

Veröffentlicht in

finEST private wealth

Ausgabe 02/2008, Juni 2008

„Strategische Asset Allocation -  
Neue Methoden für Kapitalanlageberatung  
und Portfoliomanagement“

S. 8-10

Mit freundlicher Genehmigung  
der finEST private wealth-Redaktion,  
PETER KRAUSS finEST consultants GmbH, Oberasbach/Nürnberg

([www.finest-planner.net](http://www.finest-planner.net))

# Strategische Asset Allocation

## Neue Methoden für Kapitalanlageberatung und Portfoliomanagement

Der Erfolg einer Vermögensanlage ist das Resultat der jeweiligen Portfoliostrategie. Erfolgsmaßstab (Performancemaß) ist dabei die Mehrrendite, die im Vergleich zu einer risikoadäquivalenten Alternativanlage erzielt wurde. Viele Banken, Fonds und Vermögensverwalter erwecken den Eindruck, dass mit „wenig Rechnerei“ ein (erfolgs-)optimales Portfolio abgebildet und den Präferenzen der Anleger Rechnung getragen werden kann. Propagiert wird dabei speziell der wissenschaftlich fundierte Markowitz-Ansatz. Doch dieser Eindruck ist falsch und der Markowitz-Ansatz in der Praxis auf Grund der restriktiven Annahmen nicht problemlos anwendbar. Tatsächlich sind Vermögensanlage und Portfolioplanung in der realen Welt wesentlich komplexer und viele der an sich erforderlichen Verfahren werden heute noch nicht eingesetzt oder falsch priorisiert.

### Schlagworte:

- Portfoliooptimierung
- Portfolioplanung
- Markowitz-Ansatz
- Asset Allokation

### Eigentliche Wertetreiber

So beruht z. B. der größte Teil des Erfolgs einer Kapitalanlagestrategie auf der Auswahl der Assetklasse, unabhängig von aktivem oder passivem Portfoliomanagement (siehe nebenstehende Vergleichstabelle „Wertbeiträge der Portfolioplanung“).

Auch wenn die Auswahl einzelner Anlagetitel innerhalb der Assetklassen einen vergleichsweise geringen Erfolgsbeitrag aufweist, wird hier oft der größte Aufwand betrieben und auch der höchste Teil der Transaktionskosten

verursacht. Es ist deshalb im Rahmen der strategischen Asset Allokation die primäre Zielsetzung, basierend auf langfristigen volkswirtschaftlichen (Mega-) Trends, der relativen Bewertung der Assetklassen und langfristigen stabilen Korrelationsbeziehungen, den Fokus bei der Portfolioentscheidung auf die Fixierung der Anteile für die einzelne Assetklassen zu legen.

### Bewertung illiquider Vermögenswerte

Oft stellen auch eigene unternehmerische Beteiligungen einen wesentlichen Anteil am Gesamtvermögen privater oder institutioneller Investoren dar. Die Berücksichtigung und Bewertung dieser nicht-marktgängigen Vermögenskomponenten, auch vor dem Hintergrund nicht vollkommener Kapitalmärkte, erfordert Spezial-Know-how. So muss der Wert berechnet werden, da keine Marktpreise existieren und zusätzlich muss zudem beispielsweise der Informationsvorsprung des Eigentümers gegenüber dem anonymen Kapitalmarkt bei der Bewertung mit berücksichtigt werden. Da Risiken Planabweichungen auslösen können, erfolgt die Einbindung des Informationsvorsprungs durch die Ableitung risikogerechter Diskontierungssätze auf Grundlage der Planung eines Unternehmens (oder eines Immobilieninvestments). So führt ein höherer Be-

## Autor + Kontakt

Dr. Werner Gleißner  
Vorstand  
FutureValue Group AG

Tel. +49 (0) 711-797 358-30  
kontakt@FutureValue.de  
www.FutureValue.de

darf an teurem Eigenkapital zu einem höheren Kapitalkostensatz und zu einem niedrigeren Unternehmenswert. Zusätzlich darf – im Gegensatz zu traditionellen Kapitalkostenmodellen (CAPM) – nicht unterstellt werden, dass das Gesamtportfolio des Unternehmers perfekt diversifiziert ist. So werden unternehmensspezifische Risiken bewertungsrelevant.

