



institut für
vermögensaufbau

Leitfaden Geldanlage I

Vermögensverwaltung auf Basis passiver Strategien

Herausgeber:
Institut für Vermögensaufbau (IVA) AG

Mit freundlicher Unterstützung von:
Deutsche Bank AG
Deutsche Asset & Wealth Management
Passive Investments

Vorwort



In einer Zeit, in der die Anleger nach Jahren der Finanz- und Wirtschaftskrise gerade wieder Vertrauen in die Kapitalmärkte gewinnen, müssen sie mit einer weiteren Zäsur zurechtkommen. Die jahrzehntelang geübte Praxis, mit sicheren Staatsanleihen einen auskömmlichen Zins für Vermögenserhalt und -aufbau zu erwirtschaften, funktioniert nicht mehr. Die Nullzins-Strategie der Notenbanken macht ein über mehrere Anlageklassen breit gestreutes Depot unerlässlich, um dennoch eine zufriedenstellende Rendite erzielen zu können.

Die Rolle des Vermögensverwalters und Anlageberaters ist so herausfordernd und gleichzeitig so wichtig wie selten zuvor. Die Ansprüche der Anleger an Transparenz und Kosteneffizienz verbunden mit einer Grundskepsis sind so hoch wie nie. Gleichzeitig fragen sich viele Berater, wie sie angesichts verschärfter Regulierung und gestiegenen Haftungsrisiken die Anleger noch individuell bedienen und zufriedenstellen können.

Der von dem unabhängigen „Institut für Vermögensaufbau“ entwickelte „Leitfaden Geldanlage“ hat das Ziel, hier Lösungsmöglichkeiten aufzuzeigen. Wie können die heutigen hohen Anforderungen an ein Portfolio – rentabel, kosteneffizient und kundenspezifisch – und somit an den Vermögensverwalter erfüllt werden: Mit einem auf professionellen Grundlagen erstellten, breit gestreuten Depot aus passiven Indizes aus mehreren Anlageklassen.

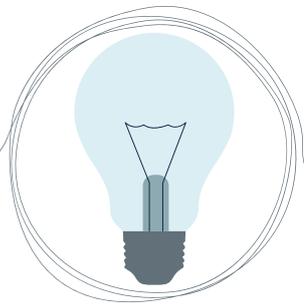
Anhand konkreter Beispiele und Indizes wird aufgezeigt, dass damit alle Bausteine zur Verfügung stehen, um ein Portfolio zu konstruieren, das langfristig alle systematischen Risikoprämien des weltweiten Aktien- und Rentenmarktes einsammeln kann.

Dieser Leitfaden bleibt aber nicht an diesem Punkt stehen. Der zweite Schwerpunkt des Leitfadens ist eine Analyse, wie ein Indexportfolio für verschiedene Anleger mit unterschiedlichem Anlageschwerpunkt und -horizont angepasst werden kann.

Wir hoffen, der Leitfaden kann Sie in Ihrer täglichen Arbeit unterstützen.

Roger Bootz
Head of Public Distribution Passive Investments – EMEA
Deutsche Asset & Wealth Management

Inhalt



| | | |
|-----|---|----|
| | Abbildungsverzeichnis | 5 |
| 1. | Einführung | 6 |
| 1.1 | Geldanlage heute – Eine Bestandsaufnahme | 7 |
| 1.2 | Der Trend zu passivem Investieren – Gefahr oder Chance? | 10 |
| 2. | Professionelles passives Investieren – Fachliche Grundlagen | 13 |
| 2.1 | Von Markowitz zu Fama/French | 14 |
| 2.2 | Vom Faktor zum Index | 18 |
| 2.3 | Vom Index zum Musterportfolio | 22 |
| 3. | Passive Musterportfolios in der Anlageberatung | 24 |
| 3.1 | Vom Musterportfolio zum individuellen Anleger | 25 |
| 3.2 | Kundentypen: Die entscheidenden Unterschiede | 26 |
| 3.3 | Ablaufmanagement: Neue Betreuungsanforderungen | 29 |
| 3.4 | Wo bleiben alternative Anlagen? | 31 |
| 4. | Fazit | 33 |

Abbildungsverzeichnis



- Abb.1: Entwicklung der Realzinsen in Deutschland
- Abb.2: Bargeld als Anlageklasse – Geldvermögensbildung privater Haushalte
- Abb.3: Nettomittelzuflüsse in Indexfonds (ETF)
- Abb.4: Die Akzeptanz von Honorarberatung im internationalen Vergleich
- Abb.5: STOXX® Europe 600 Index im Vergleich zu zwei seiner Teil-Indizes
- Abb.6: Durchschnittl. Größenallokation der 30 erfolgreichsten europäischen Aktienfonds (links) im Vergleich zum MSCI Europe (rechts)
- Abb.7: Bausteine eines renditeoptimierten Portfolios gemäß Sechs-Faktoren-Modell
- Abb.8: Größenordnung des Fremdwährungsanteils im jeweiligen Index
- Abb.9: Beispiele für Indizes zur Abbildung der Bausteine eines renditeoptimierten Portfolios gemäß Sechs-Faktoren-Modell
- Abb.10: Musterdepots für Anleger mit langem Anlagehorizont und unterschiedlicher Risikobereitschaft
- Abb.11: Kundentypen als Kombination aus Anlageschwerpunkt und Anlagehorizont
- Abb.12: Zusammenhang zwischen den drei relevanten Kundentypen
- Abb.13: Mögliche Aktienquoten in Abhängigkeit von der Gesamtanlagedauer
- Abb.14: Sukzessive Risikoreduktion zum Ende des Anlagehorizonts
- Abb.15: „Einfrieren“ der zu erhaltenden Summe bei erfolgreicher Wertentwicklung
- Abb.16: Korrelation zwischen Portfolio und Benchmark in Abhängigkeit von der Anzahl der enthaltenen Wertpapiere
- Abb.17: Unterschiede und Gemeinsamkeiten der drei relevanten Kundentypen



1. | Einführung

Dieses einleitende Kapitel geht darauf ein,

... wie die Entwicklungen an den Kapitalmärkten die Berufspraxis von Anlageberatern und Vermögensverwaltern verändert haben.

... inwiefern ein Trend zu passivem Investieren für Anlageberater und Vermögensverwalter eine große Chance und ein Teil der Lösung darstellen kann.

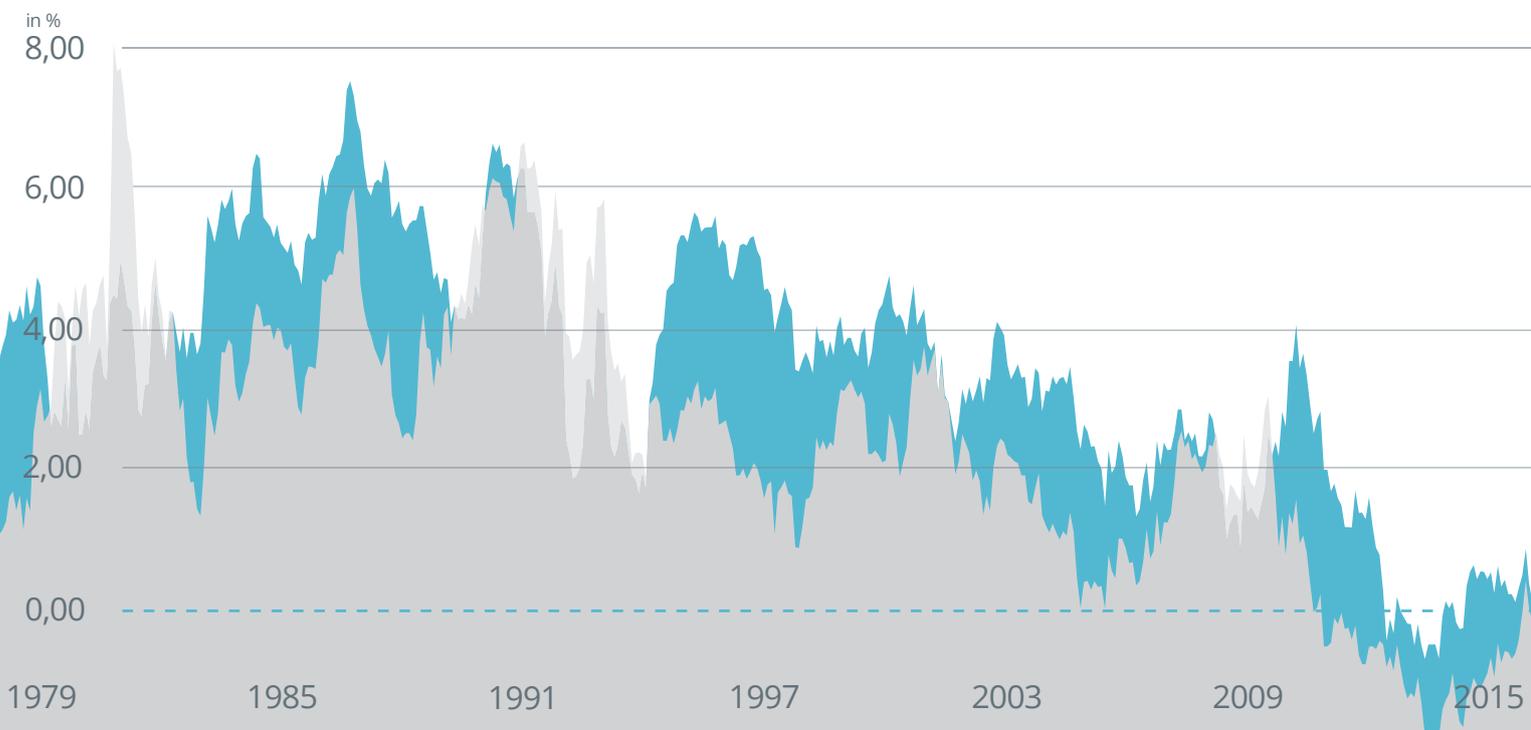
1.1 Geldanlage heute – eine Bestandsaufnahme

Das Absinken des Zinsniveaus im Euroraum unter die Inflationsrate stellt einen Paradigmenwechsel dar, der so weitreichend ist, dass er jeden im Finanzsektor tätigen zwingt, neu über seine beruflichen Aktivitäten nachzudenken. Nachdem wir uns jahrzehntelang darauf verlassen konnten, dass das Rentensegment eines Wertpapierdepots mit minimalem Risiko eine solide Basisrendite erwirtschaftet, müssen wir heute akzeptieren, dass man in deutlich höherem Umfang als bisher Wertpapierrisiken eingehen muss, um langfristig überhaupt eine Chance auf realen Kapitalerhalt zu haben.

Abb. 1: Entwicklung der Realzinsen in Deutschland

Stand: 30.04.2015, Quelle: Dt. Bundesbank / Statistisches Bundesamt

● 3M Geldmarktsatz ● 10J Rendite Bundesanleihen



Anlageberater und Vermögensverwalter haben die unangenehme Aufgabe, ihren Kunden diesen Paradigmenwechsel in einem gesellschaftlichen Klima des Misstrauens vermitteln zu müssen, in dem bei den meisten Kunden die Erinnerung an die Auswüchse der Finanzkrise noch frisch ist und den gesamten Finanzsektor unter Generalverdacht stellt. Dieser Imageverlust wäre zu verkraften, wenn das Gros der Anlageberater und Vermögensverwalter auf substanzielle Anlageerfolge für seine Kunden in der Vergangenheit verweisen könnte. Doch manchem dürfte das angesichts des schwierigen Umfeldes schwer fallen: Die „Nullerjahre“ mit ihren zwei dramatischen Markteinbrüchen waren an den großen Kapitalmärkten ein verlorenes Jahrzehnt, sodass sich heute unter vielen Kunden eine Mischung aus Enttäuschung und Wut darüber breit gemacht hat, dass man bereit war, in aggressiv vertriebene Fonds oder Portfolios mit beeindruckendem Track Record zu investieren, bei denen „außer Spesen nichts gewesen“ ist.

Diese Erfahrung hat darüber hinaus dazu geführt, dass das Kostenbewusstsein der Kunden gestiegen ist. Anstatt Anlageberatung oder Vermögensverwaltung in Anspruch zu nehmen, parken viele Menschen heute ihr Geld trotz minimaler Zinsen lieber auf Tages- oder Festgeldkonten oder probieren sich bei Direktbanken in der Selbstverwaltung. Selbst vermögende Kunden zögern, einen Verwalter zu beauftragen oder wandern im sehr hohen Vermögenssegment gleich zu Family Offices ab.

Das gestiegene Kostenbewusstsein der Kunden trifft Anlageberater und Vermögensverwalter zu einem Zeitpunkt, zu dem ihre eigenen Kosten infolge verschärfter staatlicher Regulierung deutlich steigen. Zusätzlich ist ihr Haftungsrisiko heute höher, und die Aussicht auf Berge von Papier über finanzielle Risiken wirkt oft gerade auf diejenigen Kunden am abschreckendsten, denen fachlich am dringendsten zu einer Investition in Wertpapiere zu raten wäre.

Angesichts dieser Situation müssen sich Anlageberater und Vermögensverwalter heute ernsthaft fragen, ob ihr Geschäftsmodell – vor allem unterhalb bestimmter Anlagebeträge – überhaupt noch in profitabler Weise aufrecht zu erhalten ist.

Und tatsächlich stellen sie sich diese Frage auch: Unsere jährlich wiederholte, flächendeckend durchgeführte Untersuchung realer Beratungsgespräche in deutschen Bankfilialen¹ zeigt, dass Beratungen zum Thema „Geldanlage“ bei Beträgen unterhalb von 30.000 € von vielen Banken inzwischen aktiv vermieden werden. Interessierte Kunden erhalten Auskünfte wie: „Das Thema Geldanlage ist mittlerweile so komplex, dass ich Ihnen eher einen Online-Broker empfehle“. – „Wollen Sie wirklich für 25.000 € eine einstündige Dokumentation auf sich nehmen?“ – „Wenn wir zuerst die Versicherungen besprechen, können wir uns ein Gesprächsprotokoll sparen. Ist das für Sie OK?“

Bei der Abwägung von Kosten, Haftungsrisiken und Nutzen einer Geldanlageberatung sind viele Banken offenbar zu dem Ergebnis gelangt, dass es besser ist, Kunden im niedrigen Vermögenssegment vom Erwerb jedweder Art von Wertpapieren aktiv abzuraten. Faktisch ist damit die Geldanlageberatung im Retailbanking zum Erliegen gekommen.

Abgesehen davon, dass dies finanzwirtschaftlich mitnichten dem tatsächlichen Kundenbedarf gerecht wird, entspricht es noch nicht einmal den Kundenwünschen und -interessen. Vielen Kunden ist nämlich durchaus klar, dass sie einen hohen Beratungsbedarf zum Thema „Geldanlage“ besitzen, und sie versuchen sich entsprechende Informationen etwa im Internet selbst zu beschaffen².

Wir müssen somit attestieren, dass Beratungsbedarf und Beratungsangebot heute in einem merkwürdigen Missverhältnis stehen: Gerade in einer Phase der finanziellen Repression, wie wir sie gegenwärtig erleben, steigt mit jedem Tag der Handlungsdruck und somit der Beratungsbedarf bei Millionen von Anlegern, die aus Gewohnheit oder Enttäuschung ihr Geld in Sparbüchern, Lebensversicherungen oder Festgeldkonten angelegt haben. Gleichzeitig sinkt aber das Beratungsangebot an diese Klientel, da es vielen Anlageberatern und Vermögensverwaltern aus verschiedenen Gründen nicht mehr attraktiv erscheint, diesen Bedarf zu bedienen.

