungen, Absolute-Return-Investitionen oder Hedge-Fonds gibt es beispielsweise weder langfristige Zahlen, noch liegen sie in genügender Dichte vor, um eine rein quantitative Entscheidung zu fällen. Solche Anlagen lassen sich auch nicht so schnell verflüssigen wie herkömmliche Investitionen. Aber genau diese alternativen Anlageklassen sind der Schlüssel zum Erfolg in Swensens Portfolio.

Rund die Hälfte der Rekorderträge des Endowments sind eine Folge richtiger Asset-Allocation-Entscheidungen, schätzt der Manager. Die restlichen 50 Prozent erbrachte das aktive Management der einzelnen Positionen. Aktives Verhalten, also gezielter Kauf und Verkauf von Positionen, lohnt sich jedoch nur in wenigen Situationen. In hocheffizienten und liquiden Märkten wie Aktien und Anleihen bringt aktives Management keinen



Damit Yale (unten) weiterhin ein Hort der Weisheit bleiben kann, bedarf es einer klugen Asset Allocation (oben).

Die Fondsindustrie, der stille Gigant

Fast alle Vermögenswerte und Ersparnisse, vom Sparbuch über das Vermögen der großen Versicherungsgesellschaften bis zu Pensionsrückstellungen von Unternehmen fließen in professionell verwaltete Portfolios. Sieht man sich das von der Bundesbank für 2003 ausgewiesene Geldvermögen der Deutschen an, wurden davon rund 1,8 Billionen Euro, oder knapp 46 Prozent, professionell verwaltet. Fonds spielen dabei eine immer wichtigere Rolle. Zum Jahresende 2003 boten in der Bundesrepublik 299 Investmentgesellschaften 4873 Fonds an, so der Financial-Service-Provider Financial Webworks. Mehr als die Hälfte davon waren Aktienfonds (2573), ein Viertel Rentenfonds (1139) sowie zehn Prozent Mischfonds (506). So genannte Dachfonds (363), deren Vermögen wiederum in andere Fonds investiert wird, Immobilienfonds (24) und Geldmarktfonds (259) fielen relativ gering ins Gewicht. Privatanleger hatten im Juni 2003 rund 798 Milliarden Euro (5069 Euro pro Kopf) in inländische Fonds investiert, so der Bundesverband Investment und Asset Management (BVI). US-Bürger haben demgegenüber rund 21.200 Euro pro Kopf in Fonds investiert.

Die größten Fondsgesellschaften sind oft banknahe Firmen wie die Deutsche-Bank-Tochter DWS Investments, die allein in Deutschland ein Fondsvermögen von 92 Milliarden Euro verwaltet, daneben Activest, Allianz Dresdner Asset Management, Swissca oder die Deka Gruppe.

Vorteil, glaubt Swensen, sondern hat nur hohe Managementkosten und sogar Verlustpotenzial zur Folge. „Die beste Strategie besteht darin, in einen Indexfonds zu investieren und den Markterträgen zu folgen. Anders sieht es bei der Anlage in absolut positive Erträge und private Beiliegungen aus. Hier zählen Informationsvorsprung, kluge Auswahl und Handeln zum richtigen Zeitpunkt. Da ist es aber schon von Vorteil, wenn man sich einen Stab von hausinternen und zugekauften Fachleuten leisten kann, die das Gras wachsen hören.“

Im Zweifel gegen den Wind

Yale war der erste institutionelle Anleger, der Absolute Returns als eigenständige Anlageklasse identifizierte. „Anlass war eine Sitzung unseres Investment-Ausschusses 1989“, erinnert sich Swensen. „Eines der Mitglieder war Parker Gilbert, ehemaliger Verwaltungsratsvorsitzender von Morgan Stanley. Er wies darauf hin, dass wir in unserem US-Aktienportfolio viele Papiere hatten, deren Performance eigentlich nichts mit dem Standard & Poor's 500 zu tun hat.“

Im Oktober 1989 gliederte Yale deswegen zum ersten Mal jene Aktien aus, deren Ertragspotenzial auf zwei Ziele ausgerichtet ist: in relativ kurzer Zeit (zwischen sechs Monaten und einem Jahr) absolut positive Erträge abzuwerfen. Dabei handelt es sich um Papiere in drei Kategorien: erstens solche von Unternehmen, die von einmaligen Ereignissen wie Übernahmeverhandlungen, möglichen Fusionen oder Konkursen profitieren; zweitens Aktien, die aufgrund einer Value-Strategie ausgewählt werden (die also momentan unterbewertet sind und bei denen man darauf setzt, dass der Markt aufwacht und nachzieht); sowie drittens opportunistische Augenblicks-Investitionen, etwa in massiv unterbewertete Aktien, bei denen womöglich die Fundamentaldaten nicht stimmen und bei denen man das damit verbundene erhebliche Risiko nicht absichern kann.

