

Der wissenschaftliche Hintergrund

Da das Konzept der strategischen Asset Allocation mit der Wissenschaft eng verbunden ist und das Fundament des Anlagestils von Sparinvest bildet, ehrt Sparinvest die Männer, die in den letzten sechzig Jahren zur Bildung und Verbesserung der Theorie dieser wissenschaftlichen Investmentstrategie beigetragen haben. Zu erwähnen sind in diesem Zusammenhang:

Harry M Markowitz

Der amerikanische Wissenschaftler Harry M Markowitz erfand in den 1950er Jahren die „Moderne Portfoliotheorie“. Er untersuchte, ob das Risiko eines Portfolios durch eine Diversifikation der Anlagen gesenkt werden kann. Er ging in seinen Untersuchungen einen Schritt weiter und entdeckte, dass die Kombination nicht korrelierender Vermögenswerte (Werte, die unter verschiedenen Wirtschaftsbedingungen vollkommen anders reagieren) das Potenzial eines Portfolios optimiert. Markowitz entwickelte das Konzept der Effizienzgrenze (Efficient Frontier) für Anlagen. Dabei handelt es sich um den geometrischen Ort aller Portfoliokombinationen, welche bei gegebenem Risiko eine höhere Rendite erzielen als alle anderen Kombinationsmöglichkeiten (optimales Portfolio). Für seine Theorie der Portfolio-Auswahl (Portfolio Selection) wurde Markowitz 1990 der Nobelpreis verliehen.

William Sharpe,

ein Schüler von Harry M Markowitz. Sharpes Untersuchungen entwickelten die Portfoliotheorie von Markowitz weiter. Sharpe ist Mitbegründer des Capital Asset Pricing Model (CAPM). Dieses Gleichgewichtsmodell beschreibt einen linearen Zusammenhang zwischen dem systematischem Risiko (Beta) und der Rendite. Sharpe wurde 1990 gemeinsam mit Markowitz mit dem Nobelpreis ausgezeichnet.

Fama & French

Eugene Fama und Kenneth French erweiterten das CAPM von Sharpe zu einem Dreifaktorenmodell. Mit diesem Modell, das Aktien nach ihrer Marktkapitalisierung (Size) und ihrem Kurs-Buchwert-Verhältnis (Value) einstuft, stellten Fama und French die Renditen des US-Aktienmarkts in den drei Jahrzehnten von 1964 bis 1995 grafisch dar. Die Ergebnisse veranschaulichen, dass die zwei zusätzlichen Faktoren, Marktkapitalisierung (Size) und Kurs-Buchwert (Value), bei weitem mehr zur Rendite einer Anlage beitragen als das Beta einer Aktie.

Die Doktorarbeit von Eugene Fama in den 1960er Jahren führte zu der höchst einflussreichen Markteffizienzthese (Efficient Market Hypothesis), die besagt, dass die Kurse von Wertpapieren jederzeit die den Marktteilnehmern zugänglichen Informationen widerspiegeln. Demzufolge sollte bei einem effizienten Markt kein Anleger erwarten, eine Wertentwicklung zu erzielen, die die eines für diesen Markt angemessenen Leitindex anhaltend übertrifft.

Strategische Asset Allocation

Am Anfang des 21. Jahrhunderts begannen Fama, French und viele andere Wissenschaftler damit, dem Momentumfaktor höhere Bedeutung beizumessen. Der „Momentum Effekt“ wurde als erstes von Jegadeesh und Titman beschrieben und 1993 in einem Papier publiziert. Sie haben festgestellt, dass rezente Gewinne eine Indikation für zukünftige Gewinne sind. Wissenschaftler, die Momentum untersucht haben, stellten auch die sogenannte „kurzfristige Umkehrbewegung“ (mean reversal effect) fest, derzufolge nach einem hohen Gewinn im Vormonat sehr wahrscheinlich ein niedriger Gewinn im Folgemonat zu erwarten ist und umgekehrt.

