

Praktische Anwendung der
Portfoliotheorie
(Portfoliomanagement)

1. Zielsetzung und Einführung: Welche Rolle spielt die Portfoliotheorie in der Kundenberatung?

Zielsetzung

Nach der Bearbeitung dieses Lehrbriefs, soll der Leser die Grundlagen der Portfoliotheorie praktisch anwenden können – aus der rein theoretischen Sicht, soll ein aktives Portfoliomanagement werden.

Um dies zu gewährleisten, werden im ersten Teil dieses Lehrbriefs der Begriff und die Aufgaben einer Asset Allocation erläutert. Neben den beiden Ansätzen „top-down“ und „bottom-up“ wird insbesondere auf die Diversifikationsebenen anhand eines Schaubilds eingegangen. In diesem Zusammenhang wird die Abgrenzung zwischen strategischer und taktischer Asset Allocation erklärt.

Es folgt eine Risikoklassifizierung der Investoren anhand des HASPA-Kundenberatungsprogramm (KBP). Die Risikoklassifizierung wird durch einen kurzen Einblick in die Psyche eines Investors begleitet, um ein besseres Bild der Kaufentscheidungen der Kunden zu bekommen.

Den letzten Teil dieses Lehrbriefs bildet das eigentliche Portfoliomanagement, in dem die Portfoliotheorie, die Asset Allocation und die Kundenpräferenzen in einem individuellen und optimalen Portfolio zusammengeführt werden.

Einführung

Private Haushalte sehen sich zunehmend einem wachsenden Eigenvorsorgebedarf zur Deckung verschiedener Lebensrisiken und zur Sicherung des Lebensabends gegenüber.

Gleichzeitig werden Strategien für den Vermögensaufbau und –erhalt gesucht. Die zunehmende Komplexität im Produktangebot, die sich schnell wandelnden ökonomischen, rechtlichen und steuerlichen Rahmenbedingungen sowie die Übersättigung mit aktuellen Marktdaten erschweren es dem Einzelnen, strategisch sinnvolle, langfristig optimierte, bedürfnisgerechte und risikoadäquate Finanz- und Vermögensentscheidungen zu treffen und sie zu realisieren. Die Nachfragebereitschaft nach koordinierenden und langfristig gestaltenden Beratungsdienstleistungen wächst.

Aus diesem Grund stehen die Finanzdienstleister einer großen Herausforderung gegenüber.

Während nahezu alle Produkte miteinander vergleichbar und zum Großteil auch austauschbar sind, können sich die Anbieter nur über Ihre Beratungsstandards voneinander abgrenzen. Deshalb muss es im Sinne jeder Bank sein, seine Kunden individuell, langfristig und nicht zuletzt erfolgreich im Hinblick auf Rendite und Sicherheit zu beraten.

Dies gelingt nur, wenn die theoretischen Grundlagen des Portfoliomanagements mit den praktischen Bedürfnissen, Ängsten und Wünschen verknüpft werden.

Leitfragen

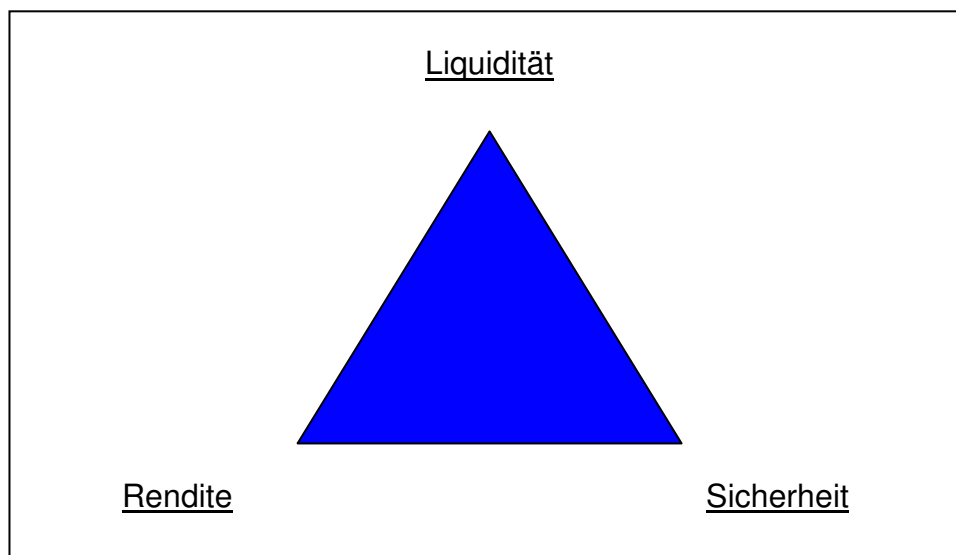
- Was ist die Asset Allocation und wo liegt der Unterschied zwischen strategischer und taktischer Asset Allocation?
- Welche Motive leiten Kunden bei einer Investition?
- Wie ist der Prozess des Portfoliomanagements aufgebaut?

