

Portfolio-Diversifikation

Risiko-Rendite-Optimierung bei der Geldanlage

Dr. Dr. Hannes Peterreins

Die eigentliche Kunst des Geldanlegens besteht darin, ein ausgewogenes Verhältnis zwischen Sicherheit und Rendite herzustellen. Diese Aufgabe wird auch als Risiko-Rendite-Optimierung bezeichnet. Behilflich sind dabei vor allem seriös ausgebildete Finanzplaner.

Beim Geldanlagen orientieren sich viele Investoren zunächst daran, wo wohl am meisten Rendite zu erwarten ist. Man hat sein Geld gut angelegt, bedeutet für die meisten: man erzielt eine überdurchschnittliche Rendite. Umgekehrt tragen verschiedene Anlagearten auch unterschiedliche Risiken. Aktien z.B. erfahren hohe Kursschwankungen und das Verlustpotenzial ist erheblich. Innerhalb kürzester Zeit müssen Aktienbesitzer oft schmerzhaft Kursrückgänge verkraften. Andererseits versprechen sie auf lange Sicht eine höhere Rendite als die meisten anderen Anlageprodukte.

Eine hohe Renditeerwartung ist nicht alles. Dies ist vielen Anlegern spätestens seit den dramatischen Kursrückgängen am Neuen Markt klar geworden. Sicherheit ist mindestens ein genauso wichtiger Aspekt wie Rendite.

Immobilien auf der anderen Seite versprechen mehr Sicherheit. Aber auch hier gibt es nicht zu unterschätzende Risiken. Es gibt selbstverständlich auch das Risiko des Wertverfalls. Wobei dies normalerweise nicht so augenfällig ist wie bei Aktien. Ferner gibt es ein Mietausfallrisiko, sowie das Risiko hohen Verwaltungsaufwands. Sehr hoch ist auch der Nachteil zu bewerten, der damit zu tun hat, dass eine Immobilien oft nur sehr schwierig wieder zu veräußern ist. Verkaufswillige Immobilienbesitzer sind nicht selten jahrelang damit beschäftigt, einen Käufer zu finden. Man spricht hier von einem Liquiditätsrisiko.

Anleihen und Rentenpapiere werden, sofern man sie bis zur Endfälligkeit hält, eine ziemlich sichere Rendite ab. Aber auch hier gibt es Risiken. Das Hauptrisiko bei Zinsträgern besteht in der Inflation. In solch dramatischen Geldentwertungsphasen wie in den 1920er Jahren, konnte ein Anleihenportfolio sehr schnell kaum mehr etwas wert sein. Hiergegen bieten sowohl Aktien als auch Immobilien einen guten Schutz. Beide sind als Sachanlagen resistent gegen Inflation. Daneben gibt es bei Anleihen noch das so genannte Emittentenrisiko. Bei der Bundesrepublik Deutschland kann man sich weitgehendst sicher sein, dass man das geliehene Geld wieder zurückerhält. Anders sieht es aber zum Beispiel bei Argentinien aus, oder bei Anleihen kleinerer Unternehmen. Sollte der Emittent zahlungsunfähig werden, könnte das im schlimmsten Fall für den Anleger den Totalverlust bedeuten. Dementsprechend erhält man auf Anleihen unsicherer Emittenten gewöhnlich auch höhere Renditen. Dieser Zusammenhang gilt allgemein: geringere Sicherheit sollte in Gelddingen mit einer höheren zu erwartenden Rendite ausgeglichen werden.

■ Risiko durch Diversifikation mindern

Da jede Anlageform ihre spezifischen Risiken hat, ist es sinnvoll, nicht alles auf eine Karte zu setzen. Der Engländer sagt: „Never put all your eggs into one basket“. Ebenso gibt es die goldene Regel: ein Drittel Aktien, ein Drittel Anleihen, ein Drittel Immobilien. All dies weist in eine Richtung: Risikostreuung durch Diversifikation des Vermögens.