¹ Fürderer, K., Layes, G. & Beck, A. (2013): Qualitätsatlas Retailbanking 2012. Bericht über die dritte Durchführung einer deutschlandweiten, testkundenbasierten Untersuchung zur Beratungsqualität im Retailbanking. München: Institut für Vermögensaufbau.

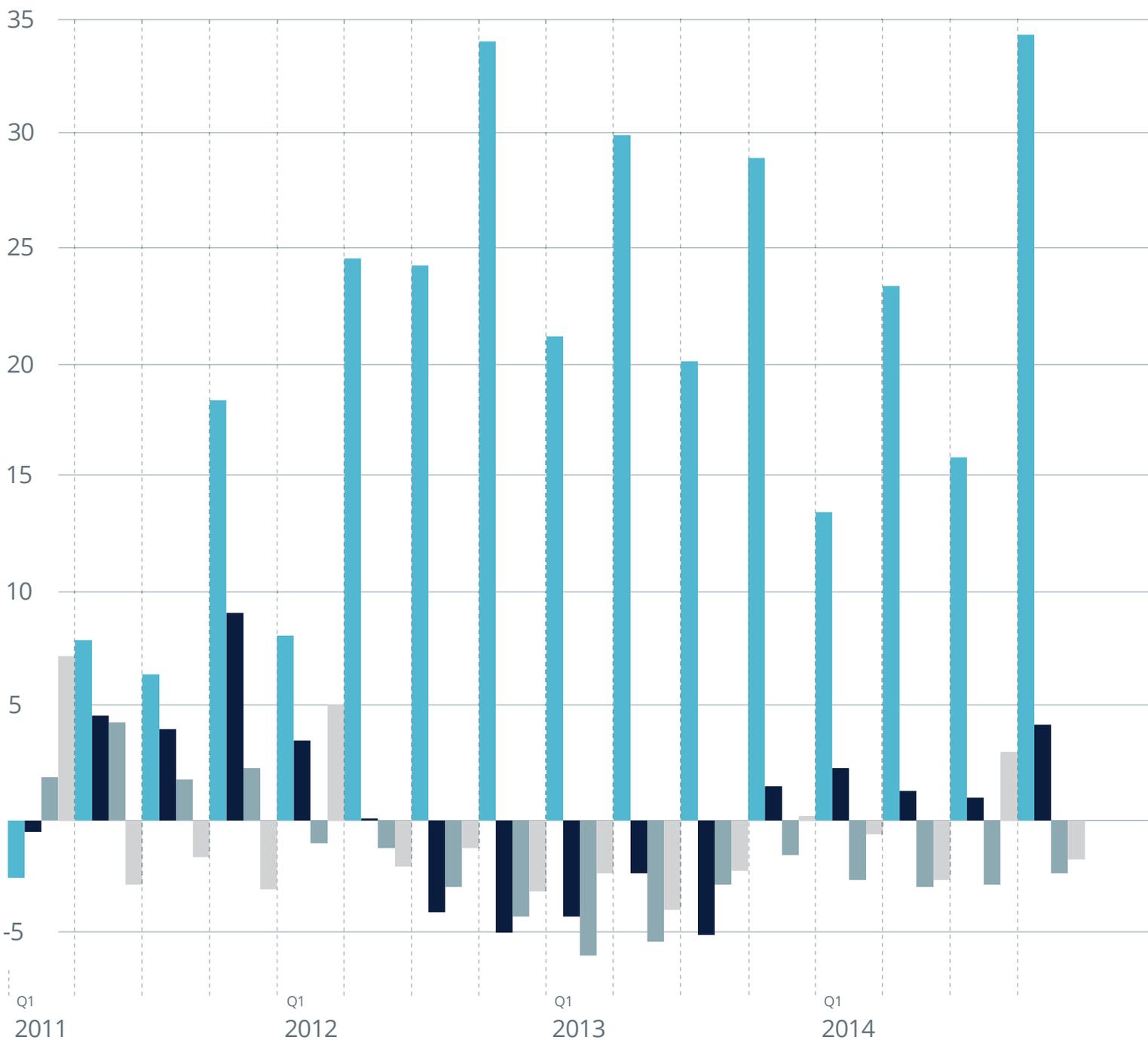
² In dem von uns betriebenen Bankkunden-Portal „Meine-Bank-vor-Ort.de“ interessiert sich über ein Drittel der täglich etwa 5.000 Besucher primär für das Thema „Geldanlage“.

Abb. 2: Bargeld als Anlageklasse – Geldvermögensbildung privater Haushalte

Stand: Ende 2014, Quelle: Dt. Bundesbank

● Bargeld und Sichteinlagen ● Sparbriefe ● Termineinlagen ● Spareinlagen

Vermögensbildung / -abfluss in Mrd €



1.2 Der Trend zu passivem Investieren – Gefahr oder Chance?

Trotz aller Skepsis und Risikoaversion, die bei vielen Kunden vorhanden ist, gibt es im Spektrum risikobehafteter Wertpapiere jedoch auch eine Produktklasse, die in den letzten Jahren in der Anlegergunst gestiegen ist: Börsengehandelte Indexfonds bzw. Exchange Traded Funds (ETFs) können seit einigen Jahren erhebliche Mittelzuflüsse mit nach wie vor stark steigender Tendenz vorweisen. Entsprechend war Ende Oktober 2013 sogar erstmals in der Geschichte ein Indexfonds der am Volumen bemessen größte Investmentfonds der Welt³.

Abb.3: Nettomittelzuflüsse in Indexfonds (ETF)

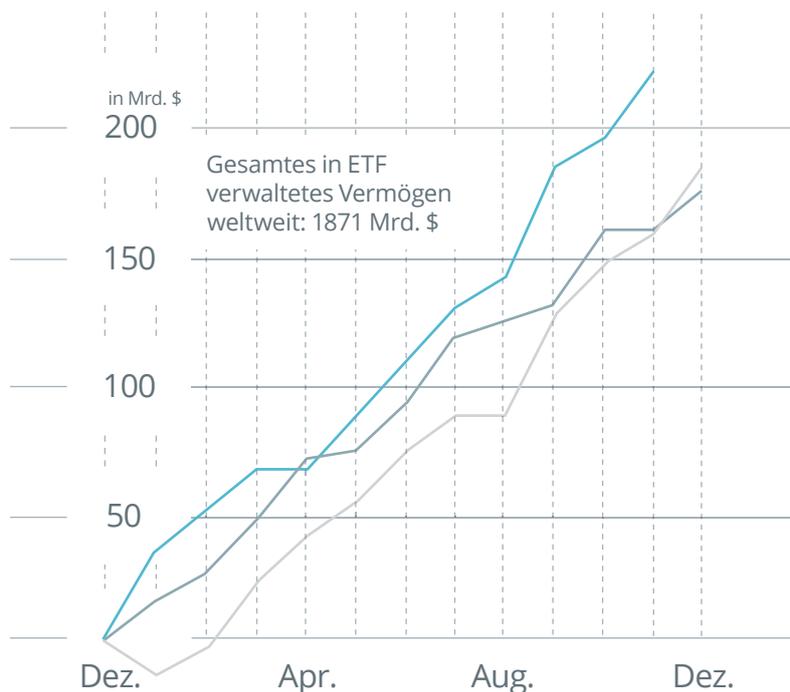
Stand: Ende November 2012, Quelle: Blackrock/F.A.Z.

Nettomittelzuflüsse



Kumulierte Nettomittelzuflüsse

● 2010 ● 2011 ● 2012



Für Vermögensberater, die auf Provisionsbasis agieren, mögen diese Mittelzuflüsse in ETFs auf den ersten Blick wie eine weitere Hiobsbotschaft in ohnehin schwierigen Zeiten erscheinen. Denn schließlich bilden die Vertriebs- und Bestandsprovisionen, die die Emittenten aktiv gemanagter Fonds an Berater ausschütten, deren Geschäftsgrundlage. Und eine Umstellung

des Geschäftsmodells auf eine Honorarberatung ist für die meisten provisionsbasiert agierenden Berater keine echte Alternative, vor allem deshalb, weil diese Dienstleistung in Deutschland nach wie vor keine hinreichend breite Akzeptanz besitzt.

³ Es handelt sich dabei um den „Vanguard Total Stock Market Index Fund“, der Ende Oktober 2013 ein Volumen von 251 Milliarden Dollar auswies (Quelle: Bloomberg).

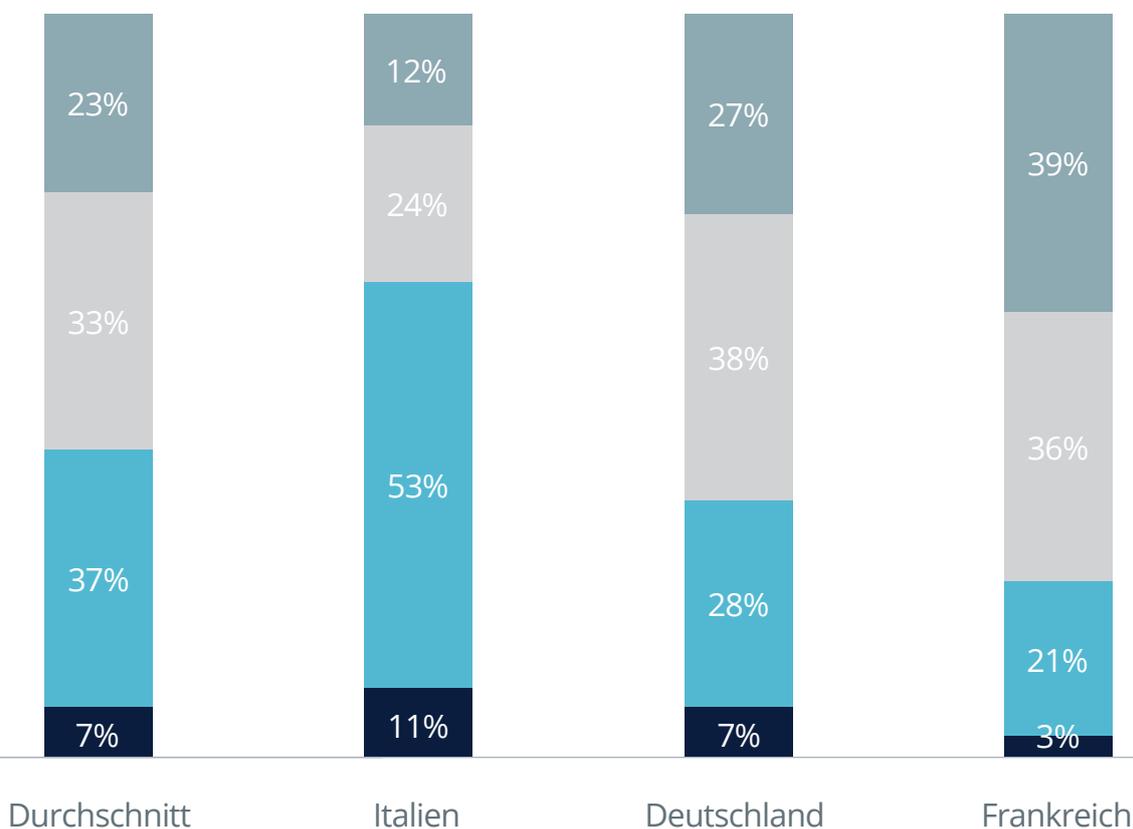
Abb. 4: Die Akzeptanz von Honorarberatung im internationalen Vergleich

Quelle: Studie „Anlegerinteresse im Fokus“ - II Fidelity / TNS, 2011

Bereitschaft zur Zahlung von Beratungshonoraren

- „Nein, auf keinen Fall.“
- „Nein, kann ich mir eher nicht vorstellen.“
- „Ja, könnte ich mir vorstellen.“
- „Ja, auf jeden Fall.“

Mehrheit der Bürger ist nicht bereit für Honorarberatung



Außerdem besitzt die provisionsbasierte aktive Vermögensberatung neben ihrer wirtschaftlichen Attraktivität auch einen großen kommunikativen Vorteil im Kundengespräch: Man kann den Wunsch vieler Kunden nach dem überlegenen Marktexperten, der einem die entscheidenden Informationsvorsprünge verschaffen kann, perfekt bedienen. Somit besteht keinerlei Erläuterungsbedarf oder gar Rechtfertigungsdruck hinsichtlich der eigenen Rolle als Vermögensberater. Das ermöglicht von Beginn an eine angenehme Gesprächsatmosphäre, in der man schnell konkret werden kann.

Demgegenüber wirkt eine Vermögensverwaltung auf Basis von ETFs für viele auf den ersten Blick banal und statisch, sodass der Berater gar nicht mehr erklären kann, wofür man ihn eigentlich braucht. Bei näherem Hinsehen wird man allerdings feststellen, dass selbst die radikalsten Vertreter von passiven Strategien nicht einfach einen globalen Aktien- und einen globalen Renten-ETF als optimales Wertpapierportfolio empfehlen. Stattdessen konstruieren auch sie mehr oder weniger komplexe Portfolios aus diversen ETFs, was letztlich wiederum eine aktive Leistung darstellt.

Offenbar ist sachgerechtes passives Investieren also doch nicht so trivial, wie es auf den ersten Blick erscheint. Dies wird auch dann klar, wenn man etwas näher über die folgenden Fragen nachdenkt, die schnell auftauchen werden, wenn man ein konkretes ETF-Portfolio konstruiert und anschließend betreut:

- Wie geht man damit um, dass auch ein Index wie der MSCI World oder DAX® ständig seine Gewichtungen verändert, und in längeren Abständen auch seine Zusammensetzung?
- „Aktien Europa“, ist das jetzt der Euro STOXX 50®, der STOXX® Europe 600, der MSCI Europe oder etwas ganz anderes?
- Wie sollte man zwischen Aktien- und Rentenmarkt gewichten?
- Wie bildet man den globalen Rentenmarkt mit ETFs ab?
- Wie soll ein Euro-Anleger damit umgehen, dass sowohl der MSCI World als auch globale Rentenindizes von Fremdwährungen dominiert werden?
- Welchen Einfluss nehmen die genauen Konstruktionsprinzipien eines ETF?
- Wie oft und nach welchen Kriterien sollte man ein ETF-Portfolio umschichten?

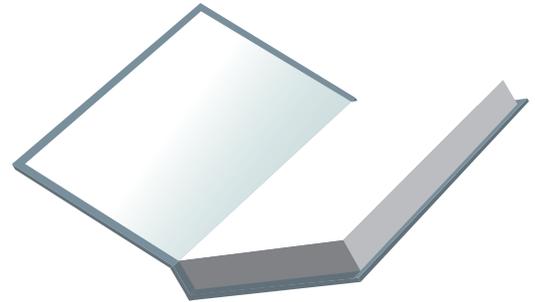
Diese Fragen machen deutlich, dass nicht jedes aus ETFs zusammengesetzte Depot automatisch ein gutes Depot ist. Die Probleme beginnen schon damit, dass ein ETF immer nur so gut sein kann wie der Index, den er abbildet, und dass es bereits hier Qualitätsunterschiede gibt. Nicht jeder Index ist ein guter Repräsentant eines Marktes. Und selbst ein „guter“ Index kann starke Ungleichgewichte und somit Klumpenrisiken ausbilden, wenn beispielsweise eines seiner Segmente eine Preisblase bildet.

Ein wirklich „gutes“ Depot aus ETFs zusammenzustellen, erfordert deshalb so viel Sachkenntnis, dass es von einem durchschnittlichen Privatanleger in Eigenregie nicht zu leisten ist. Er ist somit auch und gerade beim passiven Investieren auf einen sachkundigen Berater angewiesen.

