

Die Bedeutung der Aktie in der Vermögensverwaltung von Hauck & Aufhäuser Privatbankiers

Die Aktienanlage war auch in der Vermögensverwaltung von Banken lange Zeit geprägt von der aktuellen Stimmung an den Börsen oder gar von den persönlichen Neigungen des Beraters. Oft war der „heiße Tipp“ in B rsenbriefen wichtiger als eine ausgewogene Strukturierung des Depots. Die Frage nach dem Risiko beschränkte sich häufig lediglich auf den gewünschten Anteil von Aktien und Anleihen. Logische Folge dieser weitgehend unkoordinierten Anlageentscheidungen waren sehr prozyklische Schwankungen des Depotwerts. Die Unübersichtlichkeit der Portfolios erhöhte zudem die juristischen Risiken für die Banken. Spätestens mit dem Zusammenbruch des Neuen Marktes hat sich dann allerdings die Erkenntnis durchgesetzt, dass Investitionen in Aktien nur im Rahmen eines Investmentprozesses und eingebunden in ein System mehrerer optimierter Assetklassen sinnvoll sind. Das eingegangene Risiko wird dabei laufend überprüft. Die Aktie bleibt aber auch unter Berücksichtigung dieser Kriterien ein zentrales Anlageinstrument.

Höhere Beratungsintensität und strukturierter Investmentprozess

Ein Vermögensverwalter sieht sich heute allerdings immer komplexeren Anforderungen ausgesetzt. So befinden sich zum Beispiel derivative und hybride Kapitalmarktprodukte dank zunehmend zielorientierterer Ausgestaltungen auch in der Vermögensverwaltung klar auf dem Vormarsch, was die Beratungsintensität erhöht. Diese alternativen Anlageinstrumente können die direkte Aktienanlage ersetzen, ergänzen oder – oft gewünscht – in ihrer Wirkung etwas abfedern und ein Sicherheitspolster bilden. Ein moderner Vermögensverwalter muss in der Lage sein, diese „neue“ Anlageklasse entsprechend der Risikobereitschaft des Kunden opti-

miert einzusetzen. Eine zunehmende Bedeutung erhalten auch Investitionen in Private Equity Funds. Abgerundet werden gut strukturierte Depots häufig mit Engagements im Rohstoffsektor. Die früher so beliebten Rohstoffaktien spielen hier mittlerweile allerdings eine eher untergeordnete Rolle.

Die Kunst in der modernen Vermögensverwaltung besteht somit darin, die Gewichtung der verschiedenen Anlageklassen zu optimieren und diese mit den persönlichen

Wünschen und Anforderungen des Kunden individuell zu verknüpfen. Um die sehr komplexen Einflussfaktoren in eine optimierte Portfoliostruktur umzusetzen, bedarf es eines klar strukturierten Investmentprozesses. Und genau hieran hat Hauck & Aufhäuser in den letzten Jahren intensiv und – wie wir meinen – mit überzeugendem Erfolg gearbeitet.

Nach einem stringenten Verfahren werden bei Hauck & Aufhäuser hier so weit wie möglich alle in Frage kommenden Anlagealternativen und -kombinationen nach unterschiedlichen Kriterien auf den Prüfstand gestellt, zudem werden auch die Risiko- und Ertragsrelationen gegeneinander abgewogen.

Der Investmentprozess folgt stets der Maxime, die – im Sinne des Kunden – bestmögliche Mischung aus dem globalen Angebot an Finanzmarktprodukten zur Portfoliogenerierung bereitzustellen (Best-Select-Ansatz). Basierend darauf wird der Investmentprozess in einem Top-Down-Ansatz gesteuert. Am Anfang des Prozesses steht die Analyse der speziellen Anlagebedürfnisse des Kunden. Ziel ist es, maßgeschneiderte Anlagelösungen zu entwickeln, in deren Fokus der Vermögenserhalt sowie der kontinuierliche Vermögensaufbau bei minimierten Portfoliorisiken steht.

