

Strategische Asset Allocation

– kurz gefasst

Sparinvest

📄 Vermögensanlage mit Bedacht...

Strategische Asset Allocation

– kurz gefasst

Redaktion:

Michael Albrechtslund, B. Sc.

Andreas Graflund, Ph. D.

Thomas Bjørn Jensen, M. Sc.

Henrik Lind-Grønbæk, B. Sc.

Camilla Svendsen, M. Sc.

Januar 2008

‘Strategische Asset Allocation - kurz gefasst’ - dritte Auflage.

Wir sind davon überzeugt, dass die Strategische Asset Allocation der Schlüssel für eine umsichtige Vermögensverwaltung ist.

Auf unserer Internetseite sparinvest.de erfahren Sie, wie wir die in diesem Buch behandelten wissenschaftlichen Erkenntnisse anwenden.

Vorwort

In den letzten Jahren hat Sparinvest große Fortschritte verzeichnet – unter anderem als Berater für institutionelle Investoren. Diese Fortschritte und positiven Ergebnisse sind unter anderem auf eine jahrelange Konzentration auf die Strategische Asset Allocation als eine Anlagedisziplin zurückzuführen.

Sechs Jahre lang hat Sparinvest intensiv an der Umsetzung der Nobelpreis-Theorien von Markowitz in praxisnahe Modelle und Methoden gearbeitet. Die Forschung und die Ergebnisse haben sich als wertvoll erwiesen.

Heute behauptet sich Sparinvest als ein starker Partner mit dem Bestreben, Werte und Ergebnisse für noch mehr Investoren zu erzielen als dies bereits der Fall ist. In diesem Buch werden einige der bei Sparinvest eingesetzten Methoden und Modelle aufgezeigt.

Näheres dazu erfahren Sie auf den nachfolgenden Seiten, die sich hoffentlich als eine Quelle der Anregung verwenden lassen.

Professor Ole Bjørn

Vorsitzender des Verwaltungsrates von Sparinvest

Einleitung

Strategische Asset Allocation – kurz gefasst: Dieses Buch wollten wir schon seit langem schreiben. In den letzten Jahren haben wir ein stark wachsendes Interesse an einer Anlagedisziplin festgestellt, die von der Struktur her quantitativ ist, jedoch den Vorzug aufweist, sowohl zielgerichtet als auch ergebnisorientiert zu sein.

Dieses Buch ist als ein „Appetitanreger“ und als eine Kurzdarstellung einer Disziplin gedacht, die auf internationaler Ebene in zunehmendem Maße Anerkennung findet. Für nähere Angaben zu dem Thema verweisen wir auf das Literaturverzeichnis am Ende des Buches. *Kurz gefasst* versucht, die Verfahren unkompliziert darzustellen, die sich hinter der Verwaltung institutioneller Mittel verbergen und die Vorteile, die sich aus der konsequenten Umsetzung der Methode ergeben.

Die der Strategischen Asset Allocation zugrunde liegenden Theorien sind nicht neu. Sie werden jedoch kontinuierlich weiterentwickelt und verbessert. Viele kennen zwar einige Grundgedanken, entscheiden sich jedoch dafür, diese zu ignorieren, wie unsicher die Alternativen auch sein mögen.

Viele institutionelle Investoren verlassen sich auf Überzeugungen, Einstellungen und Erwartungen als Grundlage für die künftige Entwicklung bestimmter Wertpapiere. Mitunter zahlt sich eine Überzeugung aus. Mitunter passiert aber auch das Gegenteil. Wie sieht es jedoch mit dem Risikopotenzial aus? Wie sieht es mit der Übereinstimmung zwischen Vermögenswerten und Verbindlichkeiten aus? Wie werden diese Fragen behandelt?

Forschungsergebnisse haben gezeigt, dass sich durch das strategische Portfolio - praktisch die Anlagepolitik – über 90 Prozent der Renditeschwankungen erklären lassen.

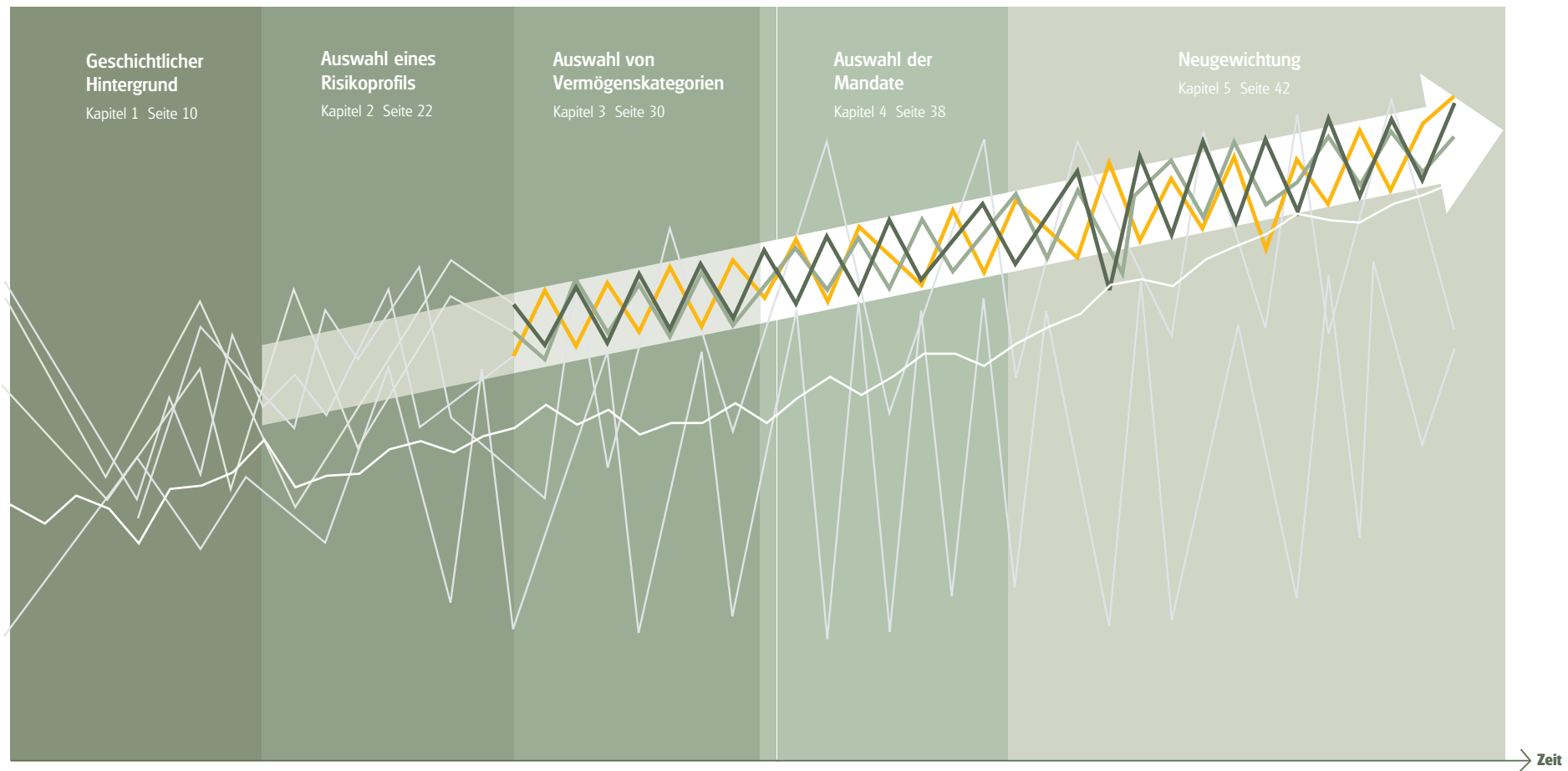
Einige werden überrascht sein, in Sparinvest einen Vertreter der Strategischen Asset Allocation vorzufinden. Nur wenige wissen, dass wir eine der ersten dänischen Vermögensverwaltungsgesellschaften sind, die diese Disziplin in ihre Anlagephilosophie übernommen hat. Und dass wir zu den ersten Unternehmen gehörten, die ein transparentes Modell für die Steuerung der Aktiv- und Passivseite eines Unternehmens (ALM) entwickelt haben, die von wesentlicher Bedeutung ist, um die optimale Übereinstimmung zwischen Vermögenswerten und Verbindlichkeiten zu ermitteln.

Es mangelt nicht an Beweisen dafür, dass die Strategische Asset Allocation die optimale Möglichkeit ist, eine leistungsfähige Vermögensverwaltung zu erzielen. Und es ist auch kein Zufall, dass dies zum Kern unserer Anlagephilosophie geworden ist. Deshalb möchten wir – unter anderem durch dieses Buch – unser Wissen verbreiten und unsere Begeisterung mit anderen teilen. Unser Ziel besteht darin, die Kenntnisse einer Anlagedisziplin zu vermitteln, deren Ergebnisse sicht- und messbar sind. Dies entspricht völlig unserer langjährigen Grundphilosophie – Vermögensanlage mit Bedacht...

