

# „DISZIPLIN WIRD SIEGEN“

**INTERVIEW** Finanzguru David Swensen verrät, wie er in der Krise investiert – und welche Chancen sich jetzt Privatanlegern bieten.

**E**r braucht keine laute Stimme, um die Aufmerksamkeit seiner Zuhörer zu gewinnen. Wenn der Mann aus New Haven ans Rednerpult tritt und sanft zu sprechen beginnt, verfällt der ganze Hörsaal in gespanntes Schweigen.

So wie heute in Kristiansand. David Swensen ist der wohl prominenteste Gast, den die Universität des norwegischen Hafenstädtchens je erlebt hat: Eine handverlesene Gruppe aus Bankern, Investmentprofis und Wissenschaftlern lauscht dem Finanzguru aus den Vereinigten Staaten.

Alle im Saal kennen Swensens sagenhafte Performance: Das Stiftungsvermögen der US-Eliteuniversität Yale, das Swensen seit 1985 managt, vermehrte sich von einer Milliarde auf zeitweise 23 Milliarden Dollar. Selbst in den Jahren nach dem Platzen der Internet-Bubble erwirtschaftete der Finanzmanager beachtliche Gewinne. Das Erfolgsrezept seines Yale-Modells: Investments in unkonventionelle Anlageformen wie Hedgefonds, private Beteiligungen, Öl oder Wald.

Es bedurfte schon einer Krise verheerenden Ausmaßes, um dem Swensen-Portfolio nach zwei Jahrzehnten erstmals Schaden zuzufügen: Nach dem Kollaps der Finanzmärkte schrumpfte das Yale-Vermögen – ähnlich wie die Portefeuilles anderer Kaderschmieden wie Harvard – bis Jahresmitte 2009 um 25 Prozent.

Swensens Reputation hat dieser Verlust indes keinen Abbruch getan. Der Finanzprofessor hat Bewunderer rund um den Globus. US-Präsident Barack Obama berief Swensen im Februar in sein Wirtschaftsberaterteam.

Schon seit Jahren mühen sich Vermögensmanager weltweit, den Erfolg des Yale-Investmentdirektors zu kopieren. Den

neuen Rechenschaftsbericht des Swensen-Fonds, der alljährlich im September erscheint, erwarten die Geldmagnaten so sehnsüchtig wie Teenager den nächsten Harry-Potter-Roman. Fest steht: Swensen, der Finanzmagier, hat schon im Alter von 55 Jahren den Status einer Legende. Der renommierte US-Hedgefonds-Manager und frühere Morgan-Stanley-Chefstratege Barton Biggs rühmt ihn als „einen der besten Investoren der Welt“ – und sieht Swensen längst auf Augenhöhe mit einem Mann, dessen Finanzgenie jahrelang als unerreichbar galt: Warren Buffett.

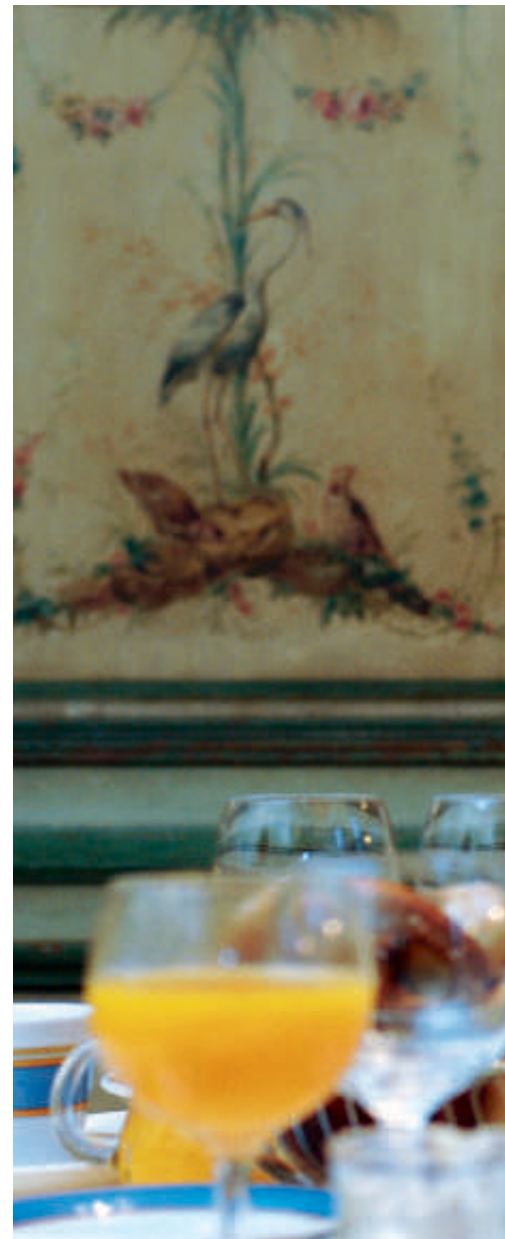
Welche Strategie verfolgt der geheimnisvolle Finanzprofi, der die öffentliche Bühne im Gegensatz zu Buffett scheut? Welche Lehren zieht er aus der Krise? Wie sollten Privatanleger jetzt handeln? Im Interview mit manager magazin steht der Starinvestor Rede und Antwort.