### Risikobewertung von Anlageentscheidungen

Traditionelle Portfolioplanungs- und Portfoliobewertungsmodelle (Markowitz-Ansatz, CAPM) unterstellen die Standardabweichung der Rendite als Investorrisikomaß. Tatsächlich sind aber die realen Anlegerpräferenzen meist dadurch gekennzeichnet, dass mögliche Verluste deutlich stärker als Risiko wahrgenommen werden, als (mögliche) Gewinne (theoretische Fundierung ist die Prospect Theory von Kahneman und Tversky). Um ein den tatsächlichen Anlegerpräferenzen gerechtes Portfolio überhaupt entwickeln zu können, sind daher Downside-Risikomaße (VaR, CVaR etc.) erforderlich, die speziell die Wahrscheinlichkeit und den Umfang negativer Abweichungen vom Startvermögen oder erwartetem Zielvermögen erfassen. So entspricht es den Anlegerpräferenzen, dass der Gesamtrisikoumfang unterhalb eines bestimmten Niveaus limitiert bleiben muss. Ein derartiger „Safety-First-Ansatz“ der Portfoliooptimierung kann beispielsweise auf dem sogenannten „Telser-Kriterium“ basieren. Das Telser-Kriterium zielt auf die Maximierung der erwarteten Rendite, unter der Nebenbedingung, dass die Wahrscheinlichkeit des Unterschreitens der vorgegebenen Zielrendite (z.B. 0%) unterhalb z.B. von 10% bleibt (Risikobegrenzung).

### Wertbeiträge der Portfolioplanung

vgl. Brinson, Hood, Beebower (1986) und (1991)

Studie publiziert	1986	1991
Asset Allocation	93,60 %	91,50 %
Market Timing	1,70 %	1,80 %
individuelle		
Investment-Selektion	4,20 %	4,60 %
andere Faktoren	0,50 %	2,10 %

## Markowitz versus langfristiger, strategischer Vermögensplanung

Im Gegensatz zum Markowitz-Ansatz, bei dem eine Portfoliooptimierung auf Sicht von einer Periode (meist 1 Jahr) vorgenommen wird, ist für eine strategische Portfolioplanung eine langfristige Optimierung erforderlich. Bei mehrperiodiger langfristiger Betrachtung ist – im Gegensatz zum Markowitz-Modell, in dessen Mittelpunkt die arithmetische mittlere Rendite steht – die Maximierung der geometrisch mittleren Rendite oder des erwarteten Endwertes die maßgebliche Zielgröße. Die optimale Assetklassenallokation ist also abhängig vom Planungshorizont des Anlegers, wobei die häufig zu lesende Regel – längerer Planungszeitraum gleich höherer Anteil riskanter Anlagen – so einfach nicht richtig ist, denn für die Beurteilung sind weitere Einflussfaktoren zu beachten. Allerdings führt die seit langem empirisch feststellbare Tendenz zu einer Rückkehr der Kursentwicklung von Aktien zu einem langfristigen volkswirtschaftlich angemessenen Trend dazu, dass der Gesamtrisikoumfang mit zunehmendem Zeithorizont deutlich langsamer wächst, als dies die traditionelle „Random-Walk-Hypothese“ annimmt.

