

ASSET ALLOCATION (II) / „Market Timing“ als einfachste Variante gerät leicht zur Wette auf die richtige Marktprognose

# Wahl zwischen aktivem und passivem Management

Von BERND RUDOLPH

HANDELSBLATT, Mittwoch, 11. 8. 1993  
FRANKFURT/M. Asset Allocation konkretisiert sich typischerweise in einem aus unterschiedlichen Wertpapieren gebildeten Portefeuille oder Fonds der gewählten Investmentklasse. Das Fondsmanagement kann dabei prinzipiell aktiv oder passiv ausgerichtet sein. Die Unterscheidung zwischen aktivem oder passivem Management geht auf eine Arbeit von Jack L. Treynor und Fischer Black (1973) zurück, in der die Autoren – von der Theorie wie von der Praxis her kommend – ein Resümee der modernen Portefeuille-Theorie für die Anlagepraxis ziehen konnten.

## Technische und fundamentale Analysen bilden die Grundlage

Aktive Fonds, also Fonds, die eine aktive Anlagestrategie verfolgen, zielen darauf ab, besonders attraktive und unterbewertete Papiere zu einem Portefeuille mit überdurchschnittlicher Rendite zusammenzustellen. Grundlage für den Entscheidungsprozess im aktiven Portefeuille-Management sind technische und fundamentale Wertpapieranalysen. Beide Techniken werden heute um aufwendige statistische Verfahren ergänzt, in denen z.B. die Abhängigkeiten zwischen einzelnen Papieren oder die Stabilität der Kursschwankungen im Zeitablauf, also die Entwicklung der Volatilitäten, untersucht werden. Die in Betracht gezogenen Anlagemöglichkeiten werden häufig auf bestimmte Titel oder Titelgruppen beschränkt sein, über die laufende Informationen vorliegen. In diesem Fall werden sie in sogenannte Masterlisten verbindlich zusammengestellt.

Passive Fonds sind Fonds, die eine passive Strategie in dem Sinne verfolgen, daß ihre Anlagen einen vorgegebenen spezifischen Sektor des Gesamtmarktes nachbilden und damit auch die Performance dieses Sektors widerspiegeln sollen; solche Fonds investieren typischerweise in ein Portefeuille, das einem Wertpapierindex nachgebildet wird.

In seiner extremen Ausprägung war oben bereits der Indexfonds als Duplikation eines Wertpapierindex ange-

sprochen worden. Meist sind passive Fonds aber nicht so eindeutig festgelegt; sie orientieren sich vielmehr nur im Grundansatz an der Struktur und Wertentwicklung eines Index, der die strategischen Anlegerziele widerspiegeln soll, und verwenden diesen Index auch als Benchmark. Selbstverständlich kann sich das Fondsmanagement aber auch einen eigenen Index, eine selbst festgelegte Struktur oder eine Benchmark als zusammengesetzten Index „verordnen“. Bei Publikumsfonds (mutual funds) gilt die Orientierung an einem bekannten und breit publizierten Index als wichtiger Marktfaktor, so daß die selbst konstruierte Benchmark eher bei Spezialfonds (institutional funds) eine Rolle spielt. Spezialfonds, die früher der Anlage von Sozialkapital dienten, bieten heute vielen institutionellen Anlegern bewertungsmäßige und steuerliche Vorteile.

Während Spezialfonds auf die Bedürfnisse eines oder ganz weniger Anleger zugeschnitten werden können, ist dies bei Publikumsfonds nicht möglich. Auf den Asset-Allocation-Prozess bezogen heißt das, daß bei Spezialfonds die Asset Allocation mit dem institutionellen Anleger abgestimmt wird, während sie beim Publikumsfonds vorgegeben ist. In diesem Fall liegt es also beim einzelnen Anleger, durch die Kombination von Fondsbausteinen, d.h. die Selektion einzelner geeigneter Fonds, jene Asset-Mischung zu erreichen, die seinen individuellen Zielsetzungen gerecht wird. Bei einer Reform des Investmentrechts könnte man sich aber auch die Zulassung von Dachfonds vorstellen, die von sich aus solche Fondsmischungen realisieren könnten.

Bei gegebener Diversifikation wird die Anlagepolitik passiver Fonds durch die Zielsetzung der Kostenminimierung mitgeprägt. Die Realisierung passiver Strategien ist nämlich üblicherweise weniger auf die Umsetzung spezieller Informationen und Prognosen angewiesen als die erfolgreiche Realisierung aktiver Strategien. Unabhängig davon müssen aber auch die Manager passiver Fonds aufsuchteste Spezialisten und ständig aktiv sein.

