

# Tragende Säule des privaten Anlagevermögens

Eine Studie über optimale Anlageportfolios liefert interessante Erkenntnisse: Überraschungsstar im Ensemble ist der geschlossene Immobilienfonds

Von Peter Moser

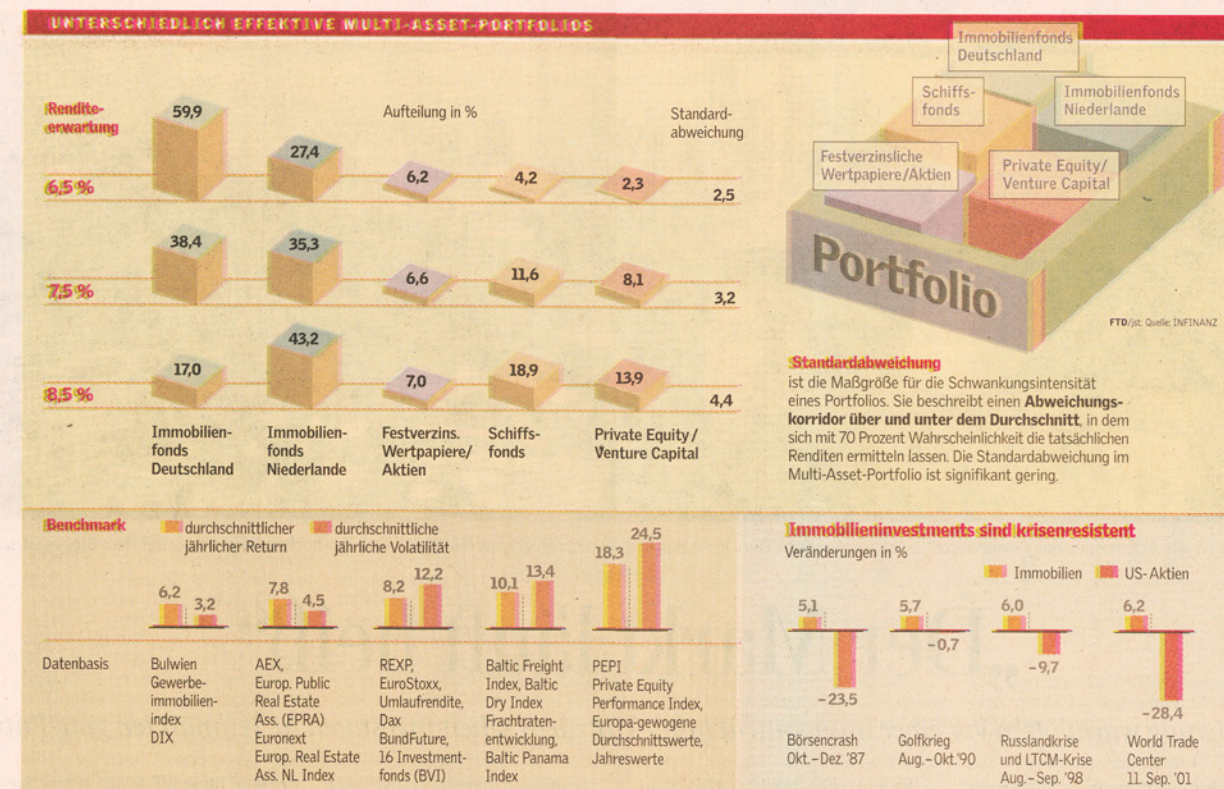
Der private Vermögensaufbau ist in Deutschland zu einem Thema von gesellschaftspolitischer Dimension geworden. Eine zufriedenstellende Altersvorsorge auf Grundlage der gesetzlichen Renten wird es mit hoher Wahrscheinlichkeit bald nicht mehr geben. Das Ersparnis ertragreich anzulegen, ohne dabei ein unangemessenes Risiko einzugehen, ist daher ein wachsendes Bedürfnis quer durch alle Bevölkerungsschichten.

Für das Münchner Infinanz Institut für Finanz- und Investitionsmanagement ist dies der Anlass für eine umfangreiche Forschungsarbeit über risikooptimale Portfolios. Den Ausgangspunkt hierzu bildet die Annahme, dass persönliche Erfahrungen, Vorurteile und Massentrends das Anlegerverhalten weit mehr beeinflussen als gesicherte Erkenntnisse über Renditeaussichten und Risiken einzelner Assetklassen und deren gegenseitige Wechselwirkungen.