Michael C Jensen

Die Abhandlung von Michael C Jensen von 1968 mit dem Titel „The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-64“ (Die Wertentwicklung von Investmentfonds im Zeitraum von 1945-64) war die erste wichtige Studie zur Leistung von Fondsmanagern. Die Untersuchung ergab, dass kein Manager eines Investmentfonds mit Market-Timing langfristig bessere Erträge erzielen kann.

Benjamin Graham

Des Weiteren berücksichtigen wir den menschlichen Faktor, der sich laut des folgenden Zitats von Benjamin Graham auf alle Anlagen auswirkt:

„Das Hauptproblem des Anlegers – und sogar sein größter Feind – ist wahrscheinlich er selbst.“ ■

Was ist strategische Asset Allocation?

Unter Asset Allocation versteht man die Aufteilung eines Portfolios in die wesentlichen Vermögensklassen wie Anleihen, Aktien oder Barmittel, um Risiken einzuschränken und die langfristigen Erträge durch Diversifizierung zu optimieren. Der Ausgangspunkt dieser Strategie ist die Risikotoleranz des Anlegers. Sie bestimmt die angestrebte Vermögensaufteilung nicht nur bei der Erstellung des Portfolios, sondern auch im Anschluss daran fortlaufend. Das höchste Ziel besteht darin, dem Anleger ein „optimales Portfolio“ bei niedrigstem Risiko und höchstmöglicher Rendite zu bieten.

Die Kunst des strategischen Investors besteht darin, verschiedene Instrumente zu wählen und zu kombinieren, die auf unterschiedliche Wirtschaftsbedingungen verschieden reagieren. Dementsprechend wird jeder Vermögenswert im Hinblick auf die Vorteile gewählt, die er dem Portfolio insgesamt bringt, d.h. entweder seine Fähigkeit, die Erträge zu erhöhen, oder die Tatsache, dass seine Präsenz im Portfolio die Risiken der anderen Portfolioanlagen neutralisiert.

Da der Wert von Vermögensgegenständen von den Marktbedingungen abhängt, müssen die Bestände des Portfolios hin und wieder angepasst werden, um das Gleichgewicht zwischen den Vermögenswerten und dem vereinbarten Risikoprofil sicherzustellen. ■

Warum ist strategische Asset Allocation wichtig?

Vermögenswerte können einem Portfolio auf drei verschiedene Arten zugewiesen werden:

- **taktisch**
Spekulation um von kurzfristigen Marktschwankungen zu profitieren;
- **durch die Selektion einzelner Aktien (Stock Picking)**
je nach ihrer Leistung; oder
- **strategisch**
die Wahl von Wertpapieren einer bestimmten Vermögensklasse nach ihrer Fähigkeit, mit anderen Portfoliobeständen zusammenzuwirken und das Portfolio insgesamt positiv zu beeinflussen.



Strategische Asset Allocation

Im Gegensatz zu Market-Timing oder den Aussichten einzelner Aktien ist die strategische Asset Allocation der einzige Faktor, der es ermöglicht, Vermögenswerte langfristig erfolgreich zu verwalten. Wie die folgende Abbildung erkennen lässt, ist die strategische Asset Allocation bei weitem der bedeutendste Faktor:

