

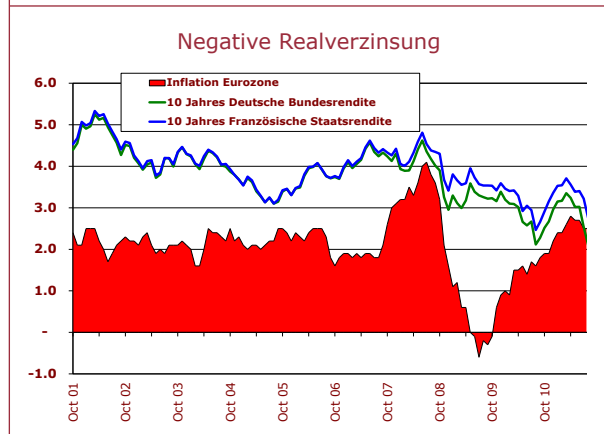
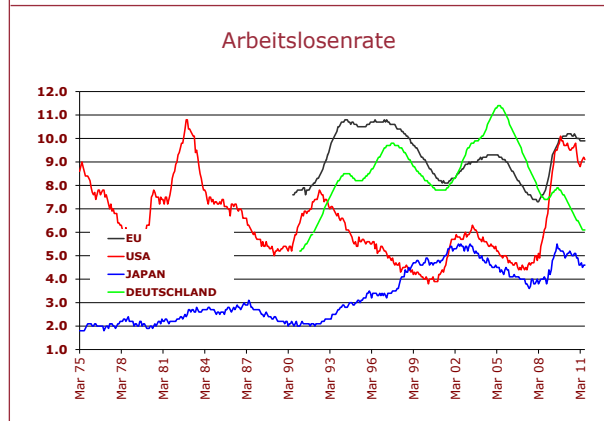
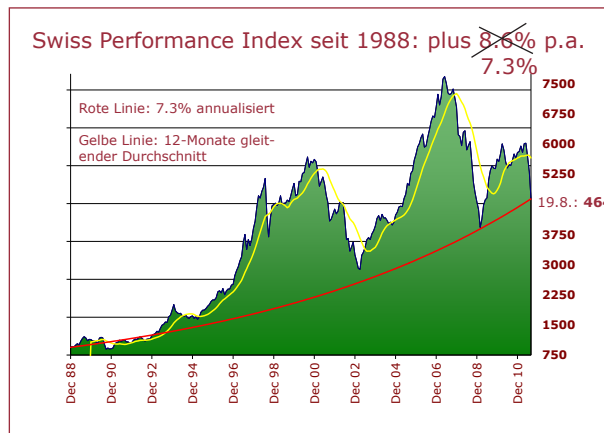
## Die "WIE" Frage, und hat sie getaugt?

Die Marktstrategie von Ende Juni beendeten wir mit folgendem Satz: „Die praktische Konsequenz ist, dass in den Kundendepots die Währungen weiterhin grösstenteils und Aktienanlagen seit ein paar Tagen teilweise abgesichert sind.“

Seit Freitag, 19. August, sind die Aktienabsicherungen geschlossen. Falls der Markt weiter fällt, werden neue, kleinere Absicherungen etwas unterhalb dem gegenwärtigen Niveau aktiviert. Wir beurteilen die **Volatilität** an den Finanzmärkten, wie auch die beschleunigende parabolische Entwicklung des Goldpreises, als **Resultat zunehmender Panikmache**. Die Verschuldungsprobleme haben sich in den letzten Wochen nicht verschlimmert, und die wirtschaftliche Verflachung wurde bereits im Frühsommer signalisiert. Wie Daumier bereits 1856 erkannte (Siehe letzte Seite), gilt es in einer solchen Phase einen ruhigen Kopf zu bewahren.

Im folgenden Bericht widmen wir uns einigen „W“ Fragen. Fragen, die geholfen haben, die Performance der letzten Wochen zu verbessern.

Bei Gesprächen mit Bekannten und Fremden landet man als Vermögensverwalter fast immer beim Thema Börse. Auf die Fragen „**WO** kann ich Geld verdienen“, „**WAS** soll ich kaufen“, oder, „**WAS** denkst Du über die Aktie „Widget“, werde ich meist vorsichtig. Ein Tip ist immer unbefriedigend. Ist er richtig, kommt der Fragende wieder zurück für den nächsten Tip, und ist er falsch, na, dann kocht ein Vermögensverwalter eben auch nur mit Wasser. Wieso also einem Vermögensverwalter Kapital zur



