

«Wer zu gierig ist, verliert»

TAN CHONG KOAY Der CEO von Pheim Asset Management sieht in der Gier der Anleger das grösste Hindernis für den Erfolg

Tan Chong Koay ist Gründer und CEO von Pheim Asset Management Malaysia und Singapore. Er verfolgt die Investitionsphilosophie, nicht jederzeit voll investiert sein zu müssen, seit mehr als dreissig Jahren mit grossem Erfolg. Für das Scheitern vieler Anleger macht Tan übertriebene Gier verantwortlich. Sein Asean Emerging Companies Growth Fund war 2010 der beste seiner Kategorie für den Zeitraum von einem bis fünfzehn Jahre. Tan hat die drei grossen Crashes der letzten dreissig Jahre vorausgesehen und sich entsprechend positioniert – die Kunden loben es ihm mit langjähriger Treue. 2010 durfte er den in Asien äusserst renommierten Outstanding Entrepreneur Award entgegennehmen. Tan ist Manager des Aktienfonds NPB Asia ex Japan der NPB Neue Privat Bank, auf deren Einladung er in Zürich weilte.

□ *Herr Tan, Sie gelten als der erfolgreichste Vermögensverwalter Asiens. Was unterscheidet Sie von anderen?*

Ich bin seit 35 Jahren Investor. Es gibt immer weniger Vermögensverwalter, die über einen sehr langen Zeitraum konstant erfolgreich sind. 2010 erhielten wir den Outstanding Entrepreneur Award, da wir die Asienkrise und die jüngste globale Finanzkrise sehr gut bewältigt haben. Wir nutzen die Allokation in Cash, um unsere Performance zu verbessern.

□ *Weshalb haben Sie die diversen Finanzkrisen so gut überstanden?*

Wenn wir denken, ein Markt sei hoch bewertet, verkaufen wir Aktien und erhöhen unseren Anteil an Cash. Setzt die Korrektur ein, erleiden wir geringere Einbussen und haben die Möglichkeit, günstig zuzukaufen und unseren Aktienanteil zu erhöhen. So erzielen wir langfristig eine gute und stabile Performance.

□ *Hielten Sie zu Beginn der jüngsten Finanzkrise mehr Cash als andere Fonds?*

Ja. Zudem hatten wir während der Krise kaum Rücknahmen, da unsere Kunden enorm treu und langfristig orientiert sind. Deshalb mussten wir keine Positionen zu Discountpreisen liquidieren, was der Performance eines Fonds sehr schadet.

Ein rechtzeitiger Ausstieg bringt zuweilen mit sich, dass temporär eine Underperformance in Kauf genommen werden muss.

□ *Wie lautet Ihre Investitionsphilosophie?*
Wie gesagt, wenn der Markt hoch ist, verkaufen wir, wenn er wieder günstig ist, gehen wir erneut rein und kaufen zurück.

□ *Das klingt recht banal.*

Ja, aber es ist dennoch zentral. Die Leute tendieren dazu, in positiven Phasen allzu optimistisch zu werden. Je höher ein Markt notiert, desto grösser werden jedoch die Risiken. Das sehen viele Investoren nicht. Fondsmanager stehen zudem unter dem Druck, voll investiert zu sein und wenig Cash zu halten, da der Anleger Engagements sehen möchte, wenn er eine Gebühr bezahlt.

□ *Wie gehen Sie mit diesem Dilemma um?*
Es geht nur darum, wie gierig man ist. Wer allzu gierig ist, verliert. Ein rechtzeitiger Ausstieg bringt zuweilen mit sich, dass temporär eine Underperformance in Kauf genommen werden muss. Aber die wenigsten wollen das und müssen dann teuer dafür bezahlen. Ein Problem sind auch die Rücknahmen – geraten Anleger in Panik, verkaufen sie zu Tiefstkursen. Zudem halten viele reiche Investoren immer mehr Beteiligungen und Fonds, sie wollen überall dabei sein und noch reicher werden. In einer Krise ist es jedoch schwierig, fünfzig Beteiligungen zu bewirtschaften und zu überblicken. Sie verloren die Nerven, und Panikverkäufe waren die Folge.

□ *Sie beschäftigen sich intensiv mit dem Herdenverhalten von Anlegern.*



Tan Chong Koay: «In Asien ist eine breite Anlegerschicht nicht so wohlhabend und bereit, höhere Risiken einzugehen.»