Insofern lässt sich der wachsende Trend zum passiven Investieren durchaus auch als Chance für Anlageberater und Vermögensverwalter sehen: Privatanleger haben durch das herrschende Zinsumfeld Anlagenotstand, und sie haben ein Interesse an passivem Investieren. Genau hier haben sie aber auch Beratungsbedarf, da sie mehrheitlich nicht dazu in der Lage sind, eine professionelle passive Investmentstrategie langfristig eigenständig zu verfolgen.

Wenn ein Anlageberater oder Vermögensverwalter an dieser Stelle seine Dienstleistung anbieten will, dann reicht es aber natürlich nicht, weiterzumachen wie bisher und statt aktiv gemanagten Fonds nun ETFs zu empfehlen, denn dies würde zu einer Art „naiven“ passiven Vermögensverwaltung führen. Damit bezeichnen wir solche ETF-Portfolios, die unter der Annahme zusammengestellt werden, dass die konkrete Portfoliozusammensetzung letztlich zweitrangig ist, weil es im Grunde nur darauf ankommt, überhaupt und in breit diversifizierter Form investiert zu sein. Sieht man sich die auf diese Weise entstehenden Portfolios näher an, so ist ihnen nur ein beeindruckend positiver „Backtest“ gemeinsam. Dass dabei zum Beispiel im Aktiensegment der MSCI World in der Regel geschlagen wird, liegt an dem einfachen Sachverhalt, dass die Schwellenländer – die im MSCI World nicht enthalten sind – über lange Zeit den im MSCI World dominierenden US-Markt deutlich geschlagen haben. Das sieht dann zwar im „Backtest“ gut aus, allerdings wird man als Anlageberater oder Vermögensverwalter in Erklärungsnot geraten, wenn sich dieses Verhältnis wieder ändert und das Aktiensegment des passiven Kundenportfolios plötzlich schlechter läuft als der MSCI World.

Anlageberatung und Vermögensverwaltung auf Basis passiver Strategien erschöpft sich somit nicht in der verstärkten Verwendung von ETFs, sondern erfordert eine fachliche und geschäftliche Neuausrichtung, da sich ganz neue Herausforderungen ergeben. So ist etwa die Mehrwertargumentation gegenüber Kunden deutlich anspruchsvoller, da nun nicht mehr mit dem klassischen, vordergründig sicherlich extrem überzeugenden Dienstleistungsversprechen argumentiert werden kann: „Wir selektieren für Sie die besten Qualitätsaktien und kaufen diese, wenn sie unterbewertet sind“. – Genau das werden zigtausende anderer professioneller Kapitalmarktteilnehmer weltweit auch versuchen und teilweise mit deutlich höherem Aufwand als man selbst. Stattdessen muss man sich mit dem Kunden auf ein echtes Fachgespräch einlassen, das ihm in realistischer Weise darlegt, was man über die Mechanismen des Kapitalmarktes in wissenschaftlich fundierter Weise tatsächlich sagen kann und was nicht, und was man deshalb vom Kapitalmarkt erwarten kann und was nicht und mit welchen Verlusten dabei gerechnet werden muss. Solche Gespräche mögen deutlich nüchterner ablaufen als Gespräche über die teilweise glanzvollen Track Records aktiv gemanagter Fonds. Sie besitzen aber den großen Vorteil, dass der Kunde langfristig dankbar feststellen wird, dass man ihn als Gesprächspartner tatsächlich ernst nimmt, und dass man in ihm keine hochfliegenden Erwartungen erzeugt, die eines Tages wie ein Bumerang zu dem Anlageberater oder Vermögensverwalter zurück kommen.



2. Professionelles passives Investieren

Fachliche Grundlagen

Dieses Kapitel skizziert die wissenschaftlichen Grundlagen des passiven Investierens:

- ... wie das Capital Asset Pricing Model bis heute weiterentwickelt wurde;
- ... welche Risikoprämien langfristig tatsächlich zu erwarten sind;
- ... warum es nicht trivial ist, diese Risikoprämien effizient zu vereinnahmen;
- ... wie man zu einem sachgerechten passiven Musterportfolio gelangt.

2.1 Von Markowitz zu Fama/French

Wenn wir wissen wollen, was man in wissenschaftlich fundierter Weise über die Möglichkeiten sagen kann, eine systematische, d.h. nicht-zufällige Überrendite zu einem Wertpapiermarkt zu erzielen, so müssen wir zunächst noch einmal kurz zu den Ursprüngen der modernen Portfoliotheorie zurück und verstehen, wie sich diese Forschung in den letzten 60 Jahren weiterentwickelt hat.

Aufbauend auf den Grundüberlegungen von Harry Markowitz⁴ (1952) haben in den sechziger Jahren William Sharpe⁵, John Lintner und Jan Mossin unabhängig voneinander das sogenannte „Capital Asset Pricing Model“ (CAPM) entwickelt. Es ist in den folgenden Jahrzehnten zum einflussreichsten Modell der gesamten Finanzwissenschaft geworden, da es bis heute unzählige Forschungsaktivitäten anregt und somit auch wichtige Weiterentwicklungen ermöglicht hat.

Eine zentrale Aussage des CAPM ist, dass sich jede Rendite r_i , die am Kapitalmarkt erwirtschaftet wird, aus drei Komponenten zusammensetzt: (1) Dem risikolosen Zins r_f , (2) der risikobehafteten Differenz zwischen der Gesamtmarktrendite und dem risikolosen Zins ($r_m - r_f$), die man auch kurz als die Risikoprämie des Gesamtmarktes bezeichnen kann, sowie (3) einem zufälligen Fehlerterm ε_i . Entsprechend sieht die mathematische Grundgleichung des CAPM folgendermaßen aus:

$$r_i = r_f + \beta_i (r_m - r_f) + \varepsilon_i$$

Da ε_i eine Zufallsgröße ist und somit einen Erwartungswert von 0 besitzt, existiert in der Modellwelt des CAPM also nur ein Risikofaktor, der einen systematischen, d.h. nicht-zufälligen Beitrag zur Gesamtrendite eines Wertpapiers leistet: der Gesamtmarkt risikobehafteter Wertpapiere (weshalb man das CAPM auch als „Ein-Faktor-Modell“ bezeichnet). Für einen Anleger bedeutet das, dass sich innerhalb des CAPM jede individuelle Anlageentscheidung im Grunde auf die Frage reduzieren lässt, in welchem Ausmaß (β) sich der Anleger diesem Gesamtmarktrisiko aussetzen möchte – was wiederum

von seiner persönlichen Risikobereitschaft und -tragfähigkeit abhängt. Je mehr er sich diesem Risiko aussetzt, d.h. je höher er das β gewichtet, desto höher ist die langfristige Risikoprämie, die er dafür erwarten darf.

Das CAPM wirkt auf den ersten Blick übermäßig stark vereinfachend: Zum einen lässt es keinen Raum für aktives Management, und zum anderen scheint es schwer zu glauben, dass es außer dem Gesamtmarkt als Ganzes keine weiteren Risikofaktoren geben soll, die langfristig eine systematische Risikoprämie generieren können. Und tatsächlich konnte das CAPM bezüglich dieses letztgenannten Punktes – der Anzahl der Risikofaktoren – widerlegt bzw. erweitert werden: Im Jahr 1993⁶ zeigten der hierfür jüngst mit dem Nobelpreis ausgezeichnete Eugene Fama und sein Kollege Kenneth French anhand von US-Daten, dass die am Kapitalmarkt tatsächlich beobachteten Renditen noch besser erklärt werden können, wenn man von der Existenz weiterer systematischer Risikofaktoren ausgeht: Für den Aktienmarkt zeigten sie, dass Aktien mit kleiner Marktkapitalisierung (also „Small Caps“) und Aktien mit einem hohen Verhältnis von Buchwert zu Marktwert (also „Value Aktien“) über längere Zeiträume eine systematische Überrendite zum Gesamtmarkt generieren.

Fama und French schlossen daraus, dass das Ein-Faktor-Modell, das im CAPM postuliert wird, zu einem Mehrfaktorenmodell erweitert werden muss, zu dem der Aktienmarkt zwei zusätzliche Risikofaktoren beiträgt: Einen Größenfaktor „SMB“ (für „Small Minus Big“) und einen Buchwert/Kurs-Faktor „HML“ (für „High Minus Low“).

Für den Rentenmarkt zeigten Fama und French, dass Anleihen mit langer Laufzeit und Anleihen mit erhöhtem Ausfallrisiko über längere Zeiträume eine systematische Überrendite zum Gesamtmarkt generieren, sodass der Rentenmarkt noch zwei weitere Risikofaktoren beiträgt: Den Laufzeitfaktor „TERM“ und den Ausfallfaktor „DEF“.

⁴ Markowitz, Harry M. (1952): Portfolio Selection, The Journal of Finance, Vol.7, No. 1, s. 77-91.

⁵ Sharpe, William F. (1964): Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, The Journal of Finance, 1964, Vol. 19, No. 3, S. 425-442.

⁶ Fama, E. F. & French, K. R. (1993): Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds, Journal of Financial Economics, 33, pp. 3-56.

Dieses Mehrfaktorenmodell von Fama und French hat nach seiner ersten Beschreibung im Jahr 1993 zahlreiche Forschungsaktivitäten ausgelöst, die im Wesentlichen in zwei Richtungen gegangen sind: Zum einen wurde untersucht, ob das Modell auch außerhalb des US-Marktes und über andere Zeiträume als die von Fama und French untersuchten gilt, und zum anderen wurde nach möglichen weiteren Risikofaktoren gesucht, die eine systematische Überrendite zum Gesamtmarkt generieren können. Dabei hat sich bezüglich des Gültigkeitsspektrums in zahlreichen Studien gezeigt, dass sich die Fama-French-Faktoren in vielen Kapitalmärkten der **entwickelten** Volkswirtschaften in erstaunlich robuster Weise nachweisen lassen. Die daraus resultierende Bedeutung und Aktualität des Fama-French-Modells lässt sich beispielsweise daran erkennen, dass wissenschaftliche Studien zum Fama-French-Modell bis in die jüngste

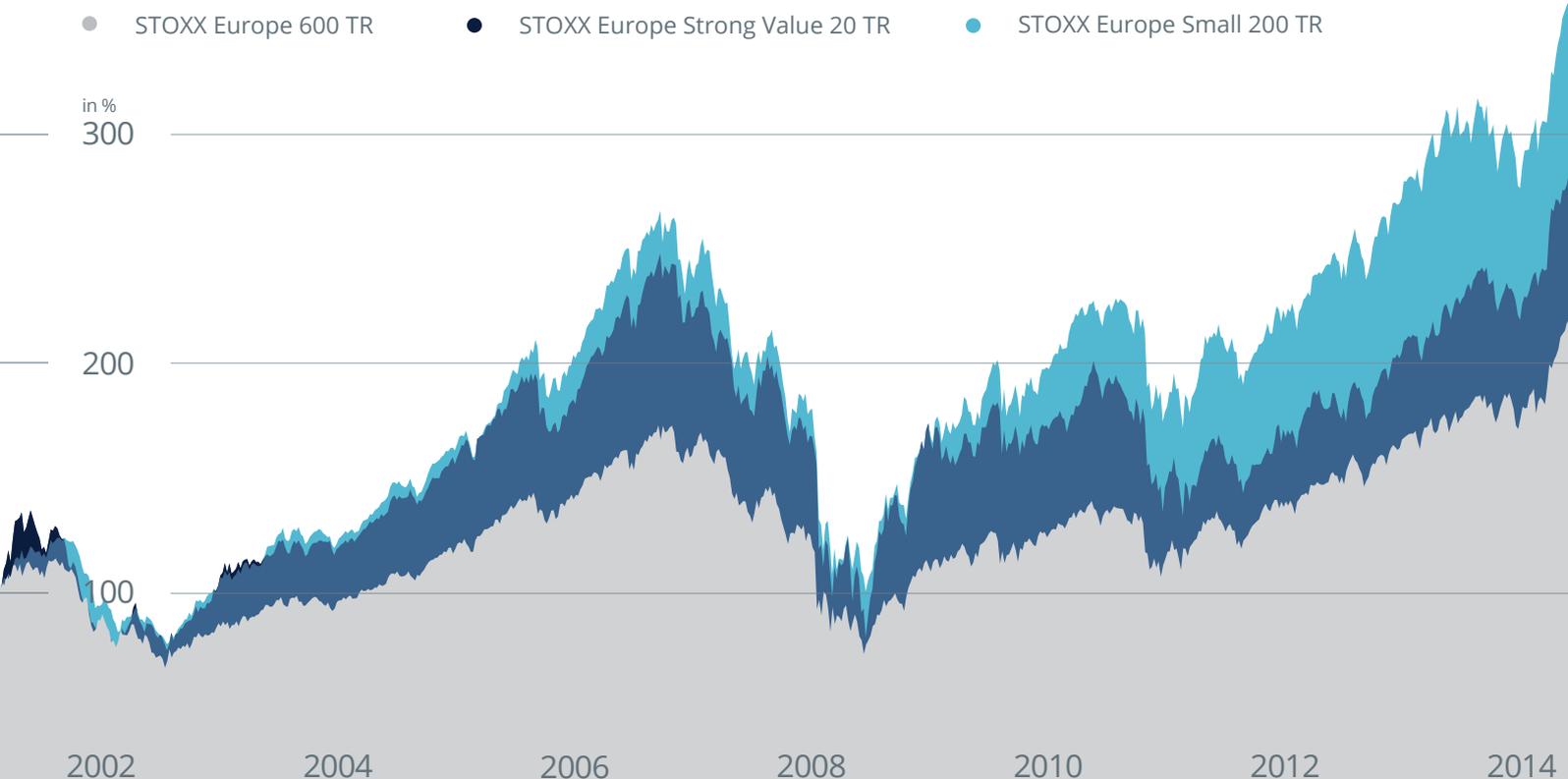
Vergangenheit hinein durchgeführt werden. Eine der aktuell jüngsten stammt von Hanauer, Kaserer und Rapp (2013), die die Gültigkeit des Fama-French-Modells anhand deutscher CDAX-Daten im Zeitraum von Juli 1996 bis Dezember 2011 untersucht haben. Auch in dieser Studie gelangen die Autoren zu dem Fazit, „dass die Multifaktormodelle die zeitliche Streuung der Renditen wesentlich besser als das Einfaktormodell abbilden“⁷.

Einen Beleg für die Gültigkeit des Fama-French-Modells stellen beispielsweise auch die folgenden Daten für den europäischen Aktienmarkt über den 10-jährigen Zeitraum von Oktober 2001 bis März 2015 dar. Sie zeigen die Performance des marktbreiten STOXX® Europe 600 Index (schwarze Linie) im Vergleich zu zwei seiner Teil-Indizes:

⁷ Hanauer, M., Kaserer, C. & Rapp M. S. (2013): Risikofaktoren und Multifaktormodelle für den deutschen Aktienmarkt (S.27), Betriebswirtschaftliche Forschung & Praxis, in Vorbereitung.

