



RAUS AUS DER ALTEN WELT

Weiterentwicklungen in der Portfoliotheorie gezielt nutzen

Lesedauer: 12 Minuten

Zinsen auf Tiefstniveau, extreme Kursbewegungen und politische Instabilität prägen das heutige Schauspiel auf den Märkten. Klassische Ansätze zur Vermögensanlage sind nicht ausreichend, um diesen neuen Hürden zu begegnen. Es gibt jedoch gute Nachrichten: Forscher entwickelten klassische Theorien weiter, um diese möglichst „krisenfest“ zu machen.

Die amerikanische Yale Universität gehört zu den renommiertesten Bildungseinrichtungen der Welt. Neben Lehre und Forschung ist die Eliteuniversität auch wegen ihrer Stiftung bekannt, die Yale finanziell absichert. Im Jahr 2016 belief sich der Wert des Stiftungskapitals auf mehr als 25,4 Mrd. US-Dollar. Bemerkenswert ist nicht nur das enorme Volumen des Vermögens, sondern vor allem auch der nachhaltige Investmentserfolg der Stiftung. Eine Rendite von durchschnittlich fast 14 Prozent pro Jahr seit 1985 und durchschnittlich über 10 Prozent in den letzten fünf Jahren sprechen für sich. David F. Swensen ist hauptverantwortlich für die Anlage der Stiftung. Das „Yale-Modell“ setzt auf eine breite Streuung des Vermögens und einen hohen Anteil an Sachwerten und Alternativen Investments.

» Eine Rendite von durchschnittlich fast 14 Prozent pro Jahr seit 1985 und durchschnittlich über 10 Prozent in den letzten fünf Jahren sprechen für sich.«

Was Anleger von der Yale Stiftung lernen können

Aufgrund des geringeren Anlagevolumens und des oft begrenzten Anlagehorizontes können Investoren die Anlagestrategie von Yale nicht gänzlich anwenden. Letztendlich können Anleger dennoch viel von Swensen lernen, ohne auf den genauen Inhalt seines Portfolios zu schauen:

- Vermeidung einer zu starken Konzentration des Portfolios auf die Heimatbörsen („Home Bias“).
- Hinzunahme von Anlageklassen wie Rohstoffen und weiteren Alternativen Investments sowie Sachwerten die weitgehend unabhängig von der Börsenentwicklung agieren.
- Breite Diversifizierung basierend auf der „Modernen Portfoliotheorie“ von Harry M. Markowitz.

Wie ein Nobelpreisträger als Wegweiser dient

Auf Grundlage der erwähnten Modernen Portfoliotheorie, für die Markowitz den Nobelpreis erhielt, werden Anlagen in Aktien und Rentenpapieren umgesetzt. Die Finanzkrise mit ihren gravierenden Auswirkungen hat das Grundprinzip der Theorie, die Diversifizierung, einer harten Belastungsprobe unterzogen. Im Ergebnis

In *aspekte* bereiten die Wealth-Management-Kompetenzzentren gemeinsam mit Netzwerkpartnern Themen auf, die für Sie relevant sind.
www.berenberg.de/familyoffices



*Von Hauke Ole Hansen,
Verantwortlicher Berenberg
SIGMA-Vermögenskonzept*

Unternehmer
Stiftungen

► Family Offices



wurde die Erkenntnis „Nicht alle Eier in einen Korb legen“ bestätigt. Die Vorteile einer breit gestreuten Vermögensanlage bleiben auch in Krisenzeiten grundsätzlich erhalten. Wir gehen jedoch einen Schritt weiter, hinein die neue Welt der Portfoliotheorie.

1 Ausweitung des Anlageuniversums

Wir erweitern wie Yale das Anlageuniversum über die klassischen Anlageklassen hinaus. Angefangen bei einer genaueren Aufteilung innerhalb der Renten (z.B. Staats-, Unternehmens- und Wandelanleihen) und einer regionalen Zuordnung der Aktien (z.B. Europa, USA/Nordamerika und Schwellenländer), über die Hinzunahme von Alternativen Investments (z.B. Gold und Rohstoffen), bis hin zur Erweiterung um illiquide Werte (z.B. Private Equity, Immobilien, Infrastruktur und Ackerland) können wir eine Vielzahl an Anlageklassen berücksichtigen, die der breiten Portfoliodiversifikation dienen.

Weiterentwicklungen der klassischen Portfoliotheorie tragen zum Erfolg bei

2 Keine reine Vergangenheitsbetrachtung

Im Unterschied zur klassischen Portfoliotheorie von Markowitz findet die Rendite-/Risikoeinschätzung nicht einzig auf Basis der Vergangenheitsbetrachtung statt.

