

ASSET ALLOCATION (I) / Optimale Kapitalaufteilung auf einzelne Anlageformen gesucht

Börsentips und „Stockpicking“ durch modernes Depotmanagement verdrängt

Von BERND RUDOLPH

HANDELSBLATT, Dienstag, 10.8.1993
FRANKFURT/M. Man kann zwei grundsätzlich verschiedene Möglichkeiten für einen Urlauber unterscheiden, sein Urlaubsziel festzulegen. Die erste Möglichkeit besteht darin, ohne weitere Vorüberlegungen das Reisebüro aufzusuchen und nach einem „Schnäppchen“ zu greifen. Das Glück oder Pech, einen schönen oder enttäuschenden Urlaub zu verbringen, hängt für den Reisenden dann beispielsweise davon ab, ob ihm das Quartier zwar zusagte, er aber wegen der am Urlaubsort herrschenden Temperaturen kaum Erholung finden konnte, oder ob sich umgekehrt die Region zwar als bezaubernd, das Quartier aber als zu laut herausstellte.

Die zweite Möglichkeit für unseren Urlauber, seine Ferien zu planen, beginnt mit der Frage an sich selbst, welche Ziele er mit seinem Urlaub verwirklichen will. So kann er sich vorab beispielsweise überlegen, mehr Ruhe und Entspannung zu suchen oder eher nach sportlicher Betätigung Ausschau zu halten. Mit der Antwort auf die Frage nach den Urlaubszielen kann er dann bestimmte Regionen auswählen oder ausschließen, kann vielleicht eine Hotelkategorie vorgeben und eine bevorzugte Anreisart festlegen.

Maßgeschneidertes für die Kapitalanlage

All das bringt er in seinem Reisebüro vor, das ihm nun ein maßgeschneidertes Angebot unterbreiten wird. Übrigens kann unser Urlauber auch in diesem zweiten Fall Glück haben oder vom Pech verfolgt sein. Die Wahrscheinlichkeit, daß sein Urlaub ein Erfolg wird, dürfte aber weit höher als im ersten Fall sein. Mit seiner systematischen Vorgehensweise hat er nämlich zumindest vermeidbare Fehlerquellen ausgeschieden und seine Präferenzen mit der Vorgabe des Reiseziels, der Reiseart, des Komforts oder des sportlichen Anspruchs in seine Entscheidung eingebracht.

Das Beispiel der Urlaubsplanung läßt sich auf den Fall der Wertpapieranlage übertragen, bei der im Prinzip dieselben beiden Möglichkeiten der Vorgehensweise unterschieden werden. Während für die erste Variante der Begriff „Stockpicking“ steht, entspricht die zweite Vorgehensweise im Portfolio-Management der „Asset Allocation“. Asset Allocation gilt seit geraumer Zeit als Inbegriff eines professionellen Anlagemanagements. Was Asset Allocation im einzelnen bewirken kann, wie der Vorgang der Asset Allocation im Investitionsprozess organisiert und gesteuert wird, welche Erfolgskomponenten mit dieser neuen Technik verbunden sein könnten, ist Gegenstand der folgenden Überlegungen. Dazu müssen auch einige technische Begriffe eingeführt und erklärt werden, die heute zum A und O des modernen „Portfolio-Managements“ gehören. Diese Begriffe fügen sich zum Konzept der Asset Allocation zusammen.

1. Was ist Asset Allocation?

Der Terminus Asset Allocation bezeichnet eine bestimmte Vorgehensweise im Portfolio-Management, nämlich die Strukturierung eines gesamten Anleger-Portefolles in Sektoren, Asset-Komponenten oder Märkte. Beispielsweise wird im Rahmen der Asset Allocation global über die Portefollianteile

- in- und ausländischer Titel,
- der Aktien- und Rentenwerte,
- in bestimmten Branchen,
- der Rententitel nach Laufzeiten und
- der Aktien beispielsweise nach Wachstumswerten oder nach
- Cash-orientierten Werten entschieden. Die in den Beispielen deutlich werdenden Komponenten werden als Assets bezeichnet. Gegenstand der Asset Allocation ist somit die strategische Entscheidung über die relativen Anlagevolumina in den verschiedenen Asset-Klassen. Welche der verfügbaren oder denkbaren Anlagen als mögliche Assets ins Auge ge-

faßt werden, richtet sich nach institutionellen Gegebenheiten, z.B. nach regulierenden Bestimmungen, und gewissen Vorentscheidungen, die zu meist selbst nicht Gegenstand des Asset-Allocation-Prozesses sind, z.B. bei Vorabfestlegung eines Fonds auf inländische Werte oder auf Rentenwerte.