Wir wünschen Ihnen eine angenehme Lektüre.

Sparinvest

Das Team der Strategischen Asset Allocation





Geschichtlicher Hintergrund

Die Entwicklung hin zur dritten Dimension
in der Vermögensverwaltung

Strategische Asset Allocation bedeutet, die Tatsache zu akzeptieren, dass sich Volkswirtschaften auf- und abbewegen. Die Vermögenskategorien werden im Hinblick auf die Erzielung der optimalen Korrelation ausgewählt. Diese Strategie wird ungeachtet der Marktschwankungen beibehalten. Ignoriert ein Investor den psychologischen Drang, sich an gute bzw. schlechte Zeiten anzupassen, wird er langfristig eine beständigere Risikoverteilung in seinem Portfolio erzielen und in den Genuss einer weitaus stabileren Rendite kommen. Der große Vorteil liegt in der systematischen Diversifikation, deren Grundlage die bekannten Korrelationen zwischen unterschiedlichen Vermögenskategorien bilden. Gegenüber der Taktischen Asset Allocation weist die Strategische Asset Allocation einen zusätzlichen Vorteil auf: Sie versucht nicht, mit oder gegen den Strom zu schwimmen. Vielmehr entscheidet man sich dafür, den Strom zu ignorieren.

Schon immer war Investoren der Grundsatz der Diversifikation ihres Vermögens bekannt. So konnte das Risiko verringert und stabilere Erträge erzielt werden. Damals wie heute wurde das Portfolio anhand einer zweidimensionalen Einschätzung der Risiko- und Rendite-Merkmale einzelner Vermögenswerte bewertet, und diese wurden dann entsprechend der Einstellung des Investors zu Risiko und Rendite ausgewählt. Die zur Bewertung von Risiko und Rendite eingesetzten Methoden haben sich zunehmend verfeinert. Deren Grundlage hat sich jedoch nicht geändert: Die Zusammensetzung eines gegebenen Portfolios richtet sich weiterhin nach den Einstellungen und Erwartungen der einzelnen Investoren.

1952 wurde diese Grundlage erstmals in Frage gestellt. Dies geschah, als der Wirtschaftswissenschaftler Harry Markowitz in seinem Artikel *Portfolio Selection* (Portfolio-Auswahl) den wahrscheinlich wichtigsten Beitrag zur modernen Portfolio-Theorie lieferte: Er beschrieb die dritte Dimension der Vermögensverwaltung – den Diversifikationseffekt.

Markowitz ermittelte, dass sich die verschiedenen Korrelationen zwischen den Vermögenswerten dazu nutzen lassen, das Risiko in einem Portfolio zu verringern bzw. eine zusätzliche Rendite ohne Erhöhung des Risikos zu erzielen. Er entwickelte ein Modell, das den Interaktionen zwischen verschiedenen Anlagemöglichkeiten und deren Korrelation untereinander Rechnung trug, um das Verhältnis zwischen Risiko und Rendite zu optimieren.

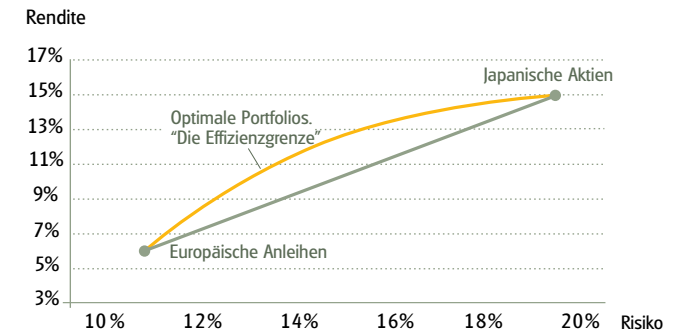
Laut Markowitz lässt sich durch eine Kombination verschiedener Vermögenskategorien das Risiko dadurch verringern, dass ein Investor nur solche Vermögenskategorien wählt, die sich möglichst unabhängig voneinander bewegen. Sobald diese Voraussetzung erfüllt ist, lässt sich das optimale Verhältnis zwischen Risiko und Rendite erzielen.

Beispiel:

Wenn dem Investor bekannt ist, dass der Kurs japanischer Aktien dann nachgibt, wenn der Kurs europäischer Anleihen ansteigt, dann lässt sich dieses Wissen dazu nutzen, durch Diversifikation den Teil des Risikos zu verringern, der mit dem einzelnen Vermögenswert zusammenhängt. Bei Aufteilung der Anlage auf japanische Aktien und europäische Anleihen verteilt sich gleichzeitig auch das Risiko. Somit bedeutet Diversifikation, dass der Investor je Risikoeinheit eine höhere Rendite erzielen kann. Dies bedeutet, dass sich ein Investor entweder dafür entscheiden kann, das Risiko zu verringern oder bei demselben Risikograd wie vor der Diversifikation eine höhere Rendite zu erzielen.

Die Abbildung veranschaulicht den Sachverhalt.

Die Effizienzgrenze - höchste Rendite bei niedrigstem Risiko



Quelle: Sparinvest

Durch die Kombination der beiden Anlagemöglichkeiten sind die Investoren logischerweise in der Lage, alle Rendite-/Risiko-Kombinationen auf der Geraden zwischen europäischen Anleihen und japanischen Aktien zu erzielen. Doch bei Marktschwankungen und bei nicht identischer Entwicklung der beiden Anlagemöglichkeiten erzielen die Investoren den so genannten Diversifikationsgewinn. In der Abbildung befindet sich die erzielte Risiko-/Rendite-Ebene im „nordwestlichen“ Bereich aller Kombinationen, die sich durch die Durchführung beider Anlagen erzielen ließen. Die optimale Kombination verschiedener Anlagearten ergibt die von Markowitz so genannte „Effizienzgrenze“.

Ungeachtet der Anlageziele diversifiziert der kluge Investor.

Burton G. Malkiel – *A Random Walk Down Wall Street*

Die Strategische Asset Allocation beruht auf der Theorie, die Gewichtung zwischen den verschiedenen Vermögenskategorien so konstant wie möglich zu halten. Dies wiederum beruht auf der Theorie, dass die Märkte leistungsfähig sind und dass sich langfristig durch die Umschichtung zwischen den verschiedenen Vermögenskategorien (Timing) keine zusätzliche Rendite erzielen lässt. Das Bemühen um „Timing“ wird bestenfalls erhebliche zusätzliche Handels- und Transaktionskosten verursachen. Oft bringt es auch ein hohes Risiko bzw. instabile Renditen mit sich.

Das Hauptaugenmerk liegt dabei auf der Erzielung der bestmöglichen Renditen in Bezug auf das Risiko. Das Risiko wird konstant gehalten und so angepasst, dass es dem Zeithorizont der einzelnen Investoren und deren Risikobereitschaft entspricht. Änderungen im Portfolio erfolgen nur selten. Es wird nicht versucht, sich nach dem Auf und Ab der Märkte zu richten. Zwischen Regionen, Anlagestilen usw. werden keine Änderungen vorgenommen. Entsprechend der Strategie erfolgen die meisten Änderungen im Portfolio in Form einer Neugewichtung, wenn die regionale Verteilung des Portfolios beispielsweise aufgrund von Kursentwicklungen ein Ungleichgewicht erfährt. Anpassungen werden ferner dann vorgenommen, wenn sich die Stilkombination des Portfolios im Laufe der Zeit ändert. Der wichtigste Grund für eine Änderung einer strategischen Portfolio- und Anlagepolitik ist eine Änderung bei den Verbindlichkeiten aufgrund geänderter Rechtsvorschriften oder beispielsweise demografischer Entwicklungen einer Pensionskasse.

Im Gegensatz zur Strategischen Asset Allocation bemüht sich die Taktische Asset Allocation darum, kurzfristigen Marktungleichgewichten Rechnung zu tragen. Die Taktiker entscheiden sich dafür, die Allokation kurzfristig umzuschichten und günstige Verhältnisse aus-

zunutzen und dabei gleichzeitig den ungünstigsten Teil der Abwärtsbewegung zu vermeiden. Beim Einsatz des strategischen Ansatzes kommt eine Abweichung von der ursprünglichen Allokation einer Abweichung von dem vereinbarten Risikopotenzial gleich, was es zu vermeiden gilt. In derartigen Fällen kommt die Anlagedisziplin nicht mehr konsequent zum Einsatz. Deshalb besteht keine Aussicht, die gewünschten Vorteile zu erzielen. Das Problem der Abweichung von der ursprünglichen Allokation besteht darin, dass es notwendig ist, die Anlagen auf Analysen und subjektiven Erwartungen in Bezug auf die Marktentwicklung zu gründen. Dies stellt hohe Anforderungen an Informationsbeschaffung, Analyse und Interpretation. Doch das größte Problem im Zusammenhang mit dem taktischen Ansatz besteht darin, dass der Großteil der Informationen bereits von den Märkten antizipiert wurde.