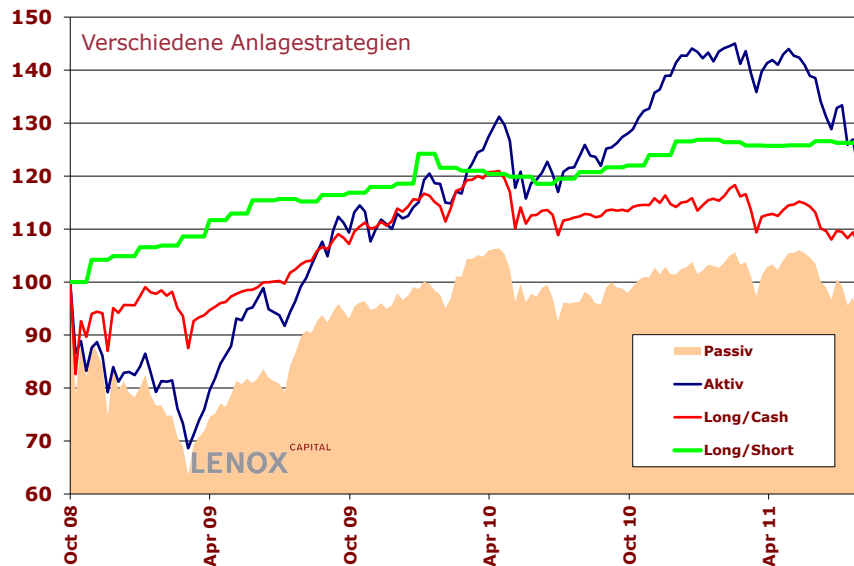
Verwaltung geben. Man kann es ja selbst tun. So stellt sich immer wieder die Frage, ob langfristige Laienresultate tatsächlich jene professioneller Vermögensverwalter übertreffen?

Unsere Depotanalysen zeigen meistens, dass dem so nicht ist. Die letzten Wochen haben das wiederum bekräftigt. Grund dafür ist, dass Investoren zwar genügend Überlegungen tätigen und Empfehlungen erhalten, um ein Depot zusammenstellen zu können. Jedoch sind dann die Depots aufgebaut auf die Fragen: In **WAS** investieren oder **WO** kann ich Geld verdienen. Kaum ein Laienanleger fragt das Wichtigste: **WIE** verhalten sich die einzelnen Titel in der Gesamtheit in einem Depot?

Wäre ein Depot, welches Nestlé, L'Oréal, Roche, Novartis, Holcim, Siemens, Telefonica, Daimler, HSBC, JPMorgan, Repsol, Royal Dutch, Colgate und Apple hält, ein gutes Depot? Ja, vielleicht. Es ist genügend diversifiziert, es sind solide, etablierte Firmen mit Geschäftsmodellen, die mehrheitlich gut laufen. **Aber nur die Frage: „WIE ist das Depot zusammengestellt“, führt unseres Erachtens zum langfristigen Erfolg.** Und auf diese Frage wird, wiederum unseres Erachtens, von Laienanlegern und professionellen Verwaltern mit Interessenkonflikten kaum eingegangen. Die offensichtlichen Fragen der Diversifikation im obigen Aktienbeispiel sind: Währungsrisiken, Entwicklungsländerexposition, Erbschafts- und Klumpenrisiken. Und was ist mit dem Rest von einem Depot, also die verbliebenen Kleinbestände der durch eine Baisse zerschlagenen früheren Topfirmen wie UBS, Dell oder Nokia? Ja, man hofft... **Die Diversifikation ist also nicht einfach eine Frage der genügenden Anzahl von Werten.**

**Ein professioneller Vermögensverwalter befasst sich ebenso viel mit dem WIE als auch mit dem WAS oder WO. WIE gestalte ich ein Depot? Die Diversifikation spielt erst richtig, wenn die Korrelationen der Einzelwerte erkannt und Risiken aufgedeckt werden.**

Wir verwalten verschiedene **Aktienmandate mit einer Aktienquote von 100%. Bei einem ist die**



**Performance fürs 2011 im Moment bei -4.5% (Depot A) und ein anderes zeigt ein Minus von -8.7% (Depot B).** Dies bei Märkten, die 20% bis 25% an Wert verloren haben seit Jahresbeginn. Das Depot A wurde als Ergänzung zu Einzelanlagen erstellt, und ist mit einem hohen Anteil von alternativen Anlagen bestückt. Das Depot B ist breit und global diversifiziert. **Einzig und allein die Frage des „WIE wurden die Depots zusammengestellt“ begründet die unterschiedliche Performance.**

Da wir bei Lenox eine Fondsstrategie verfolgen, hilft die Graphik links oben zu erklären, wie das „WIE“ in der Praxis aussieht: Die Performance des Schweizer Aktienmarkt ist als oranger Block dargestellt. Das Depot B hält ca. 10% in zwei passiven Fonds, welche den Schweizer Markt abbilden. Alternative Aktienanlagen entsprechen ca. 14% vom Depot. Das Depot A hingegen hält rund 31% in alternativen Aktienanlagen und ist nicht passiv investiert. Ein alternativer Aktienfonds ist in der Graphik mit der grünen Linie repräsentiert. Die blaue Linie steht für einen traditionellen Aktienfonds für mittlere und kleine Schweizer Firmen, während die rote Linie die Performance eines Managers aufzeigt, welcher die Positionen mit dem Schreiben von Optionen absichert.