- **Zukunftsgerichtete Prognosen**

Durch die Hinzunahme des sogenannten Black-Litterman-Verfahrens werden neben Vergangenheitswerten auch Rendite-Prognosen zu jeder Anlageklasse berücksichtigt. Das Ergebnis ist eine marktnähere Renditeeinschätzung, die auch Aussagen für einen mittelfristigen Horizont zulassen. Im aktuellen Niedrigzinsumfeld können so auch für Renten stimmige Erwartungswerte bestimmt werden.

- **Übergewichtung jüngerer Vergangenheit**

Hohe Kursbewegungen sind in der Nähe anderer hoher Kursbewegungen zu finden und niedrige in der Umgebung niedriger – in der Fachliteratur als „Clustering“ bezeichnet wird in der Korrelationsberechnung durch eine Übergewichtung der jüngeren Vergangenheit Rechnung getragen.

3 Erweiterte Risikobetrachtung

Als maßgebliche Risikokennzahl wird der statistische Value at Risk (mit einem Konfidenzniveau von 99 Prozent) über einen zwölf Monatszeitraum verwendet. Dieser beruht in der einfachen Form auf einer Normalverteilungsannahme der Renditen. Gerade bei Anlageklassen wie Aktien mit einer starken „Fat-Tail“ Ausprägung in der Verteilung wird bei der herkömmlichen Berechnung das Risiko unterschätzt. Wir verwenden eine durch die Cornish-Fisher-Methode modifizierte Form, in der Schiefe und Wölbung der Verteilung in der Berechnung berücksichtigt werden. Die hierdurch erreichte Annäherung der Realverteilung bewirkt eine realistischere Risikoeinschätzung.

4 Umfassende Szenarienbetrachtung

Ein Blick auf die durchschnittlich zu erwartenden Rendite-Risiko-Kennzahlen reicht uns nicht aus. Durch zukunftsgerichtete Szenarien geben wir Anhaltspunkte



zur möglichen Entwicklung in besonderen Ereignissen (z.B. Zinschritte und Aktienmarktkollaps).

Wie eine langfristige Allokation aussehen könnte

Die Erweiterungen einer etablierten Theorie, um bekannte Schwachpunkte zu minimieren, sollten Bestandteil jeder professionellen Vermögensstrukturierung sein und finden sich im Berenberg-SIGMA-Vermögenskonzept wieder. Im SIGMA bewerten wir das Zusammenspiel der Anlageklassen und finden das langfristig optimale Verhältnis zwischen Renditemaximierung und Risikominimierung abhängig von individuellen Vorgaben. Um diese strategische Allokation wird sich das Portfolio langfristig bewegen, es sollte jedoch je nach aktuell vorherrschenden Markttrends durch eine taktische Allokation angepasst werden.

Literatur

Black, F. and Litterman, R. (1990). Asset Allocation: Combining Investors Views with Market Equilibrium. Goldman Sachs.

Black, F. and Litterman, R. (1992). Global Portfolio Optimization. In: Financial Analysts Journal. September/Oktober, pp. 28-43.

Cornish, E.A. and Fisher R.A. (1938). Moments and Cumulants in die Specification of Distributions. In: Revue de l'Institut International de Statistique / Review of the International Statistical Institute, Vol. 5, No. 4, pp. 307-320.

Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. In: The Journal of Finance, Vol. 7, No.1, pp. 77-91.

Swensen, D.S. (2005). Pioneering Portfolio Management – An Unconventional Approach to Institutional Investment. Free Press, New York.

Yale Investment Office, (2017). Endowment Reports 1985-2016. In: <http://investments.yale.edu/endowment-update/>, Zugriff am 13.06.2017.

Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Werbemitteilung der Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG und nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 34b Absatz 1 WpHG. Als Werbemitteilung genügt dieses Dokument nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Es ersetzt keine rechtliche, steuerliche oder finanzielle Beratung. Die gemachten Angaben wurden nicht durch eine außenstehende Partei, insbesondere eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, geprüft. Alle Aussagen basieren auf allgemein zugänglichen Quellen, die wir für vertrauenswürdig halten. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit sämtlicher Angaben übernehmen wir dennoch keine Gewähr. Wir weisen ausdrücklich auf den angegebenen Bearbeitungsstand hin. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Präsentation zu erstellen. Für den Eintritt der in diesem Dokument enthaltenen Prognosen oder sonstigen Aussagen über Renditen, Kursgewinne oder sonstige Vermögenszuwächse übernehmen wir keine Haftung. Wir weisen darauf hin, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind. Zur Erklärung verwandter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung. Die gewerbliche Nutzung in Form eines Nachdrucks, der – auch teilweisen – Vervielfältigung sowie der Weitergabe der Studie ist ohne unsere ausdrückliche schriftliche Genehmigung nicht gestattet. Stand: Juni 2017.



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
Neuer Jungfernstieg 20
20354 Hamburg
Telefon +49 40 350 60-0
Telefax +49 40 350 60-900
www.berenberg.de
info@berenberg.de