2. Asset Allocation

Asset Allocation bedeutet die Verteilung (Allocation) von Vermögenswerten (Asset) innerhalb eines Portfolios. Als deutscher Fachbegriff wird im Allgemeinen „Vermögensstruktur“ benutzt, doch ist die Bedeutung im Englischen umfassender, weil damit nicht nur die aktuelle Struktur gemeint ist, sondern auch der Prozess der Vermögensstrukturierung.

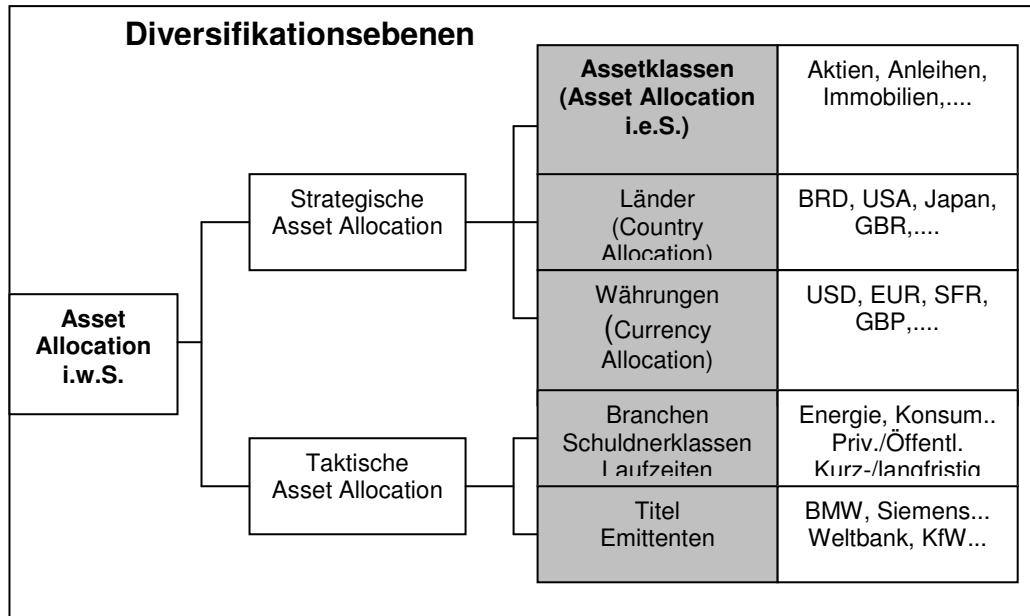
Asset Allocation

Es geht in der Asset Allocation um die Diversifikation eines Vermögens, das planvoll in verschiedenen Vermögenswerten angelegt wird. Die Vermögensdiversifikation ist sinnvoll, weil die drei Basisziele des „Magischen Dreiecks der Geldanlage“ nicht mit einer einzelnen Anlageform erreichbar sind, da man sich immer mehr von zwei Ecken entfernt, je näher man einer kommt.



Aus diesem Grund müssen in jedem Portfolio verschiedene Anlageformen vertreten sein. Diese Diversifikation muss aber nicht nur nach Anlageformen geschehen, sondern kann und sollte auch nach Regionen, Währungen, Branchen oder Laufzeiten vorgenommen werden.

Also ergeben sich im Rahmen der Asset Allocation mehrere Ebenen, auf denen die effizienzsteigernde Wirkung der Diversifikation in Anspruch genommen werden kann. Folgende Grafik zeigt diese Ebenen auf:



Wie zu erkennen ist, wird zwischen der Asset Allocation im weiteren Sinne (i.w.S.) und im engeren Sinne (i.e.S.) unterschieden. Während bei einer Asset Allocation i.w.S. der Diversifikationseffekt auf verschiedenen Ebenen durchgeführt werden kann, beschränkt sich die Asset Allocation i.e.S. lediglich auf eine Diversifikation auf der Ebene der Assetklassen. Allerdings wird im folgenden nur die Asset Allocation i.w.S. besprochen, da eine Aufteilung des Vermögens nur auf Assetklassen keine hinreichende Diversifikation bieten würde.

Erst durch die Einbeziehung aller fünf Ebenen (Assetklassen, Länder, Währungen, Branchen und Einzeltitel) können risikoeffiziente Portfolios nach der Theorie von Markowitz gebildet werden.

Strategische und taktische Asset Allocation

Neben den fünf Diversifikationsebenen umfasst die Asset Allocation ebenfalls eine zeitliche Komponente. Demnach unterscheidet man zwischen der strategischen und der taktischen Asset Allocation.

Unter dem Begriff der strategischen Asset Allocation versteht man, dass das Anlagevermögen langfristig und anlegergerecht auf wenige Ebenen aufgeteilt wird. Darunter fallen die Ebenen der Assetklassen, der Länder und der Währungen (Vgl. obiges Schaubild).

Strategische Asset Allocation

Die strategische Asset Allocation ist wesentlich bedeutender für die Performance, als die taktische Asset Allocation, denn eine Aufteilung nach Assetklassen, Ländern und Währungen hat größeren Einfluss auf das Portfolio, als eine Klassifikation nach Einzeltiteln oder Branchen.

Die taktische Asset Allocation versucht, im Gegensatz zu der strategischen Asset Allocation, direkte Performancegewinne aus veränderten Kapitalmarktbedingungen zu ziehen. Sie zielt also auf ein aktives Management der Einzelinvestments ab.

Taktische Asset Allocation

Dabei kann man die taktische Asset Allocation als eine Unterebene der strategischen Asset Allocation sehen, denn innerhalb der einzelnen Ebenen der Assetklassen, Länder und Währungen muss die Effizienz ebenfalls gegeben sein. Deshalb muss die Asset Allocation auch als Prozess aufgefasst werden, der von großen zu immer kleineren Betrachtungseinheiten übergeht.

Um ein effizientes Gesamtportfolio zu generieren, müssen sich die einzelnen Anlagen in den verschiedenen Ebenen (taktische Asset Allocation), sowie die Ebenen untereinander (strategische Asset Allocation) möglichst unterschiedlich entwickeln, d.h., die Korrelationskoeffizienten müssen möglichst gering sein, damit das unsystematische Risiko minimiert werden kann.

Für den Aufbau des Portfolios und die Selektion der Investments stehen die beiden Strategien des Top-Down-Ansatzes und des Bottom-Up-Ansatzes zur Verfügung.

Top-Down / Bottom – Up-Ansatz

Der Top-down-Ansatz besteht aus einer Fundamentalbetrachtung der wichtigsten globalen Volkswirtschaften, einer Währungs- und Zinsanalyse sowie der Beurteilung der globalen Aktienmärkte und der Branchen. Als Resultat ergibt sich eine globale Asset Allocation sowie eine globale Sektorstrategie.

Bei dem Bottom-Up-Ansatz handelt es sich um ein Beurteilungsverfahren in der Wertpapieranalyse, bei dem ökonomische Daten auf Unternehmensebene analysiert und zu einer Gesamtmarkteinschätzung zusammengefasst werden.

Die Erfahrungen zeigen jedoch, dass konjunkturelle Wendepunkte, die entscheidend für die langfristige Vorhersage von Aktienkursverläufen sein können, durch den Bottom-up-Ansatz zu spät vorhergesagt werden. Als Methodik der Asset Allocation hat sich daher die Top-down-Technik gegenüber der Bottom-up-Technik weitgehend durchgesetzt.

3. Risikoeinstellung der Investoren

Die individuelle Vermögensstruktur (Asset Allocation) ist ganz entscheidend von den persönlichen und finanziellen Zielen des einzelnen Kunden abhängig. Diese drücken sich in seinem Verhalten, seiner Einstellung und Risikoneigung, seiner Bedürfnisstruktur und seiner Lebensphase aus.

Diese wiederum werden von den verschiedensten äußeren Faktoren beeinflusst. Um die Ziele des Kunden richtig zu erkennen und daraus ableitend die für ihn optimale Asset Allocation bilden zu können, müssen Berater die psychischen Einflussfaktoren kennen. Aus diesem Grund sollen an dieser Stelle einige Faktoren erläutert werden.

Emotionale Faktoren sind innere Zustände, die mehr oder weniger bewusst äußerlich zu erkennen sind. Es lassen sich zehn primäre Emotionen unterscheiden: Interesse, Freude und Vergnügen, Überraschung und Schreck, Kummer und Schmerz, Zorn und Wut, Ekel und Abscheu, Geringschätzung und Verachtung, Furcht und Entsetzen sowie Scham, Schuldgefühl und Reue. Jeder dieser Zustand kann weitreichende Folgen auf die Investitionsentscheidungen der Kunden haben. Nur wenn man den Zustand erkennt, kann man erfolgreich gegensteuern.

Psychologische Motive

Zu den **Soziodemographische Faktoren** gehören Geschlecht, Familienstand und Alter. Grundsätzlich lassen sich allerdings keine geschlechtsspezifischen Unterschiede zwischen Männern und Frauen in ihrem Anlageverhalten feststellen, so dass man das Merkmal des Geschlechts vernachlässigen kann. Allerdings ist der Zusammenhang einer abnehmenden Risikoneigung bei zunehmendem Alter plausibel nachvollziehbar, da ältere Anleger Risiken vielfach bewusster wahrnehmen.

Unter den **Sozioökonomischen Faktoren** versteht man Bildung, Beruf, Einkommen und Vermögen. Es erscheint eindeutig, dass diese Faktoren den größten Einfluss auf die Anlageentscheidungen eines Kunden haben. Zwischen den einzelnen Faktoren existieren vielfältige Wechselbeziehungen. So ist eine entsprechende Bildung notwendig für einen entsprechenden Beruf, der dann wieder für ein entsprechendes Vermögen sorgt, usw. Es ist nachgewiesen, dass tendenziell mit einer höheren Bildung auch eine höhere Risikobereitschaft verbunden ist.

Das Lebensphasenkonzept vom Wirtschaftswissenschaftler Franco Modigliani vernachlässigt die obigen Faktoren und geht davon aus, dass jeder Anleger im Laufe seines Lebens typische Entwicklungsphasen durchläuft, die seine Anlagemöglichkeiten und -ziele bestimmen.

Modell der Lebensphasen

Es werden vier Phasen unterschieden:

Phase 1: Existenzsicherung bzw. Einstiegsphase (bis ca. 35. Lebensjahr). Im Vordergrund stehen Investitionen in das eigene Humankapital, Versicherungen und Sparpläne.

Phase 2: Etablierung bzw. Aufbauphase (bis ca. 45. Lebensjahr). Der Aufbau eines Vermögenspolsters in Form von Aktien, Lebensversicherungen oder Immobilien stehen im Vordergrund.

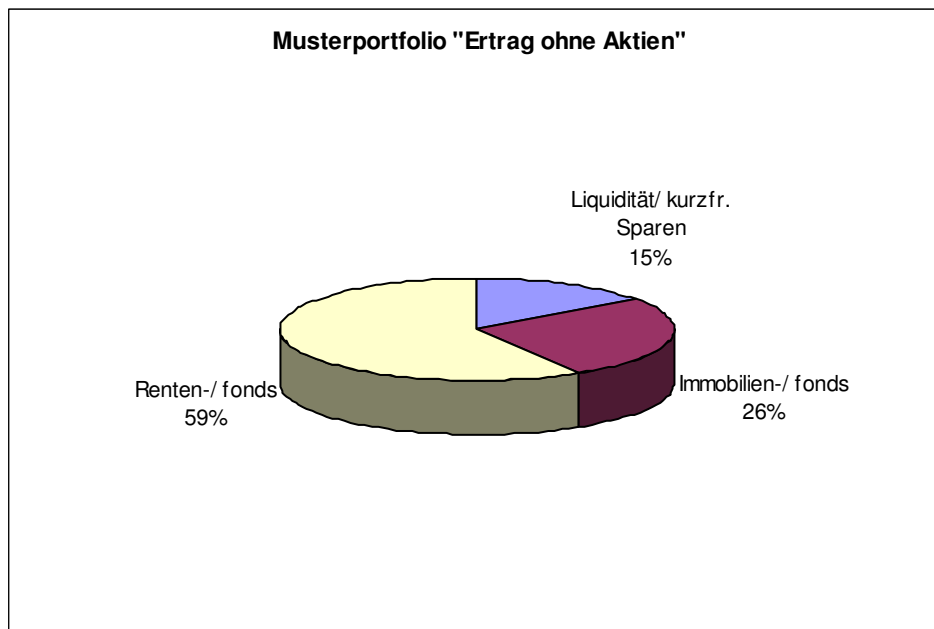
Phase 3: Risiko- und Spielphase (bis ca. 60. Lebensjahr). Diese Phase ist gekennzeichnet durch eine gesicherte berufliche Position mit hohem Einkommen. Dies führt zu frei verfügbaren Mitteln, die in Anlagen mit höheren Risiken investiert werden kann.

Phase 4: Erntezeit. Nicht mehr das Wachstum des Vermögens steht im Vordergrund, sondern der Erhalt und die Nutzung. Der Anleger sichtet daher in weniger riskante, dafür ertragsorientiertere Anlagen um.

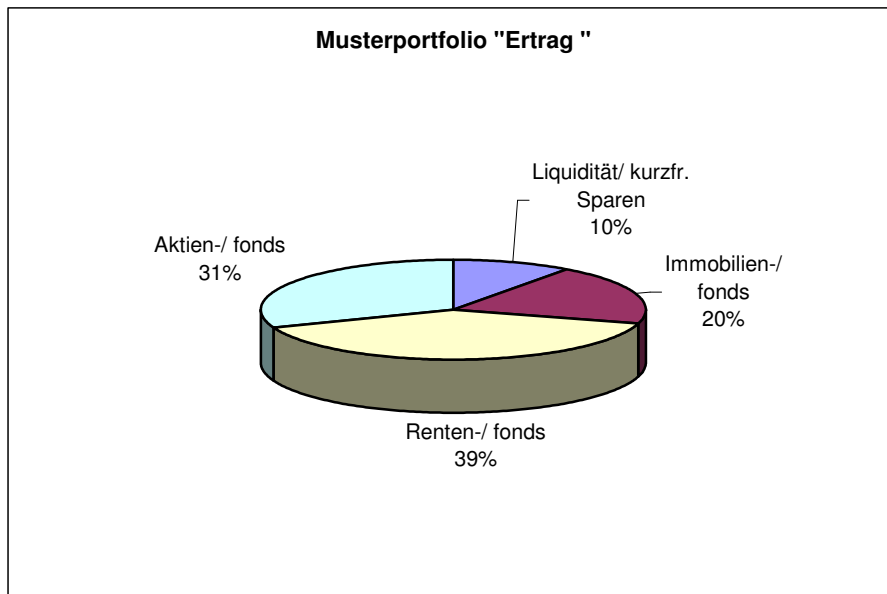
Wenn man nun die verschiedenen Faktoren mit den Lebensphasenzyklen nach Modigliani verbindet, kann man jeden Kunden in sogenannte Risikoklassen einteilen. Zusätzlich müssen allerdings Faktoren wie Liquiditätsbedeutung, Preisempfindlichkeit und Steuerrelevanz beachtet werden.

Unter der Einbeziehung aller vorhandenen Informationen, kann man, analog zu dem HASPA-Kundenbetreuungprogramm (KBP), zwischen vier Kunden- bzw. Risikotypen unterscheiden. Dabei sollte allerdings beachtet werden, dass die Analyse jedes Kunden individuell und vorurteilsfrei erfolgen soll. Eine dogmatische Kategorisierung sollte nicht erfolgen, so dass die Risikoklassifizierung nur als Anhaltspunkt dienen kann.

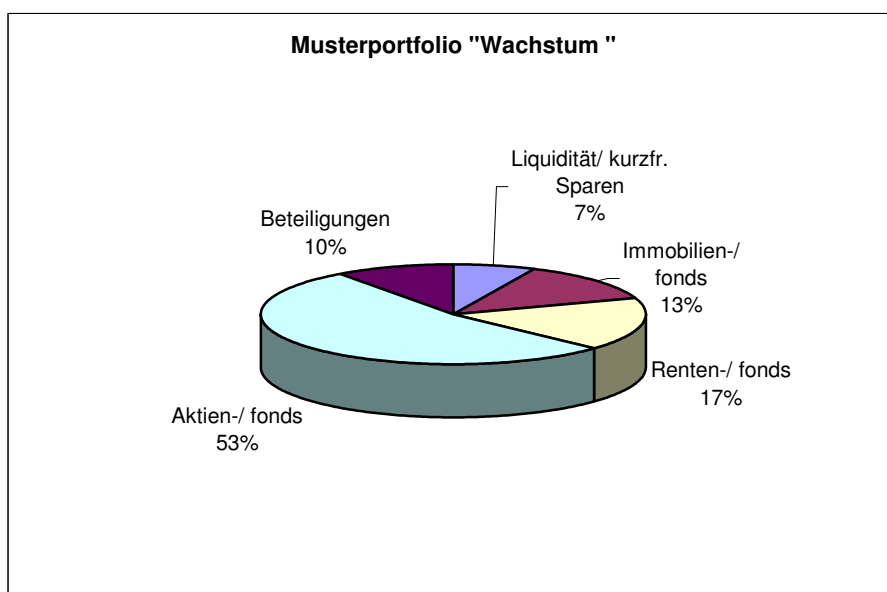
Kunden, die in das Segment „**Ertrag ohne Aktien**“ klassifiziert werden, zeichnet die absolute Risikoaversion aus. Im allgemeinen rechnen Kunden in dieser Risikogruppe mit festen, wiederkehrenden Erträgen und achten auf den Erhalt des eingesetzten Kapitals. Im Hinblick auf die Lebensphase des Anlegers, kann man ihn tendenziell der „Erntezeit“ zuordnen. Somit kann das Portfolio nur aus Assets mit geringen Volatilitäten bestehen. Zu diesen Assets gehören festverzinsliche Wertpapiere, Rentenfonds, Immobilien- und Geldmarktfonds und sonstige Sparformen. Der Bedarf an Steueroptimierung ist eher marginal. Alle Anlagen sollten im EURO-Währungsraum vorgenommen werden, um zusätzlich das Währungsrisiko auszuschließen.



Die Kunden des Segments „**Ertrag**“ sind von Ihrer Grundeinstellung vergleichbar mit der obigen Kundengruppe, wobei sie bereit sind, auf langfristiger Basis einen gewissen Teil ihres Vermögens in Aktien und Aktienfonds zu investieren. Diese Kunden befinden zum Großteil in der Lebensphase „Einstiegsphase“. Es handelt sich generell um sicherheitsorientierte Kunden, die stetige Erträge und eine kontinuierliche Wertentwicklung mit möglichst geringen Wertschwankungen wünschen. Auch bei diesen Kunden ist der Bedarf an steueroptimierten Anlagen eher gering.

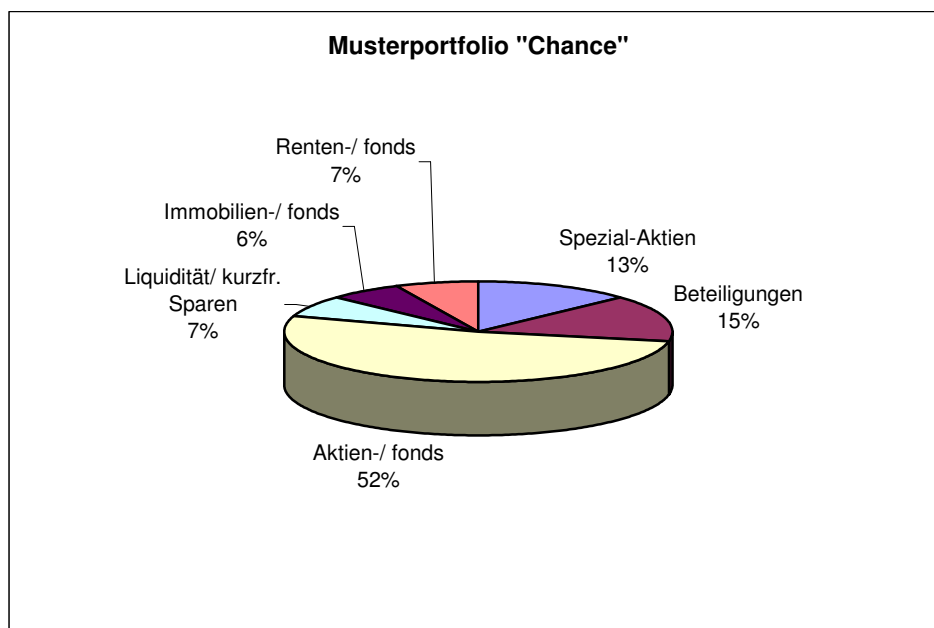


In der dritten Risikoklasse „**Wachstum**“ befinden sich Kunden, die konkrete Anlageziele verfolgen und dafür bereit sind, dass Risiko von Wertschwankungen auf sich zu nehmen. Dementsprechend sind die Anteile von Renten und Aktien im Gesamtportfolio ausgeglichen. Hinzu kommen Aktien-Spezialwerte und Beteiligungen. Aufgrund des erhöhten Risikos erwarten die Kunden überdurchschnittliche Erträge. Kunden dieser Risikoklasse befinden sich am ehesten in dem Lebensphasenzyklus „Etablierung“ und benötigen als Portfoliobeimischung tendenziell Anlagen, die der Steueroptimierung dienen.



Die risikobewussten Kunden der Klasse „**Chance**“ nehmen die höhere Wahrscheinlichkeit von Wertschwankungen in Kauf, um an höheren Renditen zu partizipieren. Die Portfolios zeichnen sich durch einen geringen Anteil an Rentenpapieren aus. Dafür stehen Anlagen in Aktien und Spezialwerten im Vordergrund. Einen Teil seines Vermögens werden ebenso in Beteiligungen investiert. Aufgrund ihrer Einstellung, befinden sich diese Kunden in der „Risikophase“. Der Aspekt der Steueroptimierung kann bei diesen Kunden stark ausgeprägt sein.

Allerdings kann man durch die Risikoeinstellung nicht zwangsläufig auf eine Notwendigkeit zur Steueroptimierung schliessen.



5. Das Portfoliomanagement

Das Portfoliomanagement ist als ein Prozess zu verstehen, in dem die Kundenanalyse, die Asset Allocation und die Portfoliotheorie zusammengefasst werden. Ziel ist die ganzheitliche, bedarfsorientierte Beratung und Betreuung des Kunden. Dabei gliedert sich der Prozess in die vier Hauptbereiche „Strategiegespräch“, „Asset Allocation“, „Erfolgs-Analyse“ und „Portfolio-Optimierung“.

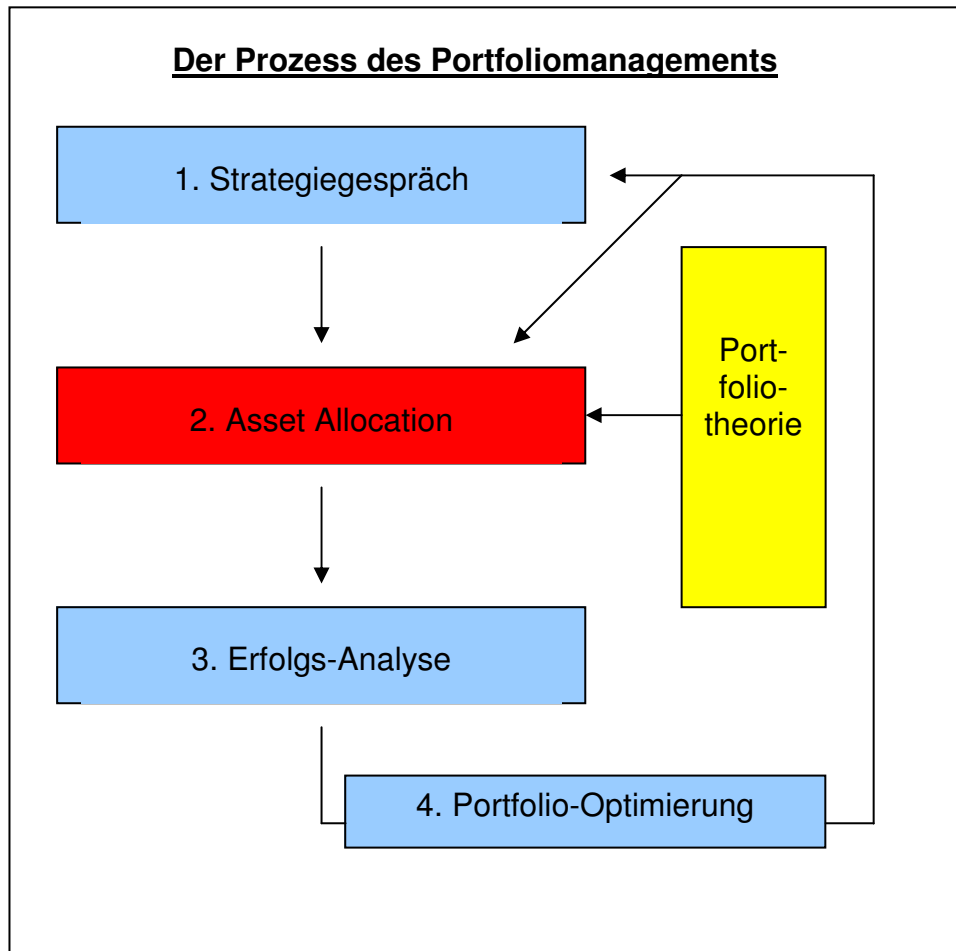
Dabei werden während des „Strategiegesprächs“ die Ziele des Kunden erläutert und die Anlagepolitik bestimmt. Die Ziele können sehr vielfältige Ausprägungen besitzen. So können, neben der Renditemaximierung, ebenfalls Ziele wie, Steuerminimierung, Absicherung oder Nachfolgeregelung bestimmt werden. Die Anlagestrategie sollte unabhängig von aktuellen Marktsituationen festgelegt werden, da es sich um eine generelle Ausrichtung des Kunden handeln soll. In dieser Phase wird des weiteren die Risikobereitschaft und der Anlagehorizont festgelegt.

In der zweiten Phase, der „Asset Allocation“, wird das Portfolio generiert. Es erfolgen Investitionen, im Hinblick auf Diversifikationseffekte, nach Assetklassen, Ländern und Währungen (Vgl. Strategische Asset Allocation). Innerhalb dieser Bereiche erfolgt nun die Titelselektion, wobei ebenfalls Diversifikationseffekte berücksichtigt werden müssen (Vgl. Taktische Asset Allocation).

Während der „Erfolgs-Analyse“ wird anhand eines „Soll-/Ist-Vergleichs“ überprüft, inwieweit die in der ersten Phase bestimmten Ziele des Kunden erreicht wurden. Sofern ein Renditeziel bestimmt worden ist, bietet sich für die Erfolgsanalyse ein Vergleich der erreichten Portfolio-Rendite mit der Entwicklung eines Benchmarks an. Als Benchmark bieten sich die marktführenden Indices, z.B. DAX, DOW JONES oder EURO STOXX 50 an. Da ein Portfolio allerdings aus verschiedenen Assetklassen bestehen sollte, muss man in diesem Fall ein Gesamtportfolio aus den unterschiedlichen Anteilen nachbauen. Bei der Beurteilung des Erfolgs sollte die Portfolioentwicklung immer im Vergleich zum jeweiligen Benchmark gesehen werden. Allerdings ist der Erfolg bei einer negativen Entwicklung für den Kunden nicht immer sichtbar, selbst wenn das individuelle Portfolio den Benchmark geschlagen hat.

Sofern die Ziele nicht erreicht wurden, muss in der vierten Phase eine „Portfolio-Optimierung“ durchgeführt werden. Diese Optimierung kann anhand einer Umschichtung der Einzelinvestments oder aber durch ein neues Strategiegelgespräch, also durch eine neue Anlagepolitik, erreicht werden. Davon unabhängig muss in regelmäßigen Gesprächen überprüft werden, ob und in wieweit sich die strategische Ausrichtung des Kunden verändert hat.

Der Prozess des Portfoliomanagements stellt sich optisch wie folgt dar:



Es ist deutlich, dass innerhalb der Phase der „Asset Allocation“ die Ansätze der modernen Portfoliotheorie genutzt werden sollen, damit durch die Diversifikationseffekte optimale und individuelle Portfolios für unsere Kunden gebildet werden können. Somit wird die Portfoliotheorie ein aktiver Bestandteil der Asset Allocation und dementsprechend aktiver Bestandteil des gesamten Beratungsprozesses.

6. Zusammenfassung und Selbstkontrolle

Das Portfoliomanagement fasst im Rahmen eines Beratungsprozesses die theoretischen Grundlagen der Asset Allocation und der Portfoliotheorie zusammen.

Durch die gestiegenen Erwartungen der Privatkunden gegenüber der Vermögensberatung sollte dieser Prozess verstärkt zum Einsatz kommen. Dabei muss eindeutig die ganzheitliche und individuelle Betreuung des Kunden im Vordergrund stehen. Dazu zählt vor allem, dass jeder Kunde im Hinblick auf seine Risikoeinstellung analysiert wird. Aufgrund der Risikoeinstellung und der Zielsetzung, sollte der Kunde einer Mustergruppe zugeordnet werden. So lassen sich im allgemeinen Kunden in die vier Risikogruppen „Ertrag ohne Aktien“, „Aktien“, „Wachstum“ und „Chance“ einordnen. Dabei sollte diese Zuordnung allerdings nur die grobe Ausrichtung des Portfolios widerspiegeln, da durch eine dogmatische Kategorisierung keine individuelle Beratung möglich wäre.

Ausgehend von der obigen Klassifizierung wird das Portfolio generiert. Dabei gibt die strategische Asset Allocation die Grundausrichtung des Kunden wieder. Anhand dieser Ausrichtung erfolgt eine Aufteilung des Portfolios in Assetklassen, Ländern und Währungen. Durch die taktische Asset Allocation werden innerhalb dieser Struktur die einzelnen Investments ausgewählt.

An dieser Stelle wird die moderne Portfoliotheorie in den Prozess des Portfoliomanagements integriert, denn die Auswahl der Einzeltitel muss im Hinblick auf bestehende Diversifikationseffekte erfolgen.

Durch eine regelmäßige Überprüfung des Portfolios-Erfolgs, wird gewährleistet, dass bei einer Verfehlung der Ziele rechtzeitig reagiert werden kann. Dies kann zu einer neuen Grundausrichtung des Kunden, oder eine Umschichtung innerhalb des Portfolios führen.

Kontrollfragen

- Erklären Sie den Begriff der Asset Allocation und gehen Sie insbesondere auf die Diversifikationsebenen ein.
- Wo liegen die Unterschiede zwischen der taktischen und strategischen Asset Allocation?
- Welche Risikogruppen gibt es und worin unterscheiden Sie sich?
- Erläutern Sie den Prozess des Portfoliomanagements.