Bei einer vollständigen Duplikation des Dax durch seine 30 Titel werden bei allen technisch bedingten Kurs-

veränderungen Portefeuille-Anpassungen erforderlich, weil bei solchen durch Kapitalerhöhungen oder durch Dividendenzahlungen bewirkten Kursänderungen die Indexkonzeption des Dax eine Korrektur vorsieht, die im Portefeuille nachgebildet werden muß. Bei einer approximativen Nachbildung des Dax, einem Tracking des aus 30 Titeln bestehenden Dax in einem Aktien-Portefeuille aus beispielsweise sechs oder neun Titeln, sind dagegen kurzfristige Kauf- und Verkaufsdispositionen notwendig, da der Dax bekanntlich alle 60 Sekunden mit einem neuen Stand an der Anzeigetafel im Börsensaal der Frankfurter Wertpapierbörse erscheint.

Die Technik der Asset Allocation zerlegt den Investitionsprozess typischerweise in zumindest zwei Stufen:

- In der ersten Stufe werden Anlageentscheidungen getroffen, die ganze Asset-Klassen repräsentieren (Strategische Asset Allocation). Solche Entscheidungen können über einige Jahre verbindlich gehalten werden.

- In der nachfolgenden Stufe werden dann die konkreten Märkte und Titel der Asset-Klasse festgelegt (fine tuning).

Während die Entscheidung der ersten Stufe für lange Zeit tragen soll, werden sich die Entscheidungen der zweiten Stufe an den aktuellen Tageserfordernissen und den neu eintreffenden Informationen ausrichten.

- In der Regel wird noch eine dritte Stelle (Taktische Asset Allocation) dazwischen eingeschaltet, wenn beispielsweise der Aktiensektor weiter in die Anlage in kleine, mittlere und große Werte aufgespalten wird oder wenn auf der Basis konkreter Markterwartungen Über- oder Untergewichtungen gegenüber der Benchmark vorgenommen werden.

## Gesamtportefeuille wird in zwei Asset-Klassen zerlegt

Wenn alle Informationen am Kapitalmarkt wirklich stets kostenlos und unmittelbar verfügbar wären, dann wäre dieses Stufenkonzept der Anlage ohne Sinn. Statt dessen wäre es effizient, alle in das Portefeuille aufzunehmenden Titel unmittelbar festzulegen. Da das Sammeln von Informationen aber mit Kosten verbunden ist,

die begrenzt werden können, wenn sich die Analyse auf bestimmte Sektoren beschränkt, können bei der Analyse und bei der Ordererteilung Wettbewerbsvorteile und „economies of scale“ erzielt werden.

Die einfachste Form der Asset Allocation ist das „market timing“, bei dem das Gesamtportefeuille in zwei Asset-Klassen zerlegt wird, nämlich beispielsweise Aktien als risikobehafteter Sektor und kurzfristige festverzinsliche Wertpapiere als risikoloser Anteil. Umgesetzt wird das „market timing“ insoweit häufig durch den adäquaten Aufbau oder Abbau der Liquiditätsposition im Portefeuille. Die Prognose der kurzfristigen Renditen beider Sektoren bestimmt den Anteil, der in die beiden Portefeuille-Klassen investiert wird. Die Strategie des „market timing“ zielt also auf die Beurteilung ab, wann Aktien im Vergleich zu festverzinslichen Wertpapieren über- oder unterbewertet erscheinen.

Noch sophistischer erscheint das „market timing“-Konzept auf der Basis von Beta-Werten, wenn nämlich die Portefeuille-Manager bei positiven Erwartungen in mehr Aktien mit hohen Beta-Werten investieren, die einen überdurchschnittlichen Zusammenhang mit dem Index aufweisen, und andererseits bei Baisse-Erwartungen in Aktien mit relativ niedrigen Beta-Werten umschichten. Auf diese Weise gelingt es selbst bei gleichbleibendem Aktienanteil im Portefeuille, durch Sektorrotation eine den Erwartungen entsprechende Öffnung oder Schließung des Portefeuilles zu erreichen.

Ohne tägliche Performance-Kontrolle stellt „market timing“ eine Wette auf die richtige Marktprognose dar, muß also als spekulatives Engagement gewertet werden. Mit Hilfe eines geschickten, disziplinierten Portefeuille-Managements läßt sich dagegen der mögliche Verlust einer solchen Strategie in engen Grenzen halten. Dafür verspricht das „market timing“ hohe Gewinnmöglichkeiten: Erwartete Kursgewinne werden realisiert, während mögliche Kursverluste durch das Eingreifen des Fondsmanagements eng begrenzt sind.

Prof. Dr. Bernd Rudolph, Universität Frankfurt/M.; abgedruckt im Leistungsbericht der Deka Deutsche Kapitalanlagegesellschaft mbH; letzter Teil folgt in Kürze.