Im Wesentlichen sind es die von niemandem erwarteten Überraschungen, die die Kursentwicklungen auslösen, wodurch sich an den Märkten neue Gleichgewichte einstellen. Diese Überraschungen selbst sind Zufallsereignisse. Gelegentlich gibt es mehr gute als schlechte Überraschungen, und dann liegt ein Hausse-Markt vor. Zu anderen Zeiten trifft das Gegenteil zu, und dann liegt ein Baisse-Markt vor. Zwar gibt es steigende und fallende Kurse, doch allem Anschein nach gibt es keine einheitliche Methode zur Vorhersage der Wendepunkte.

Roger Gibson – Asset Allocation – Balancing Financial Risk

Unerwartete Informationen können den Markt jederzeit erreichen. Diese Informationen können für einen kurzen Zeitraum Ungleichgewichte hervorrufen, bis das neue Wissen integriert wurde. Allerdings bleibt die grundlegende Tatsache bestehen, dass sich jede unerwartete Information weder vorausberechnen noch vorhersagen lässt.

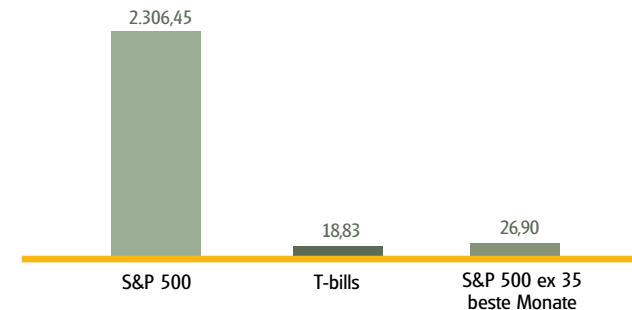
Die Märkte werden sich immer auf- und abbewegen. Es lässt sich dafür jedoch kein Zeitpunkt bestimmen. Es wird immer Investoren geben, denen es gelingt, die richtige Wahl zu treffen. Kommt es doch einmal zum richtigen Timing, wird oft fälschlicherweise daraus geschlossen, dass es letztlich doch möglich ist, durch Timing den Wertpapierbestand zum Vorteil des Investors zu beeinflussen.

Die Anzeichen für den Erfolg von Vermögensverwaltern mit Market Timing sind beeindruckend – und überwiegend negativ.

Charles D. Ellis – Investment Policy - How to Win the Loser's Game

Erfahrungsgemäß weisen Vermögenskategorien, die heute über Dynamik verfügen, in der Zukunft nicht zwangsläufig denselben Vorteil auf. Ebenso wird eine heute schwach ausfallende Rendite nicht notwendigerweise später eine gute Rendite bedeuten. Mit anderen Worten: Die Entwicklung der einzelnen Vermögenskategorien scheint keinem Muster zu folgen. Darüber hinaus stellt sich ebenfalls heraus, dass die durch Taktiker angestrebte zusätzliche Rendite nur in sehr kurzen Zeiträumen auftritt. Die folgende Analyse veranschaulicht diese Aussage in hervorragender Weise.

Um wie viel legte 1 US-Dollar von 1926 bis 2006 zu?



Quelle: Ibbotson Associates

Von Ibbotson Associates wurde errechnet, dass ein 1926 im amerikanischen Aktienindex S&P 500 angelegter US-Dollar 2006 auf 2306,45 US-Dollar angewachsen war. Wäre derselbe US-Dollar in amerikanische T-bills (kurzfristige Schatzwechsel) investiert worden, wäre die Rendite deutlich niedriger, nämlich 18,83 US-Dollar, ausgefallen. Lässt man die 35 besten Monate (d. h. lediglich 4 Prozent des gesamten Zeitraums) außer Betracht, dann entspricht die Rendite in etwa derjenigen für die T-bills. Mit anderen Worten entsteht der Renditezuwachs im Laufe sehr kurzer Zeiträume, die sich naturgemäß nur mit sehr viel Glück ermitteln lassen.

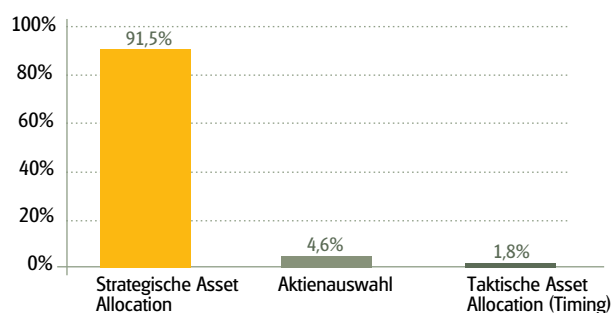
Aus akademischen Untersuchungen geht hervor, dass die Vorteile durch den Einsatz von Modellen der Taktischen Asset Allocation bestenfalls durch die Kosten dieser Modelle aufgezehrt werden. Ein nach der taktischen Methode verwaltetes Portfolio wird allein wegen der damit verbundenen Kosten im Durchschnitt zu einer niedrigeren

Rendite als ein nach der strategischen Methode verwaltetes Portfolio führen. Andererseits lässt sich durch die Ermittlung und Vermeidung der schlechtesten Verwalter ein geringer Gewinn erzielen. Dies bedeutet, dass die Mittel Verwaltern zugewiesen werden, die in der Lage sind, die richtigen Aktien auszuwählen (Stock picking).

90 % der Renditeschwankungen lassen sich durch die Ergebnisse der Asset Allocation erklären. Zwei bzw. fünf Prozent sind auf das Timing bzw. die Aktienausswahl zurückzuführen. Deshalb ist die Strategische Asset Allocation der wichtigste Faktor beim Risikomanagement für ein gegebenes Portfolio. Dies bedeutet, dass die allgemeine Anlagepolitik für die Renditeschwankungen der Vermögenswerte von größter Bedeutung ist.

1986 wurde die oben stehende Tatsache erstmalig durch eine empirische Studie von Brinson, Hood und Beebower bei institutionellen Anlegern aus den Vereinigten Staaten durchgeführt. Ihre Untersuchungen kamen zu dem Ergebnis, dass sich über 90 Prozent der Renditeschwankungen unmittelbar aus der Zusammensetzung der Vermögenskategorien ergab, in die die Portfolios investiert waren.

Wodurch lassen sich Renditeschwankungen erklären?



Quelle: Brinson, et al (1991)

Natürlich kommt es auf Market Timing und die Auswahl der Wertpapiere an. Das Problem liegt allerdings darin, dass mit Ersterem niemand, und mit Letzterem fast niemand einen langfristigen Erfolg erzielt. Die Asset Allocation ist der einzige, Ihre Anlagen betreffende Faktor, den Sie tatsächlich beeinflussen können.

William Bernstein – The Intelligent Asset Allocator

Wir haben versucht, einige der vielen Beweisstücke aufzudecken, die zeigen können, dass die Strategische Asset Allocation und infolgedessen die Anlagepolitik zu den wichtigsten Beiträgen gehören, durch die sich die Entwicklung der Kapitalrenditen erklären lässt. Trotz der überwältigen Beweise entscheiden sich viele Vermögensverwaltungsgesellschaften weiterhin für den Einsatz des zweidimensionalen Ansatzes bei der Asset Allocation. Das heißt, der Hauptteil der professionellen Vermögensverwaltung beruht auf der Taktischen Asset Allocation.

Manche sagen vielleicht: „Beide Grundsätze befassen sich doch mit der Asset Allocation. Worin besteht da der Unterschied? Ist das nicht einfach ein Wortgeplänkel? Wirkt es sich konkret auf Rendite und Risiko aus, wenn die eine oder die andere Methode zum Einsatz kommt?“ Darauf kann man nur antworten, dass es einen sehr großen und meistens tief greifenden Unterschied zwischen den beiden Methoden gibt.

Der Vorteil der Strategischen Asset Allocation gegenüber der Taktischen Allokation besteht darin, dass die strategische Disziplin nicht versucht, mit dem bzw. gegen den Strom zu schwimmen. Vielmehr wird der Strom ignoriert, und die Tatsache, dass sich Volkswirtschaften auf- und abbewegen, wird akzeptiert. Die Ver-

mögenskategorien werden im Hinblick auf die optimale Korrelation ausgewählt. Und diese Strategie wird ungeachtet der Marktschwankungen beibehalten.