Sieben Anlageklassen

Aktien sind in diesem System lediglich noch ein Teilbereich. So setzt sich die Asset Allocation in den Modellportfolios von Hauck & Aufhäuser aus insgesamt sieben Anlageklassen zusammen: Aktien, Anleihen, Offene Immobilienfonds/REITs, Hedgefonds, Private Equity, Rohstoffe sowie Cash/Geldmarkt. Der Aktienanteil in den einzelnen Modellportfolios (Konservatives-, Renditeorientiertes-, Chancenorientiertes

Dr. Volker van R uth, persönlich haftender Gesellschafter, Rolf Weigel, leitender Mitarbeiter im Investment Office, beide Hauck & Aufhäuser Privatbankiers KGaA, Frankfurt am Main

Waren die Anlageentscheidungen in der Vermögensverwaltung früher zuweilen von aktuellen Stimmungslagen an den Börsen und/oder von persönlichen Einschätzungen der Berater geprägt, so registrieren die Autoren in den vergangenen Jahren eine eindeutige Hinwendung zu klar strukturierten Investmentprozessen. Im Mix aus sieben Anlageklassen, wie ihn das eigene Haus praktiziert, werten sie Aktien nach wie vor als wesentlichen Renditemotor, aber auch als beachtliche Risikoquelle. Dementsprechend bescheinigen sie einem kontinuierlichen Risikocontrolling einen wachsenden Stellenwert bei der Vermögensverwaltung. Bei durchaus vergleichbaren Investmentprozessen im institutionellen und Privatkundengeschäft räumen sie dem institutionellen Geschäft im Vergleich zum Privatkundenmarkt eine besondere Bedeutung der Performancemessung ein. Auf eine eindeutige Präferenz in der Wahl Direktanlage in Aktien oder strukturierten Produkten wollen sie sich nicht festlegen lassen, wenngleich sie letzteren eher eine Funktion der Risikoabsicherung beimessen. (Red.)

und Dynamisches Depot) bewegt sich zwischen 15, 30, 50 und 70 Prozent.

Obwohl der Aktienanteil in einer optimierten Portfoliostruktur heute eher niedriger ist als in der Vergangenheit, bleiben Aktien dennoch der entscheidende Einflussfaktor für die Performancegenerierung. Dies bestätigt ein Blick auf den Performancebeitrag der einzelnen Assetklassen in den Modellportfolios im vergangenen Jahr 2006. So haben Aktien selbst im Konservativen Depot (Anteil 15 Prozent) einen Beitrag an der Gesamrendite des Portfolios von immerhin 44 Prozent geleistet. Im Renditeorientierten Depot (Anteil 30 Prozent) generierten Aktien bereits stolze 64 Prozent. Das Beispiel beweist: Aktien sind zur Renditesteigerung weiterhin ein unverzichtbarer Portfoliobestandteil.

Wie erfolgt beim Bankhaus Hauck & Aufhäuser die Auswahl aussichtsreicher Investitionsmöglichkeiten für die Assetklassen und damit auch die Aktienselektion? Auf der zweiten Stufe des Investmentprozesses sind die Fachabteilungen des Bankhauses einbezogen. In dieser Phase werden die aktuellen Entwicklungen an den Finanzmärkten analysiert und mit den langfristigen Strategien abgeglichen, um möglicherweise nötige Adjustierungen vorzunehmen. Gleichzeitig werden interessante Investitionschancen untersucht. Dabei agieren die Fachabteilungen weitgehend unabhängig. Um einen harmonisierten Prozess gewährleisten zu können, tagt regelmäßig ein Investmentkomitee.

Aktienauswahl nach fundamentalen und technischen Filtern

Die Aktienauswahl erfolgt sowohl nach fundamentalen als auch nach technischen Filtern. Bei Hauck & Aufhäuser überwiegt klar die Fundamentalanalyse, die vom Research vorgenommen wird. Dabei hat sich die Bank auf die Analyse europäischer Aktien spezialisiert. Das Aktienuniversum ist zusammengefasst im DJ Stoxx 600-Index. Die Analysen beruhen auf allgemein anerkannten qualitativen und quantitativen Bewertungsgrundlagen.

Basierend auf einer Top-Down-Analyse – mit eigenen branchenspezifischen Modellen – erfolgt die Unternehmens- und Aktienbewertung mit Hilfe von gängigen Fundamental-Analysemethoden (DCF-, KGV- und Peer-Group-Analyse). Schließlich

wird in einer Strategieanalyse noch ein Stärken-/Schwächeprofil erstellt und dabei auch die Managementqualität untersucht.

Die durch diese Fundamentalanalyse aus dem Aktienuniversum ausgewählten Titel werden dann noch einmal durch technische Methoden gefiltert. Schließlich werden zirka 50 ausgewählte Aktien aus dem DJ Stoxx 600-Index in das H&A Stoxx 600-Modellportfolio eingestellt. Pro Branche sollten mindestens zwei Aktien auf der Liste stehen, wobei ein Anlagehorizont von zwölf Monaten unterstellt wird.