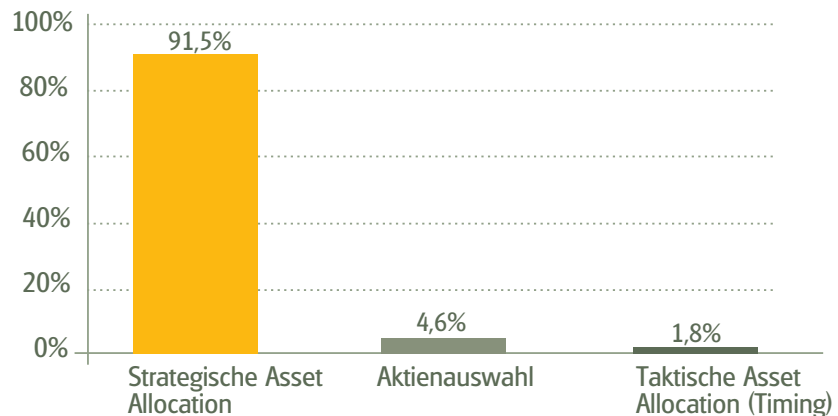


Abb. Die Auswirkungen der Asset Allocation auf Gewinnschwankungen. Nach einer Studie von Brinson, Hood & Beebower über 91 großen US-Pensionsfonds im Zeitraum zwischen 1973 und 1986, aktualisiert 1991. Eine vergleichbare Studie von Sparinvest, die sich auf die Untersuchung europäischer Aktienfonds anhand des Return-Based-Style-Analyseverfahrens (RBSA) stützt, erbrachte ähnliche Ergebnisse. ■

Wie lässt sich Risiko reduzieren?

„Ein kluger Anleger diversifiziert“

Mit Kriegen, Staatsstreichen, Zinsschwankungen und Rezessionen gehen für die Wertpapiermärkte unvermeidbare „systematische“ Risiken einher. Sie betreffen eine Vielfalt von Wertpapieren – wenn nicht den gesamten Markt – und können nur durch Verlassen des Marktes oder mit Absicherungsgeschäften eingeschränkt werden.

Obwohl jede Aktienanlage mit dem Risiko eines Kapitalverlusts verbunden ist, können die nicht systematischen Risiken von Wertpapieranlagen ganz einfach durch Diversifikation eingeschränkt und reduziert werden, indem andere Wertpapiere zum Portfolio hinzugefügt werden. Wenn also ein Unternehmen einen niedrigeren Gewinn ankündigt, werden die kurzfristigen negativen Auswirkungen auf seinen Aktienkurs im Portfolio durch die Wertentwicklung der anderen nicht betroffenen Anlagen neutralisiert.

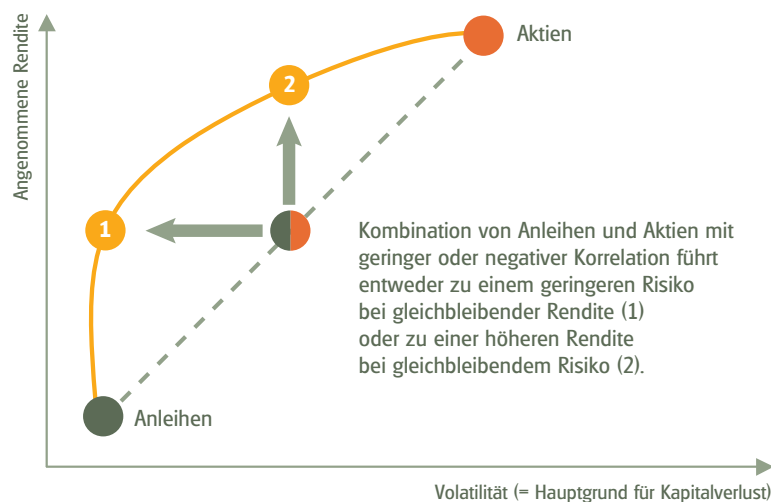


Strategische Asset Allocation

Strategisch aufgebaute Portfolios

Portfolios müssen strategisch aufgebaut werden, indem man die Kenntnisse über die Korrelation zwischen Vermögensklassen und über die Volatilität nutzt.

Die Abbildung stellt dar, wie mehrere Vermögensklassen – welche nicht von den gleichen wirtschaftlichen Faktoren beeinflusst werden und welche sich voneinander unabhängig verhalten – das kombinierte Risiko der Vermögensklassen dynamisch senken, ohne ihre Wertentwicklung zu beeinträchtigen.