„Egal was passiert, bleiben Sie bei Ihrem Programm. Ich habe tausendmal gesagt „Halten Sie durch“, und ich habe das jedes Mal ernst gemeint. Das ist das wichtigste Stück Anlageweisheit, das ich Ihnen mitgeben kann.“

John C. Bogle - Common Sense on Mutual Funds

Durch das Ignorieren des psychologischen Drangs zur Anpassung an gute oder schlechte Zeiten lässt sich eine beständigere Risikostreuung erzielen. Und der Investor kommt in den Genuss einer weitaus stabileren Rendite. Diese systematische Risikostreuung auf der Grundlage bekannter Korrelationen zwischen verschiedenen Vermögenskategorien ist der große Vorteil der Strategischen Asset Allocation.

Eine Anlage in Vermögenswerte ohne eingehende Kenntnis der Korrelation zwischen den verschiedenen Vermögenskategorien kann sich als sehr riskant erweisen.

Auswahl eines Risikoprofils

Die Bedeutung der Risikoprofile und der Rahmenbedingungen für den Investor

Die am besten geeignete Methode zur Vermeidung von Zahlungsunfähigkeit ist das Risikomanagement. Die Kenntnis der Schwankungen von Vermögenswerten und Verbindlichkeiten ist von grundlegender Bedeutung. Dieses Wissen steht im Mittelpunkt der Steuerung der Aktiv- und Passivseite sowie der Strategischen Asset Allocation. Ein Risiko entsteht, wenn die Vermögenswerte nicht den Verbindlichkeiten entsprechen. Deshalb sollte ein Risiko als eine Schwankung zwischen Vermögenswerten und Verbindlichkeiten aufgefasst werden. Je höher der Anteil nicht kongruenter Vermögenswerte ist, desto höher ist das Risiko einer künftigen Zahlungsunfähigkeit bzw. Unterkapitalisierung.

Alle Prozesse der Strategischen Asset Allocation beruhen auf einer Analyse des Risikoprofils des Investors. Bei Versicherungsgesellschaften, Pensionskassen und Lebensversicherungsgesellschaften richtet sich das Risikoprofil nach einer Studie der Steuerung der Aktiv- und Passivseite (ALM) für den einzelnen Investor. Das Ziel einer derartigen ALM-Studie besteht darin, die optimale Asset Allocation zu ermitteln. Damit ist die Allokation gemeint, die soweit als möglich den Vorkehrungen für Rücklagen, gesetzlichen Anforderungen, Risikoprofilen, etwaigen Boni, Zinsgarantien, technischer Zahlungsunfähigkeit, Unterkapitalisierung usw. Rechnung trägt.

Der Prozess ist komplex, und jede Allokation wird individuell auf die spezifischen Anforderungen und Verhältnisse des Investors zugeschnitten. Es ist nicht sinnvoll, die Allokation eines institutionellen Investors mit derjenigen eines anderen zu vergleichen. Im Extremfall kann sich eine Allokation, die für einen Investor voll und ganz geeignet ist, für einen anderen Investor als katastrophal erweisen.

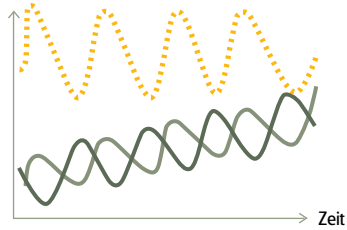
Generell besteht die Herausforderung für den Investor darin, dass die Vermögenswerte die Verbindlichkeiten übersteigen. Mit anderen Worten: Institutionelle Investoren in Form von Finanzinstituten wie Versicherungsgesellschaften und Banken müssen jederzeit zahlungsfähig sein.

Diese Rechtsvorschriften haben sich mit der Einführung der Liquiditätsbestimmungen II weiter verschärft. Mit der Einführung der Bilanzierungsrichtlinien IAS 19 und der EU-Richtlinie zu gesamteuropäischen Pensionskassen, die Ende 2005 in Kraft getreten sind, unterliegen gesamteuropäische Pensionskassen ebenfalls verschärften Rechtsvorschriften. Institutionelle Investoren verfügen oft über einen langfristigen Zeithorizont. Dies gilt ebenso für die Verbindlichkeiten der Investoren. Nach traditioneller Gewohnheit erfordert der langfristige Zeithorizont einen hohen Aktienanteil. Das Problem besteht darin, dass die Liquiditätsanforderungen hierbei Grenzen setzen. Selbst wenn ein Investor, beispielsweise eine Pensionskasse, über einen langfristigen Anlagehorizont verfügt, besteht der Zweck der Anlagen darin, Pensionen sowohl kurz- als auch langfristig auszahlen zu können. Darüber hinaus wird die für die Anlage zuständige Person von der Finanzaufsichtsbehörde kurzfristig überwacht. Dadurch wird die langfristige Ausrichtung eingeschränkt und das ausgewählte Risikoprofil beeinträchtigt. Das Ziel des institutionellen Investors besteht darin, einen stabilen Liquiditäts- bzw. Finanzierungsgrad zu gewährleisten.

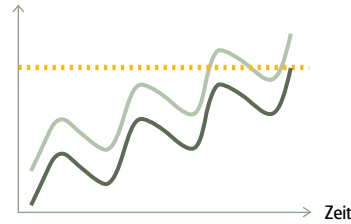
Doch wie lässt sich der Liquiditätsgrad über einen bestimmten Zeitraum stabil halten? Dies ist für die meisten institutionellen Investoren die wichtigste Frage. Ein institutioneller Investor sollte sich auf den Unterschied zwischen Vermögenswerten und Verbindlichkeiten konzentrieren. Zur Aufrechterhaltung eines stabilen Liquiditäts- bzw. Finanzierungsgrads müssen sich die institutionellen Investoren für eine Anlage in Vermögenswerte entscheiden, die den Verbindlichkeiten entsprechen. Der Bestand an Vermögenswerten muss dieselben Merkmale aufweisen wie die Verbindlichkeiten. Bei Durchführung dieser Strategie geraten die Investoren in eine Situation, bei der der Wert der Vermögenswerte steigt, wenn die Verbindlichkeiten zunehmen und umgekehrt. Die Auswirkungen kongruenter und nicht kongruenter Vermögenswerte gehen aus der Abbildung hervor.

Diese Problematik erzeugt oft die größten Herausforderungen, da es an ausgearbeiteten Modellen fehlt, mit denen sich diese Überlegungen hinreichend gleichmäßig abdecken lassen.

Die Vermögenswerte entsprechen nicht den Verbindlichkeiten



Die Vermögenswerte entsprechen den Verbindlichkeiten



- Finanzierungsgrad/Solvabilitäts-Kennziffer
- Verbindlichkeiten
- Nicht kongruente Vermögenswerte
- Kongruente Vermögenswerte

Quelle: Sparinvest

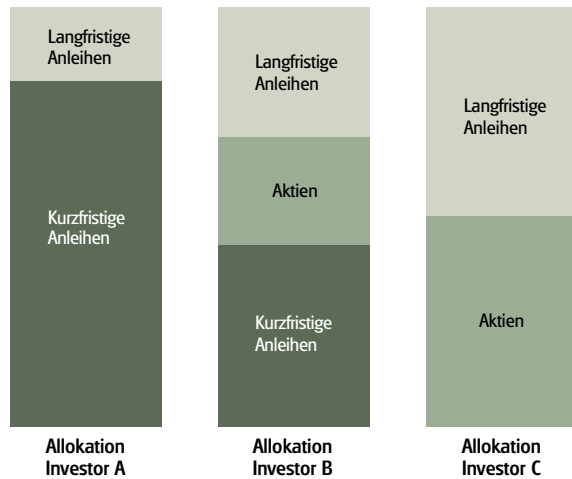
Die am besten geeignete Methode zur Vermeidung von Zahlungsunfähigkeit bzw. Unterkapitalisierung ist Risikomanagement. Hier ist es besonders wichtig, die Schwankungen bei den Vermögenskategorien und Verbindlichkeiten zu kennen. Diese Kenntnis steht im Mittelpunkt der Steuerung der Aktiv- und Passivseite eines Unternehmens und der Strategischen Asset Allocation. Infolgedessen muss das Risiko als das Verhältnis zwischen den Schwankungen von Vermögenswerten und Verbindlichkeiten gemessen werden.

Je höher der Anteil nicht kongruenter Vermögenswerte, desto höher ist das Risiko einer künftigen Zahlungsunfähigkeit. Allerdings lässt sich das Risiko durch einen höheren Finanzpuffer ausgleichen. Die Größe dieses Puffers richtet sich nach der Größe und Zusammensetzung der Vermögenswerte. Kongruente Vermögenswerte erfordern einen kleineren Puffer, während für nicht kongruente Vermögenswerte das Gegenteil zutrifft. Somit wird das Risikoprofil des Investors durch den Grad der Zahlungsfähigkeit bzw. der Finanzierung gesteuert.