Asset Allocation unterscheidet sich als globaler Ansatz grundsätzlich von der Einzeltitelauswahl, dem Stockpicking (z.B. auf der Basis fundamentaler oder technischer Analysen) oder dem Bondpicking (z.B. bei Arbitragestrategien). Im Gegensatz zur „bottom up“-Vorgehensweise einer solchen Einzeltitelauswahl, die leicht zu Zufalls-Portefolles führt, wird mit dem „top down“-Ansatz der Asset Allocation das Augenmerk auf die Struktur des Portefolles gelenkt. Dennoch benötigt natürlich jede Asset Allocation in der Realisierung bestimmte Anlageformen (Finanztitel) und konkretisiert sich daher in der Regel in Kaufentscheidungen über diverse Aktien- und Rentenwerte.

Index-Futures, Index-Options, Indexfonds und Index-Participations sind allerdings moderne Finanzinstrumente, bei denen sich das Anlagemedium ganz an den Erfordernissen der Asset Allocation orientiert und eine explizite Einzelwertauswahl überflüssig werden läßt. So stellt ein Indexfonds ein Wertpapier-Portefollianteile dar, das einen nationalen oder internationalen Aktien- oder Rentenindex nachbildet („track“), um dessen langfristige Wertentwicklung zu realisieren. In Deutschland stehen der Umsetzung des Indexfondskonzepts, das am amerikanischen Kapitalmarkt seit Beginn der 70er Jahre enorme Markterfolge vorweisen kann, verschiedene Restriktionen entgegen, so beispielsweise die Bestimmungen für Investmentfonds nach denen die Zusammensetzung des Deutschen Aktienindex (Dax) als nicht ausreichend diversifiziert eingestuft wird.

2. Portfolio Selection als Grundlage
Die Philosophie der Asset Allocation ist Ausfluß wichtiger Ergebnisse der modernen Portefolli-Theorie (Portfolio Selection), die 1952 in einem Aufsatz von Harry M. Markowitz grundlegend entwickelt wurde und heute in vielfältigen Verfeinerungen und Erweiterungen das moderne Anlage- und Investmentmanagement bestimmt. Markowitz, der für seine Leistung 1990 mit dem Nobelpreis für Wirtschaftswissenschaften geehrt wurde, hatte gezeigt, daß es möglich ist, das Ertrags-Risiko-Verhältnis der Anlage in einer einzigen (noch so sorgfältig ausgewählten) Aktie ziemlich mühelos dadurch zu verbessern, daß diese Aktie in einem gut gemischten Portefollianteile gehalten wird.

Die nicht vollständige Korrelation der Wertentwicklung unterschiedlicher Finanztitel bewirkt nämlich die

Die 30 Dax-Werte im Vergleich

10 8 93	Frankfurt			Düsseldorf		
	Schluß	Hoch	Tief	Schluß	Hoch	Tief
Allianz	2384 00 b	15 0	84 0	2385 00 G	10 0	85 0
BASF	254 00 b	55 9	54 0	254 50 G	55 5	54 0
Bayer	292 80 b	95 0	92 8	293 50 b	94 7	93 5
Bayr. Hypo	434 50 b	36 5	31 5	435 80 b	37 5	33 0
BMW	552 00 b	54 0	51 0	552 00 b	54 0	51 5
Bayr. Vereinsbank	474 00 b	76 0	73 5	474 00 G	76 0	73 0
Commerzbank	322 00 b	28 5	22 0	323 00 G	28 5	23 0
Continental	230 70 b	32 0	27 0	230 50 b	31 0	28 5
Daimler	686 00 b	93 0	86 0	687 00 G	92 5	87 0
Degussa	382 00 b	86 8	82 0	385 00 b	86 5	84 5
Di Babcock	235 00 b	09 8	04 0	235 00 G	09 5	03 0
Deutsche Bank	775 00 b	79 5	73 0	774 00 G	79 5	74 0
Dresdner Bank	410 50 b	20 0	10 5	413 00 b	19 0	13 0
Henkel	560 50 b	64 5	56 5	563 00 b	64 0	60 0
Hoechst	275 50 b	77 7	74 5	276 00 b	76 0	75 0
Karstadt	600 00 b	13 0	00 0	600 00 G	12 0	00 0
Kaufhof	537 00 b	45 0	36 5	541 00 b	42 0	37 0
Lund	825 00 b	30 0	25 0	827 00 G	27 0	25 0
Lufthansa	129 00 b	32 8	29 0	129 00 b	33 5	29 0
MAN	326 00 bG	27 0	15 0	325 00 G	25 0	16 0
Mannesmann	318 20 b	20 5	17 5	318 00 G	19 5	17 2
Metalgesellschaft	382 50 b	86 0	80 0	384 80 b	84 8	81 0
Preussag	416 00 b	18 5	12 0	416 50 b	18 0	10 0
RWE	417 00 b	20 0	17 0	419 50 b	19 5	17 5
Schering	872 00 b	77 5	72 0	874 00 G	76 0	72 0
Siemens	665 00 b	72 5	65 6	666 80 b	72 0	66 5
Thyssen	206 00 b	11 5	06 0	206 00 G	11 0	06 0
Veaba	404 50 b	07 0	04 5	405 00 b	06 5	04 0
Viag	442 00 b	47 0	42 0	443 50 b	46 0	43 5
VW	367 50 b	72 4	67 0	368 00 b	72 5	68 0