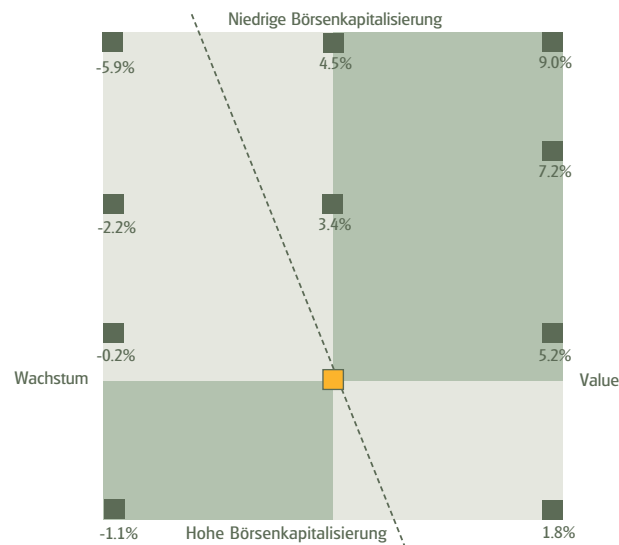


Die Replikation dieser Dynamik im gesamten Portfolio führt bei niedrigstem Risiko zu den höchsten Erträgen. Dieses Investmentziel wird als „Effizienzgrenze“ bezeichnet. Man spricht von einem „optimalen Portfolio“, wenn kein anderes existiert, welches bei gleicher Renditeerwartung ein geringeres Risiko bzw. bei gleichem Risiko eine höhere Rendite hat. In anderen Worten: seine Zusammenstellung kann nicht verbessert werden. ■

Die Faktoren von Fama/French

Als strategischer Investor kann man die Forschungsergebnisse der Wissenschaftler Eugene Fama und Kenneth French nicht außer Acht lassen. Ihre bekannte, 1996 veröffentlichte, Studie der Renditen des US-Aktienmarkts untersuchte den „Stilfaktor“ (Style Factor) und zog den Schluss, dass Anleger eine höhere Rendite für das eingegangene Risiko erzielen, wenn ihre Portfolios in mehrere Unternehmen der Value- und Small Cap-Marktsektoren investieren. Anschließend untersuchten Fama und French die Daten der Weltmärkte und kamen zur gleichen Schlussfolgerung.

Strategische Asset Allocation



Die Matrix zeigt die Ergebnisse bei einer jährlichen Aufteilung des Universiums auf 25 Portfolios, ausgerichtet auf unterschiedliche Anlagestile – basierend auf Value-gewichteten Daten des US-Marktes über eine Periode von 40 Jahren. Jedes Portfolio ist geordnet nach Marktkapitalisierung und Kurs-Buchwert-Verhältnis der Unternehmen, in die es theoretisch investiert ist. Quelle: Kenneth French CRSP-Datenbank. Kalkulationen: Sparinvest

Durch akademische Studien wurde zu der bekannten Fama/French Matrix eine zusätzliche Dimension (Risikofaktor), nämlich Momentum hinzugefügt. Bei der Zusammenstellung optimaler Portfolios ist somit entscheidend, dass nicht nur die Allocation von Anlageklassen sondern auch die Art berücksichtigt wird, wie Stilfaktoren wie etwa Marktkapitalisierung (Size), Kurs-Buchwert-Verhältnis (Value) und Momentum die Wertentwicklung beeinflussen. ■

Die Strategie von Sparinvest bei der strategischen Asset Allocation

Strategische Asset Allocation ist heute zu einem gefragten Konzept in der Investmentbranche geworden. Da die diesbezüglichen positiven wissenschaftlichen Ergebnisse derart aussagekräftig sind, überrascht dies nicht. Jedoch sollte erwähnt werden, dass die strategische Asset Allocation ein strikter Wissenszweig ist, bei dem man sich nicht von der eigenen Intuition leiten lassen darf. Nur wenige Vermögensverwalter halten sich ausschließlich an diesen Ansatz, weil der Glaube, dass sie das Marktverhalten voraussagen können, zu stark ist.

Sparinvest ist anders. Das Konzept der strategischen Asset Allocation beherrscht sowohl unsere Unternehmensphilosophie als auch die Denkweise, die der Entwicklung unseres gesamten Produktangebots im letzten Jahrzehnt zugrunde liegt.

Bis wissenschaftlich bestätigt wird, dass Marktbewegungen auf irgendeine Weise vorhergesagt werden können, lehnen wir das Konzept der „taktischen Allokation“ grundsätzlich ab.

