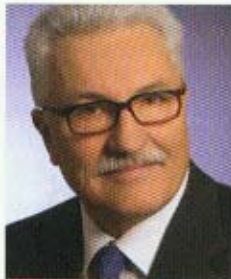


Von der Bauch- zur Kopfentscheidung: Neue Wege bei der Portfoliooptimierung

Klassisches Anlageverhalten in Deutschland

Der typische deutsche Kapitalanleger ist im Vergleich beispielsweise zu spanischen, italienischen, französischen, britischen oder amerikanischen Privatinvestoren ausgeprägt risikoavers. Das zeigt die Aufteilung des Geldvermögens: Während viele Anlegerportfolios hierzulande nur zu einem geringen Teil aus risiko-

Professor Dr. Franz-Josef Busse ist Lehrstuhlinhaber für Betriebswirtschaft an der Fachhochschule München. Er ist Gründer und Inhaber des Infinanz-Instituts mit Sitz in München, www.infinanz.de



aber dafür auch chancenreicheren Wertpapieren bestehen, sind Spareinlagen und Versicherungsverträge überrepräsentiert. Ein weiteres Indiz ist der Umstand, dass im vergangenen Jahr die Anzahl der Aktionäre in Deutschland um gut 13 Prozent gesunken ist, obwohl der DAX im gleichen Zeitraum um 22 Prozent zulegen konnte. Dabei ist das gesamte Geldvermögen der Bundesbürger in den letzten Jahren stetig gewachsen und weist derzeit einen Gesamtwert von fast 4,1 Billionen Euro aus. Bemerkenswert ist, dass sich das Gesamtvolumen in den letzten 13 Jahren trotz teils schwieriger Konjunktur verdoppelt hat. Vor diesem Hintergrund ist in den letzten Jahren

die sogenannte Asset Allocation, also der zielgerichtete und diversifizierte Vermögensaufbau, deutlich stärker ins Anlegerbewusstsein gerückt.

Was Privatanleger von Profis lernen können

Im Gegensatz zu betont risikoaversen Anlegern haben stärker chancenorientierte Privatinvestoren, aber auch institutionelle Vermögensverwalter, in den vergangenen Jahren ihre Anlagepolitik häufig einseitig auf börsennotierte Wertpapiere ausgerichtet. Dabei ergaben jedoch neueste Erkenntnisse aus einer Vielzahl von analysierten Depots, die zu 75 bis 85 Prozent aus Aktien- und Rentenpapieren bestehen, dass auch diese einseitige Gewichtung deutlich korrigiert werden sollte. Sie birgt nämlich wesentlich höhere Risiken, als allgemein angenommen wird. Grund dafür ist die eigentlich positive, hohe Fungibilität börsennotierter Papiere. Die modernen Möglichkeiten, Informationen in Sekundenschnelle weltweit zu streuen, offenbaren aber die Schattenseiten hoher Handelbarkeit, weil sie eine besondere Schwankungsanfälligkeit verursachen. Bereits Prognosen, die qualitativ nicht viel mehr wert sind als Gerüchte, beeinflussen heute die Kurse oft mehr als verlässliche Informationen. Diese Labilität hat eine weitere negative Folge: Die Wertpapiere synchronisieren ihre Zyklen. Damit erfahren Aktien und Renten weltweit eine Zunahme ihrer Marktverbundenheit mit der Folge, dass sogar ein eigentlich breit diversifiziertes Wertpapierportfolio eine unbefriedigende Risikostreuung aufweist. Diese Erkenntnisse

legen den Schluss nahe, dass eine intelligente Portfolio Diversifizierung auch solche Anlageinstrumente beinhalten sollte, die vor einigen Jahren noch gar nicht einer breiteren Öffentlichkeit bekannt waren. Die Profis empfehlen, den Aktien- und Rentenanteil im Depot auf etwa 45 Prozent zu reduzieren und diesen Anteil zudem auf unterschiedliche Investitionsmärkte zu verteilen. Die übrigen 55 Prozent werden in sogenannten alternativen Investments wie beispielsweise Hedgefonds oder geschlossenen Fonds angelegt.

