

Risikogewichtetes Investieren

Befolgen Anleger die alte Börsenweisheit und «legen nicht alle Eier in einen Korb», so verteilen sie ihr Vermögen auf mehrere Anlageklassen wie Aktien, Obligationen und Realwerte. Traditionell werden die Anlageklassen nach Kapital gewichtet, was oft zu hohen Schwankungen und längeren Verlustperioden geführt hat. Zusätzliche Diversifikation brachten in den 90er Jahren Private Equity und Hedge Funds. Wie die Finanzkrise gezeigt hat, waren diese Anlagen ungenügend transparent und illiquide. Eine neue Möglichkeit zur zusätzlichen Diversifikation für den Anleger bietet das risikogewichtete Investieren.



Von Dr. Magne Orgland (links)
Geschäftsführender Teilhaber
Wegelin & Co. Privatbankiers und
Leiter Wegelin Asset Management
St. Gallen

und Manuel Krieger (rechts)
Portfoliomanager
Wegelin Asset Management
St. Gallen

Grosse Schwankungen bei klassischen Portfolios

Traditionelle Portfolios mit Aktien und Obligationen wurden nicht erst in der Finanzkrise, sondern bereits im Bärenmarkt von 2000 bis 2003 arg in Mitleidenschaft gezogen. Insgesamt vermochte auch die Performance der Portfolios über die lange Frist nicht zu überzeugen. Bei einer genaueren Betrachtung der negativen Phasen von Aktienmärkten fällt auf, dass Obligationen grundsätzlich eine gute Absicherung boten. Wurden die beiden Anlageklassen in einem Portfolio nach Kapital gleichgewichtet, konnten die Obligationen die starken Kursbewegungen der Aktien nur teilweise ausgleichen. Das Resultat

waren jeweils grössere Verluste traditioneller Portfolios in Bärenmärkten.

Diversifikation durch alternative Anlagen

Die Yale-Stiftung hat frühzeitig die Schwächen traditioneller Portfolios erkannt und die Diversifikation durch Investitionen in alternative Anlagen wie Private Equity und Hedge Funds verbessert. Das Yale-Modell wurde weltweit anerkannt, als es den Bärenmarkt von 2000 bis 2003 praktisch ohne Verluste überstand. Das böse Erwachen kam dann aber während der letzten Finanzkrise, als die Yale-Portfolios teilweise sogar mehr verloren haben als traditionelle Portfolios. Vor allem die mangelhafte Liquidität der Anlagen hat sich als Achillesferse des Yale-Modells erwiesen.

Die Finanzkrise hat gezeigt, dass die Liquidität der Finanzanlagen nicht selbstverständlich ist. Nach dem Lehman-Kollaps wurden grosse Teile des Obligationenmarktes schlagartig illiquide. Die Kurse von Nebenwerteaktien stürzten teilweise massiv ab, als Hedge Funds aufgrund von Margin Calls ge-

zwungen waren, in fallende Märkte hinein zu verkaufen. Viele Hedge Funds haben den Investoren sogar das Recht auf Rücknahme verwehrt oder sogenannte Side Pockets für illiquide Anlagen eingerichtet. Infolge der Illiquidität konnten Investoren ihr Portfolio nicht mehr taktisch anpassen und waren somit nicht mehr handlungsfähig. Dies erwies sich als sehr kostspielig. Ausgehend vom aktiendominierten Renditeverhalten traditioneller Portfolios und der Liquiditätsproblematik bei gewissen alternativen Anlagen stellt sich die Frage, wie dennoch vom Diversifikationseffekt zwischen verschiedenen Anlageklassen profitiert werden kann.

Kapitalgewichtete vs. risikogewichtete Allokation

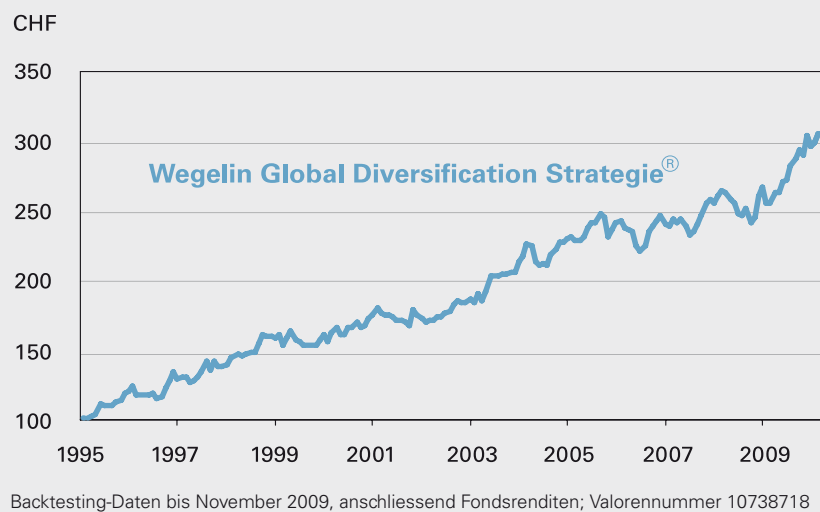
In einem Portfolio, welches kapitalgewichtet je zur Hälfte in Aktien und Obligationen investiert ist, stammen 90% des Portfoliorisikos (z.B. Volatilität) von den Aktien. Dies kann sich in höheren Verlusten des Portfolios niederschlagen. Als Folge solch mangelnder Risikodiversifikation werden Anleger