„Natürlich sind Timing und Aktienausswahl von Bedeutung. Das Problem ist nur, dass im ersten Bereich niemand und im zweiten kaum jemand auf lange Sicht immer richtig liegt. Die Asset-Allokation ist der einzige Faktor bei Ihren Investitionen, den Sie tatsächlich beeinflussen können.“

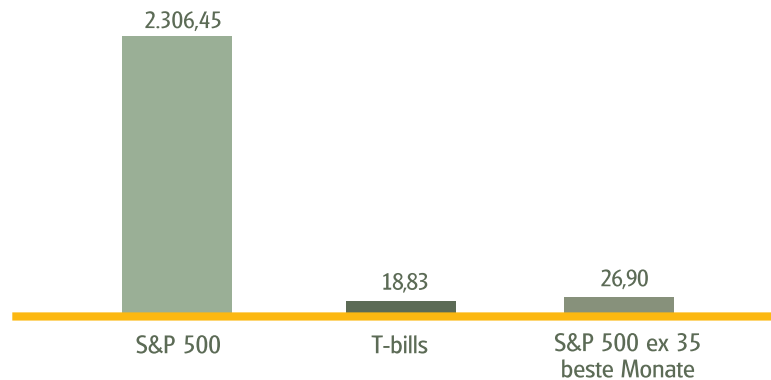
William Bernstein, The Intelligent Asset Allocator ■

Warum unterstützt Sparinvest die Strategische Asset Allocation

Wir sind derselben Ansicht. Das Balkendiagramm unten stellt den Wertzuwachs von 1926 bis 2006 eines in US-Aktien des S&P 500 investierten US-Dollars im Vergleich zu einer risikofreien Anlage in kurzfristige US-Staatsanleihen (T-bills) dar. Das hohe Ertragspotenzial

Strategische Asset Allocation

von Aktien gegenüber Anleihen ist klar erkennbar. Im Gegensatz hierzu betont die dritte Spalte die Gefahren von Market-Timing. In diesem Fall machten die Monate mit der besten Wertentwicklung des Aktienmarkts nur 4 % der gesamten Wertentwicklung aus. Die ständige Unterbrechung und Wiederaufnahme der Anlagetätigkeit hätten nicht nur die Transaktionskosten sondern auch die Wahrscheinlichkeit erhöht, die Perioden zu verpassen, in denen der Markt beträchtliche Gewinne erzielte.



Quelle: Ibbotson Associates ■

**Eine auf gesundem
Menschenverstand
basierende Strategie**

Bei Sparinvest sind wir der Ansicht, dass konstantes Marktengagement im Laufe der Zeit beständigere Gewinne ermöglicht als eine Investmentstrategie, welche versucht, Marktbewegungen vorauszusagen. Wenn wir nicht in der Lage sind, Anlegern mit einer aktiven Strategie Mehrwert zu bieten, ziehen wir es vor, die erforderliche Allokation kostengünstiger durch einen passiv gemanagten Fonds zu erzielen.

| Amerikanische Anteilswerte | Jährliche Rendite | Inflation | Reale Rendite |
|--|-------------------|-----------|---------------|
| 1802 - 1870 – Amerika als Wachstumsmarkt | 7,1 % | 0,1 % | 7,0 % |
| 1871 - 1925 – Amerika zur Industrialisierung | 7,2 % | 0,6 % | 6,6 % |
| 1926 - 2001 – Amerika als ausgereifter Markt | 10,2 % | 3,1 % | 6,9 % |
| 1802 - 2001 – Rendite über zwei Jahrhunderte | 8,3 % | 1,4 % | 6,9 % |
| 1982 - 1999 – Eine vergleichbare Rendite gab es zu Zeiten des Bürgerkriegs von 1864 - 1880 | 17,3 % | 3,3 % | 13,6 % |
| 1982 - 2001 – Dot com Blütejahre – endeten spektakulär im Jahre 2002. | 13,8 % | 3,2 % | 10,5 % |