Auf theoretischer Ebene ist es nachgewiesen, dass die Aufteilung auf mehrere verschiedene Anlageformen einen positiven Effekt auf die Risiko-Rendite-Struktur des Vermögens hat. Das heißt interessanterweise, dass ein gut diversifiziertes Portfolio bei gleicher Rendite in der Regel weniger riskant ist

als ein schlecht diversifiziertes. Oder anders formuliert: Ein Investor, der alles auf eine Karte setzt, geht ein unnötig hohes Risiko ein; hat er gleichzeitig mehrere Investitionen, so sinkt seine Gewinnchance vielleicht ein wenig, das Verlustrisiko geht aber überproportional zurück.

So interessant diese Ergebnisse aus der Theorie sind, so ist doch die entscheidende Frage, wie man eine Risiko-Rendite-Optimierung in der Praxis am besten umsetzt. Hier spielen neben objektiven Finanz-Zusammenhängen auch subjektive Kriterien eine Rolle, die die Person des Anlegers betreffen. Wird dieser persönliche Aspekt vernachlässigt, geschieht eine Vermögensstrukturierung zu schnell nach „Schema F“. Eine effiziente Strukturierung eines Vermögens geschieht im Wesentlichen in drei Schritten:

1. Bestimmung des Risikoprofils des Anlegers
2. Bestimmung der Ziele und Wünsche des Anlegers
3. Aufteilung des Vermögens auf geeignete Anlagestrategien

■ Risikoprofile unbedingt austesten

Vor jeder Aufteilung des Vermögens auf verschiedene Anlageprodukte sollte das Risikoprofil des Anlegers bestimmt sein. Es macht keinen Sinn, z.B. mit 30 Prozent seines Vermögens in Aktien zu gehen, wenn der Anleger absolut risikoavers ist und in keinster Weise die psychische Stabilität besitzt, Verluste zu verkraften, auch wenn objektive Kriterien vielleicht einen solchen Aktienanteil nahe legen. Die Grundvoraussetzung für jede Anlageentscheidung sollte eine hinreichende Kenntnis der psychischen Verfassung des Anlegers sein.

Das große Problem dabei ist, dass der Anleger sich selbst zumeist falsch einschätzt. Viele Investoren klassifizierten sich zum Beispiel Anfang 2000 auf der Welle der damaligen Aktienhause als sehr risikobereit. Man hörte von den enormen Kursgewinnen an den High-Tech-Börsen und wollte dabei sein. Das setzte aber voraus, dass man sich selbst als sehr risikobereit einstufte. Ob der Investor tatsächlich die Nerven für ein spekulatives Aktienengagement hatte, erwies sich dann ein paar Monate später während des einsetzenden Abschwungs. Dann zeigte sich,

dass die meisten Investoren den Wunsch nach schnellen Kursgewinnen mit hoher Risikobereitschaft verwechselt haben.

Um den Fallstricken der falschen Selbsteinschätzung zu entgehen, gibt es inzwischen wissenschaftlich gearbeitete Anleger-Tests. Anhand einer Reihe von Fragen wird dabei versucht, die so genannte finanzielle Persönlichkeit herauszukristallisieren. Die so gewonnenen Erkenntnisse geben darüber Aufschluss, wie risikofreudig oder sogar leichtsinnig ein Anleger ist, oder wie gut er etwaige Verluste verkraftet. Ein Ergebnis kann sein, dass der Anleger mit extrem hohen negativen Stress auf Wertverluste reagiert. Dann kann es ratsam sein, entweder keine Aktiengeschäfte zu tätigen oder nur solche mit Kapitalgarantie.

■ Die tatsächlichen Ziele des Anlegers erkennen

Sehr wichtig ist es ferner, die anleger-spezifischen Ziele und Wünsche zu berücksichtigen. Einem sehr risikofreudigen Anleger, der beispielsweise das Ziel hat, in einem Jahr ein Haus zu erwerben, sollte trotz seiner Risikofreudigkeit geraten werden, eher geldmarktnah anzulegen. Weitere typische Ziele sind ein laufender, regelmäßiger Ertrag oder die Altersvorsorge.

Viele Anleger sind sich oftmals ihrer spezifischen Ziele, die sie mit ihrem Geldvermögen verbinden, nicht recht bewusst. Sie lassen sich in der Regel erst durch ein fachmännisches Beratungsgespräch herausarbeiten.