## Renditen sind nicht normalverteilt und Erwartungen unsicher

Auch unterstellen traditionelle Portfolioplanungstechniken (Markowitz, CAPM), dass die (logarithmierten) Renditen sich durch eine Normalverteilung beschreiben lassen und alle wesentlichen Parameter (erwartete Renditen, Standardabweichung der Renditen, Korrelationen) bekannt und stabil sind. Für die erwartete Renditen, Risiken und Korrelationen zwischen den Renditen benötigt man in der Realität allerdings leistungsfähige Prognosemodelle, möchte man die historischen Werte nicht unreflektiert in die Zukunft fortschreiben. Die Qualität der Portfoliooptimierung hängt natürlich maßgeblich von der Qualität dieser Prognosen ab. Kaum thematisiert wird, wie diese Prognosen erstellt werden und welche Prognosequalität zu erwarten ist. Unsicherheit bezüglich der Parameter (Meta-Risiken) erfordern „robuste“ Verfahren der Portfolioplanung. Empirische Untersuchungen zeigen zudem, dass insbesondere extrem negative Szenarien „Crashes“ deutlich häufiger auftreten, als dies

bei normalverteilten Risiken der Fall sein dürfte. Die Risiken sind also insbesondere kurzfristig deutlich höher als angenommen.

**Weiterhin zeigen diverse Analysen schon seit langem, dass gerade in diesen Extremszenarien ein erheblicher Anstieg der Korrelationen festzustellen ist, so dass der Risikodiversifikationseffekt – der Grund der Portfoliobilddung – gerade dann stark nachlässt, wenn er gebraucht wird.**

Zur Sicherung des Portfoliowerts bei extremen Kursausschlägen sind spezielle Absicherungsstrategien erforderlich.

## Orientierung am fundamentalen Wert

Sowohl die Häufung negativer Extremszenarien als auch die Unsicherheit hinsichtlich der Modellparameter haben unmittelbare und wesentliche Auswirkungen für die praktische Kapitalanlageberatung und speziell des Portfoliomanagements. Langfristig entwickelt sich der Preis aller Assetklassen in Orientierung am fundamentalen Wert, der wiederum abhängig ist von der volkswirtschaftlichen Entwicklung, also Wirtschaftswachstum, Inflation, Realzins, Risikoprämien usw. Für die Wertentwicklung ganzer Assetklassen ist somit die volkswirtschaftliche Entwicklung bedeutsam. So ist z.B. für eine Prognose der mittel- und langfristig zu erwartenden Rendite von Aktienanlagen erforderlich, diese einzuschätzen und die Zusammenhänge bzw. Kor-

relationen zwischen der Wertentwicklung und volkswirtschaftlichen Faktoren ökonomisch zu verstehen. Kurzfristig können deutliche Abweichungen auftreten, was die nachfolgende Abbildung 2 mit den Schwankungen des Bewertungsniveaus zeigt.

Der Einfluss auf die Rendite der einzelnen Assets sowie die Abhängigkeiten zwischen diesen makroökonomischen Faktoren untereinander sollten beim Anlageprozess berücksichtigt werden. So ist beispielsweise seit langem bekannt, dass die Zentralbanken bei der Steuerung des Geldmarktzins sich sehr eng an der Inflationsrate und der realen Wirtschaftswachstumsrate orientieren (Taylor-Regel).

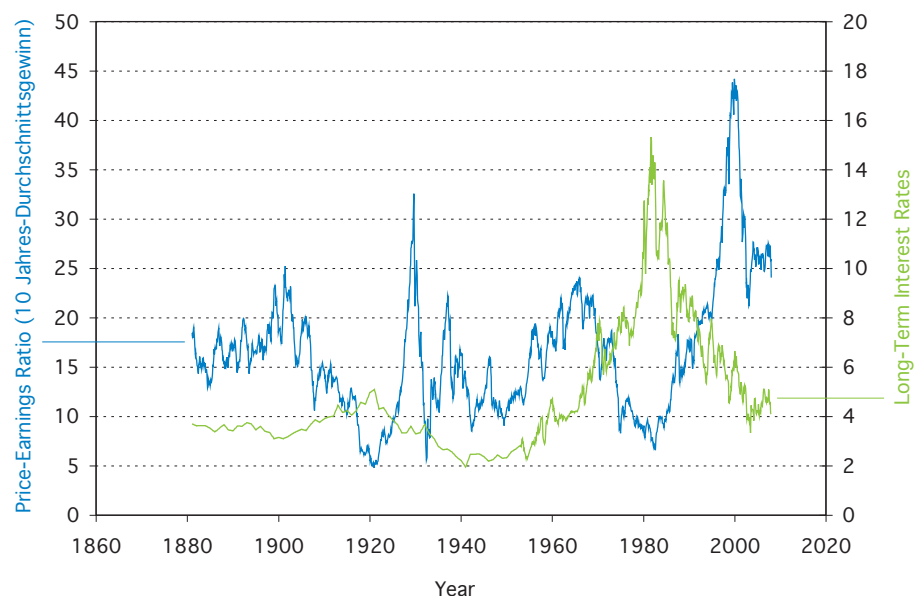
**Die Konsequenz daraus ist, dass eine langfristig ausgelegte strategische Kapitalanlageentscheidung nicht sinnvoll fundiert werden kann, ohne sich vorher ein klares Bild der wesentlichen volkswirtschaftlichen Zusammenhänge gemacht zu haben.**