Abb.5: STOXX® Europe 600 Index im Vergleich zu zwei seiner Teil-Indizes

Stand: 27.03.2015, Quelle: Institut für Vermögensaufbau



Wie man erkennt, haben innerhalb des 13,5-jährigen Untersuchungszeitraums die beiden Teil-Indizes, die die Small Caps bzw. die Value-Aktien des Gesamtmarktindex abbilden, diesen um 4,0% bzw. 2,2% p.a. outperformt. Im Übrigen sieht man auch, dass diese Outperformance mit einer höheren Volatilität einherging. Dies bestätigt wieder einmal eine grundlegende Eigenschaft des Kapitalmarktes, die ebenfalls bereits im CAPM formuliert worden ist: Jede Überrendite muss durch die Inkaufnahme von höherem Risiko „erkauft“ werden – ein Sachverhalt, auf den wir später noch einmal zurückkommen, wenn wir uns die Frage stellen, für welche Anleger eine Portfoliokonstruktion gemäß solcher Überlegungen empfehlenswert ist.

Eine weitere interessante Bestätigung zumindest des Größenfaktors „SMB“ im europäischen Aktienmarkt haben wir selbst im Rahmen einer Untersuchung der 30 erfolgreichsten aktiv gemanagten europäischen Aktienfonds im ebenfalls 10-jährigen Untersuchungszeitraum von Dezember 1999 bis Dezember 2009 gefunden⁸: Die folgenden beiden Diagramme zeigen die durchschnittliche Größenallokation dieser 30 erfolgreichsten Fonds (links) im Vergleich zur durchschnittlichen Größenallokation ihrer Benchmark, dem MSCI Europe (rechts):

Offenbar haben auch die 30 erfolgreichsten europäischen Aktienfondsmanager auf den Größenfaktor „SMB“ gesetzt und Small- und Mid Caps gegenüber der Benchmark über einen langen Zeitraum massiv übergewichtet (Small Caps sind fast 15-mal höher gewichtet als in der Benchmark). Dieses Ergebnis zeigt im Übrigen auch das enorme Potenzial hochwertig strukturierter ETF-Portfolios. Bezüglich der Frage nach potenziellen weiteren Risikofaktoren wurden in der Fachliteratur in den vergangenen 20 Jahren viele Vorschläge gemacht, seit Langem ernsthaft diskutiert wird bislang aber nur der 1997 von Mark Carhart⁹ vorgeschlagene, sogenannte „Momentum“-Faktor. Er beschreibt die in einigen Untersuchungen gefundene Outperformance von „Vorjahressiegern“ gegenüber „Vorjahresverlierern“ auch im darauffolgenden Jahr. Ob es sich dabei tatsächlich um einen „Faktor“ im Sinne eines Risikoprämienmodellshandelt, ist allerdings umstritten, da keine überzeugende Erklärung dafür existiert, welches Risiko diese „Momentumprämie“ kompensieren sollte. Darüber hinaus liefert eine Integration des Momentum-Faktors in die Modellrechnungen keine durchgängig besseren Ergebnisse bei der Erklärung der tatsächlich beobachteten Renditen.

⁸ Beck, A. & Ritter, A. (2010). Simples Prinzip, ETF-Magazin, 02/10, S.26-33.

⁹ Carhart, M. M. (1997): On Persistence in Mutual Fund Performance, Journal of Finance, 52 (1), pp. 57–82.

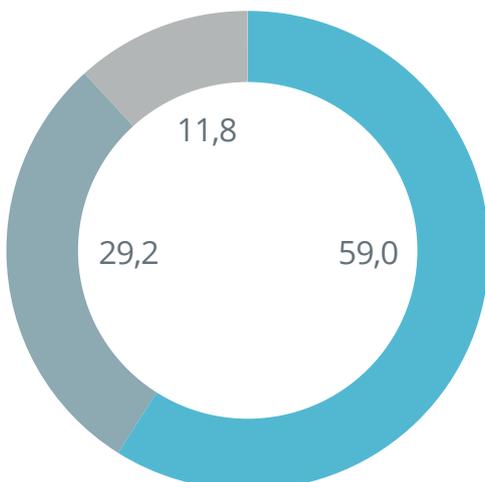
Abb. 6: Durchschnittl. Größenallokation der 30 erfolgreichsten europäischen Aktienfonds (links) im Vergleich zum MSCI Europe (rechts)

Quelle: Institut für Vermögensaufbau

● Largecaps ● Midcaps ● Small- und Microcaps

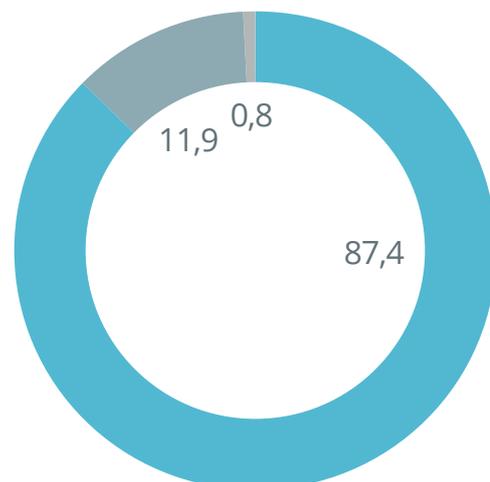
Aktienfonds

Aufteilung der untersuchten Fonds nach Marktkapitalisierung
durchschnittliche Aufteilung in %



MSCI Europe

Aufteilung des Vergleichs-ETF nach Marktkapitalisierung
MSCI-Europa-ETF in %



Eine Sonderstellung nehmen allerdings die Emerging Markets ein: Wie oben bereits angedeutet, scheint das Fama-French-Modell nur in den Kapitalmärkten der entwickelten Volkswirtschaften Gültigkeit beanspruchen zu können, in Schwellenländern konnte es bislang nicht überzeugend bestätigt werden. Insofern lässt es sich rechtfertigen, die Emerging Markets selbst als einen weiteren Risikofaktor eines Mehrfaktorenmodells zu betrachten. Unter Berücksichtigung der oben bereits genannten Risikofaktoren führt dies insgesamt zu einem **Sechs-Faktoren-Modell** für den Gesamtmarkt an Aktien und Renten, das die Grundgleichung des CAPM folgendermaßen erweitert:

$$r_i = r_f + \beta_1 (r_m - r_f) + \beta_2 SMB_t + \beta_3 HML_t + \beta_4 TERM_t + \beta_5 DEF_t + \beta_6 EM_t + \varepsilon_i$$

Worin besteht für einen Anleger der entscheidende Unterschied zwischen dieser Gleichung und der zu Beginn dieses Kapitels dargestellten „Ur-Gleichung“ des CAPM? – Wir hatten gesehen, dass es im CAPM für einen Anleger im Grunde nur zwei sinnvolle Anlageobjekte gibt: Den risikolosen Zins und das Portfolio, das den Gesamtmarkt risikobehafteter Wertpapiere am besten repräsentiert, also dasjenige Portfolio, das im CAPM als „Marktportfolio“ bezeichnet wird: Es enthält theoretisch sämtliche Wertpapiere des Gesamtmarktes gemäß ihrer Marktkapitalisierung. Demgegenüber erscheint es nach dem Sechs-Faktoren-Modell aussichtsreicher, den Gesamtmarkt nicht einfach gemäß seiner Marktkapitalisierung zu halten, sondern bestimmte Teilmärkte gezielt über zu gewichten, da von ihnen langfristig eine zusätzliche Risikoprämie zu erwarten ist. Dabei handelt es sich im Aktienmarkt um den Teilmarkt der Small Caps und Value-Aktien, im Rentenmarkt um den Teil-

markt der langlaufenden Anleihen und Anleihen mit erhöhtem Ausfallrisiko sowie in beiden Märkten um den Teilmarkt der Schwellenländeraktien und -anleihen. Die folgende Abbildung macht deutlich, dass somit insgesamt acht Märkte existieren, die bei Anwendung des Sechs-Faktoren-Modells in einem renditeoptimierten Portfolio abgebildet sein sollten, zu denen als neuer Baustein noch der risikolose Zins hinzukommt.

Auch dieses Sechs-Faktoren-Modell mag auf den ersten Blick noch recht einfach wirken. Stellt man sich allerdings die Frage, wie man auf der Basis dieser Erkenntnisse ein konkretes Portfolio für einen individuellen Anleger konstruiert, so wird schnell klar, dass sich eine Reihe von keineswegs trivialen Fragen stellt, für deren Beantwortung der durchschnittliche Privatanleger professionelle Unterstützung benötigen wird. Diesen Fragen wendet sich das folgende Kapitel zu.

Abb. 7: Bausteine eines renditeoptimierten Portfolios gemäß Sechs-Faktoren-Modell

Quelle: Institut für Vermögensaufbau



2.2 Vom Faktor zum Index

Wir haben bislang immer vom „Markt“ bzw. von „Teilmärkten“ gesprochen, die bestimmte Risikoprämien generieren. In der Praxis lässt sich der „Markt“ oder auch nur ein „Teilmarkt“ aber nie komplett halten, sondern man ist auf ein Konstrukt angewiesen, das einen Markt oder Teilmarkt bestmöglich repräsentiert. In der Praxis ist das ein **Index**. Bereits hier lauert aber auch schon die erste praktische Falle, denn nicht jeder Index ist ein guter Repräsentant des jeweiligen Marktes. So ist beispielsweise der Dow Jones Industrial Average (DJIA) trotz seiner Popularität kein besonders guter Repräsentant des US-Aktienmarktes, was vor allem an zwei Gründen liegt:

Erstens wird der DJIA noch heute im Prinzip nach derselben, sehr simplen Methode berechnet wie bei seiner ersten Veröffentlichung im Jahr 1896: Damals bildete sein „Erfinder“ Charles Dow einfach das arithmetische Mittel der in den Index aufgenommenen Aktienkurse, wodurch sich das Indexgewicht einer Aktie einfach durch die Höhe ihres Kurses ergibt, was zum einen eine recht willkürliche Größe ist, und was zum anderen nicht berücksichtigt, wie hoch der Streubesitz ist, der für den freien Handel mit den jeweiligen Aktien zur Verfügung steht.

Zweitens entscheidet beim DJIA über die Zusammensetzung des Index ein Komitee, das sich innerhalb weiter Ermessensspielräume vor allem an historisch-qualitativen Überlegungen orientiert. Dadurch hat beispielsweise die Goldman Sachs Aktie aktuell (Mai 2015) mit 7,6% das höchste Gewicht im DJIA inne, obwohl ihre Marktkapitalisierung mit ca. 90 Mrd. USD nur einen Bruchteil der Marktkapitalisierung der Apple Aktie in Höhe von ca. 760 Mrd. USD ausmacht, die dagegen nur mit einem Gewicht von 4,8% im Index repräsentiert ist¹⁰.

Das Beispiel zeigt, dass ein Index mehrere Kriterien erfüllen muss, um als „guter“ Repräsentant eines Marktes gelten zu können. So sollte beispielsweise ein Aktienindex die Gewichtung der darin enthaltenen Unternehmen an deren frei handelbarer und somit liquider Marktkapitalisierung orientieren, und die Kriterien über die Indexzusammensetzung sollten klar und transparent sein. Für einen passiven Anleger ergibt sich daraus als erste praktische Anforderung die Notwendigkeit, die Konstruktionsprinzipien eines Index beurteilen zu können, wozu der durchschnittliche Privatanleger in der Regel nicht alleine in der Lage sein wird.

Wenn wir bei der praktischen Portfoliokonstruktion Märkte durch Indizes abbilden, so ergibt sich bei der Anwendung unseres Sechs-Faktoren-Modells als nächstes die Notwendigkeit, den theoretischen „Gesamtmarkt“ von Wertpapieren zu unterteilen in den Aktien- und den Rentenmarkt. Einen einzelnen Index, der die Gesamtheit handelbarer Aktien und Anleihen in einem gemeinsamen Index repräsentiert, gibt es nämlich nicht und wäre praktisch auch nicht konstruierbar. Wir müssen also bereits den ersten Risikofaktor „Gesamtmarkt“ bei der praktischen Portfoliokonstruktion mit mindestens zwei verschiedenen Indizes abbilden.

Dabei stellt sich als nächstes die Frage, wie weit wir den Begriff des „Gesamtmarktes“ geografisch fassen: Beziehen wir uns auf den **weltweiten** Aktien- und Rentenmarkt, oder beziehen wir uns auf eine bestimmte regionale Teilmenge daraus, wie zum Beispiel die Eurozone? – Auch diese Frage ist nicht trivial zu beantworten: Die wissenschaftliche Forschung zum Fama-French-Modell hat gezeigt, dass regional begrenzte Modelle eine noch höhere Erklärungskraft besitzen und somit bezüglich der jeweiligen Region bessere Ergebnisse liefern als globale Modelle¹¹. Außerdem ermöglicht ein Modell, das auf den eigenen Währungsraum beschränkt ist, ein Portfolio, das frei von Währungsrisiken ist. Andererseits verzichtet man natürlich bei einer geografischen Beschränkung auf Risikoprämien, die nur durch das Eingehen der spezifischen Risiken fremder Märkte möglich werden. Insofern kann die Frage nach regionaler oder globaler Definition des Gesamtmarktes nicht eindeutig beantwortet werden, sondern muss auch von der individuellen Risikobereitschaft und -tragfähigkeit eines Anlegers abhängig gemacht werden. Da wir im vorliegenden Zusammenhang im ersten Schritt eine renditeoptimierende Portfoliokonstruktion anstreben, die zunächst möglichst frei von Restriktionen sein soll, entscheiden wir uns für den weiteren Verlauf für ein globales Modell und somit für die Zugrundelegung des weltweiten Aktien- und Rentenmarktes. Dabei müssen wir im weiteren Verlauf allerdings im Auge behalten, dass wir bei der Verwendung „guter“ Indizes, die gemäß der weltweiten Marktkapitalisierung gewichtet sind, aus der Sicht eines Euro-Anlegers ein relativ hohes Fremdwährungsrisiko aufbauen werden, das auf Portfolioebene in anlegergerechter Weise ausbalanciert werden muss.

¹⁰ Am Streubesitz bemessen.

¹¹ Fama, E. F. & French, K. R. (2012): Size, value, and momentum in international stock returns, *Journal of Financial Economics*, 105 (3), pp. 457-472.

Auf Indexebene¹² bedeutet unsere Entscheidung für das globale Modell, dass wir den ersten Risikofaktor unseres **Sechs-Faktoren-Modells** mit Hilfe des **MSCI World** (weltweiter Aktienmarkt) und des **Deutsche Bank Global Investment Grade Government Index** (weltweiter Rentenmarkt) abbilden. Dem könnte man entgegen, dass dadurch bezogen auf die **tatsächlichen** weltweiten Aktien- und Rentenmärkte jeweils bestimmte Teilmärkte fehlen, nämlich die Schwellenländer im Falle des MSCI World sowie Unternehmensanleihen im Falle des Deutsche Bank Global Investment Grade Government Index. Das ist allerdings unproblematisch, weil beide Teilmärkte im weiteren Verlauf noch explizit berücksichtigt werden.

Wenden wir uns nun dem zweiten Risikofaktor zu, dem Größenfaktor „SMB“ im Aktienmarkt. Auch hier treffen wir auf das Problem, dass in der Praxis kein realer Index existiert, der den **weltweiten** Markt von Small Caps abbildet. Wir müssen uns deshalb damit behelfen, dass wir diesen theoretischen Markt durch die Kombination mehrerer enger gefasster Small Cap Indizes zumindest teilweise abbilden. Da wir im vorliegenden Zusammenhang den Euro-Anleger vor Augen haben, wählen wir hierfür zunächst den **MSCI Europe Small Cap TRN Index** (europäische Small Caps) und ergänzen ihn um den **RUSSELL 2000 Index** (US-Small Caps), wodurch wir zumindest die Small Caps des größten außereuropäischen Aktienmarktes berücksichtigen.