**Herr Swensen, in den vergangenen zehn Jahren schafften Sie eine Durchschnittsrendite von 16 Prozent – bis die Krise hereinbrach. Wird es Ihnen wieder gelingen, an Ihre alten Erfolge anzuknüpfen?**

SWENSEN Wir befinden uns in einer Phase, in der wirtschaftliche Fundamentaldaten nicht mehr so attraktiv sind wie in früheren Jahrzehnten. Deshalb wird es künftig viel schwieriger sein, Renditen in dieser Höhe zu erzielen. Wenn Sie mir weitere 10 oder 20 Jahre geben, werde ich wieder zweistellige Renditen erzielen, vielleicht sogar um die 15 Prozent. Aber die nächsten Jahre dürften schwierig werden.

**Welche Lehren sollten Privatinvestoren aus der Krise ziehen?**

SWENSEN Der größte Fehler individueller Anleger ist ihr asymmetrisches Verhal-



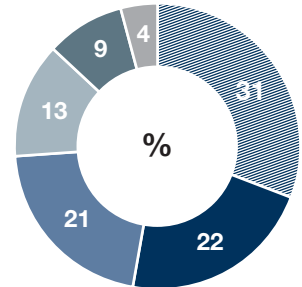
FOTOS: JAN ROEDER

## Der neue Buffett

**Die Person:** David Swensen managt seit 24 Jahren das Stiftungsvermögen der Yale-Universität – derzeit 16 Milliarden Dollar. Zuvor hatte er beim späteren Nobelpreisträger James Tobin über die Bewertung von Unternehmensbonds promoviert und anschließend für die Wall-Street-Banken Salomon Brothers und Lehman Brothers gearbeitet.

**Das Depot:** Vorrangig setzt Swensen auf Anlageformen, die nicht an der Börse gehandelt werden: Hedgefonds, Private Equity und Realwerte wie Wald oder Öl. Kritikern, die seine Strategie zu riskant finden, hält Swensen entgegen: Auf lange Sicht erzielen solche illiquiden Assets die höchsten Renditen.

- ▨ Realwerte (Immobilien, Öl, Wald)
- Private Equity
- Absolute Return (Hedgefonds)
- Internationale Aktien
- US-Aktien
- Anleihen



Stand: Juni 2009.

Grafik: manager magazin Quelle: Yale Investments Office





## Erfolg durch Einfachheit

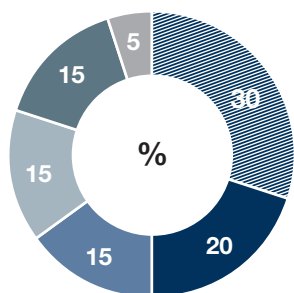
Das Swensen-Depot für Privatanleger

**Der Anlagehorizont:** Jeder Anleger muss laut Swensen zunächst einen Zeitplan für den künftigen Kapitalbedarf erstellen. Je geringer der kurzfristige Kapitalbedarf, desto höhere Risiken kann man in Kauf nehmen – und damit auch größere Renditen einkalkulieren. Bei einer Perspektive von acht bis zehn Jahren sollten Aktien und Immobilien im Depot überwiegen.

**Das Musterportfolio:** Swensen empfiehlt eine Diversifikation, also Verteilung des Vermögens, auf sechs Anlageformen (siehe Grafik unten). Aus Gründen der Risikostreuung sollte keine der Assetklassen einen größeren Anteil als 30 Prozent erhalten. Allerdings ist eine Mindestgewichtung von 5 Prozent notwendig, um spürbare Effekte auf das Gesamtdepot zu gewährleisten.