oft mit einer zu tiefen Rendite für das eingegangene Risiko entschädigt. Neben dem kapitalgewichteten Ansatz besteht aber auch die Möglichkeit, risikogewichtet zu investieren. Dabei wird das Portfolio nicht nach Kapital diversifiziert, sondern nach dem Risiko der jeweiligen Anlageklassen. Um eine Gleichgewichtung der Risikoquellen zu erreichen, wird der Risikobeitrag von stark schwankenden Anlagen wie Aktien und Rohstoffen reduziert und derjenige von risikoarmen Anlagen wie Obligationen erhöht. Dies führt auch auf der Renditeseite zu einem substantiellen Beitrag der Obligationen.

Somit trägt jede Anlageklasse gleich viel zum Risiko des Gesamtportfolios bei. Zusätzlich steuert jedes Instrument innerhalb der Anlageklasse gleich viel Risiko zur jeweiligen Anlageklasse bei. Dies würde beispielsweise bedeuten, dass ein Swiss Market Index höher gewichtet würde als der Nasdaq Index, da der SMI im Durchschnitt geringere Kursschwankungen aufweist. Erst dieser Prozess, im Englischen «Equal Contribution to Risk» genannt, ermöglicht ein optimal diversifiziertes Portfolio, welches auch stärkeren Kursschwankungen wie in jüngster Vergangenheit Widerstand leisten kann.

Auch ein risikogewichtetes, diversifiziertes «long only» Portfolio ist Kursschwankungen ausgesetzt und kann an Wert verlieren. Bewegen sich die Preise aller Anlageklassen nach unten, so wird auch ein optimal nach Risiko diversifiziertes Portfolio an Wert verlieren. Zum Beispiel zeigten 1994

Modellrechnung und Fonds: Wegelin Global Diversification®



Aktien und Obligationen gleichzeitig negative Renditen, und auch Rohstoffe wiesen keine substantiell positiven Renditen auf. Ein positives Beispiel für risikogewichtetes Investieren ist das Jahr 2008. Während der Finanzkrise boten Obligationen eine gute Möglichkeit, die Verluste auf der Aktien- und Rohstoffseite zu kompensieren.

Grundsätzlich sollte ein risikogewichtetes Portfolio einem kapitalgewichteten Portfolio mittelfristig überlegen sein, da es gleichmässiger von den Risikoprämien verschiedener Anlageklassen profitieren kann. Das risikogewichtete Investieren ist vom Prinzip her einfach. Der Privatanleger steht jedoch vor der Herausforderung der effizienten Umsetzung. Um optimale Resultate zu erhalten, sollten beispielsweise die Gewichte der Anlagen auf

täglicher Basis angepasst werden. Um diesen Aufwand zu vermeiden, bietet sich für den Privatanleger die Umsetzung mit Hilfe eines Fonds an.

Global Diversification® Fonds

Wegelin & Co. setzt die Methode des risikogewichteten Investierens seit November letzten Jahres mit dem Luxemburger Ucits-III-Fonds *Wegelin Global Diversification®* um. Der Fonds investiert in ein Portfolio von liquiden, grösstenteils unkorrelierten Anlagen wie Aktien, Obligationen, kurzfristigen Zinsen und Rohstoffen, welche langfristig eine positive Risikoprämie liefern. Als Anlageinstrumente dienen hochliquide Futures, welche durch ihre tiefen Transaktionskosten eine tägliche Anpassung der Portfoliogewichte erlauben. Neben der konsequenten Umsetzung des Prinzips der Risikogewichtung wird angestrebt, mit einem proprietären, multidimensionalen Risikomanagement selten eintreffende Extremrisiken zu reduzieren. Zu diesem Zweck werden verschiedene Risikomasse täglich gemessen und das Portfolio wird bei Bedarf angepasst.

Die angestrebte durchschnittliche Rendite des Fonds beträgt 7 bis 9% pro Jahr. Der *Wegelin Global Diversification®* Fonds ist in der Schweiz zum öffentlichen Vertrieb zugelassen, verfügt über eine wöchentliche Liquidität und kann in Schweizer Franken gezeichnet werden.

www.wegelin.ch

Entwicklung der Asset Allocation

	Seit 80er	Seit 90er	Zukunft
Modell	Klassisch	Yale	Risikogewichtung
Anlageklassen	Aktien Obligationen	Aktien Obligationen Rohstoffe Hedge Funds Private Equity	Aktien Obligationen Rohstoffe Alpha-Strategien
Geograph. Fokus	Home Bias	Global	Global
Liquidität:			
Instrumente	Hoch	Teilweise tief	Hoch
Anlagevehikel	Variabel	Tief	Hoch
Allokation	Statisch	Statisch	Dynamisch
Gewichtung nach	Kapital	Kapital	Risiko