Ja, das Herdenverhalten kann eine grosse Chance sein: Wenn alle verkaufen, ist das der Zeitpunkt für den Einstieg.

□ *Sind Sie also ein Contrarian-Investor?*

In gewissem Sinne schon. Nähern sich die Märkte ihrem Hoch, sind wir bestimmt Contrarians – aber nicht aus Prinzip. Die Fundamentalanalyse geht immer vor.

□ *Wann ist ein Markt oder eine Aktie günstig, wann teuer?*

Ich nehme das Kurs-Gewinn-Verhältnis KGV als Bewertungsmaßstab. Ganz einfach.

□ *Wie bestimmen Sie Ihr Timing?*

In den letzten zwanzig Jahren haben die Märkte immer deutlich korrigiert, sobald sie eine bestimmte Bewertung erreichten. Weist ein Markt ein KGV von 25 bis 30 auf, kann er nicht mehr viel höher gehen. China war die Ausnahme. Auch wenn Analysten sagen, das Land habe noch Potenzial für weitere Avancen, und die Wirtschaft dort laufe gut, ist der Preis, der bezahlt werden muss, zu hoch. Der Anleger sollte seine Gewinne realisieren und aussteigen. Er sollte immer über genügend Cash verfügen.

□ *Ist Cash immer King?*

Nein, das stimmt nur, wenn die Aktienmärkte fallen und immer weiter fallen. Am tiefsten Punkt jedoch ist Cash nicht mehr König. Dann überwiegen die Chancen, Gewinn mit Aktien zu machen, deutlich. Da wird Wissen zu Performance. Wissen ist König.

□ *Wie wichtig ist die Aktienselektion?*

Eine vorsichtige Selektion ist natürlich wichtig, aber die Investitionsphilosophie steht im Vordergrund. Ist der Markt überbewertet, muss man aussteigen. Wer dazu fähig ist, hat definitiv einen Vorteil. Ich spreche dabei von langfristigen, wiederkehrenden Zyklen. In den letzten fünfzig Jahren boten sich den Anlegern nach jeder Krise und nach jeder heftigen Korrektur gute Chancen.

□ *Wie wählen Sie die Unternehmen aus?*

Ein gutes Management, eine tiefe Verschuldung und ein Geschäft, das wachsen

kann – und all das zu einem vernünftigen Preis. Das ist ein guter Ausgangspunkt für eine Investition.

□ *Welche Märkte favorisieren Sie zurzeit?*

2008 war kein gutes Jahr für Aktien, aber 2009 und 2010 haben viele Leute überrascht. Während manche Regionen in dieser Zeit eine gute Performance zeigten, hat China jedoch enttäuscht – überraschenderweise. 2007 hat sich der chinesische Markt deutlich besser entwickelt als alle anderen der Region, brach er 2008 jedoch ein und hat sich in den vergangenen zwei Jahren nicht so gut erholt wie Thailand, Malaysia, Singapur, Indonesien oder die Philippinen. Jetzt gibt es wieder Potenzial nach oben.

Eine vorsichtige Selektion ist natürlich wichtig, aber die Investitionsphilosophie steht im Vordergrund.

□ *Hat China nicht so gut performt, weil die Regierung versucht, die Wirtschaft zu bremsen?*

Über Geschmack lässt sich streiten – über die Bewertung eines Marktes auch. Viele Investoren denken, China habe sich zu lange zu schnell entwickelt. Sie haben ein zu grosses Exposure, das sie abbauen wollen. Die Verlangsamung ist langfristig gesehen jedoch gut. Anleger, die zu den heutigen, tieferen Niveaus wieder einsteigen, fühlen sich wohler.

□ *Wie häufig nehmen Sie in Ihren Fonds ein Rebalancing vor?*

Wir richten uns nicht an einem starren Index aus, sondern reagieren flexibel auf die Bewegungen und Entwicklungen an den Märkten. Das gilt für einzelne Aktien wie für ganze Regionen.

□ *Rohstoffe sind trotz dem Minicrash Anfang Mai immer noch teuer. Empfehlen Sie zurzeit Anlagen in diesem Sektor?*

Hard Commodities sind teuer, in diesem Bereich gibt es auch viel Spekulation. Da ist Vorsicht angebracht, zum Beispiel in Gold.