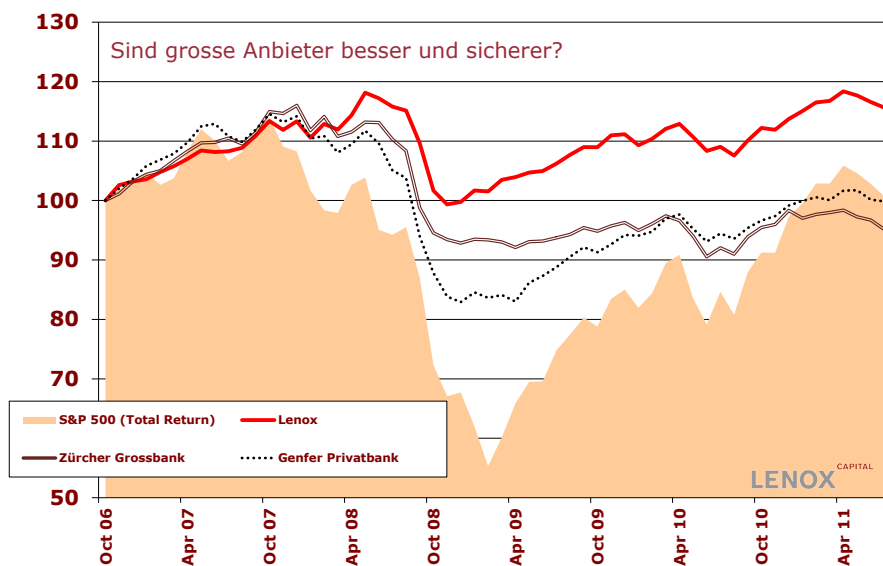
Eine Strategiekombination hilft (fast) immer, die Depotvolatilität zu senken. **Nur weil passive Anlagen kostengünstig sind, oder teure alternative Anlagen eine stetigere Performance aufzeigen, würden wir nie das Eine über das Andere stellen.** Unser Dogma ist es, weder der einen noch der anderen Theorie blindlings zu folgen. **Beide haben ihre Daseinsberechtigung in einem gut gestalteten Depot.**

**Mit einer solch gezielter Diversifikation auf globaler Basis, einer langjährigen Tradition der Währungsabsicherung und einer via Put Optionen reduzierten Aktienexposure, wurden in den letzten Wochen die Wertebussen der Kundendepots stark eingeschränkt.**

Können Vermögensverwalter von grossen Finanzinstituten, die mehr und mehr von internen Kontrollen beherrscht werden, eine solch diversifizierte Strategie für eine langfristige Anlage in Aktien und Obligationen auch anbieten? Wir bezweifeln es, und Depotbeispiele zeigen, dass es leider so ist.

**Grosse Anbieter offerieren Produkte, die nicht aufeinander abgestimmt sind,** weil die einzelnen Produkte von autonomen Profitcentern innerhalb des Instituts erstellt werden. **Es gibt keine Koordination, die zuletzt dem Kunden dienlich wäre.**

Erzeugen die Produkte grosser Institute wenigstens eine überdurchschnittlich gute Performance, ist also die Frage. Sind die grossen Löhne und Boni berechtigt? Ist es tatsächlich sicherer, ein Depot von Portfoliomanagern einer grossen Bank verwalten zu lassen anstatt von einem kleinen Vermögensverwalter (**wo**



**das Vermögen ja auch in einem vom Kunden kontrollierten Bankdepot liegt)?** Was für eine Tradition haben grosse Institute überhaupt noch, wenn das Top Management und mit ihnen die Portfolio Manager dauernd ändern, Strategien entsprechend verworfen und neu gemacht werden mit jedem Wechsel. Für was steht Tradition und wie ist es mit der Sicherheit?

Das Bild auf Seite 2 unten links zeigt die Performance von alternativen Long/Short Aktienstrategien einer Grossbank von Zürich und einer Privatbank von Genf. Wieso konnten diese grossen, traditionsreichen Unternehmen die Lenox Performance (rot) nicht schlagen, obwohl sie eine Menge von Analysten und Portfoliomanagern haben? Sind sie nicht einfach zu gross und unflexibel? Darum geht bei uns der Dampf ab, wenn bei Gesprächen das Thema Bankaktien aufkommt. Und trotzdem werden die Banken immer grösser und der unkontrollierte Regulierungswahn hilft ihnen, noch grösser zu werden.

**Klein, integer und flexibel = kundenfreundlich, das ist Lenox. Massgeschneiderte Portfolios, laterales Denken und Umsetzen mit Disziplin.** Das **WIE**, es hat getaugt.

Lenox Capital AG  
Löwenstrasse 11, CH-8001 Zürich  
T +41 44 210 25 55  
markus.bamert@lenox-cap.ch

Die geäusserten Meinungen in diesem von Lenox Capital AG verfassten Bericht basieren auf Quellen und Informationen, die wir als zuverlässig erachten. Lenox Capital AG kann jedoch keine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen geben. Des weitern kann sich die Interpretation und Meinung der Lenox Capital AG jederzeit an neue Marktgegebenheiten anpassen. Der Leser dieses Berichts ist eigenverantwortlich für seine Anlageentscheide und Aktivitäten.

Es gibt nichts Neues auf dieser Welt. Frei nach Daumier