Kontinuierliches Risikocontrolling

In der nächsten Phase des Investmentprozesses werden dann die von den Fachabteilungen – unter anderem vom Research – erarbeiteten Auswertungen (Markt- und Einzelanalysen) in einem Portfoliooptimierungsverfahren zusammengeführt und dann die Gewichtung der einzelnen Anlageklassen festgelegt. Ziel dieser Phase ist die Optimierung von erwarteter Rendite und Risiko.

Besonders bei Aktien ist die Risikobegrenzung sehr wichtig. Denn sie bringen nicht nur den in der Regel größten Performanceanteil, sondern sie stellen auch den höchsten Risikobeitrag. Diese Aussage wird durch einen Blick in die H&A-Modellportfolios ebenfalls bestätigt. Selbst im Konservativen Depot (Aktienanteil 15 Prozent) machen Aktien rund 50 Prozent des gesamten Portfoliorisikos aus. Im Renditeorientierten Depot (Anteil 30 Prozent) erreicht der Risikobeitrag bereits mehr als 60 Prozent.

Um Aktien in der modernen Vermögensverwaltung verantwortungsbewusst als Performancetreiber einsetzen zu können, bedarf es somit eines kontinuierlichen Risikocontrollings. Hierzu zählt bereits die Portfoliooptimierungsphase. Dabei kommen bei Hauck & Aufhäuser mathematische Modelle zum Einsatz, die Schwächen der herkömmlichen Markowitz-Optimierung durch reellere asymmetrische Varianz-Annahmen beseitigen. Zudem werden in dieser Phase ökonometrisch-technische Modelle angewandt, mit deren Hilfe nach der Wahrscheinlichkeitstheorie die Plausibilität der Markterwartungen überprüft und gegebenenfalls nach Rücksprache mit den Fachabteilungen auch adjustiert werden kann.

Bei der Portfoliooptimierung und damit auch bei der Risikomessung spielen vor allem zwei Kennzahlen eine entscheidende Rolle: Die Sharpe-Ratio und der Value-at-Risk. Die Sharpe-Ratio setzt die in einem Portfolio (oder einem einzelnen Anlageinstrument) erzielte Überschussrendite (Performance \cdot sichere Rendite – in der Regel Geldmarkt) in Relation zum Risiko, das zur Erzielung dieser Rendite eingegangen wurde. Das Risiko wird hier definiert als Volatilität der Asset Preise. Die Volatilität ist die in einem bestimmten Zeitraum empirisch gemessene durchschnittliche Abweichung eines Kurses von seinem Mittelwert. Je höher die Volatilität, desto höher ist auch das Risiko, das ein Portfoliomanager eingegangen ist, um eine bestimmte Rendite zu erzielen. Bei Hauck & Aufhäuser wird stets eine Sharpe-Ratio von größer eins für ein Investment angestrebt.

Die Aktien im institutionellen Geschäft

Noch wichtiger ist indessen die Betrachtung des Value-at-Risk. Der Value-at-Risk (VaR) misst den maximalen Verlust, den ein Portfolio innerhalb eines bestimmten Zeitraums mit einer definierten Wahrscheinlichkeit nicht überschreitet. Üblich sind Wahrscheinlichkeiten für die Berechnung des Maximalrisikos beim VaR von 95 Prozent oder 99 Prozent. Die Maxime ist hier ganz klar: Der Kunde soll jederzeit genau wissen, welches Risiko die Bank bei der Anlage seines Kapitals eingeht. Steigt der Value-at-Risk über eine definierte Obergrenze hinaus an, so sind die eingegangenen Positionen genau zu überprüfen und gegebenenfalls mit dem Investmentprozess neu abstimmen.

Neben der klassischen Vermögensverwaltung für die Klientel der Privatkunden hat die Aktie auch im Dienstleistungsspektrum für unsere institutionellen Kunden einen prominenten Platz. Grundsätzlich gilt, dass im institutionellen Geschäft noch wesentlich umfangreichere rechtliche Rahmenbedingungen eingehalten werden müssen als in der Vermögensverwaltung mit privaten Klienten. Als Beispiel seien hier die Stiftungen genannt. Sie setzen dem Portfoliomanager nicht nur aus rechtlichen Gründen, sondern auch aufgrund ihres Stiftungsauftrages oft enge Grenzen.

