

Primär ein Risikomanagement

Eine der wenigen relativ gesicherten Erkenntnisse in der Portfolio-Theorie besteht darin, dass ein höherer Ertrag längerfristig nur mit einem höheren Risiko erkaufte werden kann. Eine Schlussfolgerung, die auch in anderen Bereichen als der Vermögensverwaltung ihre Plausibilität und Evidenz findet. Die Erfassung des Risikos der Anlageinstrumente einerseits und der Risikoneigung des Anlegers andererseits stellen demzufolge zentrale Anliegen der Vermögensverwaltung dar. Einer deren Ausgangspunkte besteht in der schwierigen, zeitraubenden und oft auch unbequemen Erfassung der individuellen Risikoeinstufung des Kunden. Erst auf ihrer Basis lässt sich zumindest eine grobe Allokation des Vermögens auf die verschiedenen Anlageinstrumente wie Geldmarkt, Obligationen und Aktien, die sogenannte Asset-Allokation, aufstellen.

Das Risiko eines Anlageinstrumentes oder eines Portefeuilles wird in der modernen Finanzliteratur und -praxis normalerweise mit der sogenannten Standardabweichung der Gesamterträge erfasst. Sie stellt eine Masszahl für die Volatilität des Anlageerfolges dar. Je höher die Standardabweichung, um so volatil und entsprechend riskanter die Anlage oder das Portefeuille. Angesichts der Bedeutung des Risikos im Rahmen der modernen Portfoliotheorie mag erstaunen, wie wenig dieser an sich vielschichtige Begriff hinterfragt wird. Die Standardabweichung misst ja „nur“ die Streuung um die durchschnittliche bzw. erwartete Rendite. Dadurch wird viel eher die Unsicherheit gemessen, also bloss ein – zwar wichtiger – Aspekt des Risikos.

Bereits mit der vagen Definition des Risikos als „Wagnis“ bzw. „Gefahr“ (wobei letztere als „drohender Schaden“ oder „drohendes Unheil“ umschrieben wird; siehe Duden) wird klar, dass neben der Unsicherheit auch der Bezug zum „möglichen Verlust“ einer Anlage gemacht werden muss. Das Risiko wird in andern Anwendungsgebieten ebenfalls durch das Ausmass des möglichen Schadens und der Wahrscheinlichkeit, mit der dieser eintritt, gemessen (U. Jaisli, Katastrophenschutz nach „Schweizerhalle“ unter besonderer Berücksichtigung des Risikoma-

agements im Kanton Basel-Landschaft, Recht und Politik im Kanton Basel-Landschaft, Band 10, Liestal 1990). Dabei kann dieser Schaden oder Verlust in einem absoluten oder einem relativen Sinne – als Opportunitätsverlust oder entgangener Ertrag beispielsweise relativ zu einer risikofreien Anlage – erfasst werden. Auf dieser Basis liesse sich das Risiko mit der Häufigkeit und dem Ausmass dieser (Opportunitäts-)Verluste messen, sozusagen als Erwartungswert des möglichen Schadens.

Risikoneigung des Anlegers

Dieser Erwartungswert kann grundsätzlich für jedes Anlageinstrument und für jedes Portefeuille anhand historischer Daten berechnet werden. Die Frage, ob und inwiefern dieses „objektive“ Risikomass auch für die Zukunft Geltung hat, ist natürlich berechtigt. Deshalb spielen subjektive Elemente des Anlegers bereits auf der Stufe der Risikoerfassung eine Rolle.

Es ist beispielsweise bekannt, dass markante Schadenfälle (Crashes) nach ihrem Eintreten in ihrer Häufigkeit überschätzt werden. Die entsprechende Situation – vor allem wenn sie plötzlich, auf relativ unvertraute Art und Weise und ausserhalb der

persönlichen Kontrolle liegend entstanden ist – führt zu Angstgefühlen, die das subjektive Risiko selbst bei unveränderten objektiven Gegebenheiten ansteigen lassen. Auch die optimistische oder pessimistische Grundeinstellung des Anlegers beeinflusst die Art und Weise der Risikowahrnehmung, die sogenannte Risikoperzeption.

Die Theorie bietet sehr wenig Anhaltspunkte für die so zentrale Erfassung der subjektiven Risikoneigung, geschweige denn für die individuelle Risikoperzeption. Die Praxis begnügt sich mit einer Zuweisung des Kunden in eine bestimmte Risikokategorie. Vielfach werden dabei bloss zwei oder drei Klassen gebildet – ein Zustand, der angesichts der individuellen Risikofähigkeiten, -neigungen und -perzeptionen absolut ungenügend ist. Die schwierige, zeitraubende und oft auch unbequeme Erfassung der individuellen Risikoeinstufung des Kunden muss zum zentralen Ausgangspunkt der Vermögensverwaltung gemacht werden. Erst auf ihrer Basis lässt sich zumindest eine grobe Allokation des Vermögens auf die verschiedenen Anlageinstrumente wie Geldmarkt, Obligationen und Aktien, die sogenannte Asset-Allokation, aufstellen.

Diversifikation

Selbst die beste Asset-Allokation bringt nur dann den erwarteten Erfolg, wenn die titel-, branchen- und länderspezifischen Risiken gut diversifiziert sind. Erfahrungsgemäss genügen in einem Aktienportefeuille schon relativ wenige Titel (zehn bis zwanzig), um die nicht-systematischen titel- und branchenspezifischen Risiken im Vergleich zu einem bestimmten Aktienmarkt weitgehend auszuschalten.

Von besonderem Interesse sind die internationalen Diversifikationsmöglichkeiten. Tabelle 1 illustriert anhand eines europaweit streuenden Aktienfonds ganz eindrücklich, in welchem Ausmass sich die „Risiken“ (hier als Standardabweichung) durch Diversifikation reduzieren (oder die Erträge bei gleichbleibendem „Risiko“ steigern) lassen.

Mit einer Standardabweichung, die insbesondere infolge der internationalen Diversifikation noch unter dem entsprechenden „Risiko“ des Schweizer Aktienmarktes liegt (18.7 versus 20.4), konnte mit dem „EURIT“ in den Jahren 1983 bis 1989 eine um 2.5 Prozentpunkte (per annum) höhere Performance erzielt werden als mit einem rein schweizerischen Indexportefeuille. Obschon diese Diversifikationsvorteile bereits beträchtlich sind, liessen sie sich durch eine weltweite Streuung noch vergrössern. Ein international gut diversifiziertes Portefeuille vermeidet natürlich nicht nur extrem schlechte, sondern auch extrem gute Performanceresultate, wie sie auf Länderstufe immer wieder vorkommen. Auf die Diversifikationsvorteile, sei es auf Titel-, Branchen- oder Länderstufe, kann eine gute Vermögensverwaltung nicht verzichten. Sie optimal auszunützen, stellt eine zentrale Aufgabe des Risikomanagements dar.

Internationale Diversifikationsvorteile		Tabelle 1
	Performance (p.a.)	Risiko (Standardabweichung; Jahresbasis)
Spanien	29.3	26.3
Frankreich	26.3	25.6
Italien	25.6	27.4
Deutschland	21.0	26.0
EURIT	18.1	18.7
Holland	16.7	21.5
Schweiz	15.5	20.4
Grossbritannien	15.1	24.6

Quelle: Bopp ISB AG, eigene Berechnungen

Der Faktor Zeit

Ein ganz besonders risikorelevanter Aspekt liegt im Anlagezeithorizont. Dass dieses Element in der Theorie wie in der Praxis so wenig betont wird, ist erstaunlich. In gewissen Fällen dominiert der Zeithorizont die Vermögensallokation nämlich sogar. Muss der Anleger sein Portefeuille in ein paar Monaten, beispielsweise wegen eines Hauskaufs, liquidieren, dürfen Aktienanlagen gar nicht erst in Betracht gezogen werden. Wenn ein Anleger demgegenüber erst in zehn Jahren, z. B. zum Zeitpunkt der Pensionie-

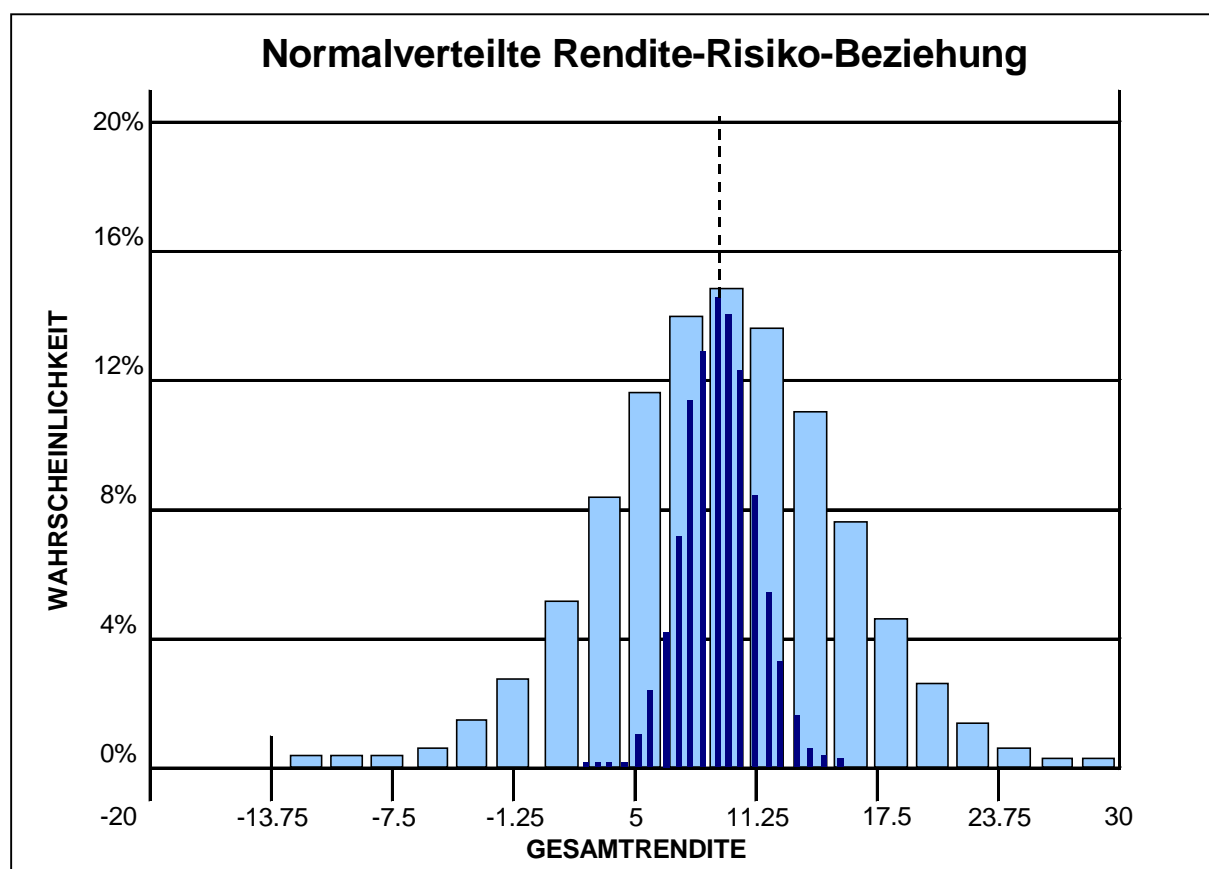
rung, auf die Vermögenswerte zurückgreifen muss, kann die Aktienquote relativ hoch angesetzt werden. Bereits rein intuitiv leuchtet ein, dass sich ein und dieselbe Aktienanlage vom ersten zum zweiten Fall von einer reinen Spekulationsanlage in eine kalkulierbare Risikoanlage verwandelt.

Dies lässt sich anhand einer Grafik illustrieren, die die Gesamtrenditen eines Portefeuilles mit 70 % Schweizerfranken-Obligations („Swiss Franc Bond Selection“) und 30 % europäischen Aktien („EURIT“) für den Einjahres- und den Zehnjahreszeithorizont auf der Basis der historischen (1983-1988) Rendite-, Standardabweichungs- und Korrelationswerte simuliert. Unter Annahme normalverteilter und zeitlich unabhängiger Gesamtrenditen zeigt die breite Verteilung die möglichen Anlageresultate für den Fall, in dem das Portefeuille jeweils bereits nach einem Jahr liquidiert wird.

Falls die Vermögenswerte erst nach zehn Jahren abgebaut werden, ergibt sich bei gleichem Durchschnitt (Erwartungswert) der Gesamtrenditen eine markante Verengung der Verteilung, wenn man die möglichen Anlageresultate der Gesamtperiode auf eine durchschnittliche Jahresrendite umrechnet. Gemäss dem Gesetz der grossen Zahl sinkt die Wahrscheinlichkeit von extrem negativen wie natürlich auch von extrem positiven Resultaten. Hierbei handelt es sich um die zeitlichen Diversifikations- bzw. Aggregationsvorteile.

Es ist mit anderen Worten bedeutend unwahrscheinlicher, über eine Zehnjahresperiode einen Verlust zu erleiden als über eine Einjahresperiode. Das für den Entscheid relevante „Risiko“ reduziert sich demnach erheblich. Selbst die lange Zeit bestehenden theoretischen Vorbehalte gegenüber der Bedeutung des Anlagezeithorizontes für die optimale Aktienquote scheinen nunmehr ausgeräumt zu sein (P. A. Samuelson, The judgement of economic science on rational portfolio management: Indexing, timing, and longhorizon effects, Journal of Portfolio Management, Fall 1989).

Angesichts der Tatsache, dass die Pensionskassenvermögen noch weit ins nächste Jahrhundert hinein wachsen werden



und deshalb einen äusserst langen Zeithorizont für ihre Anlagen haben (könnten), erstaunt der Umstand, dass die Aktienquote in deren Portefeuilles unter 10 % liegt. Dies, obwohl der Gesetzgeber an sich einen maximalen Anteil von 30 %, seit Oktober 1989 sogar von 50 % zulässt. Aus der Sicht der vorstehenden Überlegungen ist für diese Situation ausschlaggebend, dass von den Pensionskassen eine jährliche Minimalrendite von heute 4 % gefordert wird. Ein allfälliges Unterschneiden muss durch Auflösung von Reserven oder im schlimmsten Falle durch einen Einschuss seitens des Arbeitgebers kompensiert werden. In einer äusserst interessanten Studie gelangte Ernst Rätzer (Die Pensionskassen aus ökonomischer Sicht, Paul Haupt, 1983) bereits vor einiger Zeit zur Schlussfolgerung, dass die Art und Weise der Überwachung des finanziellen Status einer Pensionskasse zusammen mit den negativen Signalwirkungen eines allfälligen Defizits zu deren wenig aktienfreundlicher Anlagepolitik beiträgt.

Daran ändert die Tatsache wenig, dass heute die Portefeuilles mit modernen Verfahren optimiert werden können, die die geforderte Minimalrendite pro Jahr nur mit einer bestimmten, zwar meist hohen Wahrscheinlichkeit übertreffen sollten (M. L. Leibowitz, R. D. Henriksson, Portfolio Optimization under Shortfall Constraints, Salomon Brothers Inc., August 1987; D. S. Ammann, Anlagestrategien für Pensionskassen, Paul Haupt, 1990). Es ist kaum anzunehmen, dass dadurch die volkswirtschaftlich und pensionskassenmässig optimalen Aktienquoten angezeigt werden. Tabelle 2 illustriert die zugrundeliegende Problematik anhand eines Portefeuilles, welches eine Obligationenquote von 70 % (Swiss Franc Bond Selection) und einen Aktienanteil von 30 % („EURIT“) aufweist.

Individuelle Lösungen für Pensionskassen

Das „Risiko“, im ersten Jahr eine Gesamtrendite von unter 4 % ausweisen zu müssen, beträgt in diesem Falle beinahe 18 %. Bei einer Aktienquote von 7.5 % liegt die entsprechende Wahrscheinlichkeit bei 10.4 % und für das reine Obligationenportefeuille bei 8.9 %. Für die massive Bevorzugung der Anleihen durch die Pensionskassen sprechen allerdings nicht nur die vorliegenden Differenzen, sondern auch die Tatsache, dass sich die Wahrscheinlichkeit des Unterschneidens mittels des Nominalwertprinzips (Bewertung zum Nominalwert) bei den festverzinslichen Anlagen zumindest de jure ganz ausschalten lässt. Dieses Prinzip bedeutet letztlich nichts anderes als eine (sinnvolle) Ausdehnung des Anlagezeithorizontes auf die Laufzeit der Obligation, was auf die asymmetrische Behandlung der Anleihen und Aktien durch die Aufsichtsorgane hinweist.

Eine annähernd symmetrische Behandlung und damit eine Lösung des Problems bestünde darin, die Minimalrendite von 4 % nicht für jedes Jahr, sondern für einen Durchschnitt mehrerer Jahre zu fordern. Dass mit diesem einfachen Vorschlag das Risiko des Unterschneidens massiv abgebaut wird, zeigt Tabelle 2 deutlich. Aufgrund einer für die nächsten 10 Jahre im Durchschnitt geforderten Jahresrendite von 4 % ergibt sich bei den erwähnten historischen Rendite-Risikobeziehungen und einer Aktienquote von 30 % bloss eine Wahrscheinlichkeit von rund 0.2 %, dass ein Unterschneiden erfolgt!

Aus ökonomischer und versicherungstechnischer Sicht spricht jedenfalls für wachsende Pensionskassen kaum etwas gegen eine Verlängerung des entscheidungsrelevanten Zeithorizontes. Im Gegenteil: die bisherige Regelung bewirkt eine künstliche Verkürzung des Anlagezeithorizontes, die einen nicht zu vernachlässigenden Einfluss auf die Versorgung der schweizerischen Volkswirtschaft mit Risikokapital hat. Auch dieser Fall angewandten Rechts demonstriert, mit welchen, auf den ersten Blick vernünftigen, Regelungen die Optimierungskalküle der Wirtschaftssubjekte

Wahrscheinlichkeit einer durchschnittlichen Gesamtrendite von unter 4 % Tabelle 2

(Gesamtrendite 1983 - 1988: 9.3 %, Standardabweichung: 5.8 %. Annahme normalverteilter und zeitlich unabhängiger Renditen)

1 Jahr	17.9 %
2 Jahre	9.9 %
3 Jahre	5.7 %
4 Jahre	3.4 %
5 Jahre	2.1 %
10 Jahre	0.2 %

verzerrt werden können. Die Bestimmungen des optimalen Anlagezeithorizontes sollte für jede Kasse individuell erfolgen.

Der primäre Anstoss für nennenswerte Veränderungen in der Vermögensallokation wird von Verschiebungen im Risikoumfeld des Anlegers ausgehen. Vor allem Änderungen in der Risikofähigkeit und (wohl weniger häufig) in der Risikofreudigkeit haben notwendigerweise Modifikationen in der Portefeuille-Grundstruktur zur Folge. Eine schwere Krankheit mit Erwerbsausfall oder eine grössere Erbschaft werden die optimale Asset-Allokation beeinflussen.

Antizyklische Umschichtungen

In der herrschenden Praxis sind allerdings Änderungen infolge von Neubeurteilungen der Märkte häufigere Ursachen für Verschiebungen in der Vermögensallokation. Angesichts der äusserst beschränkten Prognosemöglichkeiten besteht bei allzu starken, von der Risikoneigung abweichenden Variationen die Gefahr, dass die längerfristigen Rendite/Risiko-Beziehungen durch grosse Verluste und/oder „verpasste“ Rallies allzu negativ tangiert werden. Die zeitlichen Diversifikations- bzw. Aggregationsvorteile lassen sich am ehesten mit einer relativ starren Asset-Allokation einfangen.

Solange unter den meisten Marktteilnehmern, angesichts massenpsychologischer Prozesse oder implementierter Portfolio-Insurance-Strategien, allerdings eine prozyklische Strategie vorherrscht, ist eine gewisse Variation der Aktienquote in einem antizyklischen Sinne angezeigt. In Baissephasen sollte dabei der Aktienanteil erhöht, in Haussephasen dagegen reduziert werden. Solche Strategien sind jedoch massvoll anzuwenden. Die entsprechende statistische Tendenz zu einer durchschnittlichen Gesamtrendite kann nämlich nur in einem längerfristigen Durchschnitt, im allgemeinen nicht in einem sehr ausgeprägten Ausmasse und möglicherweise bloss für bestimmte Zeitperioden festgestellt werden.

* Zweiter Teil einer dreiteiligen Artikelserie zum Thema Möglichkeiten und Grenzen der Vermögensverwaltung.