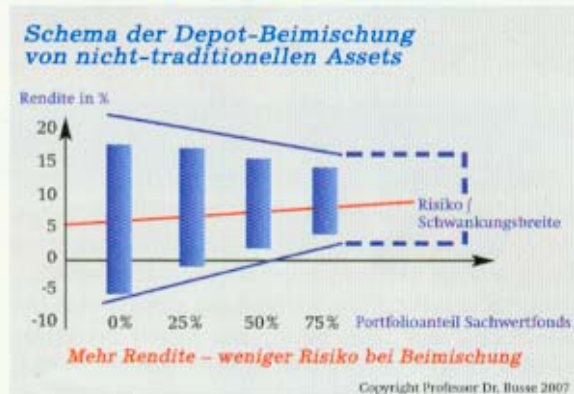
Sachwertfonds als Depotbaustein

Geschlossene Fonds sind unternehmerische Beteiligungen, die sich an einen begrenzten Investorenkreis richten. Finanziert werden dabei Sachwerte wie beispielsweise Immobilien, Schiffe, Flugzeuge oder Windkraftanlagen oder – wie etwa bei Private-Equity- und Medienfonds – immaterielle Wirtschaftsgüter. In der Vergangenheit waren diese Beteiligungen sehr häufig steuermotiviert. Spätestens mit der Einführung des § 15 b Einkommensteuergesetz sind aber die als »Steuersparmodelle« konzipierten Vehikel endgültig vom Markt verschwunden. Das hat zu einer erheblichen Marktberäumung geführt, denn in der Vergangenheit kam es zu beträchtlichen Fehlallokationen, weil Investoren nicht aufgrund von wirtschaftlichen Kriterien entschieden, sondern die vermeintliche Steuerersparnis in den Vordergrund gestellt hatten. Daraus resultierende Enttäuschungen dürften lange Zeit ein wesentlicher Grund gewesen sein, diese Assetklasse bestenfalls als Nischenangebot am Rande zu betrachten. Geschlossene Fonds moderner Konzeption dagegen, bei der die Wirtschaftlichkeit des Investitionsgutes absolut im Vordergrund steht, rechtfertigen jedoch auch eine ganz andere Betrachtungsweise und rücken sie als einen wesentlichen Vermögensbaustein zur individuellen Portfoliostrukturierung in den Fokus.

Volatilitätsglättung durch Beimischung geschlossener Fonds

Typisch für deutsche Kapitalanleger ist eine Renditeorientierung, häufig jedoch ohne im gleichen Maß das verbundene Risiko zu hinterfragen. Das kommt beispielsweise in einer Vielzahl von Beteiligungsprospekten zum Ausdruck, die vor allem zwar attraktive Renditen in Aussicht stellen, aber selten korrespondierende Risikokennzahlen mitliefern. Grundlage einer verantwortungsvollen Asset Allocation ist jedoch, die Investments in einem Risiko-Renditeraum zu positionieren. Dabei gilt nach wie vor die Grundregel, dass hohe Renditen auch mit einem entsprechend hohen Risiko verbunden sind. Neue Untersu-