**Die Assetklassen:** Aktien sollen besonders stark gewichtet werden, da sie das größte Renditepotenzial besitzen. Um Währungsrisiken zu minimieren, erhalten inländische Aktien – im Fall deutscher Anleger: Papiere aus dem Euro-Raum – den Vorzug. Staatsanleihen dienen der Absicherung gegen Deflation, Immobilien und inflationsindexierte Anleihen als Schutz gegen Geldentwertung. Von Unternehmensbonds und Risikoanleihen hingegen rät Swensen Privatanlegern ab – unter anderem wegen der Kreditrisiken und mangelnder Marktliquidität.

- ▨ Inländische Aktien
- Immobilien
- Inländische Staatsanleihen
- Inflationsgeschützte Staatsanleihen
- Aktien entwickelter Märkte
- Schwellenländer-Aktien



ten. Sie sind enthusiastisch im Boom und verzweifelt, wenn die Kurse fallen. Die beste Strategie ist ein klug diversifiziertes Portfolio (siehe Kasten links).

**In der Krise hat die breite Streuung auf verschiedene Anlageformen jedoch wenig genützt. Mit Ausnahme der Staatsanleihen haben alle Anlageklassen an Wert verloren. Kritiker stellen das Konzept der Diversifikation deshalb zunehmend infrage.**

SWENSEN Das ist ein kurzichtiges Argument. Im Angesicht der Krise vermeiden Anleger jegliches Risiko und suchen die Sicherheit der Anleihen. Das führt zu einer Abwertung sämtlicher riskanten Anlageformen und zu einem Aufschwung für Bonds. Aber langfristig werden die Märkte wieder von den Fundamentaldaten getrieben werden, und Diversifizierung wird sich wieder auszahlen.

**Gerade dann, wenn man sie dringend bräuchte – nämlich in der Krise – verpufft also die Wirkung der Risikostreuung. Gibt es keine bessere Alternative?**

SWENSEN Wenn Sie Ihr Portfolio komplett vor Finanzkrisen schützen wollten, müssten Sie unglaublich hohe Opportunitätskosten in Kauf nehmen. Nur Staatsanleihen bieten wirklichen Schutz, doch sie bringen kaum Renditen. Es macht keinen Sinn, eine langfristige Anlagestrategie mit starkem Gewicht auf Staatsanleihen zu verfolgen. In drei bis fünf Jahren werden diejenigen Investoren zu den Siegern gehören, die ihre Diversifikation, ihre Aktienorientierung und ihre Disziplin beibehalten haben.

**Privatanleger sollten also Quoten für die Verteilung ihres Vermögens festlegen – und daran konsequent festhalten?**

SWENSEN Ja. Das verlangt den Kauf von Papieren, die sich zuletzt relativ schlecht entwickelt haben – finanziert durch den Verkauf von Assets, die eine vergleichsweise positive Performance hatten. Eine solche Rebalancing-Strategie (siehe Kasten rechts) verfolgen auch wir. Wir sind sehr darum bemüht, unseren langfristigen Zielen treu zu bleiben.

**Zuletzt haben Sie sich von einigen Ihrer Hedgefonds-Positionen getrennt.**

SWENSEN Das stimmt. Unser sogenanntes Absolute-Return-Portfolio, das

Hedgefonds beinhaltet und Renditen unabhängig von Marktschwankungen erzielen soll, hat vergleichsweise gut abgeschnitten. Es gab zwar auch hier Verluste, aber sie waren wesentlich geringer als die Einbußen, die wir in unserem Portfolio für marktgängige Wertpapiere erlitten haben, und auch deutlich geringer als unsere Verluste mit illiquiden Assets. Die logische Konsequenz ist, dass wir Teile des Absolute-Return-Portfolios verkaufen – und die Erlöse in Anlageformen umschichten, die zuletzt eine relativ schwache Performance gezeigt haben.

**Welche Anlageformen erscheinen Ihnen derzeit besonders attraktiv?**

SWENSEN Ich interessiere mich für günstige notleidende Kreditmarktpapiere – von Unternehmenskrediten bis hin zu hypothekarisch gesicherten Wertpapieren, sogenannten Mortgage Backed Securities. Viele dieser Papiere, die vor anderthalb Jahren zu irrational hohen Preisen gehandelt wurden, notieren nun bei unangemessen niedrigen Kursen. Gerade jetzt in der Krise, da die Kreditmärkte weitgehend ausgetrocknet sind, besteht die Chance außergewöhnlicher Renditen bei solchen illiquiden Anlageformen. Das ist ein Bereich, den wir momentan ausbauen.