■ Anlagestrategien müssen rational nachvollziehbar sein

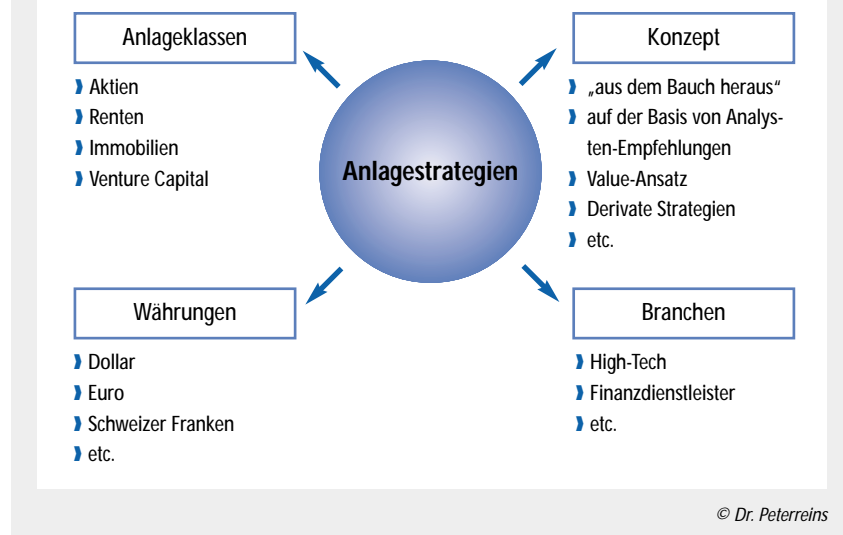
Ist das psychologische Risikoprofil des Anlegers bekannt und besteht Klarheit über seine anlegerspezifischen Ziele und Wünsche, gilt es geeignete Anlagestrategien zu finden. Eine Anlagestrategie definiert sich durch vier Punkte:

1. Anlageklassen
2. Währungen
3. Branchen
4. Anlagekonzept

(siehe auch Abb. 1)

Anlageklassen sind Aktien, Renten, Immobilien, Venture Capital etc. Daneben sollte für eine Anlagestrategie definiert werden, in welche Währungsräume investiert werden soll., ebenso

Abb. 1: Definition einer Anlagestrategie



die Festlegung auf spezifische Branchen. So kann es sein, dass zur sicheren Erzielung eines laufenden Ertrags ausschließlich Euro-Anleihen gewählt werden sollen, weil Fremdwährungsanleihen nicht denselben Effekt haben.

Der vierte Punkt, das Anlagekonzept, kommt häufig zu kurz. Viele denken, dass durch die Festlegung zum Beispiel auf europäische Standardaktien schon alles gesagt sei. Tatsächlich sollte aber immer auch klar sein, nach welchem Konzept die Aktien ausgewählt werden. Ein Beispiel für ein Konzept wäre der so genannte Value-Ansatz. Danach werden nur diejenigen europäischen Standardtitel ausgewählt, die gewisse Unternehmenskennzahlen aufweisen.

Ein anderes Anlagekonzept ist das passive Management. Danach beschränkt sich der Investor darauf, einfach einen Aktienindex, wie zum Beispiel den DAX oder den EuroStoxx 50, nachzubilden. Weitere Beispiele, ohne an dieser Stelle weiter ins Detail zu gehen, sind der so genannte Sustainability-Ansatz oder Derivate-Strategien.

Ein weiterer Ansatz könnte sein, innerhalb der verschiedenen Branchen immer den Marktführer auszuwählen. Diese Strategie war in der Vergangenheit bereits erfolgreich.

■ Intuition ist oft ein Mangel an Disziplin

Genau genommen ist es auch ein Anlagekonzept, wenn „aus dem Bauch heraus“ oder intuitiv gekauft und ver-

kauft wird. Tatsächlich handelt es sich um die am weitesten verbreitete Art, Geld anzulegen, auch unter Profis. Selbst das Vorgehen, Aktien zu kaufen oder zu verkaufen auf der Basis von Analysten-Empfehlungen, ist nicht sehr verschieden von einem Investieren „aus dem Bauch heraus“. Denn einerseits kann man fast zu jeder Analysten-Kaufempfehlung eine Verkaufsempfehlung eines anderen Analysten finden. Außerdem gibt es eine solche Research-Überfülle, dass man notgedrungen eine Auswahl treffen muss, die dann wiederum letztlich intuitiv gemacht wird.