Vernichtung eines Teils des Risikos dieser Aktie, ihres sogenannten unsystematischen Risikos, wenn diese Aktie mit anderen Aktien in einem Portefollianteile kombiniert wird. Ergebnis der optimalen Kombination der Aktien ist ein effizientes Portefollianteile, das dadurch gekennzeichnet ist, daß eine Ertragssteigerung wirklich nur noch durch die Übernahme zusätzlicher Risiken erreicht werden kann.

Zur Risikoeinstellung des Anlegers

Das Ergebnis einer von dem Nobelpreisträger James Tobin bereits 1958 vorgenommenen Ergänzung dieser Überlegung, die als Separationstheorem bezeichnet wird, besteht in der Beobachtung, daß es bei einer vorgegebenen Auswahl von Aktien und einer zusätzlichen risikofreien Anlagemöglichkeit immer optimal ist, in das sogenannte Tangential-Portefollianteile risikobehafteter Titel zu investieren. Von der Risikoeinstellung (Risikotoleranz) des Anlegers abhängig ist nur die Aufteilung der Mittel in die risikofreie Anlage und das risikobehaftete Aktien-Portefollianteile. Diese Entscheidung Tobins ist die wissenschaftliche Grundlage der Bewertung, das Investmentfondsgeschäft als volkswirtschaftlich effizient und wertschaffend zu beurteilen.

Die Struktur der von den Fonds gebildeten Aktien-Portefolles, die unabhängig von der konkreten Risikoeinstellung der Anleger feststeht, diese Struktur entspricht unter den idealen Bedingungen eines vollkommenen Kapitalmarktes dem Markt-Portefollianteile. Diese letztgenannte Erkenntnis verdanken wir einem dritten hier zu nennenden Finanzierungstheoretiker, William F. Sharpe, der 1964 das „Capital Asset Pricing Model“ entwickelt und danach mit seinem Buch „Investments“ das Standardwerk der Investmentbranche verfaßt hat. Das Markt-Portefollianteile ist ein Portefollianteile, das in Deutschland approximativ durch den Dax dargestellt werden kann. Für andere Länder sind

natürlich andere Indizes zu verwenden, so für die Vereinigten Staaten der Standard & Poor's 500 oder für Japan der Nikkei-Index.

Haben die Portefollianteile- und Kapitalmarkttheoretiker recht, dann gibt es (bei gegebenen Erwartungen) ausschließlich ein Aufteilungsproblem zwischen der Anlage im Markt-Portefollianteile und in der risikofreien Anlage. Aber auch wenn die Theoretiker nur halbwegs recht haben, weil die Märkte realiter nicht zu übersichende Unvollkommenheiten aufweisen, so daß die Theorie nur „halb stimmt“, reichen ihre Einsichten immerhin so weit, als auf dieser Basis der Grundsatz der Asset Allocation begründet werden kann.

Die Abbildung macht deutlich, daß der Anteil, der in das Aktien-Portefollianteile fließt, c.p. größer wird, wenn die Steigung der sogenannten Kapitalmarktlinie (capital market line) größer wird, weil sich die erwartete Ertrags-Risiko-Relation am Markt verbessert hat (fallende Marktzinsen bzw. steigende Ertragsaussichten im Aktienbereich). Der risikante angelegte Anteil sollte aber auch dann größer werden, wenn die Risikotoleranz des Investors z.B. bei wachsendem Vermögen oder zusätzlichen Erträgen aus anderen Vermögensbereichen des Anlegers zunimmt.

Die Kunst des Portefollianteile-Managements besteht darin, ein Gespür für den Verlauf der Kapitalmarktlinie und für die tatsächliche Risikobereitschaft oder Risikotoleranz des Anlegers zu entwickeln. In beiden Fällen kann nämlich die ex-post-Sicht (nach der Anlageentscheidung) ganz anders ausfallen als die ex-ante-Erwartung (vor der Entscheidung). Portefollianteile-Management ist keine Hellschere, sondern gezielter, rationaler und professioneller Umgang mit dem Risiko. Dieses Management zielt auf eine Stabilisierung und Steigerung der Portefollianteile-Erträge.

Prof. Dr. Bernd Rudolph, Universität Frankfurt/M., abgedruckt im Leistungsbericht 1992 der Deka Deutsche Kapitalanlagegesellschaft mbH, weitere Teile in Kurze.

