

Matthew Tuttle

**Die unschlagbaren Investmentstrategien von  
Harvard und Yale**

FinanzBuch Verlag

© des Titels »Die unschlagbaren Investmentstrategien von Harvard und Yale«  
(ISBN 978-3-89879-556-2)  
2010 by FinanzBuch Verlag GmbH, München  
Nähere Informationen unter: <http://www.finanzbuchverlag.de>

## ERSTER TEIL

---

# INVESTMENT 101

### **Eine Einführung in die Anlagephilosophie der Stiftungen**

Bevor wir uns damit befassen, wie Privatanleger ihr Geld ähnlich wie die Stiftungen anlegen können, müssen wir uns mit dem gegenwärtigen Marktumfeld und dessen Implikationen für die Anleger beschäftigen (Kapitel 1). In Kapitel 2 gehen wir der Frage nach, warum die Anleger immer wieder bestimmte Fehler machen und wie sie diese vermeiden können. In Kapitel 3 werden die Voraussetzungen erläutert, die erforderlich sind, um ein »stiftungsähnliches« Portfolio aufzubauen. In Kapitel 4 behandeln wir die zwei Arten von Fonds- und Vermögensverwaltern, derer sich die Universitätsstiftungen bedienen. In Kapitel 5 stellen wir die Portfolio-Theorie der Stiftungen vor, und in Kapitel 6 zeigen wir Ihnen, wie die Stiftungen in der Vergangenheit den Markt geschlagen haben.



# KAPITEL 1

## DAS GEGENWÄRTIGE MARKTUMFELD UND DIE NOTWENDIGKEIT NEUEN DENKENS

Als ich dieses Kapitel schreibe, ist das Jahr 2008 schon fast vorüber – Gott sei Dank! In diesem Jahr wurden die Karten im Investmentgeschäft neu gemischt, denn die drei maßgeblichen Anlagestrategien – Kaufen und Liegenlassen, herkömmliche Asset-Allokation und Indexnachbildung – haben sich entweder als untauglich erwiesen oder sind ins Taumeln geraten. Jahrelang hat man den Anlegern erzählt, sie müssten solide Aktien kaufen und einfach nur lange Zeit halten, denn Firmen wie Bear Stearns, Lehman Brothers, Fannie Mae, Freddie Mac, Wachovia, GM und dergleichen würden niemals pleitegehen. Nach den Ereignissen von 2008 kann man das heute nicht mehr behaupten. In der traditionellen Asset-Allokation sollen die Anleger ihr Geld auf die Aktien von kleinen, mittleren und großen Unternehmen und Anleihen verteilen, weil ihnen dies einen gewissen Schutz bietet, wenn ein Aktiensegment fällt, weil dafür, wie man hoffte, ein anderes steigen würde. Im Jahr 2008 aber gab es keine sicheren Häfen mehr, alles fiel. Ein diversifiziertes Portfolio konnte den Absturz vielleicht ein wenig bremsen, dennoch hätte man damit große Verluste erlitten. Die Verfechter der Indexfonds verweisen immer darauf, dass die meisten Manager von aktiv verwalteten Fonds den Index, der ihnen als Messlatte dient, nicht übertreffen, so dass die Anleger besser Indexfonds kaufen sollten. Am Tiefpunkt im November 2008 jedoch hätte ein Anleger, der vor zehn Jahren einen Indexfonds erworben hätte, ein negatives Ergebnis in Bezug auf diesen

Zehnjahreszeitraum erzielt. Ich habe meinen Kunden immer gesagt, dass ich nicht weiß, wohin sich der Markt entwickeln wird, aber dass eine gute Chance besteht, dass die Kurse in den nächsten zehn Jahren steigen werden, weil es seit der Depression in den 1930er-Jahren erst zwei negative Zehnjahresperioden gegeben hat. Diese Aussage kann ich nicht länger aufrechterhalten.

Was ist geschehen?