Eine rein statistische Analyse der Vergangenheit ist unzureichend und führt oft zu einer unangemessenen Fortschreibung temporärer Trends, z.B. des auch in Abb. 2 sichtbaren Anstiegs des Bewertungsniveaus von Aktien.

## Summary für die Praxis

Wer eine optimale Kapitalanlage- und Portfoliopolitik erreichen will, muss zunächst einen geeigneten Erfolgsmaßstab präzise definieren. Dies erfordert ein Performance-Maß und eine

Abb. 2: Bewertungsniveau anhand des SetP500 vs. langfristiger Zinssätze



Präzisierung des Risikoverständnisses, da die „Standardabweichung der Rendite“ im Allgemeinen die Risikowahrnehmung eines Anlegers nicht adäquat widerspiegelt. Zu denken ist hier insbesondere an so genannte „Downside-Risikomaße“, die beispielsweise die Wahrscheinlichkeit und den erwarteten Umfang einer Unterschreitung des angestrebten Zielvermögens erfassen. Bei der Kapitalanlageplanung selbst muss der Schwerpunkt gelegt werden auf die grundsätzliche Strukturierung des Portfolios, d.h. die Aufteilung des Gesamtvermögens in Assetklassen, da dies die Performance besonders maßgeblich bestimmt.

Zudem ist eine adäquate Berücksichtigung des Anlagehorizonts erforderlich, da eine Optimierung eines Portfolios aus Perspektive von 1 Jahr zu deutlich anderen Resultaten führen kann als eine Planung auf 10 oder 20 Jahre. Weiterhin gilt es durch die Entwicklung von „robusten“ Verfahren der Portfoliooptimierung die bekannten Probleme des traditionellen Markowitz-Ansatzes zu vermeiden, beispielsweise durch die explizite Berücksichtigung der Unsicherheit in der Prognose zukünftiger zu erwartender Renditen im Entscheidungskalkül.

**Im Gegensatz zum Markowitz-Ansatz kann man nämlich in der Realität nicht davon ausgehen, dass die zukünftigen erwarteten Renditen, die zukünftigen Risiken und die Korrelationen der einzelnen Vermögensgegenstände bekannt und sicher sind.**

Notwendig ist eine intensivere Beschäftigung mit den hier verwendeten Prognosemodellen. Prognosemodelle, die bekannte Kapitalmarktanomalien berücksichtigen (z.B. die risikoadjustierte Mehrrendite so genannter „Value-Aktien“), können – im Fine-Tuning – einen Beitrag dazu leisten, die Rendite eines Portfolios risikoadjustiert zu verbessern. In der Praxis wird es jedoch wichtiger sein, die Renditeprognosen und Risikoeinschätzungen besser zu fundieren, also insbesondere auch volkswirtschaftliche zukunftsorientierte Erklärungsmodelle zu nutzen – und nicht lediglich historische Renditen unreflektiert in die Zukunft fortzuschreiben. Volkswirtschaftliche Prognosemodelle und Erklärungsmodelle können hier auch genutzt werden, um beispielsweise Ver-