Im institutionellen Geschäft spielt die Performancemessung eine im Vergleich zu den

Privatkunden noch bedeutendere Rolle. So erhalten Portfoliomanager von institutionellen Kunden zum Beispiel wesentlich detailliertere Vorgaben beim sogenannten Tracking-Error, also der maximal zulässigen Abweichung der Performance eines Portfolios von der zugrunde gelegten Benchmark. Dies zeigt sich auch in einem differenzierteren Benchmarksystem. Derzeit werden im institutionellen Geschäft bei Hauck & Aufhäuser 39 Benchmarks eingesetzt.

Zudem weist die Aktienausswahl im institutionellen Bereich auch eine umfangreichere Spezialisierung auf als bei Privatkunden, da hier häufig produktbezogen bestimmte Investmentstile verfolgt werden. So bietet die Bank im institutionellen Geschäft zum Beispiel Aktienprodukte an, deren Auswahlfokus auf Value Aktien oder Aktien von inhabergeführten Unternehmen gerichtet ist. Darüber hinaus wird zum Beispiel im Rahmen eines Total-Return-Ansatzes auch eine definierte Dividendenstrategie mit dem Ziel der Alpha-Generierung, also der Erzielung einer marktunabhängigen Zusatzperformance zur Geldmarktrendite, umgesetzt.

Vergleichbarer Investmentprozess

Der Erfolg der Aktienkonzepte und deren konsequente Umsetzung lässt sich auch nach außen sichtbar objektiv belegen: So ist der H&A Aktien Euroland Universal mit dem 1. Platz des Standard & Poor's Fund Award 2006 Germany ausgezeichnet worden. Lipper zeichnete den H&A Lux Equity Value Invest mit seinem Fund Award Germany und Austria 2007 als besten europäischen Aktienfonds über die letzten drei Jahre für Deutschland und Österreich aus. Ebenso verlieh Lipper dem Universal AS-Fonds I den 1. Platz des Fund Award 2007

als bester Altersvorsorge-Fonds über die letzten fünf Jahre. Angemerkt sei an dieser Stelle lediglich, dass die Bank auch im Bond-Bereich über eine ausgewiesene Expertise verfügt. So erreichte etwa der HAIG Select Bond Spezial Fonds den 1. Platz beim österreichischen Dachfonds Award für Rentendachfonds mit hohem High-Yield-Anteil über die letzten drei Jahre.

Trotz der beschriebenen Differenzierungen des institutionellen Geschäfts zum Privatkundenbereich stellt sich die Frage, ob es bei der Aktienanlage tatsächlich eine grundsätzlich unterschiedliche Einstufung von institutionellen und privaten Klienten gibt. Entsprechend der beschriebenen Anlagephilosophie von Hauck & Aufhäuser ist diese Frage eher mit einem Nein zu beantworten. Denn der Investmentprozess für institutionelle Kunden unterscheidet sich im Prinzip nicht von dem für die private Klientel.

Direktanlage oder strukturierte Produkte?

Abschließend nun fast noch eine Gewissensfrage: Sollte man in Zukunft in der Vermögensverwaltung die Direktanlage in Aktien vollständig durch strukturierte Produkte (Zertifikate) ersetzen? Die Aktie wäre damit lediglich noch ein Underlying. Der Zertifikate-Markt boomt in Deutschland und zweifellos sind alternative Investmentprodukte ein unverzichtbarer Bestandteil in jedem optimierten Portfolio. Sie sollten in einem gut strukturierten Portfolio aber wohl eher als Beimischung dienen, um Risiken zu begrenzen.

Das Bankhaus Hauck & Aufhäuser stützt sich im Aktiengeschäft auf eine langjährige Expertise – sowohl im Portfoliomanagement wie auch im mindestens genauso wichtigen Research – und konnte mit seinen Empfehlungen schon zahlreiche Preise gewinnen. Entsprechend dieser Erfahrungen werden wir der Aktie deshalb weiterhin ein höheres Gewicht gegenüber alternativen Investmentprodukten einräumen. Denn die Bedeutung der Aktie als Renditemotor ist kaum ersetzbar. Die Zukunft wird freilich zeigen, welche Strömungen sich in der Vermögensverwaltung durchsetzen. Ohne sich notwendigen Neuerungen zu verschließen, sollte die Aktie aber auch in Zukunft ihren wohlverdienten Platz in der modernen Vermögensverwaltung behalten.

Bitte beachten Sie,
dass die nächste Ausgabe
bereits zum Sparkassentag
am

9. Mai 2007

erscheinen wird.