Wir alle erinnern uns wahrscheinlich noch an den Crash in den Jahren 2000 bis 2002, aber danach liefen die Börsen bis zum Sommer 2007 allgemein sehr gut. Dann traten Anzeichen dafür auf, dass es Probleme geben würde mit den Hypothekenkrediten von Leuten mit eher zweifelhafter Kreditwürdigkeit, den sogenannten Subprime-Krediten. Da diese Kredite nur einen kleinen Teil des gesamten Hypothekenmarktes ausmachten, glaubten die meisten, dass diese Probleme keine allzu großen Auswirkungen auf andere Bereiche haben würden. Sie irrten sich. Als einige Hedge-Fonds von Bear Stearns, die in das Subprime-Segment investiert hatten, Schiffbruch erlitten, begannen sich die Leute Sorgen zu machen. Wie immer eilte die amerikanische Notenbank zu Hilfe und senkte die Zinsen. Dies führte zu einer starken Rallye am Aktienmarkt, die bis zum 9. Oktober 2007 dauerte. Mittlerweile, zum Zeitpunkt der Abfassung dieses Buches (2008), ist der Markt um fast 20 Prozent gefallen; Bear Stearns und Lehman Brothers sind bankrott; Fannie Mae, Freddie Mac und AIG mussten von der Regierung gerettet werden, und Washington Mutual ist untergegangen. Was ist hier passiert, und war das nur das Vorspiel für etwas viel Schlimmeres, das uns noch erwartet?

Nach dem 9. Oktober 2007 wurde klar, dass das Subprime-Debakel eine viel größere Dimension hatte, als man allgemein annahm. Die Hypothekenbanken vergaben wahllos Kredite an Leute, die meist über keinerlei Eigenkapital verfügten. Die Immobilieninvestoren gingen davon aus, dass die Häuserpreise endlos steigen würden, und begannen immer mehr mit Fremdkapital zu arbeiten. Die Finanzzeitschriften waren voll mit Artikeln über Leute, die durch den Handel mit Immobilien Unsummen verdienten, indem sie sie mit einem

Subprime-Kredit und ohne jegliche Eigenmittel kauften und kurze Zeit später wieder mit Gewinn abstießen. Unterdessen verkauften die Banken, die diese Kredite ausreichten, sie an Wall-Street-Firmen, die sie in Anleihen verpackten und an institutionelle Anleger weiterverkauften. Irgendwie brachten die Wall-Street-Banken die Rating-agenturen dazu, diesen Papieren eine hohe Bonität zu bescheinigen (und damit ein geringes Ausfallrisiko). Aufgrund der Kombination von hoher Bonität und hoher Verzinsung herrschte kein Mangel an Käufern. Viele Wall-Street-Banken und andere Investoren setzten zusätzlich den Hebel an, indem sie sich kurzfristig Geld liehen und große Mengen dieser verpackten Subprime-Schulden kauften. Alles lief toll, bis diesem Geschäftsmodell der Boden entzogen wurde.

Die Immobilienpreise konnten nicht ewig steigen, und das taten sie auch nicht. Sie begannen zu sinken, wodurch das Subprime-Segment beträchtlich unter Druck geriet, weil immer mehr Leute mit ihren Häusern oder Anlageimmobilien überschuldet waren. Zudem stellte sich heraus, dass es keine gute Idee gewesen war, Vollfinanzierungen an Leute zu vergeben, die nie imstande sein würden, diese Darlehen zurückzuzahlen. Als sich diese ersten Risse zeigten, setzte eine Kettenreaktion ein. Unternehmen, die Geld aufgenommen hatten, um Subprime-Kredite zu kaufen, sahen, dass der Wert ihrer Papiere sank. Dies veranlasste die Banken, von denen viele in diese Konstrukte investiert hatten, die Kredite fällig zu stellen. Um sie zurückzahlen zu können, mussten die Investoren einen Teil dieser Papiere verkaufen, aber es gab keine Abnehmer mehr für Subprime-Kredite. So gingen viele dieser Unternehmen unter, oder sie begannen Dinge zu verkaufen, für die sich noch Käufer finden ließen, etwa Qualitätsaktien. Dadurch wurde der Aktienmarkt nach unten gezogen, da viele Hedge-Fonds in Aktien minderer Qualität auf fallende Kurse gesetzt hatten, in den Qualitätsaktien aber, die von den anderen Marktteilnehmern auf den Markt geworfen wurden, auf steigende Notierungen gewettet hatten. Auch diese Fonds arbeiteten mit Fremdkapital und sahen sich gezwungen, die Aktien minderer Qualität zurückzukaufen und die Qualitätsaktien zu verkaufen, was die Situation weiter verschärfte. Es stellte sich heraus, dass die meisten Manager dieser Hedge-Fonds, die Long/Short-Strategien verfolgten, entweder für