Die nationale Finanzaufsichtsbehörde überwacht die Entwicklung der Zahlungsfähigkeit der Unternehmen sehr genau. Mit der Einführung der Richtlinie zu gesamteuropäischen Pensionskassen und der Einführung der Liquiditätsbestimmungen II wurde ein festes Regelwerk aufgestellt, das zur Festlegung des Risikogrades beiträgt, den ein bestimmter Investor eingehen kann. Durch einen geringeren Liquiditäts- bzw. Finanzierungsgrad, d. h. Vermögenswerte im Verhältnis zu Verbindlichkeiten, wird die Anzahl der zulässigen riskanten Vermögenswerte begrenzt. Die Konsequenz aus diesen Rechtsvorschriften besteht für viele Investoren in einem relativ hohen Anteil an Anleihen. Man muss sich darüber im klaren sein, dass die Steuerung der Aktiv- und Passivseite zu individuell zugeschnittenen Allokationen führt.

Dies bedeutet, dass unterschiedliche institutionelle Investoren je nach ihren Verbindlichkeiten und ihrem Finanzpuffer auch eine unterschiedliche Asset Allocation aufweisen werden, wie aus unten stehender Abbildung hervorgeht.

Unterschiedliche Asset Allocation für drei verschiedene Arten von Investoren.



Quelle: Sparinvest

Das Risikoprofil des institutionellen Investors richtet sich nach dem Grundsatz der Kongruenz zwischen Vermögenswerten und Verbindlichkeiten. Dieser Grundsatz bildet die Grundlage für die ausgewählte Strategische Asset Allocation. Bei der Berechnung optimaler Portfolios und der Festlegung der Anlagepolitik tragen ausgearbeitete Asset-Allocation-Modelle der Zusammensetzung der Verbindlichkeiten, Belastungstest-Szenarios und dem Finanzpuffer Rechnung.

Auswahl von Vermögenskategorien

Die Korrelation zwischen
Vermögensarten und Verbindlichkeiten

Generell kommt es darauf an, so viele Vermögenskategorien wie möglich einzubeziehen. Je mehr Alternativen die gesamte Anlagewelt bietet, desto besser. Doch vor der Auswahl der Vermögenskategorien werden das Risiko und die erwartete Rendite des Portfolios an die Verbindlichkeiten und das Risikoprofil des Investors angepasst. Die endgültige Auswahl beruht stets auf dem Bestreben, die Vermögenswerte den Merkmalen der Verbindlichkeiten anzupassen und gleichzeitig zusätzliche Renditen in Bezug auf die Verbindlichkeiten zu erzeugen.

Welche Vermögenskategorien passen gut zu den Verbindlichkeiten? Vernünftigerweise lässt sich sagen, dass für die meisten institutionellen Investoren bei einer Strategischen Asset Allocation Anleihen die Grundlage bilden müssen. Grund hierfür ist, dass Anleihen viele identische Merkmale mit Verbindlichkeiten aufweisen. Doch natürlich liegen die Dinge nicht ganz so einfach. Die Duration der Verbindlichkeiten und der Finanzierungs- bzw. Liquiditätsgrad werden für den einzelnen Investor stets individuell und spezifisch ausfallen. Deshalb ist es wünschenswert, Vermögenskategorien in die Allokation einzubeziehen, die langfristig zusätzliche Renditen in Bezug auf die Verbindlichkeiten erwarten lassen.

Die Zusammenstellung des optimalen Portfolios ist ein mehrstufiger Prozess. Der wichtigste Aspekt hierbei ist zweifellos die Auswahl der Vermögenskategorien. Die richtige Zusammensetzung der Vermögenswerte ist für die langfristige Rendite des Portfolios von erheblicher Bedeutung. Wie bereits ausgeführt, muss diese Auswahl unter Berücksichtigung nachstehender Aspekte erfolgen: Verbindlichkeiten, Risikoprofil, Anlagehorizont, erforderliche Rendite sowie gegebenenfalls gesetzliche und subjektive Beschränkungen.

Vor der Auswahl der Vermögenskategorien werden das Risiko und die erwartete Rendite des Portfolios mit den Verbindlichkeiten und dem Risikoprofil des Investors verglichen. Generell kommt es darauf an, so viele Vermögenskategorien wie möglich einzubeziehen. Je mehr Alternativen die gesamte Anlagewelt bietet, desto besser. Die wichtigsten Kriterien für die Auswahl der Vermögenskategorien sind: Volatilität, Rendite und Korrelation. Um etwas über diese Kriterien zu erfahren, werden meistens empirische Daten in Form von Indizes herangezogen.

Die Auswahl des Börsenindex, der die ausgewählten Vermögenskategorien repräsentiert, ist für den endgültigen Allokationsvorschlag von großer Bedeutung. So ist nicht nur die Liste der Indexanbieter unendlich lang, sondern auch jeder Indexanbieter hat seine eigenen spezifischen Berechnungsmethoden entwickelt. Bei der Durchführung der Strategischen Asset Allocation kommt es deshalb darauf an, die Anforderungen eingehend zu prüfen, die die Investoren an die verschiedenen Börsenindizes stellen. So kann ein Index, beispielsweise der amerikanische Aktienmarkt, je nach ausgewähltem Anbieter in Bezug auf die Renditen sehr große Unterschiede aufweisen.

Neben den grundlegenden Anforderungen in Bezug auf Datendisziplin und einheitliche Berechnungsmethoden ist ferner von wesentlicher Bedeutung, dass die Zusammensetzung des Index für den betreffenden Markt repräsentativ ist, d. h. dass die zugrunde liegenden Vermögenswerte hinreichend unterschiedlich sind, um den gesamten Markt widerzuspiegeln. Um diese Börsenindizes zu verstehen und mit ihnen zu können, ist es ferner erforderlich, dass die Methoden gut dokumentiert und transparent sind. Nur so lässt sich beurteilen, ob sich der Index als Repräsentant für die ausgewählte Vermögenskategorie eignet.

Außer auf die Berechnungsmethode kommt es auch darauf an, Datenreihen mit einem möglichst langen historischen Verlauf auszuwählen. Je länger ein Index existiert, desto mehr dürften logischerweise riskante Szenarios erlebt worden und in den Index eingeflossen sein. Dies ist für die Berechnung von Risiko und Korrelation besonders relevant, da diese beiden Faktoren ausschließlich anhand der historischen Wertentwicklung berechnet werden. Deshalb kommt es darauf an, einen Index mit einer Datenreihe auszuwählen, die lang genug ist, um große finanzielle Ereignisse wie Ölkrisen, Börsencrashes, IT-Blasen usw. einzubeziehen. Je mehr derartige Ereignisse in die historischen Renditedaten einfließen, desto höher ist die statistische Signifikanz der endgültigen Berechnungen.

Der Optimierungsprozess setzt ein, sobald genügend historische Renditeverläufe vorliegen und das Wissen über geeignete Indizes für die Märkte erworben wurde, an denen der Investor anlegen kann.

Auswahl des Anlagestils

Sobald die Grundlage für eine vernünftige, systematische Diversifikation geschaffen wurde, kommt es ebenso für den Investor darauf an, zu entscheiden, welchen Anlagestil er bei diesen Vermögenskategorien einsetzen will. Wichtig ist, dass die Diversifikation ebenfalls auf dieser Ebene stattfindet.

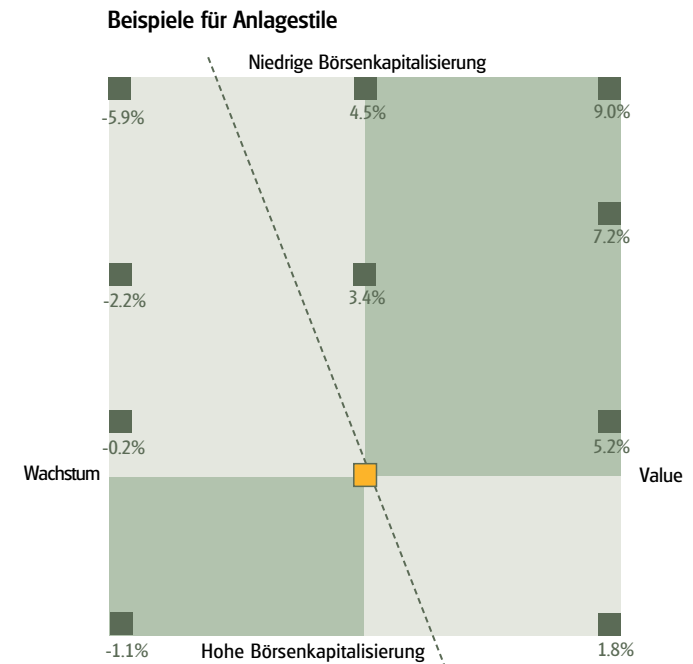
Die Diversifikation beim Anlagestil ist in Europa relativ neu. In den USA ist sie hingegen seit vielen Jahren bekannt und kommt dort zum Einsatz. Bei Aktien wird zwischen Wachstums- und Value-Aktien sowie zwischen Aktien mit niedriger und solchen mit hoher Börsenkapitalisierung unterschieden.