Der **dritte Risikofaktor** „HML“ bemisst sich theoretisch, wie wir gesehen haben, am Buchwert-Kurs-Verhältnis und somit an einer unternehmensbilanziellen Kenngröße. Bei einem globalen Modell schafft dies das praktische Problem, dass solche Bilanz-

zahlen in ihrer „nackten“ Form nur schwer zwischen verschiedenen internationalen Wirtschaftsräumen mit ihren jeweils eigenen Bilanzierungs- und Steuersystemen vergleichbar sind. Deshalb beschränken sich Value-Indizes, die mit Hilfe solcher Kenngrößen konstruiert werden, in aller Regel auf homogene Wirtschaftsräume. Unseres Erachtens besteht ein gangbarer Weg bei der praktischen Lösung dieses Problems darin, die eng mit dem Buchwert-Kurs-Verhältnis zusammenhängende **Dividendenrendite** eines Unternehmens als Indikator für ihren Value-Status zu verwenden. Dazu lässt sich zwar einwenden, dass ein potenziell dividendenstarkes Unternehmen seine Gewinne nicht zwangsläufig dafür verwenden wird, Dividenden auszuschütten (sondern stattdessen etwa einen Aktienrückkauf durchführt), sodass diesem Indikator einige Value-Aktien entgehen werden. Allerdings besitzt die Dividendenrendite den Vorteil, eine weltweit gut vergleichbare Kenngröße zu sein, sodass etwa in Form des **STOXX® Global Select Dividend 100** ein Index zur Verfügung steht, der den Markt der weltweit dividendenstärksten Aktien repräsentieren kann.

Bevor wir mit dem **vierten Risikofaktor** „TERM“ vom Aktien- zum Rentenmarkt wechseln, vergegenwärtigen wir uns an dieser Stelle noch einmal den oben bereits angesprochenen Punkt, dass wir durch die bislang gewählten Indizes für einen Euro-Anleger ein relativ hohes Fremdwährungsrisiko aufgebaut haben, dessen quantitative Größenordnung der folgenden Tabelle entnommen werden kann:

¹² Bei der Wahl der konkreten Indizes orientieren wir uns in diesem Kapitel an denjenigen, die db X-trackers im Rahmen seines ETF-Angebots verwendet. Wir weisen darauf hin, dass es sich dabei nicht um die einzigen Indizes handelt, die dazu geeignet sind, die jeweiligen Märkte abzubilden, und dass andere ETF-Anbieter teilweise andere Indizes verwenden.

Abb.8: Größenordnung des Fremdwährungsanteils im jeweiligen Index

Quelle: Institut für Vermögensaufbau

| Index | Fremdwährungsanteil |
|--|---------------------|
| MSCI World | ca. 90% |
| Deutsche Bank Global Investment Grade Government | ca. 75% |
| MSCI Europe Small Cap TRN | ca. 60% |
| RUSSELL 2000 Index | 100% |
| STOXX® Global Select Dividend 100 | ca. 90% |

Angesichts dieses hohen Fremdwährungsanteils, der durch die Gesamtmärkte und die spezifischen Risikofaktoren des Aktienmarktes in unser Modell kommt, werden wir uns im Folgenden bei der Abbildung der spezifischen Risikofaktoren des Rentenmarktes auf den Euroraum beschränken. Für unseren vierten Risikofaktor „TERM“ bedeutet das, dass wir mit ihm nur den Markt langlaufender Euro-Anleihen abbilden. Betrachten wir Anleihen ab einer Laufzeit von 10 Jahren als „langlaufend“, so steht hierfür der [iBoxx® EUR Sovereigns Eurozone 10-15 TR Index](#) zur Verfügung, der noch um den [iBoxx® EUR Sovereigns Eurozone 15+ TR Index](#) ergänzt werden kann. Auf die Abbildung des Marktes der noch länger laufenden Anleihen (25+) würden wir verzichten, da es sich hier um einen vergleichsweise engen Spezialmarkt handelt, was zum Beispiel daran zu erkennen ist, dass in diesem Index weniger als 20 einzelne Anleihen enthalten sind. Darüber hinaus ist die Zinskurve ab 15 Jahren in aller Regel so flach, dass die Umlaufrenditen mit der längeren Laufzeit kaum noch ansteigen.

Der *fünfte Risikofaktor* „DEF“ erfordert die Abbildung von Anleihen mit erhöhtem Ausfallrisiko. Dies leistet für den Euroraum etwa der [iBoxx® Sovereigns Eurozone Yield Plus Index](#). Nach den realen Erfahrungen der Finanzkrise wird man hier allerdings ergänzen müssen, dass ein erhöhtes Ausfallrisiko mittlerweile nicht mehr nur dieser speziellen Assetklasse zugeschrieben werden kann, sondern dass der Teilmarkt von Anleihen mit erhöhtem Ausfallrisiko ausgeweitet werden muss auf alle Anleihen, die eine Überrendite zu Investment Grade Staatsanleihen aufweisen, die wir zur Abbildung des weltweiten Rentenmarktes verwendet hatten (siehe oben). Daher sehen wir es als notwendig an, zu diesem Risikofaktor auch den Markt an Euro-Unternehmensanleihen zu zählen, abgebildet durch den [iBoxx® EUR Liquid Corporate 100 Index](#), sowie den Markt an Euro-Pfandbriefen, abgebildet durch den [iBoxx® EUR Liquid Covered Index](#).

Da wir mit den ersten fünf Risikofaktoren nahezu ausschließlich Märkte innerhalb der etablierten Kapitalmärkte abgebildet haben, müssen wir mit dem *sechsten und letzten Risikofaktor* noch die spezifischen Risiken der Emerging Markets abbilden, um eine Chance auf die spezifischen Risikoprämien dieser Märkte zu haben. Hierzu bilden wir den Aktienmarkt der weltweiten Schwellenländer durch den [MSCI Emerging Markets TRN INDEX](#) ab und deren Rentenmarkt durch den [Deutsche Bank Emerging Markets Liquid Eurobond Euro Index](#).

Nachdem wir nun dargelegt haben, wie die sechs Risikofaktoren unseres Modells abgebildet werden können, stellt sich schließlich noch die Frage, wie wir eigentlich den risikolosen Zins in unserem Modell abbilden? – Auch diese Frage ist nicht trivial zu beantworten, da im heutigen Zinsumfeld risikolose und nahezu risikolose Anlagen Verzinsungen aufweisen, die sich nicht nennenswert unterscheiden und nur knapp über Null liegen, sodass sie langfristig eine negative reale Renditeerwartung besitzen. Insofern lässt sich im aktuellen Umfeld der risikolose Zins am kostengünstigsten durch eine Einlage auf einem Tagesgeldkonto abbilden. Betrachtet man das heutige Zinsumfeld allerdings aus einer weiteren, allgemeinen Perspektive, so stellt die aktuelle Situation eine Anomalie dar, von der man hoffen kann, dass sie auf längere Sicht wieder vergeht. In einer solchen „normalisierten“ Situation sollten bestimmte Teilmärkte faktisch risikolos sein und trotzdem bei längerer Haltedauer eine nicht vernachlässigbare Überrendite zu Tagesgeldeinlagen besitzen. Zu diesen Teilmärkten zählen wir etwa kurzlaufende deutsche Staatsanleihen und Pfandbriefe, die durch den [iBoxx € Germany 1-3 Index](#), [iBoxx € Germany 3-5 TRN Index](#) bzw. [iBoxx € Germany Covered TRN 1-3](#) abgebildet werden könnten, oder auch kurzlaufende Euro-Staatsanleihen bester Bonität, die durch den [iBoxx € Sovereigns Eurozone AAA 1-3 Index](#) abgebildet werden könnten. Insofern lässt sich die Frage nach der Abbildung dieses Bausteins weniger eindeutig beantworten als in den anderen Fällen, sodass man hier stärker als bei den anderen Bausteinen das aktuelle Zins- und Inflationsumfeld sowie die Gebührenbelastung der verwendeten Indexfonds berücksichtigen muss.

Insgesamt gelangen wir somit zu dem Ergebnis, dass sich die in Kapitel 2.1 dargestellten Bausteine eines renditeoptimierten Portfolios folgendermaßen durch Indizes abbilden lassen (Abbildung 9).

Abb. 9: Beispiele für Indizes zur Abbildung der Bausteine eines renditeoptimierten Portfolios gemäß Sechs-Faktoren-Modell

Quelle: Institut für Vermögensaufbau



2.3 Vom Index zum Musterportfolio

Durch die in Kapitel 2.2 dargestellten Indizes verfügen wir nun über alle Bausteine, um ein Portfolio zu konstruieren, von dem wir erwarten dürfen, dass es langfristig alle systematischen Risikoprämien des weltweiten Aktien- und Rentenmarktes einsammeln wird. Dabei muss uns allerdings klar sein, dass ein so konstruiertes Portfolio auch stärkeren Wertschwankungen unterliegen wird als der weltweite Gesamtmarkt von Aktien und Renten, da wir gegenüber diesem einige Risikofaktoren bewusst übergewichtet haben. Dies konnte man bereits in der vorherigen Abbildung 5 erkennen, in der zu sehen war, dass die Teilindizes „Small Caps“ und „Value“ den Gesamtaktienmarkt über 10 Jahre zwar outperformt haben, allerdings nur um den Preis einer höheren Volatilität. Somit gilt selbstverständlich auch für jedes Portfolio, das passiv aufgebaut ist, dass es jede Überrendite durch die Inkaufnahme von höherem Risiko „erkaufen“ muss. Der Unterschied zu einem aktiv konstruierten Portfolio besteht in dieser Hinsicht lediglich darin, dass man sich darauf beschränkt, **systematische** Risiken zu erhöhen.

Bei der Konstruktion eines aus diesen Bausteinen aufgebauten Portfolios müssen wir uns also fragen, wie viel dieser erhöhten Wertschwankungen wir akzeptieren. Dies hängt natürlich von der individuellen Risikobereitschaft und -tragfähigkeit eines Anlegers ab. Um in einem ersten Schritt Musterportfolios zu konstruieren, die möglichst wenigen Nebenbedingungen unterliegen, unterstellen wir zunächst Anleger mit einem langen Anlagehorizont, sodass sich keine Einschränkungen der Risikotragfähigkeit aus rein zeitlichen Gründen ergeben. Auch in diesem Fall werden wir aber bei Anlegern natürlich auf unterschiedliche Ausprägungen der individuellen Risikobereitschaft treffen. Wir schlagen deshalb im Folgenden drei unterschiedliche Musterdepots für Anleger mit einem langen Anlagehorizont und (1) niedriger, (2) mittlerer und (3) hoher Risikobereitschaft innerhalb folgender Bandbreiten vor:

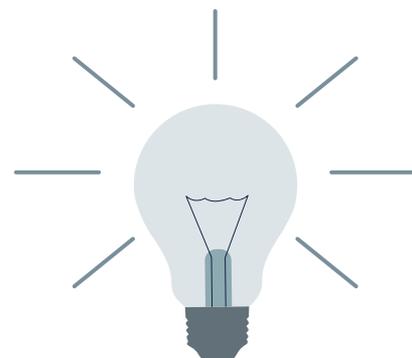
Abb.10: Musterdepots für Anleger mit langem Anlagehorizont und unterschiedlicher Risikobereitschaft¹³

Quelle: Institut für Vermögensaufbau

| FAKTOR | INDEX | RISIKOBEREITSCHAFT | | | | | | | | |
|------------|--|--------------------|-------------|-----|--------|-------------|-----|------|-------------|-----|
| | | niedrig | | | mittel | | | hoch | | |
| | | min | strategisch | max | min | strategisch | max | min | strategisch | max |
| SICHERHEIT | | 15% | 25% | 30% | 5% | 10% | 25% | 0% | 0% | 10% |
| RENTEN | | 45% | 50% | 60% | 35% | 40% | 50% | 10% | 25% | 40% |
| Gesamt | db Global Investment Grade Sovereign | 0% | | 15% | 0% | | 10% | 0% | | 5% |
| Laufzeit | iBoxx® € Sovereigns Eurozone 10-15 TR | 0% | | 15% | 0% | | 10% | 0% | | 5% |
| | iBoxx® € Sovereigns Eurozone 15+ TR | 0% | | 15% | 0% | | 10% | 0% | | 5% |
| Bonität | iBoxx® € Liquid Covered | 10% | | 20% | 5% | | 15% | 0% | | 5% |
| | iBoxx® € Liquid Corporate 100 | 10% | | 20% | 5% | | 15% | 5% | | 10% |
| | iBoxx® € Sov. Eurozone Yield Plus | 5% | | 10% | 5% | | 10% | 5% | | 10% |
| EM | db Emerging Markets Liq. Eurobond Euro | 5% | | 10% | 5% | | 10% | 5% | | 10% |
| AKTIEN | | 20% | 25% | 30% | 40% | 50% | 60% | 60% | 75% | 90% |
| Gesamt | MSCI World | 0% | | 5% | 0% | | 10% | 0% | | 25% |
| Small | MSCI Europe Small Cap | 5% | | 10% | 5% | | 15% | 10% | | 25% |
| | Russell 2000 | 0% | | 5% | 5% | | 10% | 10% | | 25% |
| Value | STOXX® Global Select Div. 100 | 10% | | 15% | 10% | | 20% | 15% | | 25% |
| EM | MSCI TR Net Emerging Markets | 5% | | 10% | 10% | | 15% | 15% | | 25% |

Zum Faktor „Sicherheit“ ist kein einzelner Index angegeben, da dessen konkrete Abbildung wie zuvor erwähnt stark vom aktuellen Zins- und Inflationsumfeld sowie von der Gebührenbelastung der verwendeten Indexfonds abhängt, sodass man sich in Abhängigkeit davon an der in Kapitel 2.2 dargestellten Auswahl orientieren sollte.

¹³ Das hier dargestellte Portfolio für „mittlere Risikobereitschaft“ wird seit 27.11.2008 von db X-trackers in einem einzelnen ETF umgesetzt (WKN DBX0BT).



3. Passive Musterportfolios in der Anlageberatung

Dieses Kapitel geht mit Blick auf die praktische Beratungssituation darauf ein,

- ... warum ein gut strukturiertes Portfolio noch keine Garantie für eine gute Kundenbeziehung ist;
- ... welche Kundentypen unterschieden werden müssen und was mit ihnen besprochen werden muss;
- ... welche neuen Anforderungen sich bei der Betreuung einer passiven Anlagestrategie ergeben;
- ... wo in einer passiven Anlagestrategie noch Raum für alternative und aktiv gemanagte Produkte bleibt und wie man diesen sachgerecht füllen kann.

3.1 Vom Musterportfolio zum individuellen Anleger

Wir haben bei der Vorstellung der Musterportfolios in Kapitel 2.3 zwei Dinge unterstellt:

Erstens, dass wir es mit Anlegern zu tun haben, die einen langfristigen Anlagehorizont besitzen und **zweitens**, dass sie in dieser Zeit ihre Renditechancen optimieren wollen und hierfür bereit sind, erhöhte Risiken in Kauf zu nehmen. Diese beiden Voraussetzungen treffen aber natürlich nicht auf jeden Kunden oder Interessenten zu, der einen Anlageberater oder Vermögensverwalter konsultiert. Selbstverständlich gibt es auch Anleger, die kurzfristige Ziele verfolgen und solche, die nur sehr begrenzt Risiken eingehen möchten und dafür auch bereit sind, auf bestimmte Renditechancen zu verzichten, sodass sich die Frage stellt, ob uns die vorgestellten Musterportfolios auch bei diesen Kunden nützen, oder ob wir in diesen Fällen ganz andere Wege beschreiten müssen.