Goldman Sachs arbeiteten oder dieselben quantitativen Filter wie Goldman Sachs benutzten. Das bedeutete, dass alle in denselben Aktien long und in denselben Werten short positioniert waren. Als einer dieser Fonds in Schwierigkeiten geriet, riss er alle anderen mit. Darüber hinaus waren die meisten Banken und Brokerfirmen bis über die Ohren in Subprime-Derivaten investiert und gerieten immer mehr in Schieflage. Dies führte schließlich 2008 zum Zusammenbruch von Bear Stearns.

Während dieser Vorgänge schoss auch noch der Ölpreis nach oben. Das ist niemals gut für die Wirtschaft, da wir Erdöl für unsere Autos benötigen und die meisten Branchen auf Erdöl angewiesen sind, um ihre Fabriken betreiben und ihre Güter transportieren zu können. Das wirkte sich auch auf die Verbraucher aus und trieb die Preise für nahezu alle Produkte in die Höhe. Um den durch die Subprime-Kredite hervorgerufenen Problemen zu begegnen, begann die US-Notenbank die Zinsen zu senken, was ihr wichtigstes Mittel zur Bekämpfung eines Konjunkturabschwungs ist. Niedrigere Zinsen jedoch schwächten den Dollar, denn das Kapital fließt in jene Länder, die die höchsten Zinsen bieten. Da Erdöl in Dollar abgerechnet wird, förderte dies den Ölpreisanstieg zusätzlich. Und als wir dann glaubten, die Natur dieser Krise endlich verstanden zu haben, und meinten, dass es nicht mehr schlimmer werden könne, trat genau das ein. Die Rohstoffe, die bisher gestiegen waren, stürzten ab. Da die Rohstoffe die einzige Anlageklasse gewesen waren, die in diesem Zeitraum gut gelaufen war, hatten die Hedge-Fonds stark in diesen Bereich investiert, was vielen von ihnen nun den Garaus machte, was wiederum den Aktienmarkt weiter unter Druck brachte. Der Oktober und der November 2008 waren schreckliche Monate für die Börse. Dieser letzte Stoß setzte auch den großen Universitätsstiftungen zu und bescherte ihnen schwere Verluste.

## **Bernie Madoff**

Gerade als wir dachten, nun könne es nicht mehr schlimmer werden, erlebten wir den Skandal um Bernie Madoff, das größte Ponzi-Sche-