Zusammen mit anderen Fachleuten auf diesem Gebiet hat der Nobelpreisträger William Sharpe nachgewiesen, dass diese Marktaufteilung das größte Erklärungspotenzial und die größte Stabilität aufweist. Die Aufteilung des Marktes beispielsweise nach Sektoren ist instabiler, und die Merkmale ändern sich rascher.

Mittels der oben erwähnten Anlagestile entscheidet der Investor über die Zusammensetzung des Portfolios. Zur Auswahl der richtigen Stilkombination reicht der Einsatz empirischer Daten jedoch nicht aus. An einem Wettbewerbsmarkt muss ein Investor auch den Wettbewerbern sowie der Frage Rechnung tragen, in welchem Umfang Abweichungen vom Markt akzeptabel sind. Fest steht, dass sich die verschiedenen Anlagestile, insbesondere kurzfristig, sehr unterschiedlich zueinander verhalten.

1992 wiesen die Wirtschaftswissenschaftler Fama und French nach, dass Value-Aktien – definiert als Aktien mit einem niedrigen Kurs-/Buchwert-Verhältnis – langfristig wesentlich höhere Renditen erbrachten als Wachstumsaktien. Gleichzeitig wurde in der Analyse nachgewiesen, dass Aktien mit niedriger Börsenkapitalisierung eine höhere Rendite erbrachten als solche mit hoher Börsenkapitalisierung.

Später stellte Lakonishok fest, dass dies zu einem niedrigeren Risiko erfolgt. Diese Tatsache ließ weitere Investoren fragen, ob es möglich ist, mit ihren Aktienanlagen zusätzliche Renditen zu erzielen, indem sie sich in höherem Maße bei Value-Aktien und solchen mit niedriger Börsenkapitalisierung engagieren.



Die Schlussfolgerungen aus der von Fama und French vorgenommenen Analyse gehen aus der oben stehenden Abbildung hervor. Die gestrichelte Linie symbolisiert Portfolios, bei denen eine marktneutrale Rendite zu erwarten ist. Entlang dieser Linie gleicht sich die Wechselwirkung der beiden Faktoren aus. Portfolios im „Nordosten“ der gestrichelten Linie erbringen im Vergleich zum Marktdurchschnitt

zusätzliche Renditen. Fama und French erklären dies damit, dass Aktien im „Nordosten“ der gestrichelten Linie ein höheres Risiko aufweisen und deshalb auch höhere Renditen erbringen sollten. Allerdings sind Lakonishok und andere skeptisch, ob es tatsächlich ein zusätzliches Risiko gibt. Deshalb scheint viel darauf hinzudeuten, dass sich in dem „nordöstlichen“ Quadrat eine relativ höhere Rendite erzielen lässt, ohne dass ein höheres Risiko eingegangen wird. Jedenfalls scheint das Argument dafür zu sprechen, im Portfolio jederzeit Value-Aktien und solche mit niedriger Börsenkapitalisierung stärker zu gewichten.

Nach der Festlegung der Strategischen Asset Allocation anhand des Risikoprofils des Investors und nach der Entscheidung über den strategischen Anlagestil lässt sich ein Zielportfolio erstellen, das sich in Vermögenskategorien und Anlagestil gliedert.

Das Zielportfolio wird in eine Anlagepolitik einbezogen, die normalerweise vom Aufsichtsrat des institutionellen Investors genehmigt wird. Für Pensionskassen und Lebensversicherungsgesellschaften erfolgt die Genehmigung nach der Beratung mit dem zuständigen Versicherungsmathematiker. Die Dokumentation der Genehmigung beinhaltet die anlagebezogene Zielsetzung, das Risikoprofil, die ausgewählten Vermögenskategorien, die Handhabung des Währungsrisikos, Kriterien für die Auswahl der Mandate, die Strategie für die Neugewichtung und zahlreiche weitere wesentliche Voraussetzungen. Somit erlangt dieses Dokument für die Weiterführung der ausgewählten Strategischen Asset Allocation zentrale Bedeutung.

Auswahl der Mandate

Umsetzung der ausgewählten Allokation und des Risikoprofils bis zum endgültigen Portfolio

Es ist von entscheidender Bedeutung, dass die Auswahl der Mandate sowohl den ausgewählten Merkmalen der Vermögenskategorien als auch der ausgewählten Stilkombination entspricht. Für die Auswahl der Mandate gibt es mehrere verschiedene Modelle. Die renditeorientierte Stilanalyse ist ein gutes Instrument zur Überprüfung der Mandate und zur Aussonderung der am wenigsten geeigneten Optionen. Darüber hinaus ist es ein objektives Instrument für die kontinuierliche Überwachung externer und interner Mandate. Somit ist gewährleistet, dass die Auswahl der Mandate und die Kombination nicht von den Voraussetzungen abweichen, auf denen das optimierte Portfolio beruht, und dass somit die ausgewählte Strategie strikt eingehalten wird.

Bei der Durchführung der ausgewählten Strategie kommt der Auswahl der Mandate wesentliche Bedeutung zu. Die konkrete Allokation und das Risikoprofil müssen durchgängig bis zum endgültigen Portfolio umgesetzt werden. Dies stellt gewisse Anforderungen an die Auswahl der Mandate, weil diese den gewählten Merkmalen der Vermögenskategorien und der ausgewählten Stilkombination entsprechen müssen. Auch in den Jahren nach der Auswahl der Mandate muss gewährleistet sein, dass die Beobachtung und die Pflege des Portfolios nicht von der ursprünglichen Strategie abweichen. Doch wie kann ein Investor die besten und beständigsten Verwalter auswählen?

Hierzu braucht man nur bis zur IT-Blase zurückzugehen. Es hat sich gezeigt, dass Investoren erheblich von einer vernünftigen Allokation abgewichen sind und sich in hohem Maße für Verwalter und Portfolios entschieden haben, die sich ausschließlich auf Wachstumsaktien konzentrierten. Deshalb kommt der Auswahl der Mandate entscheidende Bedeutung zu, genauso wie es darauf ankommt, zwischen der Kombination des jeweiligen Mandats zu unterscheiden und sich damit vertraut zu machen.

Für die institutionellen Investoren ist die renditeorientierte Stilanalyse ein gutes Instrument zur Auswahl und Überwachung externer Mandate. Die Methode wurde 1992 von William Sharpe eingeführt. Sie fand zunächst jedoch wenig Beachtung. Erst in der zweiten Hälfte der 1990-er Jahre kam die Methode allmählich bei institutionellen Investoren in den USA auf breiter Ebene zum Einsatz. Das Modell wird hauptsächlich von Investoren genutzt, die mit den von Markowitz eingeführten Asset-Allocation-Grundsätzen arbeiten. Allerdings kommt es auch bei Investoren zum Einsatz, die sich ein objektives Instrument für die Bewertung interner und externer Vermögensverwalter wünschen.

Die Methode ist quantitativ ausgerichtet und beruht auf Renditedaten eines Fonds bzw. Portfolios. Angestrebt wird damit, die Kombination von sowohl geografischen Märkten und Kapitalisierungssätzen als auch Wachstums- und Value-Aktien aufzudecken. Die Stärke der Methode liegt in ihrem einfachen Aufbau hinsichtlich Theorie und Berechnungen, der sich – im Vergleich zu bestandsorientierten Analysen – lediglich auf Renditezahlen konzentriert.

Wenn ein Investor zwischen hunderten von Fonds wählen kann, dann kann ihm die renditeorientierte Stilanalyse dabei helfen, das Angebot im Hinblick auf die Kombination zu überprüfen. Auf diese Weise lässt sich die Auswahl von Fonds so abstimmen, dass sie der ausgewählten Allokation in Bezug auf Vermögenskategorie und Stilkombination entspricht. Diese Übereinstimmung ist für das Risikomanagement des Portfolios von entscheidender Bedeutung und für die Einhaltung eines strikten Prozesses erforderlich.

Die Stilanalyse gewährleistet, dass der erste Schritt im Auswahlprozess in die richtige Richtung führt. Anschließend kann sich die Analyse eingehender auf die Fonds und Mandate konzentrieren, die den Kriterien des Investors am besten zu entsprechen scheinen. Normalerweise befassen sich institutionelle Investoren mit denjenigen internen und externen Mandaten, die im Hinblick auf die verschiedenen Märkte und Vermögenskategorien am besten zu ihnen passen. Zur Durchführung der ausgewählten Allokation ist es deshalb erforderlich, die internen und externen Mandate kontinuierlich zu überwachen. Dadurch lassen sich Auswirkungen einer Situation vermeiden, bei der sich beispielsweise die Portfolio-Verwalter von mehr als einer Verwaltungsgesellschaft in denselben Vermögenswert bzw. Markt „verlieben“. Ist sich der Investor dieses Problems nicht bewusst, kann er sich bei einer bestimmten Vermögenskategorie bzw. einem bestimmten Anlagestil zu hoch engagieren.