**Erwarten Sie auch einen Aufschwung bei außerbörslichen Unternehmensbeteiligungen?**

SWENSEN Bleibt die konjunkturelle Lage schwierig, werden wir weitere Auswirkungen auf unsere Private-Equity-Positionen sehen. Allerdings bin ich davon überzeugt, dass die Zeit für Investitionen in diesen Bereich jetzt gekommen ist. Die Kapitalmärkte funktionieren nicht gut genug, um eine Vielzahl privater Beteiligungen zu ermöglichen. Auch hier gilt: Wer die notwendige Liquidität bieten und solche Deals tätigen kann, hat Chancen auf gewaltige Renditen.

**Ist Private Equity auch ein Thema für Privatinvestoren?**

SWENSEN Privatanleger haben eine schlechte Position, um die besten Fonds auszuwählen. Denn sie haben oft nicht die Zeit und die Fähigkeit, qualitativ hochwertige Investitionsobjekte zu finden. Überdies sind die Angebote, die auch privaten Investoren zur Verfügung stehen, meist von geringerer Qualität.



„Das Deflationsdesaster ist wesentlich unwahrscheinlicher als eine Erholung.“

**Welche Anlageform empfehlen Sie Privatanlegern im Moment? Aktien?**

SWENSEN Ich bin kein Anhänger des Markt-Timings und einer kurzfristigen Jagd nach Performance. Aber es ist sicher richtig, dass sich am Aktienmarkt im Moment attraktivere Gelegenheiten bieten als noch vor 12 oder 18 Monaten. Investoren sollten im Moment jedenfalls optimistischer sein als noch vor anderthalb Jahren. Die generelle Stimmung ist zurzeit alles andere als zuversichtlich, weil Anleger in Abschwungphasen immer zur Verzweigung tendieren. Wer einen angemessen langen Zeithorizont hat, sollte heute wesentlich begeisterter hinsichtlich seiner Aktieninvestments sein, als er es noch vor der Krise war.

**Die Krise offenbart, dass selbst ein Anlagehorizont von zehn Jahren nicht ausreicht, um Investoren vor schmerzhaften Verlusten zu bewahren. Was also verstehen Sie unter einer angemessen langen Perspektive? 20 Jahre? 30 Jahre?**

SWENSEN An den Märkten werden Wahrscheinlichkeiten gehandelt, keine Sicherheiten. Ein angemessen langer Anlagehorizont beträgt fünf bis zehn Jahre. Das bedeutet nicht, dass ein bestimmtes Ereignis danach zwangsläufig eintreten wird. Wer seinem Zeithorizont aber treu bleibt, wird ein wesentlich erfolgreicher Investor sein. Zu kurze Anlagezeit-

räume – Monate, Wochen oder gar Tage – sind zum Misserfolg verdammt.

**Derzeit ziehen viele Privatanleger Staatsanleihen den Aktien vor. Zu Recht?**

SWENSEN Es ist schwer vorstellbar, dass die Staatspapiere in den nächsten fünf bis zehn Jahren interessante Renditen abwerfen werden – sofern sich die Wirtschaft tatsächlich erholt. Falls jedoch ein deflationäres Umfeld entsteht, wären Staatsanleihen sicherlich der profitabelste Teil des Portfolios.

**Glauben Sie an dieses Szenario?**

SWENSEN Das Deflationsdesaster hat eine deutlich geringere Wahrscheinlichkeit als das Szenario einer konjunkturellen Erholung. Im wahrscheinlicheren Fall der Genesung wären lang laufende Staatsanleihen – auf Basis heutiger Renditen – nicht interessant.

**Befürchten Sie eine Inflation?**

SWENSEN Investoren sollten sich darüber durchaus Gedanken machen. Wir versuchen, die Wirtschaft mit gewaltigen Konjunkturpaketen und einer massiven Geldschwemme wiederzubeleben. Es wird sehr schwierig sein, diese Gelder wieder aus dem Markt zu ziehen und Inflation zu vermeiden. Deshalb sollte jeder Anleger inflationsgeschützte Anleihen in seinem Portfolio halten.

## Balance im Depot

Strategien für mehr Stabilität

**Das Vorgehen:** Um die Gewichte der verschiedenen Anlageklassen im Portfolio konstant zu halten, empfiehlt David Swensen regelmäßige Portfoliokontrollen – beispielsweise zweimal pro Jahr. Haben sich etwa Staatsanleihen vergleichsweise gut entwickelt, sollten diese verkauft werden. Den daraus entstehenden Erlös sollten Anleger dem Investmentguru zufolge in Assets investieren, die in der jüngeren Vergangenheit weniger erfolgreich waren – beispielsweise Aktien.