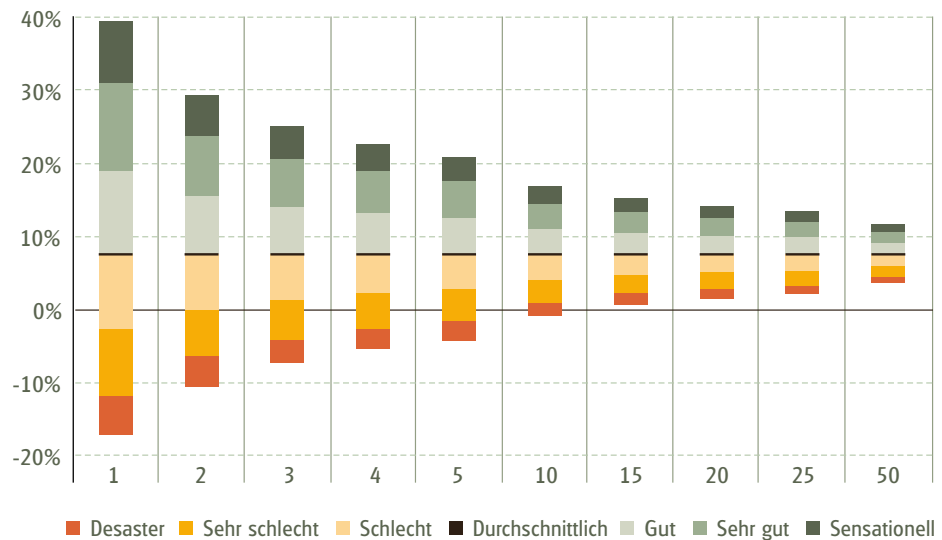
Quelle: John C. Bogle, Common Sense on Mutual Funds

Vorausgesetzt, dass Investoren ihre langfristigen Investmentziele realistisch stecken, sind wir der Meinung, dass der umsichtige, strategische Ansatz von Sparinvest ihnen zu einer stabileren und zufriedenstellenderen Rendite verhelfen kann, als dies ein taktischer Ansatz anderer Fondsmanager erreichen würde. ■

Strategische Asset Allocation

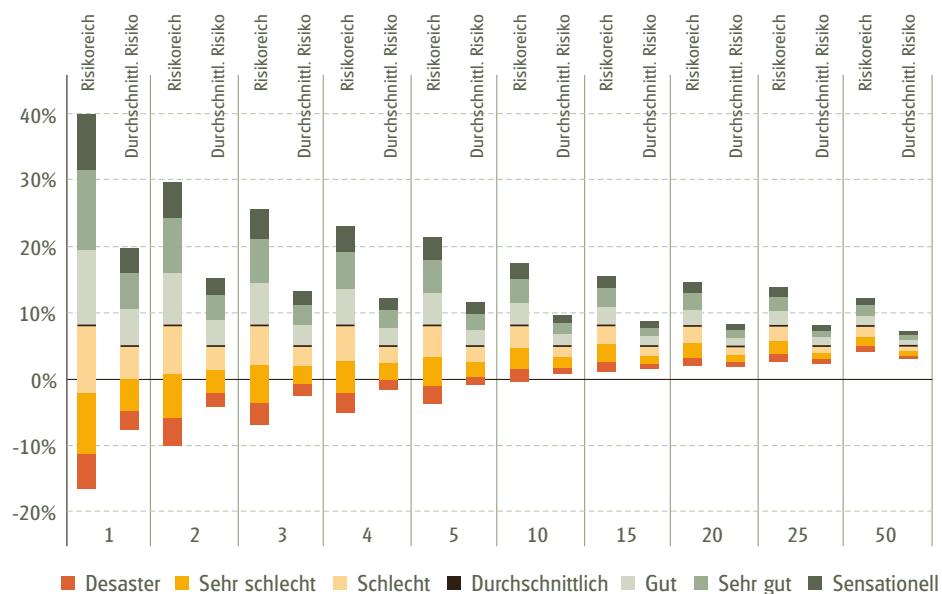
Ertragsstreuung von Musterportfolios

Mit strategischer Asset Allocation kann Sparinvest ein optimales Portfolio zusammenstellen, das eine bestimmte, auf Jahresbasis umgerechnete Rendite erwirtschaftet oder sich an ein bestimmtes Risikoprofil hält. Die nachstehende Darstellung kalkuliert die Ertragsstreuung des Portfolios eines risikotoleranten Anlegers.