Silber hat ja schon deutlich korrigiert. In Kohle sehe ich – unter anderem wegen der weltweiten Überlegungen zur Energiepolitik – noch Spielraum nach oben. Soft Commodities, also Genussmittel, sowie Gemüse, Palmöl, Sojabohnen und Weitere könnten ebenfalls interessant sein. Das Angebot hinkt der Nachfrage hinterher, auch wenn die Anbauflächen vergrössert werden. Das Wetter hat in letzter Zeit viele Ernten zerstört, deshalb bin ich in Bezug auf Agrarprodukte nicht so pessimistisch. Aber es müssen immer noch geeignete, unterbewertete Unternehmen in diesem Sektor gefunden werden.

In Europa gilt ein Unternehmen, das ein Wachstum von 8 bis 10% aufweist als gute Investition. In Asien nicht.

□ *Investieren Asiaten anders als Europäer oder Amerikaner?*

Schweizer – und auch Japaner – sind im Allgemeinen konservativer. Einer der Gründe dafür ist, dass sie wohlhabend sind. Sie sind mit einer angemessenen Rendite zufrieden und möchten ihr Vermögen bewahren. Sie wollen keine enorm hohen Risiken mehr eingehen. In Asien hingegen ist eine breite Anlegerschicht nicht so wohlhabend und ist bereit, höhere Risiken einzugehen. Ein weiterer Grund für die grössere Risikobereitschaft in Asien sind die vielen Wachstumsunternehmen. In Europa gilt eine Gesellschaft, die ein Wachstum von 8 bis 10% aufweist, als gute Investition. Wenn ein Unternehmen in Asien sagt, es wachse 10% pro Jahr, findet es keine Investoren, da alle 20 bis 30% wachsen.

□ *Im Westen verkaufen viele Banken die Bric-Story, also die strukturelle Hausse der Schwellenländer. Gibt es eine Bric-Hysterie?*

Solche Hysterien gibt es immer wieder. 2006 war es Vietnam, dessen Aktienmarkt vor allen anderen Ländern den Peak erreichte und zeitweise zu einem KGV von 42 handelte.

□ *Viele Schweizer Anleger erlitten mit Vietnamprodukten hohe Einbussen. Natürlich. Viele Investoren engagierten sich im Aktienmarkt, ohne dass eine reale Produktivität dahinter stand.*

□ *Europäische Investoren haben in den letzten Jahren Gold als Anlageklasse entdeckt. Ist dieser Trend in Asien auch zu beobachten?*

Es handelt sich um ein psychologisches Problem, das durch Inflation hervorgerufen wird und in der Vergangenheit schon häufig zu beobachten war. Es tritt auf, wenn die eigene Währung ins Trudeln gerät. Der Dollar, der die liquideste und verlässlichste Währung sein sollte, hat die Anleger enttäuscht. Sie überlegen nun, was sie tun sollen, wenn die Inflation einsetzt. Viele rechneten schon für 2010 mit einer anziehenden Teuerung, aber die schwache Konjunktur hat die Inflation aufgeschoben. Mit der wirtschaftlichen Erholung und dem einhergehenden Kostendruck ändert sich das nun.

□ *Gibt es in Asien eine Blase?*

Ich glaube nicht, aber die Märkte sind nicht mehr so günstig wie 2008. Wenn keine extremen Ereignisse auftreten und der Markt sich stetig entwickelt, sehe ich weiteres Aufwärtspotenzial. Wir befinden uns bestimmt nicht in einer Situation wie damals in Vietnam.

□ *Wie gehen Sie mit dem politischen Risiko in Asien um?*

Das politische Risiko in Asien ist nicht so hoch. Gefahren sehe ich hingegen im Nahen Osten. Ineffiziente Regierungen konnten das Problem der Arbeitslosigkeit nicht beheben, und der Reichtum dieser Länder aus dem Rohöl wurde nicht in eine diversifizierte Infrastruktur investiert. Die jüngsten Entwicklungen wecken jedoch Hoffnung auf eine Besserung.

Tepco ist dem Abgrund nahe

Spekulation um baldige Insolvenz

Wochenlang hatten sich die Aktionäre und Obligationäre des Versorgers Tokyo Electric Power Company (Tepco) sicher gefühlt. Die japanische Regierung wollte einen Entschädigungsfonds für die Folgekosten der Atomkatastrophe auflegen, um die Verstaatlichung von Asiens grösstem Elektrizitätskonzern zu vermeiden. Die Aktionäre und Bondbesitzer sollten ungeschoren davonkommen. Nur die Banken wurden von der Regierung gedrängt, sich an der Rettung mit einem Schnitt der Alt-schulden zu beteiligen.