**Der Vorteil:** Regelmäßige Umschichtungen verhindern, dass die Gewichtungen in den Portfolios mit dem Markt schwanken – und herbe Verluste entstehen, sobald eine zuletzt starke Assetklasse plötzlich einbricht. Außerdem kaufen Anleger immer diejenigen Anlageformen, deren Preise gerade günstig sind, und verkaufen Papiere, die einen relativ hohen Level erreicht haben.

**Die Bedingung:** In Boomphasen verlangt die sogenannte Rebalancing-Strategie, sich von Gewinnbringern frühzeitig zu trennen – und damit womöglich einen weiteren Aufschwung zu verpassen. In Krisenzeiten müssen Anleger bereit sein, leistungsschwache Papiere zu kaufen. Die Swensen-Strategie verlangt also ein Höchstmaß an Selbstbeherrschung: In extremen Marktsituationen, so Swensen, müssten Anleger „ungewöhnliche Entschlusskraft und Stärke beweisen“.

**Die Anhänger:** Viele Vermögensverwalter und Fondsmanager wenden ähnliche Strategien an. „Das Rebalancing zwingt zur Disziplin“, sagt etwa der renommierte Vermögensverwalter Peter Huber, „und führt damit automatisch zum Börsenerfolg.“ Der Mannheimer Finanzprofessor Martin Weber legte im Oktober einen eigenen Fonds auf, der diverse Anlagemärkte mit ETFs abbildet – und bringt die Investments regelmäßig wieder ins ursprüngliche Gleichgewicht. Bisher mit Erfolg: Trotz globalen Markteinbruchs fiel der Fonds nie unter 80 Prozent seines Werts – und steht inzwischen sogar im Plus.

**Viele Privatanleger vertrauen bei der Geldanlage auf Investmentfonds. Die meisten dieser Vehikel sind jedoch nicht in der Lage, den Markt zu schlagen. Sind Fonds ein Auslaufmodell?**

SWENSEN Nein, aktiv gemanagte Fonds werden so schnell nicht von der Bildfläche verschwinden. Die Marketingmaschinerie der Fondsindustrie ermutigt die Anleger auch weiterhin, das „Schlag den Markt“-Spiel zu spielen. Es gibt nur wenige Stimmen, die warnen: Moment mal, diese aktiv gemanagten Produkte schaden dem finanziellen Wohlbefinden der Investoren! Anleger werden auch künftig auf die Reize der Fondsindustrie reagieren, denn sie lieben den Gedanken, man könne den Markt schlagen. Dabei können sie dieses Spiel nicht gewinnen. Denn mit ihren Gebühren drosseln die Fondsmanager die Renditen der Investoren erheblich.

**Wie investieren Sie denn Ihr privates Vermögen?**

SWENSEN Diese Frage pflege ich nicht zu beantworten. Aber ich habe ein Buch über private Geldanlage geschrieben – „Erfolgreich investieren“. Sie können davon ausgehen, dass ich meine Assets in ähnlicher Art und Weise manage, wie ich es auch anderen Anlegern empfehle. Jedenfalls habe ich keinen Zugang zu den Anlageformen, in die das Yale Investments Office investiert. Grundsätzlich betrachte ich börsengehandelte Indexfonds – sogenannte ETFs – als qualitativ hochwertige und preiswerte Möglichkeit, sich an allen möglichen Anlagemärkten zu beteiligen (siehe Kasten rechts).

**Wie stehen Sie dazu, dass die Finanzindustrie auch bei den ETFs inzwischen verstärkt teurere und komplexere Produkte kreiert?**

SWENSEN Ich habe in meinem Buch darauf hingewiesen, dass die Wall Street auch ETFs pervertieren würde, sobald sie die breite Masse erreichen würden. Und genau das ist jetzt passiert. Man muss sich die Mandate der jeweiligen Fonds sehr genau ansehen, denn diese werden immer spezialisierter. Damit werden die Produkte volatiler und folglich geradezu gefährlich für Privatinvestoren. Man muss sich auch die Kostenstrukturen der Indexfonds sehr genau ansehen, denn sie sind teurer geworden.

**Können Sie ein Beispiel nennen?**

SWENSEN Inzwischen kommen sogar aktiv gemanagte ETFs in Mode. Meines Erachtens ist das ein Widerspruch in sich. Eine weitere Perversion dessen, was ich – in seiner ursprünglichen Form – eigentlich als ein ziemlich gutes Anlageprodukt betrachte.