Ferner deckt die Stilanalyse der Rendite von dem internen und externen Mandat auf, ob der Portfolio-Verwalter seiner eigenen Strategie treu bleibt oder ob es zu einer Veränderung des Anlagestils kommt. Bei der Strategischen Asset Allocation ist eine Veränderung des Anlagestils unerwünscht. Die Konsequenz einer derartigen Veränderung besteht in der Änderung des Risikopotenzials beim Gesamt-Portfolio und somit auch in der Änderung der Voraussetzungen, unter denen das Portfolio optimiert wurde. Deshalb kommt es darauf an, bei Auswahl und Bewertung der Mandate eine strikte Strategie beizubehalten.



Neugewichtung

Beibehaltung des strategischen
Ausgangspunktes

Es kommt entscheidend darauf an, dass das Portfolio regelmäßig mit seinem strategischen Ausgangspunkt in Einklang gebracht wird. Dies ist die einzig mögliche Methode zur Beibehaltung des ursprünglich festgelegten Risikoprofils. Normalerweise führen institutionelle Investoren eine halbjährliche bzw. jährliche Neugewichtung durch. Bei der jährlichen Analyse der Verbindlichkeiten wird überprüft, ob ein Bedarf zur Anpassung des strategischen Ausgangspunktes besteht.

Das Portfolio muss neu gewichtet werden, wenn Marktschwankungen bei den einzelnen Vermögenskategorien auftreten, die teilweise durch die gesetzlich auferlegten Beschränkungen und teilweise durch die Gewährleistung bedingt sind, das Portfolio regelmäßig mit seinem strategischen Ausgangspunkt in Einklang zu bringen. Steigt beispielsweise während einer Periode der Aktienkurs, während Anleihen unverändert bleiben, muss der Aktienanteil verringert und die Mittel in Anleihen investiert werden. Unterbleibt diese Neugewichtung, dann ändert sich das mit dem Portfolio verbundene Risiko im Laufe der Zeit. Das Profil ist somit ein anderes als das ursprünglich ausgewählte.

Es gibt keine allgemein anerkannte akademische Regel, wie oft ein Portfolio neu gewichtet werden sollte. Allerdings muss die Häufigkeit natürlich zu den Kosten der Portfolio-Umstellung in Bezug gesetzt werden. Hierzu wurden viele Analysen durchgeführt mit genauso zahlreichen Ergebnissen. Allerdings deuten die meisten darauf hin, dass eine Neugewichtung alle sechs bzw. zwölf Monate sinnvoll ist.

Institutionelle Investoren sollten eine halbjährliche Neugewichtung vornehmen. Dies wirkt sich stabilisierend auf die Rendite aus und führt gleichzeitig zu einem optimalen Management von Risiko und Messung im Hinblick auf den Belastungstest der nationalen Finanzaufsichtsbehörde. Allerdings trägt ein Cashflow während der Periode zur Stabilisierung bei und verringert dadurch den Bedarf an Neuge-

wichtung. Natürlich lassen sich auch Einzahlungen von Mitgliedern zur Anlage in die Vermögenskategorien nutzen, die infolge von Marktschwankungen untergewichtet sind. Zahlungen lassen sich auch durch die Veräußerung von Anlagen erzielen, die aufgrund von Marktschwankungen einen zu großen Anteil am Gesamtportfolio ausmachen.

Bisher liegt allen Portfolio-Diskussionen eine wichtige Annahme zugrunde: Die Annahme nämlich, dass der Investor jeweils zum Jahresende das Portfolio wieder im Hinblick auf die angestrebte Zusammensetzung neu gewichtet. Hat ein bestimmter Vermögenswert außerordentlich gut abgeschnitten, wird dessen Gewichtung im Portfolio zunehmen; infolgedessen muss eine ausreichende Menge davon verkauft und in die schlecht abschneidenden Vermögenswerte reinvestiert werden, um zu der angestrebten Zusammensetzung zurückzukehren. [...] Das für diesen Prozess erforderliche Ausmaß an Disziplin und Geduld ist nicht zu unterschätzen, weil es bedeutet, genau das Gegenteil von dem zu tun, was der größte Teil der Anlagewelt, von der nahezu alle Fachleute und Experten sind, tut.

William Bernstein – The Intelligent Asset Allocator

Lässt sich eine Neugewichtung vermeiden? Die Antwort lautet: Nein. Im Laufe der Zeit ändert sich das Portfolio immer und die Gewichtung verlagert sich. Das Portfolio enthält zwar dann noch dieselben Vermögenswerte, doch die neue Gewichtung führt zu mehr Instabilität und einem erhöhten Risikopotenzial. Die Neuge-

wichtung trägt dazu bei, das Portfolio wieder zum Ausgangspunkt zurückzuführen und somit die Unsicherheit zu verringern.

Eine Politik der Neugewichtung ist somit ungeachtet der eingesetzten Methode von Bedeutung. So verfügt beispielsweise ein Investor über eine strategische Allokation +/- eine feste Prozentgrenze. Somit könnte er eine 5-Prozent-Grenze wählen oder einmal jährlich mit einer festen Häufigkeit eine Neugewichtung vornehmen. Arbeitet man mit Grenzwerten bzw. Intervallen, die zu breit bzw. zu lang sind, dann schwimmt die Politik der Neugewichtung und wird praktisch wirkungslos. Ebenso sind zu enge Grenzen und zu kurze Intervalle zwischen der Neugewichtung wegen der damit verbundenen Handelskosten keinesfalls wünschenswert.

Die nachstehenden Abbildungen zeigen die Auswirkungen einer Strategischen Asset Allocation mit 20 Prozent internationalen Aktien und 80 Prozent dänischen Anleihen. Die Grenze für die Neugewichtung wurde bei +/- 5 Prozent festgelegt (definierte Neugewichtung).

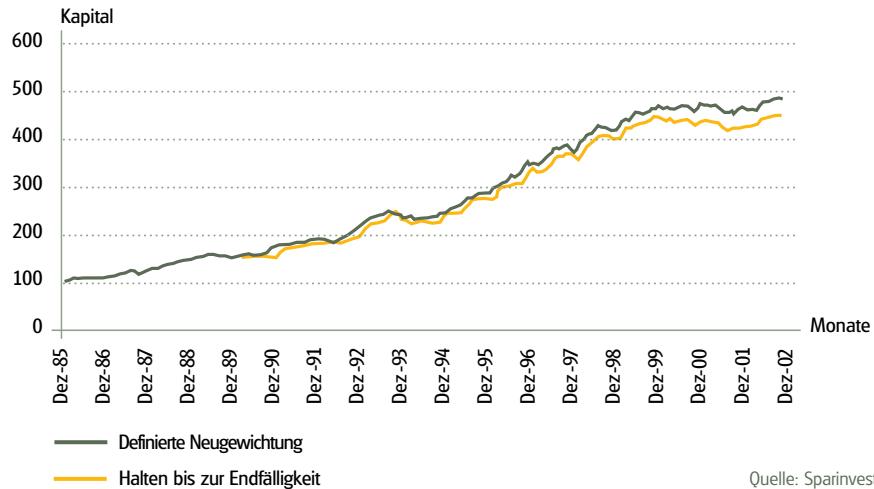
Wie daraus hervorgeht, führt die Strategie der definierten Neugewichtung zu höheren Renditen und einer niedrigeren Volatilität als ein Portfolio im selben Zeitraum, das bis zur Endfälligkeit gehalten wird.

Beispiel für eine definierte Neugewichtung gegenüber dem Halten bis zur Endfälligkeit

	Halten bis zur Endfälligkeit	Definierte Neugewichtung
Durchschnittsrendite	3,59%	3,77%
Volatilität	2,65%	2,61%
SharpeRatio	1,35	1,44
Anzahl Neugewichtungen		10

Quelle: Sparinvest

Beispiele für einen Kapitalzuwachs mit definierter Neugewichtung gegenüber dem Halten bis zur Endfälligkeit

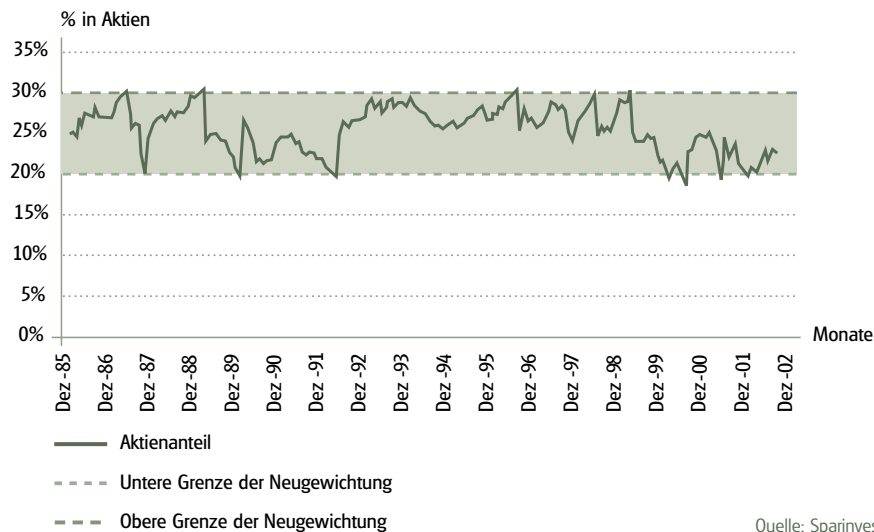


Zwar ist Risikomanagement das Ziel der Neugewichtung. Doch besteht ein zusätzlicher Vorteil darin, dass die Neugewichtung langfristig auch zusätzliche Renditen erbringt.