Jede der vertikalen Spalten zeigt die Bandbreite der möglichen Ergebnisse im angegebenen Zeitraum, von ausgezeichnet bis zu verheerend. Beachten Sie, wie die Schwankung der durchschnittlichen Jahresrenditen mit jedem Jahr abnimmt, in dem das Portfolio besteht.

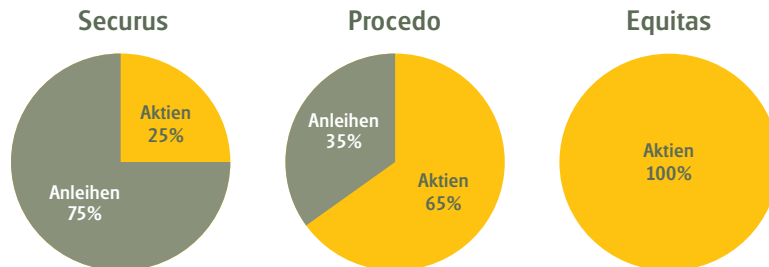
Die nachstehende Abbildung zeigt die Ertragsstreuung und die Schwankungsintensität an, die für den risikotoleranten Anleger beziehungsweise den risikoscheuen Anleger zu erwarten wären. Es ist deutlich erkennbar, dass mit einer höheren angestrebten Rendite auch eine höhere Volatilität verbunden ist.



Strategische Asset Allocation

Beispiele verschiedener Allokationen

Fondspalette und Vermögensaufteilung (Asset Allocation)



Wie geht Sparinvest bei der strategischen Asset Allocation vor?

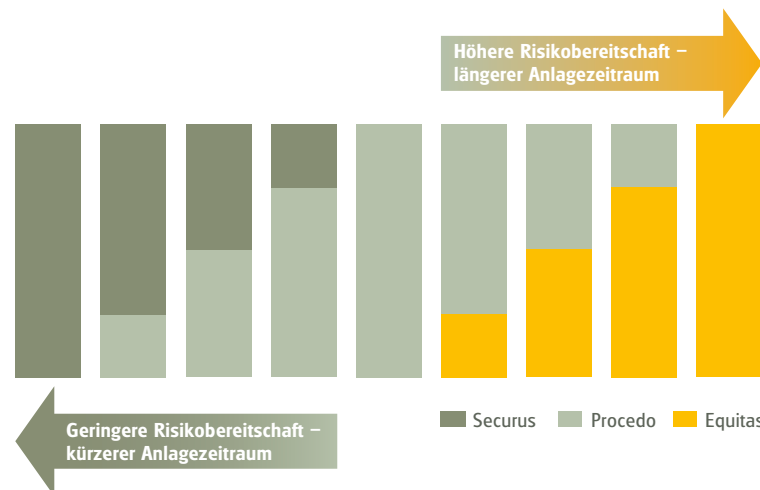
Unser Buch „Strategische Asset Allocation – kurz gefasst“ erklärt, wie wir die Strategische Asset Allocation für die von uns verwalteten Portfolios institutioneller Anleger anwenden.

Das Konzept der Strategischen Asset Allocation ist auch die Basis für eine Reihe von Fonds, die wir Privatanlegern anbieten. ■

Passen Sie Ihr Risikoprofil an

Die Zusammenstellung des bestmöglichen Portfolios für jeden Anleger erfordert ein mehrstufiges Verfahren, dessen wichtigster Bestandteil natürlich die Wahl der Wertpapiere ist. Der Ausgangspunkt ist jedoch in jedem Fall der Anleger mit seinen spezifischen Anforderungen. Sobald wir das Risikoprofil des Anlegers ermittelt haben, beginnen wir mit der Zusammenstellung eines Portfolios, das diesem Profil entspricht, oder wir schlagen dem Anleger vor, wie er unsere Strategische Asset Allocation-Fondspalette seinem Profil entsprechend nutzen kann.