Börsenchef spricht Klartext

Doch am Montag traf die Anleger ein Tiefschlag von ganz unerwarteter Seite. Ausgerechnet der Chef der Tokioter Börse, Atsushi Saito, verlangte in einem Interview mit der japanischen Tageszeitung «Asahi Shimbun» eine geordnete Insolvenz von Tepco, falls die Verpflichtungen der Stromgruppe die Vermögenswerte übersteigen sollten. Weil die Anleger wissen, dass das eine rhetorische Frage ist, stiessen sie massenhaft Tepco-Papiere ab. Der Kurs stürzte 28% auf das historische Tief von 206 Yen, ehe er sich am Dienstag leicht auf 216 Yen erhob.

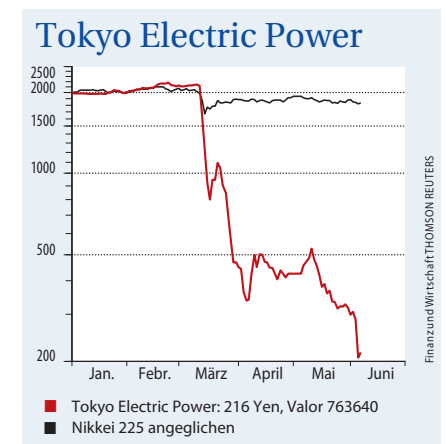
Schon Mitte Mai hatte das mächtige Ministerium für Wirtschaft und Handel in einem Memo festgestellt, dass Tepco die Folgekosten der Atomkatastrophe nicht alleine zahlen könne. Das Unternehmen müsse daher eigentlich Gläubigerschutz beantragen. Tepco steht inzwischen ganz nah am finanziellen Abgrund. Für das Ende März abgelaufene Geschäftsjahr fiel ein Nettoverlust von 1,25 Bio. Yen (13 Mrd. Fr.) an. Für 2011/12 erwartet das Unternehmen angeblich einen Verlust von 570 Mrd. Yen. Der Hauptgrund sind geschätzte Zusatzkosten von 830 Mrd. Yen für den Erwerb von Brennstoff in Öl- und Gaskraftwerken, um den Ausfall der Fukushima-Kapazität auszugleichen.

Das Japan Center for Economic Research schätzt obendrein die Sanierungskosten für die zerstörten Reaktoren auf 20 Bio. Yen (208 Mrd. Fr.). Die Kompensationen für die evakuierten 50 000 Haushalte sollen sich über zehn Jahre auf 630 Mrd. Yen summieren. Darin sind Entschädigungen für 7000 Unternehmen in der Sperrzone sowie die Einnahmeausfälle von Fischern und Landwirten nicht enthalten. Die 600 Mrd. Yen, die Tepco durch den Verkauf von Beteiligungen einnehmen will, fallen kaum ins Gewicht.

Finger weg

Die Überlegung des Börsenchefs wurde von einem Regierungschef zurückgewiesen. Eine Insolvenz würde riesige Probleme verursachen. Kein japanischer Politiker will es laut zugeben, doch Tepco ist wohl zu gross, um unterzugehen. Das Unternehmen hat nicht nur 6,8 Bio. Yen (71 Mrd. Fr.) an Bonds und Krediten ausstehen. Im Fall eines Konkurses müsste die Regierung auch alle Kosten der Katastrophe übernehmen. Das würden die Steuerzahler den Politikern sehr übel nehmen. Ausserdem könnten sich die anderen Versorger dann kaum noch über die Ausgabe von Anleihen finanzieren.

Die Kreditversicherungen (Credit Default Swaps) deuten darauf hin, dass Tepco mit 54% Wahrscheinlichkeit in den nächsten fünf Jahren zusammenbricht. Die Anleger zweifeln daran, dass Regierungschef Naoto Kan den Tepco-Rettungsplan durch das Parlament bringen kann. Konservative Investoren lassen in jedem Fall vom Unternehmen die Finger. **FRI**, Tokio



INTERVIEW: ELISABETH TESTER