chungen können diesen Grundsatz differenzieren: Sie haben ergeben, dass unterschiedliche Mischungsverhältnisse von Assetklassen durchaus risikomindernd wirken können. Während die Datenlage zu den traditionellen Assets, also den Aktien, Renten und sonstigen fungiblen Wertpapieren, bezüglich Volumen und Performance hervorragend ist, haben neu aufgebaute Datenbanken erst in den letzten vier Jahren zur Transparenz der Rendite- und Risikostrukturen bei nicht traditionellen Anlageklassen geführt. Insofern konnten völlig neue Erkenntnisse über Risiko-Rendite-Strukturen von Gesamtdepots durch umfangreiche Berechnungen gewonnen werden. Moderne Portfoliostrukturen, die aus einer Mischung von Aktien, Renten, Hedgefonds und Zertifikaten einerseits und geschlossenen Fonds mit diversen Investitionsgütern andererseits bestehen (sogenannte Multi-Asset-Portfolios), führen nachweislich zu einer Volatilitätsglättung. Die Volatilität wird dabei als Risikomaß verwendet. In Bezug auf die geschlossenen Fonds ist zu berücksichtigen, dass sie eine signifikant geringe Marktabhängigkeit zu den traditionellen Assetklassen aufweisen. (Siehe Grafik unten).



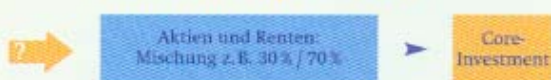
Marktverbundenheit aufteilen

Rendite und Risiko des Gesamtdepots werden maßgeblich durch die Marktverbundenheit der Assetklassen geprägt. Die Marktverbundenheit kann mathematisch als Korrelationskoeffizient ausgedrückt werden. Das bedeutet, dass ein Anlagendeport umso sicherer und stabiler wird, je »unkorrelierter« die einzelnen Assetklassen sind. Es dürfte einleuchten, dass Immobilienmärkte andere Performanceverläufe aufweisen als Aktien- und Rentenmärkte und letztere wiederum andere Risiko- und Renditestrukturen zeigen als Schiffsmärkte mit ihren Frachtratschwankungen. Erst seit neuester Zeit können diese Korrelationskoeffizienten in einem Multi-Asset-Portfolio berechnet werden und als Investitionsentscheidungshilfe benutzt werden. >>



Multi-Asset-Portfolio: Investmentmix und Qualifizierung

Traditional Assets (Open-End-Funds):



Non-Traditional Assets (Closed-End-Funds):



Copyright Professor Dr. Busse 2007 / Nr. 722

schließlich auf Aktien- und Rentenmärkte beziehen. Einzelne amerikanische Studien haben auch Depots mit Aktien-, Renten- und Hedgefondsanteilen analysiert und Optimierungsrechnungen durchgeführt. Erst durch die datenbankbasierte Analyse historischer Performanzenwerte von etwa 8.000 geschlossenen Fonds sowie durch den Bau eigener repräsentativer Indizes ist es nun erstmals gelungen, Multi-Asset-Portfoliostrukturen mit verschiedenen geschlossenen Immobilien-, Schiffs-, Private-Equity- und LV-Fonds zu berechnen und zu optimieren. (Siehe Grafik links oben).

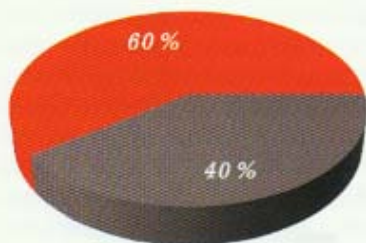
Ein typisches Multi-Asset-Portfolio besteht aus einem sogenannten Core Investment, das rund die Hälfte des Gesamtdepots darstellt und Aktien, Renten und Zertifikate enthält. Um dieses Herzstück herum werden Satelliteninvestments angesiedelt, die dazu keine oder wenig Marktverbundenheit aufweisen. Wie hoch die jeweiligen Anteile der nicht traditionellen Assetklassen am Gesamtdepot sind, wurde in der Vergangenheit in den meisten Fällen aus dem Bauch heraus entschieden. Erst seit etwa einem Jahr existiert ein Analysewerkzeug, das die Berechnung optimaler Depotstrukturen in einem solchen Multi-Asset-Portfolio ermöglicht.

Das folgende Beispiel zeigt, wie sich Rendite- und Risikostrukturen verändern, wenn einem traditionellen Portfolio, bestehend aus Aktien und Renten, in Schritten alternative Investments hinzugefügt werden.