Bevor Investoren eine Anlageentscheidung treffen, sollten sie zunächst festlegen, wieviel Risiko sie zu akzeptieren bereit sind und welchen Anlagehorizont sie haben.

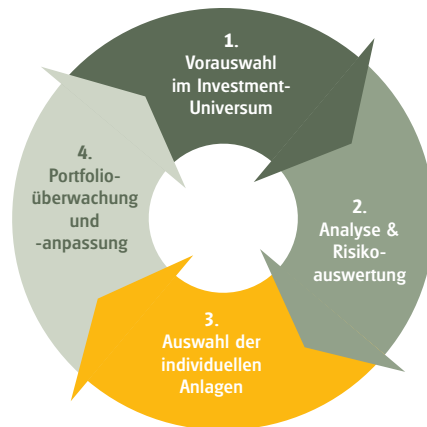


Indem sie in eine Kombination unterschiedlicher Fonds investieren, können die meisten Investoren eine angemessene Diversifikation erreichen. Sie können ein Kerninvestment zusammenstellen, das ihrer individuellen Risikoneigung entspricht und mit dem sie zukünftige Ausgaben abdecken können.

Nach Aufbau des Portfolios läuft das Investmentverfahren weiter mit dem konstanten Ziel, die richtige Positionierung und Ausrichtung des Portfolios auf den strategischen Ausgangspunkt sicherzustellen. ■

Strategische Asset Allocation

Investmentprozess



Zusammenfassung

Die Anlageziele der Strategischen Asset Allocation von Sparinvest sind:

- kontinuierliche Anlagen – unabhängig von Marktbewegungen;
- gut diversifizierte Portfolios mit Anlagen in eine große Auswahl von Vermögenswerten;
- unter Beachtung der Korrelationen und Volatilität zusammengestellte Portfolios, die sowohl der Risikobereitschaft als auch dem zeitlichen Anlagehorizont des Investors entsprechen;
- Ausnutzung nachgewiesener Outperformance-Faktoren (Marktkapitalisierung, Value und Momentum) zum Aufspüren von Überrenditen;
- die Erhaltung der Portfolio-Allocation durch regelmäßige Anpassung. ■

Der angegebene Fonds ist ein Teilfonds von Sparinvest SICAV, einer offenen Investmentgesellschaft luxemburgischen Rechts. Die Zeichnung von Anteilen muss stets auf Grundlage des aktuellsten Verkaufsprospekts und/oder des vereinfachten Verkaufsprospekts sowie des aktuellen Jahresberichts (bzw. Halbjahresberichts, sofern dieser aktueller ist) erfolgen. Der Anleger kann sowohl diese Dokumente, als auch die ursprüngliche und jegliche nachfolgend geänderte Satzung der Fonds jederzeit bei Sparinvest oder bei den berechtigten Vertriebsstellen kostenlos anfordern. Vergangene Wertentwicklungen bieten keine Garantie für die künftige Entwicklung. Angelegte Gelder unterliegen einem Verlustrisiko. Fremdwährungsanleihen sind Wechselkursschwankungen unterworfen. Für Anlagen in Schwellenländern besteht ein erhöhtes Risiko. Sofern nicht anders angegeben, wurden die hier dargestellten Wertentwicklungen Nettoinventarwert zu Nettoinventarwert bei Wiederanlage der Erträge und in Fondswährung ermittelt. Vertretung und Zahlstelle für Anleger aus der Schweiz ist: RBC Dexia Investor Services Bank S.A., Esch-sur-Alzette, Zweigniederlassung Zürich, Badenerstrasse 567, Postfach 101, CH-8066 Zürich. Quelle: Sparinvest S.A.; Morningstar; Standard & Poors und Bloomberg zum jeweils angegebenen Datum.