Erfahrungsgemäß ist die Intuition jedoch ein schlechter Ratgeber. Es gibt zwar Glückstreffer, aber langfristiger und nachhaltiger Anlageerfolg stellt sich nur durch rational nachvollziehbare Strategien ein. Das ist wohl einer der Gründe, warum die meisten Fondsmanager und Vermögensverwalter es nicht schaffen, ihren Vergleichsindex zu schlagen. Es wird selbst von Profis zu wenig rational nachvollziehbar investiert und zu stark intuitiv. Sehr eindrucksvoll in diesem Zusammenhang sind die Untersuchungen von James P. O'Shaughnessy [„Die besten Anlagestrategien aller Zeiten, Verlag Moderne Industrie, 1999]. Danach schafften es die wenigsten Vermögensverwalter langfristig besser als der Vergleichsindex zu sein, weil sie sich von subjektiven Motiven leiten lassen. Erfolgreiche Manager hingegen zeichnen sich dadurch aus, dass sie konsequent an einer am besten quantitativ definierten

Investmentphilosophie festhalten. Disziplin ist der Schlüssel zum Erfolg.

Man könnte Anlagestrategien sammeln wie Briefmarken. Es gibt die unterschiedlichsten Ansätze und Ideen. Wichtig aber sollte sein, dass man solche Strategien findet, die

- › erstens zur Mentalität des Anlegers passen,
- › durch die zweitens die Anlageziele erreichbar sind, und die am besten
- › drittens rational nachvollziehbar sind.

■ Diversifikation nach Anlagestrategien

Im Sinne der oben genannten Risikostreuung durch Diversifikation sollte ein Portfolio in jedem Fall auf mehrere Anlagestrategien aufgeteilt werden. Dabei sollte beachtet werden, dass die verschiedenen Ansätze eine gewisse Gegenläufigkeit aufweisen. So wäre es z.B. ungeschickt, die Strategien:

1. passives Aktienmanagement durch Nachbildung des EuroStoxx 50-Index, und

2. Auswahl der europäischen Branchenführer

zu kombinieren. Denn beide Ansätze würde zu relativ ähnlichen Teilen führen. Die Wertentwicklung beider Teile wäre also höchstwahrscheinlich sehr gleichläufig. Einen Diversifikationseffekt erzielt man aber nur, wenn zwei Anlagekonzepte eine unterschiedliche Entwicklung erwarten lassen.

Welche Strategien sich unter dem Aspekt der Diversifikation optimal zueinander verhalten, kann der Fachmann durch so genannte Korrelationsanalysen herausfinden. Solche Analysen haben immer Daten der Vergangenheit als Grundlage. Das Anlagegeschäft zielt jedoch naturgemäß auf die Zukunft. Leider lässt gerade im Finanzbereich die Vergangenheit nur sehr bedingt Schlüsse auf die Zukunft zu. So sind solche Analysen mit sehr großer Vorsicht zu nehmen. Aber als einen Indikator und eine Richtgröße kann man sie zumindest verwenden.

Eine Diversifikation nach Anlagestrategien geht über eine bloße Festlegung des Aktien/Renten-Verhältnisses hinaus. Eine solche Festlegung ist an sich zu schematisch, und greift zu kurz. Nehmen wir als Beispiel eine Aufteilung: 30 Prozent Aktien, 70 Prozent Renten. Zunächst würde man dies für

ein relativ konservatives Verhältnis halten. Wählt man aber ein Portfolio A mit den Anlagestrategien:

1. 30 Prozent amerikanische kleine Technologie-Aktien

2. 70 Prozent weltweite High-Yield-Unternehmensanleihen und Junk-Bonds,

so handelt es sich faktisch um ein sehr riskantes Portfolio. Dazu im Gegensatz ist folgendes Portfolio B wirklich konservativ:

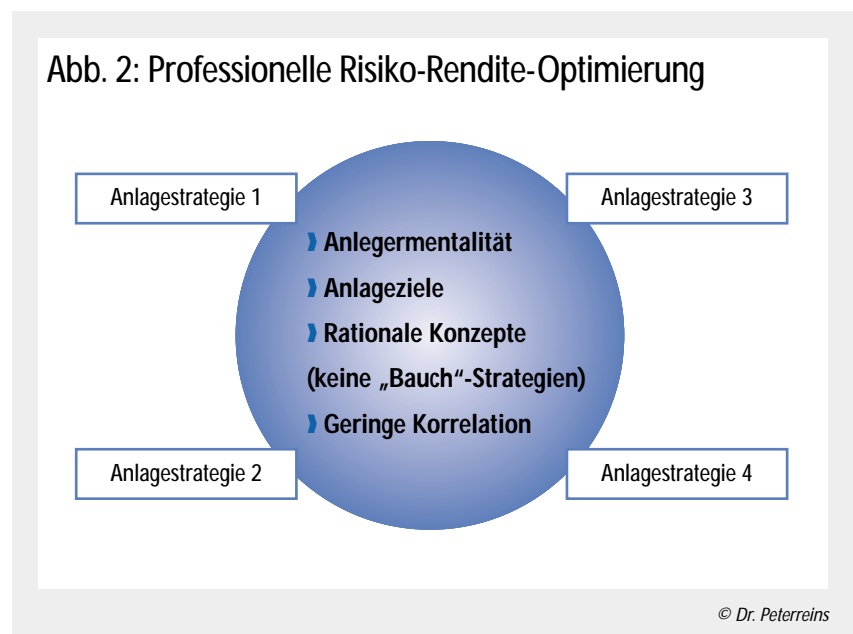
1. 30 Prozent Europäische Standardaktien (so genannte Blue-Chips)

2. 70 Prozent Bundesanleihen.

Es kann sogar sein, dass ein Portfo-

auf bestimmte nachvollziehbare Anlagekonzepte sehr häufig vernachlässigt oder gar nicht beachtet. Dies ist umso erstaunlicher, als für die Risiko-/Rendite-Struktur eines Portfolios kaum etwas wichtiger ist als die Erarbeitung solcher Konzepte. Stattdessen begnügt man sich mit schematischen Grundeinteilungen nach Anlageklassen. Dies mag vielleicht für die jeweiligen Vermögensverwalter angenehm sein. Denn wenn kein Konzept verabredet wurde, muss man auch nicht Rechenschaft darüber ablegen, warum man doch wieder zu Bauchentscheidungen zurückgekehrt ist. Im Sinne ei-

Abb. 2: Professionelle Risiko-Rendite-Optimierung



© Dr. Peterreins

lio C mit einer 50%/50%-Aufteilung risikoärmer ist als das erstgenannte Portfolio A mit der 30%/70%-Aufteilung. Besteht Portfolio C nämlich

1. zu 50 Prozent aus einer Aktienstrategie mit Kapitalgarantie und

2. zu 50 Prozent aus europäische Staatsanleihen,

so ist das Verlustpotenzial hier deutlich geringer, trotz der höheren Aktienquote.

Offenbar ist also das bloße Festlegen des Aktien/Renten-Verhältnisses viel zu oberflächlich. Es verkennt, dass die Risikostruktur von Strategien neben den Anlageklassen auch wesentlich bestimmt ist durch das Anlagekonzept, den Fremdwährungsanteil, sowie die Branchenaufteilung.

Seltsamerweise wird bei der Aufteilung von Portfolios die Festlegung

ner optimierten Anlegerbetreuung ist es jedenfalls nicht.

Fazit: Eine Aufteilung des Vermögens auf mehrere, erfahrungsgemäß gering korrelierte Anlagestrategien, die einerseits zu den subjektiven Faktoren der Anlegermentalität und der Anlageziele passen, andererseits aber, objektiv gesehen, möglichst rational nachvollziehbar sind, ist eine effiziente und professionelle Risiko-Rendite-Optimierung. Intuitive „Bauch“-Strategien sollten möglichst vermieden werden. Eine bloße Aufteilung in einen Aktien- und in einen Rentenanteil ist zu oberflächlich.

V&S

Dr. Dr. Hannes Peterreins,
München
Tel.: 089 / 28 70 29-70,
E-Mail: peterreins@dr-peterreins.de