Depotoptimierung

Bei der Portfoliooptimierung wird das Depot mit seinen Einzelteilen in einem Risiko-Renditeraum dargestellt. Die mathematische Optimierung nach dem Risiko erfolgt beispielsweise im sogenannten Minimum-Varianz-Portfolio. So kann für Anleger eine Depotstruktur mit dem geringsten Risiko berechnet werden. In der Literatur und in der Praxis findet sich eine Vielzahl von Beispielen der Portfoliooptimierung. Allen ist jedoch gemeinsam, dass sie sich aus-

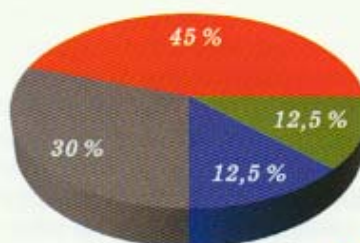
Ausgangspportfolio: 60 % Renten, 40 % Aktien, Beimischung 0 %



Rendite: 6,38 %
Risiko: 7,67 %

■ Renten
■ Aktien

Ausgangspportfolio: 60 % Renten, 40 % Aktien, Beimischung 25 %



Rendite: 6,83 %
Risiko: 6,06 %

■ Renten
■ Immobilien USA
■ Schiffsfonds
■ Aktien

ELITE REPORT

**Volatilitätsglättung durch die Beimischung geschlossener Fonds
bei unterschiedlichem Mischungsverhältnis. Betrachtungszeitraum: 1992–2006**

Ergebnis 1:

Ausgangsportfolio: 80 % Renten und 20 % Aktien
und Beimischung von Sachwertfonds in 25%-Schritten

Ausgangsportfolio: 80 % Renten, 20 % Aktien	Ohne Beimischung:	Rendite: 5,49 %	Risiko: 5,67 %
Beimischung Sachwertfonds 25 %	Multi Asset Portfolio:	Rendite: 6,17 %	Risiko: 4,43 %
Beimischung Sachwertfonds 50 %	Multi Asset Portfolio:	Rendite: 6,78 %	Risiko: 4,26 %

Ergebnis 2:

Ausgangsportfolio: 60 % Renten und 40 % Aktien
und Beimischung von Sachwertfonds in 25%-Schritten

Ausgangsportfolio: 80 % Renten, 40 % Aktien	Ohne Beimischung:	Rendite: 6,38 %	Risiko: 7,67 %
Beimischung Sachwertfonds 25 %	Multi Asset Portfolio:	Rendite: 6,83 %	Risiko: 6,06 %
Beimischung Sachwertfonds 50 %	Multi Asset Portfolio:	Rendite: 7,27 %	Risiko: 5,35 %

Fazit: Die Untersuchungsergebnisse zeigen deutlich, dass die Depotbeimischung nicht traditioneller Assets wie beispielsweise geschlossener Fonds zu höheren Renditen und zu einem geringeren Gesamtrisiko des Depots führt. Anlegerportfolios können nun nach individueller Risikoneigung optimiert werden. Für jede Renditeerwartung kann ein optimal zusammengesetztes Portfolio berechnet werden. Auf einer sogenannten Effizienzlinie kann der Anleger die für ihn optimale Risiko- und Renditestruktur betrachten. Somit muss der Anleger die Entscheidung über die Assetstruktur nicht mehr auf dem

Bauch heraus treffen, sondern kann sie rational begründen. Die neuen Studien und die daraus entwickelten Beratungsinstrumente haben zu mehr Transparenz bei Depotzusammensetzungen geführt. Und wenn, wie eingangs dargestellt, ungefähr 90 Prozent der Portfolioperformance von der Zusammensetzung des Depots abhängen, wird die Wichtigkeit dieser Transparenz deutlich. Insofern ist jedem Anleger ein jährlicher Depotcheck zu empfehlen. Das Portfolio offenbart auf dem Prüfstand, ob es bereits individuell optimal strukturiert ist oder ob es Verbesserungspotenzial besitzt.