änderungen der Korrelationsstruktur von Assetklassen zu erklären. Schließlich haben Konzepte zur Risikoabsicherung und intelligente Portfolio-Insurance-Strategien im Kontext einer strategischen Kapitalanlageplanung eine hohe Bedeutung – insbesondere auch, weil reale Märkte (zumindest kurzfristig) eine wesentlich höhere Volatilität zeigen, als dies durch die traditionelle Hypothese von Normalverteilung und Random-Walk ausgedrückt wird. Wenn ein privater oder institutioneller Investor zudem wesentliche Vermögensgegenstände hält, die illiquide sind bzw. keine aktuellen Marktpreise vorliegen, ist zudem deren Berücksichtigung im Rahmen der Portfolioplanung zwingend erforderlich – und im Allge-

meinen müssen hier spezielle Bewertungsverfahren (z.B. für Unternehmen oder Immobilien) genutzt werden, die adäquate (risikogerechte) Werte berechnen lassen. Die hier einzusetzenden (simulationsbasierten) Bewertungsverfahren müssen den Unvollkommenheiten der Kapitalmärkte Rechnung tragen.

### Fazit

Insgesamt zeigt sich, dass viele Potenziale, die die heute verfügbaren Instrumente für Kapitalanlage und Vermögensplanung bieten, noch nicht genutzt werden: Die einfache Anwendung eines Markowitz-Ansatzes im Rahmen eines populären „Portfolio-Checks“ ist sicherlich nicht hinreichend.

### Nachfolgend werden die wesentlichen Kernaspekte obiger Erklärungen als Thesen für eine moderne strategische Portfolioplanung zusammengefasst:

1. Der Schwerpunkt im Portfoliomanagement ist die Entscheidung bezüglich der Allokationen der Asset-Klassen.
2. Das für die Optimierung eines Portfolios heranzuziehende Risikomaß beschreibt Wahrscheinlichkeit und Umfang von Verlusten (z.B. Expected Shortfall).
3. Für die Vorhersage von langfristig zu erwartenden Renditen einzelner Assetklassen und die kontextabhängige Prognose der zugehörigen Korrelationen sind volkswirtschaftliche Modelle zur Erklärung erforderlich.
4. Das Portfoliomanagement muss sich speziell mit extremen (negativen) Krisenszenarien befassen.
5. Eine langfristige strategische Kapitalanlageplanung lässt sich nicht erreichen, wenn lediglich aus Sicht eines Jahres effiziente Portfolios gebildet werden.
6. Rendite und Risiko sind nicht beliebig austauschbar. Optimale Portfolios müssen daher Restriktionen bezüglich des maximal akzeptierten Risikoumfangs, der Risikotragfähigkeit und der Fremdfinanzierungsmöglichkeit berücksichtigen.
7. Die optimale Struktur eines Portfolios ist abhängig von Umfang und Charakteristika auch der illiquiden Assetklassen (z.B. eigenes Unternehmen), was spezielles Bewertungs-Know-how erfordert.
8. Portfolio-Insurance-Strategien können zur Optimierung des Rendite-Risiko-Profiles von Portfolios genutzt und traditionelle Ansätze so abgeändert werden, dass das mit diesen einhergehenden prozyklischen Investitionsverhalten unter Beachtung des fundamentalen Bewertungsniveaus modifiziert wird.
9. Prognosen der zukünftigen Rendite und der Risiken einzelner Vermögensanlagen (z.B. Aktien) erfordern in einem unvollkommenen Kapitalmarkt eine Abschätzung der Abweichung von fundamentalem Unternehmenswert und aktuellem Marktpreis, was mit Hilfe moderner simulationsbasierter und planungskonsistenter Bewertungsverfahren möglich ist.
10. Auch können Kapitalmarktanomalien, wie
  - der kurzfristig positive „Momentum-Effekt“ (Fortsetzung von Kurstrends) und
  - die Value-Anomalien, d.h. risikoadjustierte überdurchschnittliche Renditen von Aktien mit geringem KGV, KBV und hoher Dividendenrendite
 im Rahmen der Portfolioplanung zum „Fine-Tuning“ Beachtung finden.