

Die optimale Mittelallokation: Ziel oder Ergebnis?



Von Prof. Dr. Erwin W. Heri
Professor für Finanztheorie
an der Universität Basel und
am Swiss Finance Institute in Zürich

In den modernen Theorien der Portfolioselktion im Privatkundenbereich wird mit Hilfe der unterschiedlichsten Methoden versucht, der Risikofähigkeit und dem Risikoappetit eines Kunden auf die Spur zu kommen. Das beginnt bei einfachen Gesprächen, geht über verschiedene Arten von Fragebögen bis hin zu psychologischen Testverfahren. Mit Hilfe dieser Verfahren wird zu evaluieren versucht, ob der Kunde zum einen versteht, in welcher Beziehung Risiko und Ertrag einzelner Anlagekategorien zueinander stehen und andererseits, wie er sich selber dazu stellt. Wenn «seine» Risikokategorie spezifiziert ist, geht es darum, mit Hilfe der Methoden der modernen Portfoliotheorie das für ihn optimierte effiziente Portfolio zu berechnen, um ihm schliesslich aufzuzeigen, wie die «richtige» Mittelallokation in Aktien, Obligationen, Immobilien etc. etc. ausschaut.

Im nächsten Schritt geht es dann um eine möglichst effiziente Aus-

führung des Anlagevorschlags. Je nach Grösse des anzulegenden Betrages und der entsprechenden Risikoneigung wird dies über Strategiefonds, eine Kombination strukturierter Produkte, eine Mischung von Einzelfonds oder über Direktanlagen empfohlen werden.

Im heutigen Aufsatz wollen wir ein dazu alternatives Denkmodell diskutieren, bei welchem wir einerseits Anleihen aufnehmen bei der Asset/Liability-Literatur und andererseits bei den «mentalalen Konten» aus der Behavioral Finance. Während allerdings aus behavioral Sicht die «mentalalen Konten» eher in den Bereich der Anlagefehler gehören, schieben wir sie hier auf die andere (sprich: die Passiv-)Seite der Vermögensbilanz, wo sie eine völlig andere Rolle spielen können.

Ein Beispiel: Nehmen wir an, wir hätten einen 30jährigen Anleger vor uns, der sich bewusst ist, dass er irgendeinmal in eine demographische Falle tappt und sich deswegen schon heute Gedanken über seine dannzumalige Rente macht. Ein durchaus vernünftiges Unterfangen. Sinnvollerweise wird ein solcher Anleger zum Schluss kommen, dass er wohl besser heute schon damit beginnt, neben seinen staatlichen Vorsorgeplänen (denen er eben nicht mehr so recht traut) auch ein privates Vorsorgekonto zu führen. Daneben schmiedet das eben neu verheiratete Paar Familienpläne mit einem kleinen Häuschen als Ziel in 5 Jahren. Im Übrigen muss der gute Mann in einem Jahr die letzte Rate seiner nebenberuflichen Ausbildung von 15'000 Franken bezahlen, hat aber gerade eine Lebensversicherung von ebenfalls 15'000 Franken ausbezahlt bekommen. Diese soll die Finanzierung der Ausbildungskosten decken.

Etwa so könnten die impliziten Verpflichtungsstrukturen der Vermögensbilanz unseres 30jährigen ausschauen. Es liegt auf der Hand, dass die Finanzierung bzw. die Anlage von Mitteln zur Deckung der unterschiedlichen Verpflichtungen in dieser Bilanz eine

jeweils unterschiedliche Mittelallokation rechtfertigen. Die eben ausbezahlten 15'000 Franken, welche der Deckung der Ausbildungskosten dienen, werden für die nächsten 12 Monate wohl kaum in den Aktienmarkt investiert werden. Hingegen werden diejenigen Gelder, die unser 30jähriger für die Aufbesserung seiner Rente in 35 Jahren zur Seite legt, hoffentlich zu 100% in den Aktienmarkt investiert werden. Und all das, was er noch zur Erfüllung seines Familientraumes zur Seite legt, wird – mit seiner Schätzung von 5 Jahren – wohl auch nicht allzu aggressiv investiert sein.

Und seine Mittelallokation insgesamt? Ist nicht wirklich relevant. Denn völlig zu Recht ist die Allokation für sein mentales (und hoffentlich auch effektives) Konto «Ausbildung» eine völlig andere als für sein mentales Konto «Rente in 35 Jahren» oder für alles, was er für sein Haus zur Seite legt. Und die konsolidierte oder aggregierte Asset Allocation ist dann nur mehr ein mehr oder weniger zufälliges Ergebnis der Einzelelemente und rechtfertigt keine separate Optimierung. Natürlich wäre es – in Anlehnung an das Vorgehen bei Pensionskassen – möglich, eine Optimierung der Mittelallokation relativ zu den Verpflichtungsstrukturen vorzunehmen. Bis wir aber im Privatkundenbereich so weit sind, werden wohl noch ein paar Jahre ins Land ziehen.

Asset & Liability Gedankengut spielt auch im Privatkundenbereich eine zunehmend wichtige Rolle. In der Tat sollte jegliche Anlagetätigkeit immer zunächst mit einer Vermögensbilanz bzw. der Analyse der impliziten und/oder expliziten Verpflichtungsstruktur des individuellen Anlegers beginnen. Seit Jahren ist dies der Standard bei institutionellen Anlegern wie Versicherungen oder Pensionskassen. Es wird Zeit, dass diese Denkhaltung sich auch im Privatkundenbereich durchsetzt.

e.heri@fintool.ch
www.fintool.ch