„Die Entscheidung, eine neue Anlageklasse zu schaffen, erschien damals radikal. Wir wagten uns auf absolutes Neuland, aber wir haben es wie bei allen Neuerungen schrittweise implementiert. Man fängt mit fünf Prozent Allokation an, schaut, wie es läuft, und kann die Position dann sukzessive auf zehn, 15 oder 20 Prozent anheben“, erinnert sich Swensen. Mittlerweile hat Yale 25 bis 30 Prozent Absolute-Return-Papiere im Portfolio. „Wer sich Schritt für Schritt auf ein neues Gebiet wagt, kann so mit der Zeit →

ein Portfolio aufbauen, das sich von dem der Konkurrenz fundamental unterscheidet. Das nenne ich individualistisches, konträres Management“, sagt Swensen.

Er hat dafür in seinem Buch einen griffigen Leitsatz: „Im Zweifelsfall gegen den Wind stemmen.“ Rückblickend war die Strategie für das Endowment goldrichtig: In den vergangenen 14 Jahren belief sich der jährliche Ertrag in der Absolute>Returns-Kategorie auf zwölf bis 14 Prozent bei einer Standardabweichung von nur fünf bis sechs Prozent. „Das ist der gleiche Ertrag wie bei Aktien, aber mit einem Drittel der Volatilität. Diese Anlageklasse lässt sich mathematisch kaum mit dem Verhalten von Aktien und Festverzinslichen korrelieren – also genau die Charakteristik, die wir damals im Sinn hatten“, resümiert Swensen.

Laien-Anleger können hier nur zusehen und staunen. Denn wer in diesen Anlageklassen mitspielen will, benötigt ebenso wie bei privaten Beteiligungen aktives Management durch Experten. Swensens Team ist vergleichsweise klein: 20 Fachleute in New Haven – für Harvard arbeiten rund 140 in Boston. „Unsere Portfolio-Management-Strategie erfordert eine Menge Ressourcen, aber wir suchen uns externe Fondsmanager, mit denen wir nach Möglichkeit langfristig zusammenarbeiten. Die Leute in meinem Büro sind vor allem damit beschäftigt, erstklassige Manager zu finden, zu besuchen und zu prüfen, den Kontakt zu halten und sie zu kontrollieren.“

Gute und böse Fehler

Das Yale Investments Office sucht sich aufgrund seiner Gewichtung in alternative Anlageklassen vor allem neue Fonds, um dem Herdentrieb aus dem Weg zu gehen und freie Hand zu haben. „Wir arbeiten mit mindestens 25 bis 30 Fonds, bei denen wir die Rolle des Gründungsinvestors gespielt haben. Wir investieren zunehmend in Start-up-Manager, um bessere Konditionen aushandeln zu können und frühzeitig besseren Zugang zu Deals zu bekommen. Es herrscht große Konkurrenz, um in Fonds mit erstklassigem Management zu investieren. Wenn man zu lange wartet, kann man nicht mehr einsteigen“, erklärt Swensen seine Investitionen in Humankapital. „Wenn man hingegen Geburtshelfer spielt, entsteht gegenseitige Loyalität.“ Im Schnitt hält Yale einem Fondsmanager zwölf bis 13 Jahre die Treue und trennt sich von weniger als zehn Prozent seiner Anlagepartner pro Jahr.

Die Qual der Wahl – Anlageklassen

Die unterschiedlichen Anlagemöglichkeiten werden traditionell in verschiedene Klassen unterteilt. Dabei wiederum unterscheidet man die traditionellen und die alternativen Formen.

Zu den traditionellen Anlageformen gehören Sparbücher und Termingelder, an Börsen gehandelte Aktien und festverzinsliche Wertpapiere wie Unternehmensanleihen und Regierungsschuldverschreibungen.

Aktien unterliegen nicht nur dem Erfolg und den Aussichten des jeweiligen Unternehmens in seiner Branche (den Fundamentals), sondern auch den mitunter irrationalen Bewegungen der Börse, durch die solide Titel deutlich unter ihren wahren Wert fallen können (danach suchen Value-Investoren). Ein sinnvoll konstruiertes Portfolio beinhaltet deshalb auch langfristige Bonds, weil ihre Stabilität den niedrigeren Ertrag wettmacht.

Die zweite große Kategorie bilden alternative Anlageklassen: Private Equity (privates Beteiligungskapital), Sachwerte wie Immobilien oder Schiffsbeteiligungen sowie Absolute-Return-Investments (Investitionen mit absolut positiven Erträgen). Wer in Sachwerte oder Absolute Returns einsteigt, indem er etwa auf ein Ölfeld oder eine Unternehmensfusion setzt, diversifiziert sein Portfolio, denn die Bewegungen dieser Märkte haben wenig

Für Swensen ist das „eine angenehme Beziehungsdauer. Wir investieren sehr viel Zeit und Sorgfalt, bevor wir uns binden – immer in der Hoffnung, dass es lange hält. Aber wenn wir externe Manager feuern müssen, tun wir das ohne Skrupel.“ Insgesamt unterhält Swensens Büro aktive Beziehungen zu mehr als 100 Fondsmanagern – von renommierten Venture-Kapitalisten wie Sequoia Capital oder Benchmark bis hin zu großen Fonds für Standardwerte.