Bevor wir zur Beantwortung dieser Frage kommen, wird ein Anlageberater oder Vermögensverwalter an dieser Stelle mit Recht einwenden, dass wir bei der obigen Aufzählung von Kundentypen die beiden vielleicht häufigsten noch nicht genannt haben: Diejenigen, die zwar ihre Renditechancen optimieren wollen, allerdings nicht bereit sind, dafür erhöhte Risiken in Kauf zu nehmen bzw. diejenigen, die zwar nur sehr begrenzt Risiken eingehen möchten, aber nicht bereit sind, dafür auch auf bestimmte Renditechancen zu verzichten. Dieser Kundentyp (letztlich handelt es sich um dieselbe Forderung) ist sicherlich der schwierigste, da er einen Wunsch äußert, der schlichtweg nicht erfüllbar ist. Deshalb stellt sich in einem solchen Fall zunächst die Aufgabe, dem Kunden genau dies zu erläutern, was für den Anlageberater oder Vermögensverwalter nicht nur fachlich, sondern vor allem auch kommunikativ eine Herausforderung darstellt. Unserer Auffassung nach besteht ein wesentliches Problem der üblichen Beratungspraxis darin, dass sich viele Anlageberater oder Vermögensverwalter dieser im Einzelfall sicher unangenehmen kommunikativen Herausforderung nicht stellen, sondern stattdessen dem Kunden suggerieren, es sei durch geschicktes Management tatsächlich möglich, diesen Wunsch zu erfüllen. Dies mag zwar oft eine Weile gutgehen, stellt aber unseres Erachtens keine solide Basis für eine langfristige Kundenbeziehung dar, weil der Berater ständig fürchten muss, dass die überzogenen Erwartungen des Kunden für ihn zum Bumerang werden.

Die erste Anforderung bei der Etablierung einer langfristig belastbaren Kundenbeziehung besteht daher unserer Überzeugung nach darin, beim Gespräch über die Risikobereitschaft und -tragfähigkeit des Kunden den Schwerpunkt zu verlagern, der in der heutigen Beratungspraxis oftmals zu stark auf der Diskussion der initialen Asset Allocation liegt. Da diese initiale Asset

Allocation letztlich eine übergeordnete Anlagestrategie widerspiegelt, ist es unseres Erachtens mindestens genauso wichtig, mit dem Kunden die im zeitlichen Verlauf zu erwartende Dynamik dieser Anlagestrategie offen zu besprechen. Konkret bedeutet das, darüber zu sprechen,

- welche „Krisen“ von einer bestimmten Anlagestrategie im zeitlichen Verlauf zu erwarten sind,
- welche Krisenreaktion der Logik einer bestimmten Anlagestrategie entspricht, und
- ob diese Art der Krisenreaktion mit der eigenen Risikobereitschaft und -tragfähigkeit vereinbar ist.

Werden diese Themen vernachlässigt, so läuft man Gefahr, dass beispielsweise ein zu Beginn risikofreudiger Kunde mit hoher initialer Aktienquote in Verkaufspanik verfällt, wenn ihm die Überschreitung einer bestimmten Verlustschwelle mitgeteilt wird, obwohl es der Logik seiner Anlagestrategie entsprechen würde, gerade diese Phase für weitere Aktienkäufe zu nutzen. Umgekehrt kann es drohen, dass sich ein zu Beginn risikoscheuer Kunde, dessen Portfolio einem kontinuierlichen Wertesicherungsprozess unterzogen wird, darüber beklagt, dass er von einer Aktienhausse kaum profitiert.

An diesen Beispielen wird auch deutlich, dass nicht nur die Risikobereitschaft, sondern gerade auch die Risikotragfähigkeit bereits zu Beginn im Hinblick auf die krisenhaften Phasen einer Anlagestrategie diskutiert werden muss. So ist etwa eine Anlagestrategie wie im ersten Beispiel, die es erfordert, Schwächephasen des Aktienmarktes für weitere Zukäufe zu nutzen, nur für solche Anleger empfehlenswert, die aufgrund ihrer objektiven Vermögensverhältnisse dauerhaft hohe Risiken tragen können. Entweder, weil sie bereits vermögend sind oder aufgrund ihrer Lebensverhältnisse verlässlich mit regelmäßig wiederkehrenden „frischen“ Zuflüssen rechnen können, die zur Anlage zur Verfügung stehen. Demgegenüber wäre eine solche Strategie nicht geeignet für Personen, die beispielsweise infolge einer Erbschaft einen biographisch einmaligen Vermögenszuwachs erzielt haben, der in voller Höhe für ein bestimmtes Anlageziel wie eine Immobilienfinanzierung oder die Altersvorsorge genutzt werden soll.

Letztlich geht es im ersten Schritt somit immer darum, dem Kunden offen und anschaulich darzulegen, dass die Kehrseite der Renditeoptimierung die Inkaufnahme erhöhter Risiken ist, und dass die Kehrseite der Risikobegrenzung der Verzicht auf Renditechancen ist, sodass zu klären ist, mit welcher dieser Kehrseiten in Krisensituationen angesichts der eigenen Risikobereitschaft und -tragfähigkeit besser umgegangen werden kann.

3.2 Kundentypen: Die entscheidenden Unterschiede

Trifft der Kunde als Ergebnis eines offenen Gesprächs über die Wertveränderungsdynamik verschiedener Anlagestrategien eine bewusste Entscheidung für einen renditeoptimierenden oder verlustbegrenzenden Anlageschwerpunkt und berücksichtigt man dabei seinen Anlagehorizont, so lassen sich folgende Kundentypen unterscheiden:

Abb. 11: Kundentypen als Kombination aus Anlageschwerpunkt und Anlagehorizont

| Anlagehorizont | Anlageschwerpunkt | |
|--------------------|--------------------|-------------------|
| | Renditeoptimierung | Verlustbegrenzung |
| Kurz (bis 5 Jahre) | Kundentyp 0 | Kundentyp 2 |
| Lang (> 5 Jahre) | Kundentyp 1 | Kundentyp 3 |

Dem **Kundentyp 0** geht es um kurzfristige Renditeoptimierung, was man auch als „Spekulation“ bezeichnen könnte. Dieser Kundentyp ist nicht die Zielgruppe von Anlageberatung und Vermögensverwaltung und ist daran in der Regel auch gar nicht interessiert. Diesem Kundentyp kann man im Grunde nur viel Glück beim Abschließen der kurzfristigen Spekulationen wünschen.

Der **Kundentyp 1** möchte über einen zeitlich nicht klar begrenzten, aber auf jeden Fall jahrelangen Zeitraum Renditeoptimierung betreiben. Es handelt sich also um klassische **Vermögensaufbau**-Kunden und somit genau um jenen Kundentypus, für den die Musterportfolios in Kapitel 2.3 primär konzipiert worden sind. Hierzu müssen allerdings drei ganz wesentliche Einschränkungen gemacht werden:

1.

Erstens muss diesen Kunden, wie wir oben dargelegt haben, klar sein oder im Gespräch klar gemacht werden, dass die Positionierung in diesem Feld die Inkaufnahme erhöhter Risiken bedeutet, was konkret heißt, dass es immer wieder Phasen empfindlicher Verluste geben kann, die sogar höher als die Gesamtmarktverluste ausfallen können. Insofern muss zumindest bezüglich der Summe, die auf diese Weise angelegt wird, eine mittlere bis hohe Risikotragfähigkeit vorhanden sein, entweder durch hinreichendes sonstiges Vermögen oder durch die verlässliche Aussicht auf regelmäßig wiederkehrende Kapitalzuflüsse, die zur Veranlagung genutzt werden können.

2.

Zweitens muss diesen Kunden klar sein oder im Gespräch klar gemacht werden, dass diese Strategie nur erfolgreich sein kann, wenn die strategische Asset Allocation in regelmäßigen Abständen **rebalanciert** wird, und dass dies, wie oben dargelegt, im Ergebnis ein antizyklisches Investieren zur Folge haben wird, da in regelmäßigen Abständen gut gelaufene Märkte reduziert und schlecht gelaufene Märkte aufgestockt werden. Emotional ist ein solches antizyklisches Investieren für viele Kunden schwierig, da es nicht leicht fällt, einen „Gewinner“ zu reduzieren und gleichzeitig einen „Verlierer“ aufzustocken. In der Logik unseres Risikoprämienmodells ist dieses antizyklische Investieren allerdings nur konsequent, weil davon ausgegangen wird, dass sich die Risikofaktoren selbst nicht ändern, sodass man solche Risikofaktoren reduzieren muss, die ihre Prämie geliefert haben, und dass man solche Risikofaktoren aufstocken muss, die gerade günstig zu haben sind. Die Notwendigkeit von regelmäßigem Rebalancing hat im Übrigen noch einen praktischen Vorteil: Sie sorgt nämlich dafür, dass sich diese Strategie auch gut mit einem Sparplan verfolgen lässt, da das Besparen eines Sparplans mit fixen Raten letztlich auch eine Form des antizyklischen Investierens ist, bei der von aktuell teuren Risikofaktoren nur wenig hinzugekauft wird, während von aktuell günstigen Risikofaktoren viel hinzugekauft wird.

3.

Der dritte und kommunikativ wahrscheinlich anspruchsvollste Punkt ist, den Kunden darauf hinzuweisen, dass diese Strategie nur erfolgreich sein kann, wenn sie langfristig konsequent durchgehalten wird, und dass die Erfahrung zeigt, dass dies den wenigsten Anlegern tatsächlich gelingt. Denn wie wir oben gesehen haben, bedeutet das konkret, in Phasen empfindlicher Verluste nicht dem Impuls nachzugeben, risikoreiche Assetklassen zu verkaufen und in risikoarme Assetklassen umzuschichten, und es bedeutet außerdem, konsequent antizyklisch zu rebalancieren. Beides erfordert ein Maß an langfristiger Anlagedisziplin, das leider die wenigsten Anleger aufbringen. Deshalb ist es die kommunikative Aufgabe für den Anlageberater oder Vermögensverwalter an dieser Stelle, mit dem Kunden offen über diesen Punkt zu sprechen und zu klären, ob der Kunde davon überzeugt ist, diese Anlagedisziplin aufbringen zu können. Sollten daran Zweifel bestehen, so kann es durchaus sinnvoll sein, dem Kunden zu empfehlen, je nach Anlagehorizont lieber die Anlagestrategie des Kundentyps 2 oder 3 zu verfolgen.

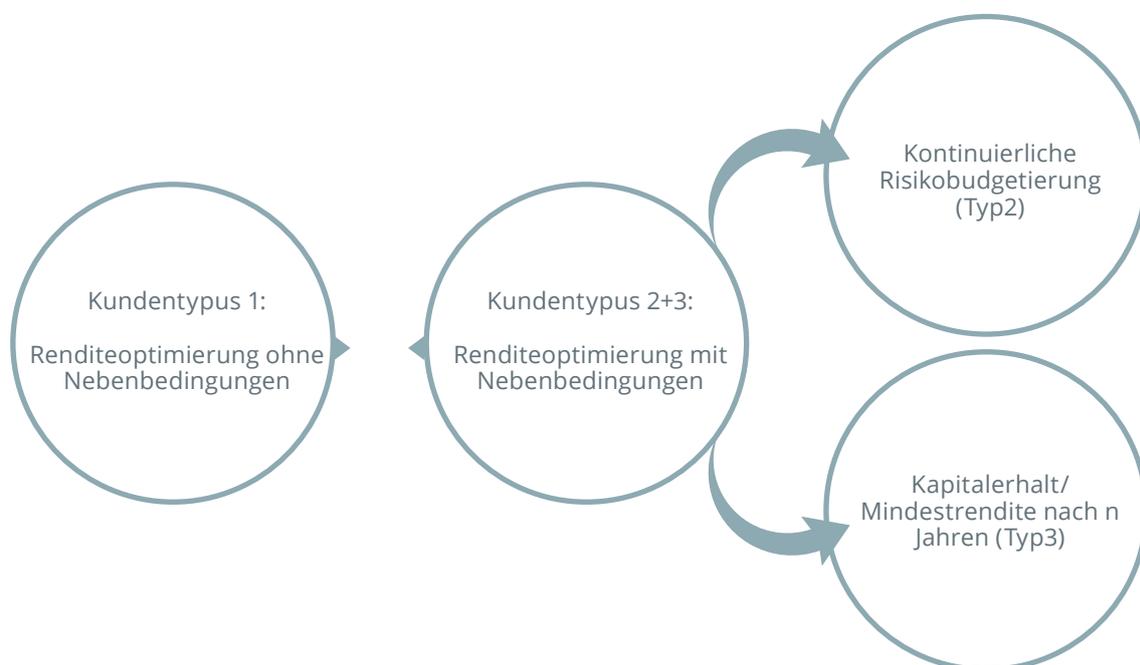
Zum **Kundentyp 2** zählen wir solche Kunden, die über einen kurzen Anlagehorizont verfügen und deshalb **kontinuierlich** nur klar begrenzte Wertschwankungen hinnehmen wollen oder auch solche, die zwar im Grunde über einen langen Anlagehorizont verfügen, diesen aber mit einem permanent geringen Risikobudget verfolgen wollen oder müssen (z.B. Stiftungen aufgrund ihrer vorgegebenen Anlagerichtlinien). Bei der Konstruktion eines Portfolios für diesen Kundentyp kann sich der Anlageberater oder Vermögensverwalter am Musterportfolio „niedrige Risikobereitschaft“ orientieren (vgl. Kap. 2.3), wird es aber so justieren müssen, dass es zum Startzeitpunkt auf Basis der aktuellen Volatilitätserwartungen für die verwendeten Indizes nicht mehr als die vom Kunden akzeptierte Maximalvolatilität aufweist. Dieses Portfolio muss dann einem Wertsicherungsprozess unterworfen werden, d.h. es muss in kurzen Abständen geprüft werden, ob sich negative Wertveränderungen des Portfolios noch innerhalb des Risikobudgets des Kunden bewegen. Sollte dieses überschritten sein, so müssen – bei der volatilsten Assetklasse beginnend – risikoreiche Indizes umgehend so stark in den risikolosen Baustein umgeschichtet werden, bis sich das Portfolio auf Basis der aktuellen Volatilitätserwartungen wieder innerhalb des Risikobudgets des Kunden bewegt. Mit diesem Vorgehen lässt sich im Übrigen auch ein längerfristiger Entnahmeplan umsetzen.

Der wesentliche Unterschied zwischen dem Kundentyp 1 und 2 besteht somit nicht in der Konzeption des Portfolios, mit dem der Anleger startet, sondern in der Art der Überwachung dieses

Portfolios und insbesondere im Umgang mit Verlustereignissen. Im Fall von Verlustereignissen agiert ein Wertsicherungsverfahren nämlich gerade nicht antizyklisch, sondern verkauft Risikofaktoren zu einem Zeitpunkt, zu dem sie sich gerade besonders stark verbilligt haben. Insofern ist die Anwendung dieser Strategie nur für Kunden geeignet, denen bereits klar ist oder im Gespräch klar gemacht wird, dass sie ihren Wunsch nach kurzfristiger Verlustbegrenzung durch den Verzicht auf Renditechancen bezahlen müssen, da in Verlustphasen genau jene Risikofaktoren verkauft werden, die in anschließenden Erholungsphasen das höchste Renditepotenzial hätten.