**Sie haben in der Vergangenheit auch häufig Kritik an sogenannten Dachfonds geübt, die in diverse Zielfonds investieren. Warum?**

SWENSEN An Dachfonds stört mich, dass sie den Fluss ignoranten Kapitals fördern. Wer in einen Dachfonds investiert, hat keine Ahnung, wo sein Geld letztlich landet. Ohne solche Konstrukte hätte das Schneeballsystem eines Bernard Madoff niemals das Ausmaß erreicht, das es letztlich hatte. Ein Schneeballsystem wäre auf diejenigen Kunden beschränkt geblieben, zu denen der Betreiber direkten Kontakt hatte. Aber tatsächlich wurde das System mitunter indirekt von Dachfonds gespeist.

**Dabei funktioniert Ihr Yale-Modell doch nach dem gleichen Schema – auch Sie investieren in verschiedene Zielfondportfolios.**

SWENSEN Das Grundproblem der Dachfonds besteht darin, dass die beteiligten Marktteilnehmer in Bereiche investieren, die sie nicht verstehen. Märkte funktionieren viel besser, wenn Investoren ihre Märkte wirklich kennen und verstehen. Wir arbeiten mit den von uns ausgewählten Investmentmanagern direkt zusammen und verstehen ihr Handeln. Insofern sehe ich keinerlei Parallele zwischen einem Dachfonds und dem Yale Investments Office. Wir sind das genaue Gegenteil.

**Herr Swensen, Sie dienen der Yale University, obwohl Sie an der Wall Street ein Vielfaches verdienen könnten. Wie ist das zu erklären?**

SWENSEN Man sollte einen Menschen nicht am Umfang seines Vermögens messen. Ich will die Mission der Universität unterstützen, die eine unglaublich große Bedeutung für die ganze Welt hat. Yale ist eines der großartigsten Ausbildungsinstitute weltweit. Für eine derart wichtige und einflussreiche Einrichtung zu arbeiten ist ein Privileg. ♦

Das Interview führte mm-Redakteur Simon Hage.

## Passiv statt aktiv

Indexfonds für Privatanleger

**Das Anlagevehikel:** Anlageguru David Swensen empfiehlt, in börsengehandelte Indexfonds (sogenannte ETFs) zu investieren. Diese bilden Indizes aller möglichen Regionen und Assetklassen ab – egal ob Bundesanleihen, Immobilien oder Schwellenländer-Aktien.

**Der Vorteil:** Da Indexfonds nur passiv gemanagt werden, sind die Gebühren meist deutlich niedriger als bei aktiv gesteuerten Produkten. Beispiel: Während ETFs, die den europäischen Aktienmarkt abbilden, in der Regel höchstens 0,35 Prozent des investierten Geldes pro Jahr einbehalten, hat der beliebte Fidelity European Growth Fund – ein aktiv gemanagter Europa-Fonds – eine Gesamtkostenquote von fast 2 Prozent. Die Gebühren zehren an der Rendite: In den vergangenen zwölf Monaten hat der Fidelity-Fonds etwa 5 Prozent schlechter abgeschnitten als der Markt.

**Das Risiko:** Zuletzt kamen immer mehr stark spezialisierte Indexfonds auf den Markt. Der iShares S&P Listed Private Equity beispielsweise bildet keinen breiten Markt ab, sondern konzentriert sich auf die 25 weltgrößten Private-Equity-Unternehmen – Finanzinvestoren wie die 3i Group, Blackstone oder Fortress. Mit einer Gesamtkostenquote von 0,75 Prozent erreicht der Fonds schon fast das Preisniveau eines aktiv gemanagten Produkts.

**Die Auswahlkriterien:** Privatanleger sollten Indexfonds auswählen, die gängige und breite Marktindizes abbilden – etwa das europäische Börsenbarometer EuroStoxx. Produkte mit engem Fokus oder spekulativem Ansatz eignen sich allenfalls für Profis: etwa sogenannte Leverage-ETFs, die im Boom die Gewinne hebeln, in der Baisse aber auch die Verluste überproportional steigern. Ein weiteres K.-o.-Kriterium: Bei Kostenquoten von nahezu einem Prozent sollten sich Anleger überlegen, ob dies einem passiv gemanagten Produkt noch angemessen ist. Ausnahme: Schwellenländer-Fonds sind etwas teurer, weil die ETF-Anbieter dafür höhere Gebühren zahlen müssen.