Die gründliche Auswahl der Manager, denen Yale Vermögen anvertraut, ist neben der durchdachten Philosophie eines der Kernkriterien für Anlage-Erfolg, betont Swensen. Bei Immobilien heißt die Zauberformel: Lage! Lage! Lage! Bei Portfolio-Management heißt die Devise: Menschen! Menschen! Menschen!

Swensen verzeiht Fehler, solange die Philosophie stimmt. „Jeder macht Fehler – aber es gibt gute und böse. Ein böser Fehler besteht darin, seine Investitions-Philosophie außer Acht zu lassen. Wenn ich etwa einen Manager habe, der nach dem Value-Ansatz investiert, und er kauft plötzlich eine große Position Google-Aktien, dann widerspricht das der vereinbarten Strategie. Ich feuere Leute für solche falschen Investitionsentscheidungen, aber nicht, weil sie ein Quartal oder ein Jahr lang nicht die Ertragszahlen vorweisen können. Auch wenn die kurzfristigen Zahlen nicht stimmen, kann jemand dennoch eine gute Strategie verfolgen. Man muss nur Geduld haben und sich nicht verrückt machen lassen.“

Unkonventionalität als Erfolgsgeheimnis

In seinem Buch gibt Swensen deswegen als letztes Wort zu bedenken: „Wenn man den Druck verringert, kurzfristig Erfolge vorzuweisen, gibt man Managern die Freiheit, Portfolios zu entwickeln, die jene Gelegenheiten ausschöpfen, die Marktteilnehmer mit kurzem Zeithorizont schaffen.“ Es gilt also, die Ungeduld und den Herdentrieb der anderen auszunutzen. „Wer Manager ermutigt, potenziell peinliche Investitionen zu tätigen, von denen sich andere lieber fern halten, erhöht die Wahrscheinlichkeit, finanziellen Erfolg zu haben.“

Für private oder jene institutionellen Anleger, denen kein Stab von Experten und Fondsmanagern zuarbeit, ist das leicht gesagt, aber schwer getan. Sie sollten sich an ein vorher definiertes Verhältnis von Festverzinslichen, einheimischen und ausländischen Aktien sowie Immobilien halten, rät Swensen. Und: „Niemand braucht einen Investment-Berater.“ →

Hände weg von spekulativen Anlagen – das sind schwer zu verdauende Worte von einem Anlageexperten, der in riskante Hedge-Fonds investiert, externe Experten millionenschwere Wetten auf labile Unternehmenshochzeiten abschließen lässt und in Holz-, Gas- und Öltitel investiert.

Deswegen hat Swensen gerade sein zweites Buch abgeschlossen, das kommenden Sommer erscheinen soll. Während er in seinem ersten Werk detailliert Zeugnis über seine Tätigkeit am Steuerrad eines finanziellen Supertankers ablegt und hofft, dass die grundlegenden Einsichten auch beim individuellen Anleger hängen bleiben, richtet sich der neue Titel explizit an private Anleger am Ruder der kleinen Schiffe, die im Kielwasser der Yales dieser Welt schaukeln, auf Gewinn hoffen, aber allzu oft den Haien zum Opfer fallen. „Unkonventioneller Erfolg. Eine fundamentale Herangehensweise an persönliches Investment“, lautet der Titel des Werks, dessen Manuskript Swensen in einem schwarzen Lederordner mit sich herumträgt.

Auf die Definition von „unkonventionellem Erfolg“ angesprochen, beruft sich der Yale-Manager auf erlesene Vordenker. John Maynard Keynes, den er gern und oft zitiert, lieferte ihm das folgende Prinzip: „Es ist der Reputation zuträglicher, konventionell zu scheitern, als unkonventionell Erfolg zu haben.“ Swensen nimmt seit 20 Jahren eine mögliche Schädigung seines guten Rufes in Kauf. ☒

mit den allgemeinen Trends an der Börse gemein.

Beteiligungen an Risikokapitalfonds sind noch ungewisser, dem hohen Risiko stehen jedoch enorme potenzielle Erträge gegenüber – jüngst zu beobachten bei all jenen Venture-Kapitalfonds-Anteilseignern, die zu den ersten Investoren in Google gehörten.

David F. Swensen: *Pioneering Portfolio Management – An Unconventional Approach to Institutional Investment*. Free Press, 2000; 364 Seiten; 35 Dollar