ma der Geschichte. Madoff verwaltete Gelder in Höhe von 17 Milliarden Dollar (so glaubte man) und war in der Lage, Jahr für Jahr dauerhaft Gewinne zu erwirtschaften. In Wirklichkeit verwendete er das Geld neuer Anleger, um den alten Anlegern Gewinne auszuzahlen, das klassische Ponzi-Schema. Madoffs Fonds war zwar kein Hedge-Fonds, dennoch investierten Dach-Hedge-Fonds riesige Beträge in seine Firma. In diesem Buch behandle ich auch Hedge-Fonds und Dach-Hedge-Fonds und empfehle sie bestimmten Anlegern. Durch den Madoff-Skandal und die Pleiten all der anderen Hedge-Fonds wird diese Strategie nicht hinfällig, aber sie müssen einer sorgfältigen Überprüfung unterzogen werden. Aus dem Fall Madoff kann man einige sehr nützliche Lehren ziehen. Es gab viele Warnsignale, die erfahrene Anleger hätten wahrnehmen müssen, aber einige Vorkommnisse hätten auch Privatanlegern zu denken geben können. Mein Unternehmen verwaltet auch Kundengelder. Wenn ich für das Depot eines Kunden eine Aktie kaufen will, rufe ich bei Fidelity Investments an, die das Wertpapier erwerben und es in das Depot des Kunden einbuchen, das bei Fidelity geführt wird. Dann schickt Fidelity dem Kunden eine Bestätigung über den Kauf der Aktie, und am Ende des Monats erhält der Kunde von Fidelity einen Depotauszug, aus dem hervorgeht, wie viel sein Depot wert ist und welche Papiere es enthält. Wenn Bernie Madoff für ein Kundendepot eine Aktie kaufen wollte, beauftragte er Bernie Madoff, das Geschäft abzuwickeln. Bernie Madoff vollzog die Transaktion im Kundendepot, das bei Bernie Madoff geführt wurde. Dann schickte Bernie Madoff dem Kunden eine Bestätigung über den Kauf, und am Monatsende erhielt der Kunde einen Kontoauszug von Bernie Madoff, in dem der Wert seines Depots angegeben war. Wenn Sie den Eindruck haben, dass in dieser Kette zu viele Bernie Madoffs vorkommen, dann haben Sie recht. Es gab keine unabhängige dritte Partei, die eine Warnflagge hätte hochhalten können. Hedge-Fonds und Dachfonds sind nach wie vor wichtige und sinnvolle Anlageformen, und wie bei allen anderen Anlagentypen gibt es auch hier gute und schlechte. Wenn Sie nicht über die Kenntnisse oder die Erfahrung verfügen, um die einen von den anderen zu unterscheiden, oder keinen Berater haben, dem Sie vertrauen und der Ihnen helfen kann, dann lassen Sie besser die Finger davon.

## Die Konsequenzen unserer Handlungen

Nun stellt sich die Frage, ob die Ereignisse der Jahre 2007 und 2008 nur isolierte Vorfälle waren, die sich von selbst korrigieren werden, so dass man anschließend wieder zu »business as usual« zurückkehren kann? Oder ist dies nur die Fortsetzung einer sich schon länger vollziehenden Entwicklung, die am Ende unsere Märkte grundlegend verändern wird? Leider muss ich eher letzteres annehmen. Ich weiß, was Sie jetzt vielleicht denken. Sie haben schon öfter gehört, dass sich die Dinge grundlegend geändert haben, und dann ist doch alles wieder zur Normalität zurückgekehrt. In der Technologieblase Ende der 1990er-Jahre hat man Ihnen erzählt, dass Unternehmen kein Geld verdienen müssen, und Sie haben erlebt, dass Internetfirmen, die keinerlei Aussicht besaßen, jemals Gewinne zu erzielen, in kurzer Zeit mehr Börsenwert auf die Waage brachten als große, etablierte Firmen. Vor einigen Jahren erzählte mir ein Immobilienmakler aus Greenwich in Connecticut, dass die Hauspreise in Greenwich aufgrund der großen Universitäten, der niedrigen Steuern und der Nähe zu New York niemals fallen würden. Solche Aussagen hat man schon öfter gehört, dieses Mal aber haben sie einen etwas anderen Klang.

Seit vielen Jahren leben wir mit einem globalen Ungleichgewicht:

- Die US-amerikanischen Verbraucher kaufen Produkte, die in Asien hergestellt wurden, und Benzin aus dem Nahen Osten.
- Um diesen Konsum zu finanzieren, verschulden sich die US-amerikanischen Verbraucher mittels ihrer Kreditkarten und über Immobilienkredite.
- Diese Darlehen werden an der Wall Street als Anleihen verpackt und in dieselben Länder in Asien und im Nahen Osten verkauft, so dass diese die Einnahmen aus ihren Verkäufen an die US-Verbraucher wieder anlegen können.

Das funktionierte alles prächtig. Wir schickten Geld ins Ausland, das wieder zurückkam und unsere Märkte stabilisierte. Doch dies hatte vielfältige Auswirkungen auf die Weltwirtschaft: