Trends im AssetManagement

Ausgabe 04 / 2010

Das Magazin für den institutionellen Portfoliomanager

TiAM-Roundtable: Die Strategie der Praktiker in ihrer Praxis

Alfred Straubinger, Vorstand Döttinger/Straubinger AG, Thomas Polach, Director FWW Research Services, Franz Haugg, Geschäftsführer Dr. Hellerich & Co. GmbH, Michael Goldbacher, Geschäftsführer Grenbell Advisors GmbH, Matthias Rothe, Geschäftsführer FWW, und Dr. Jürgen Bauer, Geschäftsführer Dr. Bauer & Co. Vermögensmanagement GmbH, diskutieren im TiAM-Roundtable Fragen aus Sicht von Praktikern, wie in ihrer Praxis u.a. Kundenbeziehung, Risikomanagement und in Summe ein individuelles, sinnvolles Vermögensverwaltungskonzept funktionieren und bestmöglichen Anleger-Nutzen schaffen kann (Namen v.l.n.r.).

THOMAS POLACH: Wenn Anleger dieser Tage ihre Portfolio-Bilanzen durchsehen, wird wohl nicht überall Feststimmung aufkommen. Zu gravierend waren die teils katastrophalen Folgen der zurück liegenden Finanz- und Wirtschaftskrise. Sie hat den Investoren einmal mehr gezeigt, wo die Schwachstellen in ihrer individuellen Portfolio-Zusammenstellung lagen oder noch liegen. Und weil wir ja bekanntlich im Nachhinein immer schlauer sind, richte ich die Frage an unsere Round-Table-Teilnehmer: Was sind denn aus heutiger Sicht die Lehren aus 2008 bezüglich Liquidität, Portfolio-Konstruktion und den dazu geeigneten Instrumenten auf der Produktseite?

ALFRED STRAUBINGER: Ich glaube das, was sich 2008 als schwierig herausgestellt hat, war nicht, dass man die Liquidität nicht beachtet hat, sondern, dass das Thema tiefer geht. Dahingehend, dass man möglicherweise Trends zu leicht nach vorne interpoliert hat und oft kaufmännische Aspekte einer vernünftigen Vermögensdiversifikation außer Acht gelassen wurden. Und wenn Sie mich fragen, was ist eigentlich die Asset-Allocation der Zukunft, dann hat sich für mich deshalb auch nichts geändert. Denn man muss eine strategische Asset-Allocation in guten Zeiten so fassen, dass sie auch gerade in schlechten Zeiten wirkt. Und vor dem derzeitigen Hintergrund heißt das für mich: Eine ausbalancierte Vermögensstrategie. Die Probleme, die uns makropolitisch belasten, sind ja, dass die Einnahmen- und Ausgabenseite vieler Staats- und Sozialhaushalte nicht mehr zusammenpassen. Und gerade in diesen Zeiten, wenn diese dominanten Probleme bestehen, muss der Privatvermögende darauf achten, dass seine persönliche Bilanz stimmt. Und zu der gehören die Aspekte Liquidität, Flexibilität und Themen wie Inflationsschutz, aber auch Wachstum oder technologischer Fortschritt, um an der allgemeinen Wirtschaftsentwicklung zu partizipieren. In Summe ist es eigentlich für mich keine neue Heraus-

Alfred Straubinger zu Thomas Polach: „Man muss eine strategische Asset-Allocation in guten Zeiten so fassen, dass sie auch gerade in schlechten Zeiten wirkt."

forderung, sondern ein Zurück zu den alten Erfahrungen. Man muss nur etwas in die Geschichte gehen, um zu wissen, was im Worst Case passieren kann. Danach muss ich mich ausrichten.

FRANZ HAUGG: Ich möchte mal mit den Erfahrungen beginnen, die wir während, in und nach der Krise gemacht haben. Und in der Tat ist da Liquidität natürlich ein großes Thema geworden. Die laufende Verfügbarkeit von Kapital war vorher nicht ein so brisantes und präsentes Thema, wie im Moment. Mir haben Neukunden gesagt: „Ich will nur noch klare Investmentprodukte, keine Verpackung, keine Produkte, die eine bestimmte Laufzeit haben, die Kündigungsfristen haben." Da muss man als Vermögensverwalter natürlich auch etwas bremsen. Manche Dinge lassen sich einfach nicht mehr anders verpacken, und da muss es konstruktionsbedingt eine gewisse Illiquidität geben, wenn man so will. Aber der Fokus liegt wirklich auf den Dingen, die von Tag zu Tag liquidiert werden können. Das macht in unseren Depots mindestens zwei Drittel bis drei Viertel der Anlagen aus.

MICHAEL GOLDBACHER: Die Frage ist weniger, welche Erkenntnisse wurden aus dem Jahr 2008 sondern viel mehr, welche wurden aus der vergang Dekade gewonnen und welche Fakten lassen sich daraus für die künftige Kapitalanlage ableiten. Zum einen, ein 10-Jahres Investmenthorizont reicht nicht unbedingt aus, um mit einer diversifizierten Aktienanlage eine positive Risikoprämie zu erreichen. Der Euro STOXX 50 Total Return Index verlor in der letzten Dekade rund 23 Prozent – unter Berücksichtigung der risikolosen Verzinsung rund 48 Prozent. In den 90-ziger Jahren haben im Übrigen die Anleger in Japan bereits die gleiche schmerzliche Erfahrung gemacht. Zum anderen waren viele Anleger nicht in der Lage, die beiden großen Korrekturen zu prognostizieren. Das Ergebnis waren Fehlpositionierungen und signifikante Kursverluste im Depot. Und nicht zuletzt sehen viele Anleger nun alternative Anlagen wie Immobilien, Hedgefonds und Private Equity deutlich kritischer. Nach dem Ausbruch der US-Subprime-Krise und dem Zusammenbruch von Lehman Brothers wurde sehr deutlich, dass sich auch alternative Anlagen nicht völlig von realwirtschaftlichen Entwicklungen loslösen können

Goldbacher: „Das Hauptaugenmerk sollte auf einer prognosefreien Dynamisierung der Asset Allocation liegen."

und zudem neue Risiken ins Portfolio bringen. Zu nennen sind hier beispielsweise Liquiditätsrisiken. Die Folge sind geringere Diversifikationseffekte. Unter anderem aus den beiden Gründen werden auch künftig alternative Investments nur von untergeordneter Bedeutung für eine Portfoliostruktur sein. Für das nachhaltige Erreichen der Anlageziele werden Sie alleine auch künftig nicht ausreichen. Aber nun zur Frage, was sind die Implikationen für die nächste Dekade? Der Fokus wird weiterhin auf der Positionierung der beiden Kern-Anlageklassen Aktien und Renten liegen. Denn für das Tragen von systematischen Risiken wir der Anleger auch künftig mit

einer Aktien-, Durations- und Bonitätsrisikoprämie belohnt. Ein weiteres Hauptaugenmerk sollte in einer prognosefreien Dynamisierung der Asset Allocation liegen, um das Portfolio den zyklischen Schwankungen des Kapitalmarktes anzupassen und gleichzeitig gravierende Fehlpositionierung durch Fehlprognosen zu vermeiden.

DR. JÜRGEN BAUER: Ich würde das auch aufgreifen. Ich denke, die Dekadensicht ist aus unserer Sicht auch die richtige. Und was wir für uns abgeleitet haben ist: Das Paradigma, das unsere ganze Branche getrieben hat, nämlich, was ist denn Risikomanagement? Und in der Vergangenheit war Risikomanagement Markowitz – ich diversifiziere. Und wenn es dann mal kracht, hole ich mir den S&P seit 1926 und sage, naja, nach maximal zehn Jahren hat sich das ja wieder erholt, aber das ist ja das Maximale, vielleicht sind es nur drei bis vier Jahre. Und die Ableitung aus der letzten Dekade für uns ist, dass das nicht mehr stimmt, dass wir einen Paradigmenwechsel haben. Wir glauben eher, dass die letzten zehn Jahre den Weg für die nächsten zehn Jahre vorgezeichnet haben. Und nicht wie die Zeit von 1926 bis 2000. Zum Liquiditätsthema: Wir haben ja gesehen, dass eine Daimler-Benz-Anleihe 2008 zumindest vernünftig nicht mehr veräußerbar war. Wenn ich an ein paar Wochen zurück erinnere, dass bei Nachrang-Anleihen auf einmal Kurse gestellt worden sind, die waren vorher 101 zu 102 und dann auf einmal 90 zu 102, wo ich sage, hmmm, auch ziemlich blödsinnig, da zu verkaufen. Also: Scheinbar liquidierbare Produkte sind in Krisensituationen eben nicht mehr liquidierbar. Und ich meine auch, dass der Anlageerfolg auf zehn Jahre nicht so sehr von strategischen Asset-Allocations abhängig sein wird, sondern, wir werden in den nächsten zehn Jahren einen oder zwei Einbrüche erleben. Ob das jetzt die Immobilienblase in China oder was immer sein wird. Und der Erfolg für zehn Jahre hängt nur davon ab, dass ich nicht in diesen Krisen wieder 30, 40, 50 Prozent verliere. Und, dass ich die Möglichkeit habe, diese Krise als Chance zu nutzen, nämlich, bei einem deutlich reduzierten Level wieder einzusteigen.

Thomas Polach: „Investmentstile wären Value/Growth, oder meinen Sie, noch übergeordneter?“

POLACH: Zusammengefasst also: Sehr konservativ über mehrere Asset-Klassen investieren, mit der Liquidität stets im Blick, simple Produkte wählen, eher systematisch und opportunistisch vorgehen und der Risikobegrenzung das Hauptaugenmerk widmen?

STRAUBINGER: Natürlich spielt Risikobegrenzung eine Rolle. Das hängt von der Definition des Begriffes ab. Ich habe ja zum Einen das Thema, falsch investiert zu sein, das Risiko eben, in einer Zeit, wo ich Liquidität brauche, keine Liquidität zur Verfügung zu haben. Da ist das Risiko der Verkauf zur Unzeit. Zweimal in zehn Jahren musste man Situationen erleben, wo die Aktie zwar die richtige Anlage war, aber ein schlechter Zeitpunkt zum Verkaufen herrschte. Also muss ich meine Möglichkeiten kennen. Wie viel an illiquiden Anlagen oder Anlagen, die sich auch als illiquide erweisen könnten, erachte ich für mich als tragfähig. Und, kann ich mir diese Anlagen sozusagen strategisch leisten, weil ich damit natürlich auch üblicherweise eine gewisse Risiko- oder Illiquiditätsprämie verdienen kann. Ich muss mir also diese strategischen Spielräume schaffen, durch Diversifikation. Im Zeitalter einer hohen Globalität ist allerdings Diversifikation über Regionen sehr schwierig darzustellen. Also muss ich verschiedene Investmentstile und verschiedene gering korrelierende Anlage-Segmente berücksichtigen.

POLACH: Investmentstile wären zum Beispiel Value/Growth – oder meinen Sie, noch übergeordneter?

STRAUBINGER: Über die gesamte Hierarchie der Vermögensstrukturierung. Das geht unten im Aktienbereich sicherlich zu Value/Growth-Themen hin, aber das beginnt eben auch schon auf Ebene der strategischen Strukturierung meines Vermögens über alle Asset-Klassen.

POLACH: Sie meinen, die Kunden wollen simple, verständliche Produkte. Ich glaube das, was Herr Straubinger sagt, ist zu komplex für Ihre Kunden, Herr Haugg?

HAUGG: Das würde ich nicht so sehen. Das ist nicht zu komplex. Ich würde Herrn Straubinger da sogar weitgehend beipflichten, denn wenn Sie im Aktienbereich Diversifizierung suchen, geht es auch darum, bestimmte Anlagestile

zu identifizieren – hierbei geht es darum die Anlagsteile zu finden, die zur aktuellen Marktphase passen, also zur opportunistischen Seite der Anlage. Ein konkurrierender Punkt dabei ist jedoch die Liquidität des Investments. Wenn ich beispielsweise einen soliden, reinen Aktienfonds habe, also ohne Einengungen auf Micro-Caps oder Small-Caps, nehme ich an, dass der schon eine gewisse Liquidität bietet, um ihn unter normalen Umständen zurück geben zu können. Damit sollte auch in der Krise ein Verkauf möglich sein. In einer solchen Marktverwerfung gibt es aber dann jedoch die Dinge, die nicht mehr handelbar sind und das ist dann das Problem – insbesondere im „Sicherheitsdenken" der Kunden. Insofern hantieren Sie in bestimmten Fällen mit einem zweischneidigen Schwert: Stellen Sie sich vor, Sie besitzen Fonds, die beispielsweise auf Squeeze-Outs spekulieren, also auf Abfindungskandidaten setzen, die reagieren letztendlich nicht mehr mit einer normalen Börsensituation, sondern das funktioniert nach ganz anderen Mechanismen. Hier kann man sicherlich bestimmte Bausteine ins Depot nehmen, um damit eine Diversifikation in diesem Bereich zu bekommen. Aber wie sieht es im Verkaufsfall mit der Liquidiät aus? Nicht gut. Bleiben wir beim Thema Risiko: Wie sind die zwei Haupt-Anlageklassen, Renten und Aktien, zueinander gestaltet? Haben die überhaupt Platz im Depot oder ist es ein aktienlastiges Depot? Letzteres ist natürlich ganz was Anderes. Im ersten Fall gelten die Untersuchungen und die Erkenntnisse aus der Vergangenheit aus meiner Sicht unverändert. Wenn Sie ein balanced Portefeuille nehmen aus 50 Aktien und 50 Renten, ganz simpel, dann haben Sie mit die besten Erfolge über eine lange Zeit. Und das ist etwas, was für mich zu einer Risikooptimierung im Portefeuille dazu gehört. Also mal prinzipiell eine solche Grundaufstellung schaffen, um zu beurteilen und auch zeigen zu können, wie schwankungsanfällig sich ein solches Depot verhält. Damit kann ermittelt

Dr. Jürgen Bauer (r.) zu Matthias Rothe: „Wenn ich mit Giftschlangen arbeite und von einer gebissen werde, muss ich das Gegengift bereits vorhalten um es zur Hand zu haben, weil ich dann nicht mehr die Zeit habe, es zu besorgen."

werden, was ohne aktives Management im Zeitablauf passieren kann. Hinzukommen muss aber noch eine aktive Allokationssteuerung.

Goldbacher: „Vielen Anlegern mangelt es an Konzepten, ihr Portfolioden zyklischen Schwankungen des Kapitalmarktes systematisch und prognosefrei anzupassen."

POLACH: Herr Goldbacher, sie haben Alternative Investment angesprochen und dass sie eigentlich keine Lösung sind. Warum?

GOLDBACHER: Ich sage nicht, dass sie keine Lösung sind. Sicherlich sind die charakteristischen Eigenschaften sehr attraktiv. Hohes Gewinnpotential, asymmetrische rechtsschiefe Renditeverteilung und geringe Verlustwahrscheinlichkeit. Aber mal abgesehen von Ausnahmen sind alternative Anlagen nur von untergeordneter Bedeutung in den Portfolios und für das nachhaltige Erreichen der Anlageziele nicht ausreichend. Die Grundprobleme vieler Portfolios bleiben deshalb bestehen. Vielen Anlegern mangelt es an Konzepten, das Portfolio den zyklischen Schwankungen des Kapitalmarktes systematisch und prognosefrei anzupassen.

POLACH: Eine Long-/Short-Strategie bei Aktien zu haben, ist ja nicht so dramatisch, aber langfristig trotzdem besser als Long-Only?

GOLDBACHER: Im Ergebnis versuchen viele Anleger damit ein stärkeres Aktien-Exposure einzukaufen, ohne jedoch dafür das Risiko eines direkten Aktienengagements einzugehen. Der Hedgefonds-Manager versucht durch eine dynamische Anpassung der Long- und Short-Quote das Gesamtportfolio auf die zyklischen Schwankungen des Aktienmarktes abzustimmen. Die damit verfolgte Zielsetzung ist klar: aktienähnliche Rendite bei geringerem Risiko.

POLACH: Das heißt, je nach Mischungsverhältnis vom Netto entkoppelt man sich ja vom Aktienmarkt?

GOLDBACHER: Ja, das ist zumindest die Zielsetzung der Strategie.

POLACH: Herr Straubinger, was sagen Sie dazu?

STRAUBINGER: Um es auf einen Punkt zu bringen: Asset Management darf nicht auf Wunschvorstellung basieren.

Franz Haugg: „Was ist dem Kunden erklärbar, was versteht der Kunde und welches Risiko gehe ich ein, wenn ich dem Kunden was verkaufe, das er nicht versteht."

Die Eier-legende-Woll-Milch-Sau, so wie Sie sie beschrieben haben, gibt es halt nicht. Viele Anleger sind geneigt, sich derartige Anlagen zu suchen und fallen auf das rein, was letztendlich auf dem Label steht. Es gibt keine guten und keine schlechten Strategien. Schlecht werden sie nur in einer mangelhaften Durchführung. Aber wenn ich sie nach Wunschvorstellung selektiere, geht es schief. Man muss bewusst Anlagen mit unterschiedlichen Chance-/Risikoprofilen kombinieren. Das ist eigentlich der Punkt. Ich glaube, viele Fehler werden einfach deshalb gemacht, weil man sich etwas wünscht, was man in der Realität aber nicht erhält. Das war ja auch für mich die Basis des Erfolgs dieser strukturierten Produkte, weil sie ja scheinbar eine Sicherheit suggeriert haben, die es nicht gibt. Und deshalb kehrt man auch wieder zurück zu einfachen Produkten.

DR. BAUER: Die Frage lautet auch: In welcher Ebene diskutieren wir? Reden wir über die fundamentale Asset-Allocation eines sehr vermögenden Privatkunden zu wie viel Prozent der in Immobilien, in Grundbesitz, in Sachwerten, Kunst, Maseratis oder was auch immer investiert ist, oder reden wir über die Wertpapieranlagen? Wenn ich mich auf die fungiblen Werte, die Wertpapiere setze, glauben wir, dass eine Trendwende stattgefunden hat. Und wenn ich dann von unseren Bankkollegen Flussdiagramme anschaue, wie sich die unterschiedlichen Asset-Klassen im Zeitablauf verändern, dann werden mutige Entscheidungen getroffen, dass

die Bundesanleihen mit der neutralen Gewichtung von acht Prozent auf die Untergewichtung von sieben oder die Akzentuierung auf neun Prozent gehen. Und Sie sind in allen Zeiten in allen Produkten vertreten. Und das funktioniert meiner Meinung nach nicht mehr. Wir werden als Vermögensverwalter also Entscheidungen treffen müssen, die der Kunde an uns delegiert. Und wir müssen aber jederzeit bereit sein, diese Entscheidungen zu revidieren. Als Beispiel: Wenn ich mit Giftschlangen arbeite und von einer gebissen werde, muss ich das Gegengift bereits vorhalten um es zur Hand zu haben, weil ich dann nicht mehr die Zeit habe, es zu besorgen. Ich glaube, wir müssen uns heute viel stärker Gedanken machen, wie ich in der Klasse investiert bin. Und selbst wenn es auch eine scheinbar liquide Klasse ist, wie gehe ich im Crash-Szenario mit dem Risiko um? Kann ich durch Shorts etwas ausbalancieren? Wenn ich nicht veräußern kann, kann ich nicht Short gehen, weil ich im Depot ein CDS nicht darstellen kann. Oder wie auch immer geartet. Aber, die Beschäftigung mit den theoretischen Risiken hat heute glaube ich einen viel stärkeren Raum eingenommen, als früher, wo ich gesagt habe, ich bin Markowitz gemäß diversifiziert. Scheindiversifikation ist das, wie Sie völlig zu Recht sagen, wo viele Dinge eben extrem korreliert sind – und darauf mich zurück zu lehnen, klappt meiner Meinung nach nicht mehr.

POLACH: Wie also diversifizieren? Mit welcher Strategie?

STRAUBINGER: Ich denke, es gibt nicht den Allheil bringenden Ansatz. Ich denke, jeder von uns hat einen anderen Ansatz. Und der Kunde kann sagen, das gefällt mir. Das ist übrigens für mich die Definition eines guten Vermögensverwalters: Dass er etwas hat, wo man ihn greifen kann. Ich möchte noch einmal den Paradigmenwechsel aufgreifen. Jeder von uns hat irgenwo das Gefühl, es ändert sich

Michael Goldbacher: „Ich glaube, einen Paradigmenwechsel in dem Sinne von veränderten Spielregeln gibt es nicht."

etwas. Wir kennen die alten Spielregeln, wir wissen aber nicht, wie sich die Neuen entwickeln oder wie sie sich manifestieren werden. Also nach meinem persönlichen Gefühl sind wir eben genau in dieser Übergangsphase. Mich erinnert das so an die Zeit Ende der 70er, Anfang der 80er Jahre. Das war für mich auch ein erlebter, großer Paradigmenwechsel, wo man Ende der 70er Jahre nicht wusste, was in den 80er Jahren kommen wird. Wenn jemand 1979/80 gesagt hätte, es wird eine Phase kommen, in der 30 Jahre lang die Inflationsraten zurück gehen, wo wir fast absolute Stabilität erleben, der hätte wahrscheinlich bis

Goldbacher: „Rendite und Risiko können in ihre Teilkomponenten zerlegt werden und so ergeben sich dann daraus folgende Zusammenhänge."

1985 in so einer Runde bestenfalls die Lacher auf seiner Seite gehabt. Die Leute hätten gesagt, der spinnt – aber der hätte Recht bekommen. Wir befinden uns in einer Zeit, in der man offen sein muss, um den neuen Paradigmen auch die Zeit zu geben, sich zu manifes-tieren. Ob es letztlich Sachwerte, festverzinsliche Wertpapiere oder Aktien sind die davon profitieren – wir wissen es nicht. Muss ich dann nicht in so einer Phase einen Gang herunterschalten und neue, mögliche Trends beobachten? Gleichzeitig muss ich mich auch gegen die Extremrisiken, wie Inflation bzw. Deflation schützen. Ist das nicht so ein Aufgabenfeld, was auf uns Vermögensverwalter heute zukommt?

GOLDBACHER: Ich glaube, einen Paradigmenwechsel in dem Sinne von veränderten Spielregeln gibt es nicht. Die Entwicklungen der letzten zehn Jahre haben die Rahmenbedingungen für die künftige Kapitalanlage nicht verändert. Denn eines wird immer bleiben – für das Eingehen systematischer Risiken wird es immer eine Risikoprämie geben, sonst würde sich keiner den systematischen Risiken aussetzen. Deswegen sollte jedes Portfolio auf systematische Renditequellen ausgerichtet und unter Berücksichtigung der herrschenden Unsicherheit über

unterschiedliche Risikoprämien diversifiziert werden. Mit Blick auf unsere beiden Kern-Anlageklassen, Aktien und Renten, bedeutet dies Aktien-, Durations- und Credit-Risikoprämie. Daran ändert auch die Frage nach der Inflation oder Deflation nichts. Was hingegen problematisch ist, ist die Übernahme von unsystematischen Risiken. Gerade das Jahr 2008 zeigte, dass Selektionsprämien instabil sind und temporär sehr hoch mit systematischen Kapitalmarktrisiken korrelieren.

POLACH: Weil wir nicht wissen, was an Neuem kommt, heißt die Devise also erstmal: Abwarten. Wahrscheinlich erscheint mir allerdings, dass dieses Neue – jetzt noch unbekannte – die Trend-Themen der näheren Zukunft setzen dürfte. Vielleicht in einer Weise, wie wir es zum Thema Technologie erleben durften. Damals herrschte Feststimmung. Die Branche hat am laufenden Band Produkte produziert und die Kunden kauften, weil sie an die Vision der Story glaubten. Von unsystematischen Risiken wollte damals kaum einer Notiz nehmen.

DR. BAUER: Aber ist es nicht gerade in unserer Branche das Problem, dass wir eine Verkaufsveranstaltung erleben? Als ich vor zwei Jahren mit meinen Mitarbeitern über eine Allokation diskutierte, ging es um Infrastruktur. Das lief so ab: EON, RWE, Vattenfall; lasst uns reden über das Modethema Wasser; EON, RWE, Vattenfall; lasst uns reden über Nachhaltigkeit, ist ja auch ganz wichtig; EON, RWE, Vattenfall; lasst uns schauen auf den europäischen Aktienmarkt; EON, RWE, Vattenfall; noch Fragen? Nein! Das heißt, wir machen alles als Verkaufsveranstaltung und das ist ja auch unsere Aufgabe, das auf EON, RWE, Vattenfall zu reduzieren und nicht auf diese Modethemen. Nicht, dass ich gegen Nachhaltigkeit bin, nicht, dass ich gegen Wasser bin, ich denke, dass das eine wichtige Ressource wird, aber wie es aufbereitet wird, hat nichts mehr mit dem Grundthema zu tun. Was bedeutet, hinter diese Verkaufsverpackungen zu gehen, die in der Branche einfach gemacht werden, um nochmal fünf Prozent Ausgabeaufschlag raus zu holen und dem Kunden gar nicht sagen zu müssen, was ist es, was eigentlich dahinter steckt, sondern – ich habe eine super Story, drei Sätze dazu, die Unterschrift zum Kauf bitte da.

Dr. Bauer: „Das ist so wie beim Auto. Der Ingenieur muss dem Kunden nicht erklären, wie das Auto funktioniert, aber es sollte fahren."

STRAUBINGER: Und die anspruchsvolle Anlegerschaft wird nicht mehr bereit dazu sein, diese Verschleierung mitzumachen. Es wäre wünschenswert, einen Trend zu erleben, in dem Produktklarheit wieder gefordert und zwangsläufig auch echte Risiken wieder entsprechend gepreist werden müssen. Sprich: Kredite werden teurer werden, schlechte Bonität wird teurer werden, das zeichnet sich doch schon ab.

GOLDBACHER: Beziehungsweise die geforderten Risikoprämien werden steigen. Risikoprämien sind zeitvariabel. Das war in der Vergangenheit so und wird sich auch in Zukunft nicht ändern. Verändern sich die Erwartungen der Anleger, verändert sich auch die Risikobereitschaft und damit die Renditeerwartungen bzw. die Kurse. Ein gutes Beispiel sind die Kurse zehnjähriger Staatsanleihen der Eurozone. Vor rund drei Jahren lagen diese noch ziemlich dicht zusammen. Mit Ausbruch der Finanzkrise pumpten die Staaten viel Liquidität in die Märkte und ihre Schulden stiegen teilweise massiv an. Die Folge war, dass sich die Erwartungshaltung der Anleger änderte, die Verunsicherung nahm zu. Die Renditeerwartungen veränderten sich und so drifteten die Renditen der Anleihen auseinander. Zehnjährige griechische Anleihen verloren seitdem 30 Prozent an Wert. Daran wird sehr deutlich, dass Risikoprämien zeitvariabel sind. Eine dynamische Steuerung der Asset Allocation ist somit ein bedeutender Werttreiber zur Realisierung von Wertschöpfungspotentialen in der Kapitalanlage. Ein wichtiger Erfolgsfaktor besteht darin, durch ein systematisches und prognosefreies Anlagekonzept dies umzusetzen. Denn zahlreiche empirische Studien zeigen, dass eine prognosebasierte Vorgehensweise äußerst zufallsabhängig und insgesamt weniger aussichtsreich ist.

POLACH: Und zur Frage, was ist ein unsystematisches Risiko?

GOLDBACHER: Rendite und Risiko können in ihre Teilkomponenten zerlegt werden und so ergeben sich dann daraus folgende Zusammenhänge. Für die risikolose Verzinsung muss der Anleger kein Risiko tragen. Für die Übernahme des systematischen Risikos wird der Anleger mit der Risikoprämie entlohnt. Für die Übernahme des unsystematischen Risikos erhält der Anleger eine Selektionsprämie. Unsystematisches Risiko entsteht somit durch Titelselektion. Die Selektionsprämie kann dabei sowohl positiv als auch negativ sein. Treffen die Prognosen zu, wird der Anleger mit einem positiven Mehrertrag gegenüber der Benchmark vergütet. Ein unsystematisches Risiko ist beispielsweise die BP Aktie im Portfolio mit 0 Prozent zu gewichten. Fällt die Aktie infolge der gesunkenen Öl-Plattform und des Großschadens wird der Anleger mit einer positiven Selektionsprämie vergütet, da die Aktie beispielsweise in der STOXX Europe 50 Benchmark war.

Straubinger: „Also ich würde das Value at Risk nicht für Risikoaufklärung beim privaten Mandatsgeber verwenden."

STRAUBINGER: Die Frage ist auch, über wen reden wir? Wenn ich an meinen Kunden denke, 55 Jahre alt, will in fünf Jahren in Ruhestand und hat eine Million und sagt, ich rechne mir eigentlich aus, dass ich so im Durchschnitt vier, fünf, sechs Prozent je nach Risiko bekomme, damit ich gut leben kann. Und wenn ich dem sage, also zehn Jahre schützt nicht, dann würde der wahrscheinlich nicht investieren, weil er einfach das Geld braucht. Ein anderer Aspekt ist, wenn ich ein Family Office habe wo ich sage, ich will es an die nächste Generation irgendwann weiter geben. Ich weiß, dass ich langfristig Erfolg haben werde und ob das jetzt in 10, 20 oder 30 Jahren ist, ist mir egal. Oder ob ich das Individuum habe, das einfach davon leben muss, für den das Jahr 2008 ein Katastrophenjahr war und Leute haben Lebensversicherungen mit Immobilien finanziert, das funktioniert nicht mehr, sie können ihren Ruhestand zum Teil nicht mehr finanzieren und mit den Leuten haben wir zu tun. Und ich sehe als meine Aufgabe, für diese Leute eine Antwort zu finden. Und ich sage, also ich hoffe nicht mehr, dass es in drei oder vier oder fünf Jahren wieder passiert, dass du wieder 15, 20, 25 Prozent von deinem Vermögen hinten liegst und auf einmal ein Problem kriegst und sagst, du solltest mit 80 sterben, weil länger reicht das Geld nicht.

GOLDBACHER: Ein schwieriger Themenkomplex. Wie hängt das Risiko einer Aktienanlage vom Zeithorizont ab? Häufig wird die Fragestellung anhand historischer Daten beantwortet. Doch die historischen Zeitreihen sind meist zu kurz um damit eine ausreichende Datenbasis zu bieten. Der Ausweg aus dem Dilemma besteht in einer Simulation. Die dabei gewonnen Ergebnisse überraschen häufig viele Anleger. Denn die Wahrscheinlichkeit, dass über mittel- und langfristige Anlagehorizonte kein realer Kapitalerhalt erzielt wird

nimmt vergleichsweise schnell ab. Um eine Vorstellung von den Zahlen zu bekommen, hier ein Beispiel: Bei einer durchschnittlichen realen Euro STOXX 50-Rendite von 6,4 Prozent, basierend auf den historischen Zeitraum Dezember 1988 bis Dezember 2009 und einer Standardabweichung von ca. 26 % liegt die Wahrscheinlichkeit, eine negative Performance zu erzielen, nach fünf Jahren bei rund 29 Prozent, nach zehn Jahren etwa bei 21 Prozent. Das bedeutet, mit einer Wahrscheinlichkeit von rund 21 Prozent schafft der Anleger mit einer Aktienanlage keinen realen Kapitalerhalt bei einem Anlagehorizont von zehn Jahren. Aber jetzt kommt für viele das Überraschende. Im Falle eines realen Kapitalverlustes, wie hoch ist dann sein durchschnittlicher Verlust? Und das nimmt mit der Zeit zu und nicht ab, wie viele Leute glauben. Der durchschnittliche Verlust beträgt nach fünf Jahren rund 31 Prozent, nach zehn Jahren schon rund 37 Prozent. Im Ergebnis bedeutet das, dass ein Verlust mit der Zeit immer unwahrscheinlicher wird, dabei aber das Verlustrisiko immer größer wird. Die Langfristrisiken einer Aktienanlage sind somit nicht zu unterschätzen. Und damit kommen wir wieder zu meinen Leitmaximen für die Asset Allocation: Diversifikation über Anlageklassen beziehungsweise über Risikoprämien und eine Dynamisierung der Asset Allocation stellen das Portfolio auf eine nachhaltige Ertragsgrundlage und reduzieren das Risiko.

POLACH: Bringt eine Value-at-Risk-Betrachtung denn überhaupt etwas für die Portfoliogestaltung?

GOLDBACHER: Ja und nein. Mit dem Value at Risk lässt ich das Verlustpotential quantifizieren. Er quantifiziert den Verlust, der innerhalb einer bestimmten Zeit mit einer vorgegebenen Wahrscheinlichkeit nicht überschritten wird. Damit lässt sich beispielsweise die Frage beantworten, dass eine Rendite von minus fünf Prozent mit einer Wahrscheinlichkeit von 95 Prozent innerhalb der nächsten zehn Tage nicht überschritten wird. Primär wird er für das Risikomanagement von Handelspositionen bei Banken eingesetzt. Aber die Kerneigenschaft von Handelspositionen ist, dass sie nur kurzfristig gehalten werden. Eine derart kurzfristige Perspektive gilt jedoch für viele Anleger außerhalb des Banksektors nicht. Oder bedeutet ein kurzfristiges Unterschreiten bei einer mittel- bis langfristig motivierten Kapitalanlage automatisch eine dramatische Schieflage? Wohl kaum. Aber zurück zu ihrer Frage. Die derzeitigen Probleme der Anleger sind darauf zurückzuführen, dass ihre Asset Allocation zu statisch ausgerichtet ist. Für eine erfolgreiche Kapitalanlage bedarf es jedoch einer ergänzenden, dynamischen Komponente. Nur so lässt sich das Portfolio den Auf- und Abschwüngen des Marktes anpassen. Hier hilft ein Value at Risk nicht.

STRAUBINGER: Also ich würde das Value at Risk nicht für Risikoaufklärung beim privaten Mandatsgeber verwenden. Denn das größte anzunehmende Risiko ist, dass ich mit dem Kunden eine Struktur bespreche, die nicht seine tatsächlichen Risikotoleranzen widerspiegelt, und die Diskrepanz stellt sich naturgemäß heraus, wenn der Markt eingebrochen ist. Fatal ist dann, wenn man nach 20, 30 Prozent Aktienrückgang feststellt, der Kunde hat sich selbst zu viel Risiko zugemutet und dann seine Struktur zum ungünstigsten Zeitpunkt prozyklisch verändert. Dann ist er nämlich in der Erholung, von der wir jetzt mehr oder minder kurz- oder längerfristig ausgehen, nicht mehr dabei. Also das heißt, hier ist Geld systematisch durch handwerkliche Fehler kaputt gemacht worden.

HAUGG: Was ist dem Kunden erklärbar, was versteht der Kunde und welches Risiko gehe ich ein, wenn ich dem Kunden was verkaufe, das er nicht versteht? Im Moment ändert sich die Welt ja dahin gehend, dass man sich fragen muss, wo finde ich die Stabilität? Liegt die in den Industrienationen, die eine Verschuldungsquote von 100 Prozent und mehr ausweisen oder liegt sie in den Schwellenländern mit Haushaltsüberschüssen, junger Bevölkerung, Wachstum? Trotz früherer Erfahrungen beim Kunden kann es dahin gehen, dass er sagt, ich will mich jetzt nicht der Risiken der Industrieländer aussetzten, sondern in die neuen aufstrebenden, stabilen Länder investieren. Also können Sie in die Schwellenländer gehen und Sie picken da und versuchen dort das Alpha über verschiedene spezielle Titel zu generieren. Nehmen wir an, Sie finden sehr interessante chinesische Minenwerte und kaufen. Wenn Sie damit schief liegen, dann haben Sie noch ein anderes Risiko, nämlich dass Sie dem Kunden beispielsweise innerchinesische Einflußfaktoren nicht plausibel erklären können. Selbst wenn der Kunde diesen Markt wollte, wird er am Ende solche Investments nicht haben wollen. Sie riskieren die Kunden-Manager-Beziehung. Auch das gehört aus meiner Sicht betrachtet und muss dem Kunden als sehr spezielles Umsetzungsrisiko erklärt werden.

DR. BAUER: Das ist so wie beim Auto. Der Ingenieur muss dem Kunden nicht erklären, wie das Auto funktioniert, aber es sollte fahren.

HAUGG: Solange das Auto fährt, wunderbar. Aber wenn was kaputt ist, dann stellt sich die Frage, warum? Dann wird der Ingenieur oder Verkäufer gefragt, was ist denn da jetzt passiert?

GOLDBACHER: Ich möchte noch mal den Punkt von Herrn Bauer aufgreifen, die Risikotoleranz als Ausgangspunkt für die strategische Asset Allocation. Dabei wird die Risikotoleranz als statische Größe betrachtet. Dem ist jedoch nicht so. Denn bei drastischen Kursverlusten im Portfolio sinkt häufig auch die Risikotoleranz beim Anleger. Umso wichtiger ist es, durch eine dynamische Komponente die Asset Allocation im Zeitablauf anzupassen. Durch rechtzeitiges Gegensteuern werden Verluste abgeschwächt. Und so auch die Gefahr, dass am Ende eines Zyklus' eine risikoreduzierte Portfoliostruktur im Portfolio implementiert und dann der anschließende Aufschwung verpasst wird.

POLACH: Danke für das Gespräch.