Der **Kundentyp 3** verfügt über einen langen Anlagehorizont, im Unterschied zum Kundentyp 1 ist dieser allerdings zeitlich eindeutig begrenzt (z.B. durch Renteneintritt). Diese Kunden sind auch nicht primär an langfristigem Vermögensaufbau, sondern an langfristigem **Kapitalerhalt** interessiert. Sie wollen also ebenfalls nur klar begrenzte Wertschwankungen hinnehmen, allerdings – und das ist der wesentliche Unterschied zum Kundentyp 2 – nicht kontinuierlich, sondern nur hinsichtlich des Vermögens am Ende ihres Anlagehorizontes. Sie sind somit bereit, während ihres Anlagehorizontes auch größere Wertschwankungen hinzunehmen, solange mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit zum Ende der Anlagefrist ein Kapitalerhalt sichergestellt werden kann. So gesehen lassen sich die Zusammenhänge zwischen den drei für uns relevanten Kundentypen auch folgendermaßen verstehen:

Abb.12: Zusammenhang zwischen den drei relevanten Kundentypen



Man könnte also auch sagen, dass der Kundentyp 1 an einer (langfristigen) Renditeoptimierung **ohne** weitere Nebenbedingungen interessiert ist, während die Kundentypen 2 und 3 die Berücksichtigung spezifischer Nebenbedingungen wünschen: Der Kundentyp 2 eine kontinuierliche Risikobudgetierung und der Typ 3 einen Kapitalerhalt zu einer definierten Endfälligkeit.

Bei der Konstruktion eines Portfolios für den Kundentyp 3 kann sich der Anlageberater oder Vermögensverwalter ebenfalls am Musterportfolio „niedrige Risikobereitschaft“ orientieren (vgl. Kap. 2.3), er kann die Aktienquote in Abhängigkeit von der Länge des Anlagehorizontes allerdings bis zu dem Punkt

erhöhen, an dem der Portfoliowert am Ende der Anlagefrist mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit erhalten bleibt, wenn für das Rentensegment des Portfolios eine marktgerechte und für das Aktiensegment eine extrem pessimistische Renditeerwartung zugrunde gelegt wird. Im Rahmen einer eigenen Studie im Jahr 2010¹⁴ haben wir berechnet, welche Aktienquoten zum Startzeitpunkt auf diese Weise selbst dann noch möglich sind, wenn für das Aktiensegment ein Verlust von -50% über die Gesamtlaufzeit unterstellt wird¹⁵.

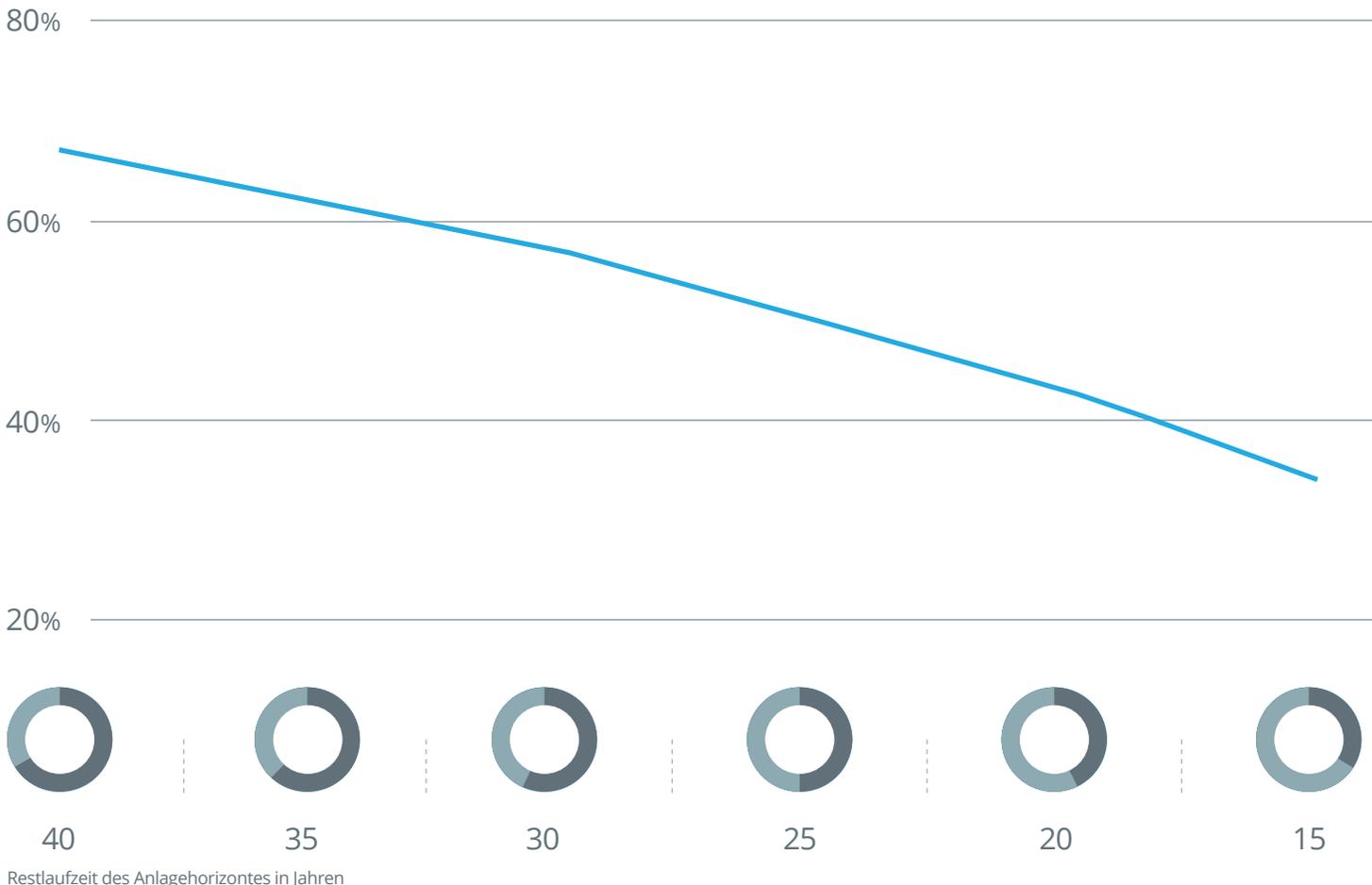
¹⁴ Beck, A. & Ritter, A. (2010). Staatliche geförderte private Altersvorsorge: Alternativlos oder überflüssig? München: Institut für Vermögensaufbau.

¹⁵ Für das Rentensegment des Portfolios wurde gemäß des Marktumfeldes zum Zeitpunkt der Studiererstellung (2010) eine langfristige Renditeerwartung von 3,25% unterstellt.

Abb. 13: Mögliche Aktienquoten in Abhängigkeit von der Gesamtanlagedauer

Quelle: Institut für Vermögensaufbau

Mögliche Aktienquote



3.3 Ablaufmanagement: Neue Betreuungsanforderungen

Ein weit verbreiteter Trugschluss besagt, dass passive Anlagestrategien einen Anlageberater oder Vermögensverwalter auch deshalb überflüssig machen, weil einmal konstruierte Portfolios einfach auf unbestimmte Zeit laufen gelassen werden, sodass sich für einen Anlageberater oder Vermögensverwalter keine fachlich begründeten Wiederansprachemöglichkeiten mehr ergeben. Die bisherigen Ausführungen sollten allerdings bereits klar gemacht haben, dass dies keineswegs der Fall ist: Auch hier ist es so, dass die Betreuungsanforderungen und die sich daraus ergebenden Wiederansprachemöglichkeiten vor allem teilweise anders sind als im Falle eines aktiv verwalteten Portfolios, sodass sie vom Anlageberater oder Vermögensverwalter eine Umstellung einiger Geschäftsprozesse erfordern.

Wie wir bereits gesehen haben, besteht die zentrale Betreuungsanforderung beim **Kundentyp 1** (langfristiger Vermögensaufbau) in der Durchführung eines Rebalancing in regelmäßigen zeitlichen Abständen. Zur Vermeidung ineffizient hoher Transaktionskosten ist hier ein jährliches Rebalancing ausreichend, solange sich die Asset Allocation des Portfolios unterjährig innerhalb ihrer zulässigen Bandbreiten bewegt. Darüber hinaus kann es sinnvoll sein, bei näher rückendem Ende des Anlagehorizontes das jährliche Rebalancing zum Anlass zu nehmen, eine gegenüber der Startallokation zunehmend „gedämpfte“, d.h. schwankungsärmere Asset Allocation zu erzeugen, um auf diese Weise eine positive Wertentwicklung zum Laufzeitende hin „einzufrieren“. Die folgende Abbildung visualisiert dieses Prinzip der sukzessiven Risikoreduktion zum Ende des Anlagehorizonts.

Abb. 14: Sukzessive Risikoreduktion zum Ende des Anlagehorizonts

Quelle: Institut für Vermögensaufbau



Beim **Kundentyp 2** (kontinuierliche Risikobudgetierung) stellen sich für den Anlageberater oder Vermögensverwalter nach der Konstruktion der Startallokation keine spezifischen Betreuungsanforderungen, sondern die üblichen Anforderungen bei der Betreuung eines Wertsicherungsprozesses.

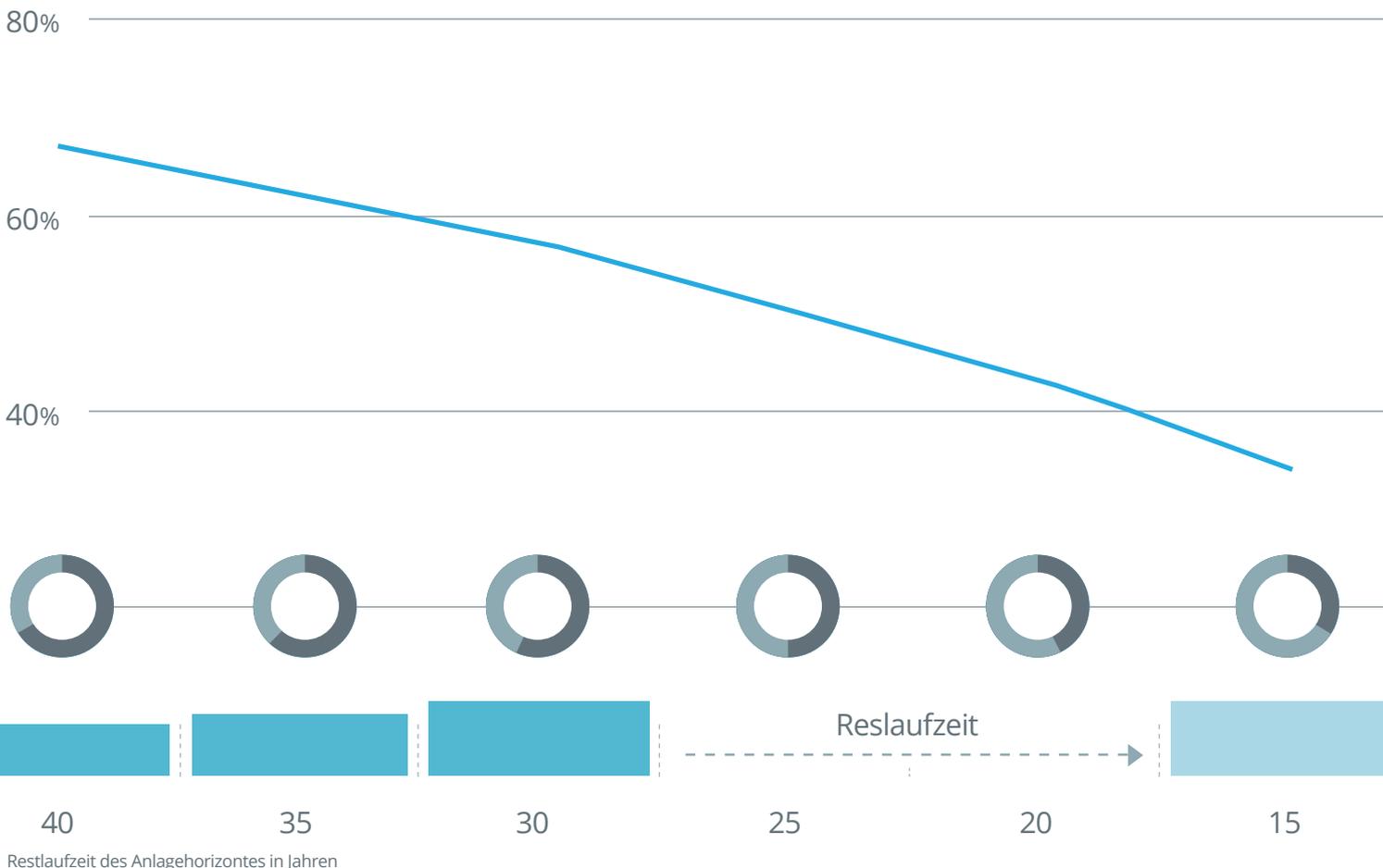
Beim **Kundentyp 3** (Kapitalerhalt zu definierter Endfälligkeit) kann es sinnvoll sein, im Falle einer ungewöhnlich positiven Wertentwicklung dem Kunden vorzuschlagen, die Startallokation in diejenige Struktur umzuschichten, die einem heute startenden Anleger mit deutlich kürzerer Gesamthaltedauer zu empfehlen wäre. Da diese Asset Allocation schwankungsärmer

wäre als diejenige, die der Kunde heute tatsächlich hält, könnte mit ihr die ungewöhnlich positive Wertentwicklung „eingefroren“ werden. Die folgende Abbildung demonstriert diese Umschichtung am Beispiel eines Portfolios mit geplanter 40-jähriger Gesamthaltedauer, das in den ersten zehn Jahren eine ungewöhnlich positive Wertentwicklung erfahren hat. In einer solchen Situation sollte mit dem Kunden diskutiert werden, die Asset Allocation so umzuschichten, dass sie derjenigen eines Anlegers entspricht, der zum heutigen Zeitpunkt mit einer geplanten Gesamthaltedauer von nur 15 Jahren anlegen würde. Wie die Abbildung zeigt, würde in diesem Beispiel die Aktienquote von initial über 65% auf unter 35% gesenkt werden.

Abb. 15: „Einfrieren“ der zu erhaltenden Summe bei erfolgreicher Wertentwicklung

Quelle: Institut für Vermögensaufbau

Mögliche Aktienquote



3.4 Wo bleiben alternative Anlagen?

Alle bisherigen Ausführungen haben sich ausschließlich mit den Assetklassen „Geldmarkt“, „Renten“ und „Aktien“ beschäftigt. Ein Anlageberater oder Vermögensverwalter wird zu Recht darauf hinweisen, dass dies nicht die einzigen Assetklassen sind, die von Kunden gehalten oder gewünscht werden, sodass sich die Frage stellt, welche Rolle alternative Anlagen wie etwa Rohstoffe in unseren Überlegungen spielen, und ob man sich von ihnen ein echtes Alpha erhoffen kann?

Um diese Fragen beantworten zu können, müssen wir uns zunächst noch einmal klar machen, dass ein echtes Alpha im Sinne einer benchmarkunabhängigen Überrendite nur dann entstehen kann, wenn ein hinreichender Tracking Error zwischen einem aktiv gemanagten Portfolio und seiner Benchmark besteht, also eine hinreichende Differenz zwischen den Wertschwankungen des Portfolios und dem Markt, den es outperformen will. Aufgrund der Gültigkeit des mathematischen „Gesetzes der großen Zahlen“¹⁶ ist es allerdings zwangsläufig so, dass der Tracking Error zwischen Portfolio und Markt sinkt, je größer die Anzahl der im Markt vorhandenen einzelnen Wertpapiere ist, die in das Portfolio aufgenommen werden. Dieser Effekt lässt sich durch das folgende Experiment illustrieren:

Wir haben aus 496 Wertpapieren, die im STOXX® Europe 600 enthalten sind und eine für das Experiment hinreichend lange Datenhistorie¹⁷ besitzen, je 1.000 zufällige und gleichgewichtete Portfolios mit einer steigenden Anzahl von darin enthaltenen Aktien (von 1–100) gebildet. Wir haben dann von allen Portfolios mit gleicher Anzahl darin enthaltener Aktien deren durchschnittliche Korrelation zur Benchmark berechnet¹⁸. Wie die folgende Abbildung zeigt, nimmt die Korrelation zwischen den Portfolios und der Benchmark mit steigender Anzahl der Wertpapiere sehr schnell zu und erreicht bereits bei neun im Portfolio enthaltenen Wertpapieren einen Wert von über 0,9, was einem annähernden Gleichlauf entspricht.