In der Praxis sollte die Neugewichtung immer im Zusammenhang mit einer jährlichen Überprüfung der Steuerung der Aktiv- und Passivseite sowie der Strategischen Asset Allocation durchgeführt werden.

Die jährliche Überprüfung beinhaltet auch die Entwicklung der Verbindlichkeiten. Eine Analyse der Verbindlichkeiten kann einen Bedarf an Anpassung des strategischen Ausgangspunktes aufdecken. Somit geht es nicht nur um eine jährliche Neugewichtung, sondern gegebenenfalls auch um eine Anpassung der ausgewählten Strategie.

Aktienanteil bei definierter Neugewichtung



Warum verwenden nicht alle die Strategische Asset Allocation?

Sollte man Überzeugungen und Einstellungen Vorrang einräumen vor einem Wissen, das auf Theorie und Praxis beruht?

Die meisten Investoren setzen irgendeine Art von Risikostreuung ein. Allerdings reicht eine Streuung ohne Berücksichtigung der Verbindlichkeiten und der wechselseitigen Korrelationen zwischen den Vermögenskategorien leider nicht aus. Die Streuung muss auf der Grundlage eines systematischen Gesamtansatzes erfolgen, wenn man eine optimale und kontrollierte Wirkung erzielen will. Nach neuen und aufregenden Vermögenswerten Ausschau zu halten ist zwar faszinierend und spannend. Doch was nützt die Spannung, wenn die Gewinne bestenfalls von den Kosten aufgezehrt werden? Und wenn das Risiko einer Unterkapitalisierung bzw. technischen Zahlungsunfähigkeit zunimmt, gerät die Sicherheit jedes Mal dadurch in Gefahr, dass man den „richtigen Strömungen“ ohne Rücksicht auf die Verbindlichkeiten folgt. Weshalb entscheiden sich dennoch so viele Investoren dafür, ein derartiges Risiko einzugehen?

Viele Investoren sind vom „Market timing“ überzeugt...

Zwar gibt es hierfür Beispiele, doch nur wenige Investoren waren mit dem „Timing“ des Marktes über einen längeren Zeitraum gleich bleibend erfolgreich. An zahlreichen Gegenbeweisen ist jedoch kein Mangel. Das Risiko ist groß, letztlich bei einem Portfolio zu landen, das durch eine viel zu niedrige Stabilität im Vergleich zu seinem Risikopotenzial gekennzeichnet ist, oder sogar bei einem gestörten Gleichgewicht zwischen Vermögenswerten und Verbindlichkeiten. Bei einem derartigen Portfolio besteht die außerordentlich hohe Wahrscheinlichkeit, dass das Risiko einer Unterkapitalisierung bzw. technischen Zahlungsunfähigkeit eintritt.

Viele Investoren unterschätzen die Auswirkung der Diversifikation...

Risikostreuung ist kein neues Konzept. Jeder Investor benutzt irgendeine Form von Diversifikation. Allerdings reicht Diversifikation alleine nicht aus, um eine optimale, kontrollierte Wirkung zu erzielen. Eine fundierte Diversifikation wird anhand der bekannten Korrelationen zwischen den verschiedenen Vermögenskategorien ausgewählt. Es besteht ein großer Unterschied, ob die Diversifikation systematisch ausgewählt wird oder ob sie aufgrund von Überzeugungen und Einstellungen erfolgte, selbst wenn diese Einstellungen inzwischen noch so gut dokumentiert sind. Eine korrekte Diversifikation trägt der Tatsache Rechnung, dass unterschiedliche Anlageziele unterschiedliche Allokationen erfordern und dass die Allokation erst nach gebührender Berücksichtigung der Verbindlichkeiten vorgenommen werden sollte.

Viele Investoren und Verwalter halten sie für langweilig...

Das ist ein außerordentlich menschliches Argument. Es ist aufregend zu spekulieren und damit Erfolg zu haben. Dabei stellt sich jedoch die Frage, ob es richtig ist, dieser Aufregung nachzugeben. Vielleicht ist es besser, 90 Prozent der Renditeschwankungen erklären zu können und sich über stabile, gute Ergebnisse zu freuen.

Für institutionelle Investoren muss das Ziel darin liegen, in der Lage zu sein, jederzeit ihre Schulden zahlen zu können, ohne sich sorgen zu müssen, ob dies heute oder in der nahen Zukunft möglich ist.

Viele Investoren schließen sich den aktuellen Strömungen an...

Viele Verwalter und Investoren verbringen ihre Zeit mit der Suche nach neuen und aufregenden Anlagen. Dieser Trend zieht oft andere Verwalter und Investoren in das Kielwasser ihrer Begeisterung. Man stelle sich vor, sie könnten die neueste „aussichtsreiche Vermögenskategorie“ oder das nächste „spannende Produkt“ ausfindig machen. Nur wenige möchten eine solche Chance verpassen. Man braucht sich nur an die Euphorie der IT-Blase zu erinnern, um sich hiervon ein klares Bild zu machen. Viele Investoren messen ihre eigene Wertentwicklung an derjenigen ihres Nachbarn. Ungeachtet der Konjunkturlage an der Spitze zu stehen, ist ein befriedigendes Gefühl. Leider erfolgt dieser Vergleich ohne ausreichende Berücksichtigung der Tatsache, dass Investoren unterschiedliche Verbindlichkeiten haben und deshalb an die Allokation und die Wertentwicklung des Einzelnen unterschiedliche Anforderungen stellen.

Das Gegenteil von dem zu tun, was jeder tut, erfordert Mut. Und die Durchführung einer echten Strategischen Asset Allocation und Anlagepolitik erfordert Ausdauer.

Wir hoffen, dass dieses Buch einen kurz gefassten und interessanten Überblick über die Gedanken und Grundsätze gegeben hat, die der Steuerung der Aktiv- und Passivseite, der Strategischen Asset Allocation und der renditeorientierten Stilanalyse zugrunde liegen.

Ferner hoffen wir, dass die in diesem Buch vorgestellten Überlegungen Ihren Appetit gesteigert haben, sich mit den hier beschriebenen Grundsätzen zu beschäftigen. Und wir wünschen uns, dass wir dadurch unsere Begeisterung und unsere Ergebnisse mit noch mehr Menschen teilen können.

Literaturverzeichnis

Bogle, John C., 1999, "Common Sense on Mutual Funds", John Wiley & Sons Inc

Bernstein, William J., 2000, "The Intelligent Asset Allocator: How to Build Your Portfolio to Maximise Returns and Minimize Risk", McGraw-Hill

Brinson, Gary P., Randolph L. Hood und Gilbert L. Beebower, 1986, "Determinants of Portfolio Performance", Financial Analyst Journal Juli/ August

Brinson, Gary P., Brian D. Singer und Gilbert L. Beebower, 1991, "Determinants of Portfolio Performance II: An Update", Financial Analyst Journal Mai/Juni

Ellis, Charles D., 1992, "Investment Policy – How to Win the Loser's Game", Irwin Professional Pub, 2. Aufl.

Fama, Eugene und Kenneth French, 1998, "Value versus Growth: The International Evidence", Journal of Finance

Gibson, Roger C., 2000, "Asset Allocation – Balancing Financial Risk", McGraw-Hill 3. Aufl.

Ibbotson Associates, 1998, "Stocks, Bonds, Bills, and Inflation", Ibbotson Associates

Lakonishok, Josef, Andrei Shleifer und Robert W. Vishny, 1994, "Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk", Journal of Finance, Dezember

Markowitz, Harry, 1952, "Portfolio Selection", Journal of Finance 7, 77-91

Sharpe, William F., 1964, "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk", Journal of Finance 19, 425-42

Sharpe, William F., 1966, "Mutual Fund Performance", Journal of Business, 119-38

Sharpe, William F., 1992, "Asset allocation: Management style and performance measurement", Journal of Portfolio Management, Winter, 7-19

Sharpe, William F., 1994, "The Sharpe Ratio", Journal of Portfolio Management, Herbst, 49-58