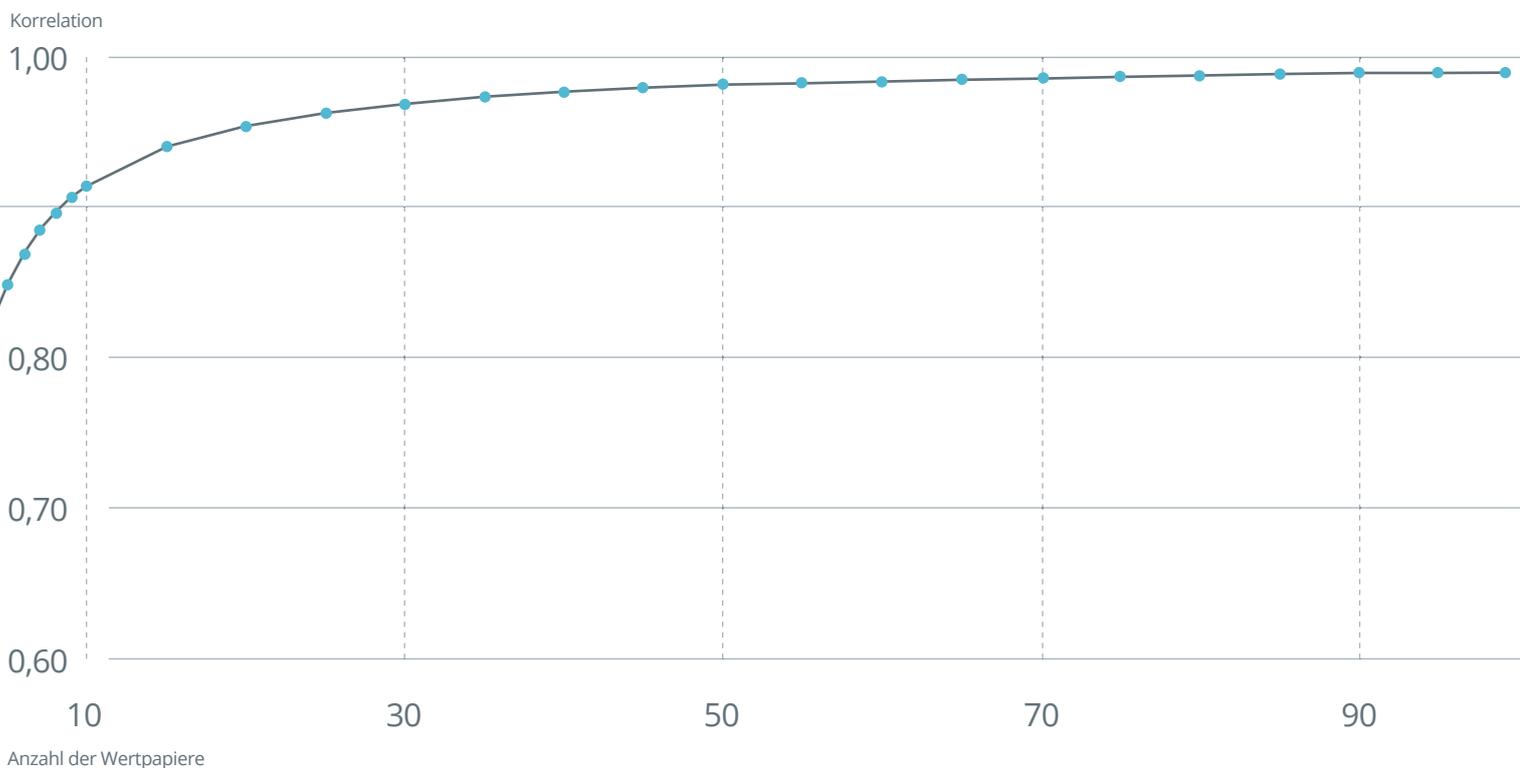
¹⁶ Das Gesetz der großen Zahlen besagt, dass ein Parameter wie z.B. der Mittelwert einer Stichprobe mit zunehmendem Stichprobenumfang gegen den „wahren“ Parameterwert der Grundgesamtheit konvergiert. Bezogen auf das Asset Management Problem bedeutet das, dass die durchschnittliche Rendite einer Wertpapierauswahl (Portfolio) aus einem Kapitalmarkt (Benchmark) mit steigender Anzahl der gewählten Wertpapiere gegen die Marktrendite konvergiert.

¹⁷ Datengrundlage waren die Wochenschlusskurse des 10-jährigen Zeitraums von August 2002 bis August 2012.

¹⁸ Da in den gebildeten Zufallsportfolios die Aktien gleichgewichtet waren, wurde für diese Berechnung auch die Benchmark in gleichgewichteter Form verwendet, also der STOXX® Europe 600 Equal Weight.

Abb. 16: Korrelation zwischen Portfolio und Benchmark in Abhängigkeit von der Anzahl der enthaltenen Wertpapiere

Quelle: Institut für Vermögensaufbau



Im dem Maße, wie die Korrelation zwischen Portfolio und Benchmark steigt, fällt natürlich der Tracking Error zwischen Portfolio und Benchmark, womit gleichzeitig auch die Wahrscheinlichkeit sinkt, dass das Portfolio eine Outperformance zur Benchmark erzielen kann.

Dieser Sachverhalt liefert eine wichtige Erkenntnis, denn er zeigt, dass an einen aktiven Portfoliomanager im Grunde eine widersprüchliche Anforderung gestellt wird: Einerseits soll er eine Outperformance zur Benchmark liefern (was einen hinreichenden Tracking Error erfordert) und andererseits soll er ein gut diversifiziertes Portfolio konstruieren, was die Aufnahme relativ vieler Wertpapiere in das Portfolio erfordert, was wiederum den Tracking Error senkt und somit seine Chance, eine Outperformance zu liefern. Angesichts dieses Dilemmas liegt es für ihn nahe, zu versuchen, die Benchmark dadurch zu schlagen, dass er – unter Ausnutzung aller Möglichkeiten, die ihm seine konkreten Anlagerichtlinien bieten – solche Wertpapiere ins Portfolio nimmt, die nicht zu dem Markt gehören, der durch die Benchmark abgebildet wird.

Aus passiver Sicht wird man einen anderen Weg wählen, um dieses Dilemma zwischen Alpha-Generierung und Diversifikation aufzulösen: Er besteht darin, im Sinne eines **Core-Satellite-Ansatzes** den „Core“ des Gesamtvermögens, der diversifiziert werden muss, im oben dargestellten Sinne aus Renten und Aktien passiv zu konstruieren, und diesem Core zum Zweck der Alpha-Generierung „Satelliten“ hinzuzufügen. An dieser Stelle kommen nun alternative Anlagen in unsere Überlegungen, denn wie unser Experiment ebenfalls gezeigt hat, müsste man beim Hinzufügen solcher Satelliten zwei wesentliche Punkte beachten:

Erstens müssten diese Satelliten so gewählt sein, dass sie möglichst niedrig mit dem Core korrelieren und somit einen möglichst hohen Tracking Error zu ihm aufweisen, da nur so die Möglichkeit entsteht, dass die Satelliten eine vom Core unabhängige Überrendite produzieren können. Zweitens sollte auch von solchen Satelliten nur eine geringe Anzahl zum Core hinzugefügt werden, um auch Korrelationseffekte unter den Satelliten möglichst gering zu halten. Als solche Satelliten können sich alternative Anlageprodukte, die eine geringe Korrelation zu den Renten- und Aktienmärkten aufweisen, durchaus eignen. Auch solche Anlageprodukte sind übrigens zum Teil in kostengünstiger Form als ETF verfügbar, wie beispielsweise die ETFs, die folgende Indizes abbilden:

- Deutsche Bank Australia Overnight Money Market Total Return Index®
- Deutsche Bank Liquid Commodity Index-Optimum Yield Balanced Index®
- Deutsche Bank Equity Strategies Hedge Fund Index®

Wie unsere Berechnungen zeigen, ist beim Hinzufügen eines einzelnen Satelliten, der eine Korrelation von „Null“ mit dem Core aufweist, ein Satellitenanteil von bis zu 20% am Gesamtportfolio vertretbar. Dies lässt sich somit als eine Art Obergrenze für einen effizienten aktiven Portfolioanteil ansehen. Allerdings gilt das nur für unseren Kundentypus 1, der eine langfristige Renditeoptimierung anstrebt. Bei den Kundentypen 2 und 3 steht der Versuch, Alpha zu generieren, unter Umständen im Widerspruch zu dem primären Wunsch nach Verlustbegrenzung.

4. | Fazit

Die Entwicklungen an den Kapitalmärkten in den letzten Jahren haben die Berufspraxis von Anlageberatern und Vermögensverwaltern nachhaltig verändert: Sie sehen sich verunsicherten und zunehmend kritischen Kunden mit deutlich gestiegenem Kostenbewusstsein gegenüber, die trotz offenkundigem Anlage- notstand in Zeiten niedrigster Zinsen zögern, Anlageberatung oder Vermögensverwaltung in Anspruch zu nehmen. Während die meisten Finanzprodukte darunter zu leiden haben, gehören ETFs aufgrund ihrer Transparenz und Kosteneffizienz zu den wenigen Gewinnern dieser Situation, und es ist zu erwarten, dass es sich dabei um keine Momentaufnahme handelt.

Obwohl viele Anlageberater und Vermögensverwalter diesen Trend zum passiven Investieren für eine latente Bedrohung ihres Geschäftsmodells halten, kann darin eine große Chance für sie liegen. Um diese Chance zu nutzen, wird es allerdings nicht reichen, in Kundenportfolios häufiger als bisher einen ETF aufzunehmen oder ganze ETF-Portfolios in naiver Weise zu strukturieren. Stattdessen wird man sich fachlich, geschäftlich und kommunikativ neu ausrichten müssen. Das bedeutet insbesondere, für unterschiedliche Kundentypen in sachgerechter Weise passive Anlagestrategien zu entwickeln, die von Beginn an den gesamten Anlagehorizont und somit auch erwartbare Krisen und folgerichtige Krisenreaktionen im Blick haben. Man kann dabei drei grundlegende Kundentypen unterscheiden, deren wesentliche Unterschiede und Gemeinsamkeiten in der folgenden Tabelle noch einmal vergleichend gegenübergestellt werden (Abbildung 17, S. 34).

Abb.17: Unterschiede und Gemeinsamkeiten der drei relevanten Kundentypen

Quelle: Institut für Vermögensaufbau

| | Kundentypus 1: Vermögensaufbau | Kundentypus 2: Kontinuierliche Verlustbegrenzung | Kundentypus 3: Kapitalerhalt zum Laufzeitende |
|----------------------------------|--|---|---|
| Horizont | Lang | Kurz (zumindest kurzfristig Risikobudgetierung) | Lang |
| Klare Befristung | Nein | Ja | Ja |
| Risikobereitschaft | Alle Varianten | Gering | Alle Varianten |
| Risikotragfähigkeit | Mittel bis hoch | Gering | Gering bis mittel |
| Anlagefokus | Renditoptimierung | Verlustbegrenzung | Verlustbegrenzung |
| Bandbreite Rentenquote | Abhängig von Risikobereitschaft Niedrig: 45–60% / Mittel: 35–50% / Hoch: 10–40% | Abhängig von der Höhe des kurzfristigen Risikobudgets, in der Regel mind. 45% | Abhängig von der Haltedauer bis Laufzeitende, bei Haltedauer > 25 Jahre bis unter 50% |
| Bandbreite Aktienquote | Abhängig von Risikobereitschaft Niedrig: 20–30% / Mittel: 40–60% / Hoch: 60–90% | Abhängig von der Höhe des kurzfristigen Risikobudgets, in der Regel maximal 30% | Abhängig von der Haltedauer bis Laufzeitende, bei Haltedauer > 25 Jahre bis über 50% |
| Rebalancing | Im Normalfall jährlich, in Krisenzeiten auch unterjährig | Im Normalfall monatlich, nach Ausschöpfung des Risikobudgets kein Rebalancing, sondern Umstrukturierung | Kein Rebalancing, nur Umstrukturierung bei sehr erfolgreicher Wertentwicklung |
| Sparplaneignung | ja | nein | nein |
| Produktspektrum | ETFs als Core, aktive Fonds als Satelliten möglich | nur ETFs | nur ETFs |
| Ablaufmanagement | Sukzessive Risikoreduktion zum Laufzeitende | Kontinuierliche Risikobudgetierung | Umstrukturierung bei sehr erfolgreicher Wertentwicklung |
| Typische Anlegerbedarfssituation | Freies Anlagevermögen, das zeitlich unbefristet zum Vermögensaufbau eingesetzt werden soll | Konkrete kurzfristige Anlageziele oder langfristiger Entnahmeplan | Altersvorsorge oder anderer langfristiger, termingebundener Liquiditätsbedarf |

Kommunikativ stellt sich bei der Betreuung einer passiven Anlagestrategie die Anforderung, dem Kunden von Beginn an deutlich zu machen, dass langfristiger Anlageerfolg realistische Erwartungen, Anlagedisziplin und bisweilen den Mut zu Entscheidungen erfordert, die auf den ersten Blick unpopulär erscheinen mögen, wenn etwa Assetklassen aufgestockt werden, bezüglich derer die allgemeine Stimmung gerade schlecht ist, während andere Assetklassen reduziert werden, bezüglich derer die allgemeine Stimmung „bullish“ ist. Denn was wirklich Rendite bringt, entscheidet sich auf lange Sicht nicht an der aktuellen Stimmung, sondern an der Frage, welche Risiken der Markt wie hoch vergütet. Um sich hinsichtlich dieser Frage emotionslos positionieren zu können, wird der durchschnittliche Privatanleger professionelle Unterstützung benötigen.

Vermögensverwaltung auf Basis passiver Strategien ist somit keineswegs trivial und macht deshalb einen Anlageberater oder Vermögensverwalter keinesfalls überflüssig. Vielmehr stellen

passive Strategien lediglich andere Anforderungen an den Berater als die klassische aktive Verwaltung, etwa im Bereich der fachlichen und kommunikativen Betreuung des Kunden oder auch im Umgang mit alternativen oder aktiv gemanagten Produkten. Auch passive Anlagestrategien lassen durchaus noch Raum für den Einsatz von alternativen und aktiv gemanagten Produkten, wenn diese in fachlich gezielter Weise als Satelliten zum passiven Core eines Portfolios hinzugefügt werden.

Passive Anlagestrategien, die in dieser Weise sachgerecht entwickelt und betreut werden, stellen eine hervorragende Basis für die Etablierung einer langfristig belastbaren Kundenbeziehung dar, weil gerade der kritische und kostenbewusste Kunde erkennen wird, dass ihm hier eine Möglichkeit aufgezeigt wird, in transparenter, kostengünstiger und flexibler Weise seine Anlageziele zu erreichen.