## Suche nach Ertragssicherheit

Infinanz baut seine Studie auf einer sorgfältigen Erhebung des historischen Marktgeschehens auf. Untersucht werden dabei die Assetklassen Aktien, festverzinsliche Wertpapiere, Schiffsfonds, Hollandimmobilienfonds, Deutschlandimmobilienfonds, Private Equity und Venture Capital Fonds hinsichtlich ihrer durchschnittlichen Renditeerwartung und ihres Risikos, dass heißt ihrer Neigung, von der Durchschnittsrendite abzuweichen. Interessante Erkenntnis: Die hohe Ertragssicherheit der geschlossenen Immobilienfonds sticht in diesem Vergleich der einzelnen Assetklassen besonders ins Auge.

Im Vergleich dazu weisen beispielsweise die an Börsen gehandelten Anlagen die vielfache Schwankungsneigung auf. Für Professor Franz Joseph Busse, den Leiter des Münchener Infinanz, waren diese Werte der Anlass, die Krisenanfälligkeit der einzelnen Assetklassen



genauer unter die Lupe zu nehmen. Das Ergebnis: Die Resistenz der Immobilie gegen kurzfristige Wertverluste aufgrund psychologischer wirksamer Ereignisse ist unübersehbar. „Meiner Meinung nach sind dies unverzichtbare Eigenschaften für eine Vermögensvorsorge. Wenn es um die Alterssicherung geht, ist kein Raum für unkalkulierbare Risiken“, sagt Professor Busse.

Einen weiteren wichtigen Aspekt liefern die Erhebungen zur Korrelation der einzelnen Assetklassen zueinander. Die moderne Portfoliotheorie fußt auf der einfachen Erkenntnis, dass sich durch die Mischung unterschiedlicher An-

lagen, sofern sie sich weitgehend unabhängig voneinander entwickeln, rendite- und risikooptimierende Effekte erzielen lassen.

Noch bis vor wenigen Jahren galt daher die Faustformel: Bei sinkenden Zinsen steigen die Aktien – und umgekehrt. Ein ausgewogenes Verhältnis der beiden Klassen im Portfolio sorgte für eine Beruhigung der Gesamtentwicklung und begrenzte damit das Risiko. Die Messgröße für die Abhängigkeit der Entwicklungsverläufe heißt Korrela-

tionskoeffizient. Der Wert 1 bedeutet: völliger Gleichlauf der Wertentwicklung, dagegen bedeutet der Wert 0: unabhängige Entwicklung, der Wert -1 bedeutet: gegenläufige Entwicklung. Lag dieser Wert für festverzinsliche und Aktien noch vor rund zehn Jahren bei 0,25, ermittelt das Münchener Institut heute einen Koeffizienten von 0,6. Von einer wirksamen Risikobegrenzung kann da keine Rede mehr sein. Selbst bei breiter Diversifikation bleibt eine hohe Schwan-

kungsneigung. Auch aus diesem Grund empfiehlt sich ein strukturiertes Anlageportfolio mit einem hohen Anteil an geschlossenen Immobilienfonds.

Aufgrund der Annahme, dass kein Anleger ernsthaft Risiken ohne entsprechende Renditechancen in Kauf nehmen möchte, wurden aus den Parametern Rendite, Risiko und Korrelation der einzelnen Anlageklassen für jede Renditeerwartung die idealen Portfoliostrukturen errechnet. Die erwünschten Diversifikationseffekte werden hierbei lehrbuchartig aufgezeigt. In der Alleinbetrachtung weisen die geschlossenen Deutschlandimmobilienfonds

mit einer Standardabweichung von 3,2 Prozent ein sehr geringes Risiko auf, bei einer Durchschnittsrendite von 6,2 Prozent. Durch die Beimischung teilweise wesentlich riskanterer Assetklassen im richtigen Verhältnis kann bei gleichem Risiko eine Durchschnittsrendite von 7,5 Prozent erzielt werden – und dies bei einem Immobilienanteil von über 70 Prozent.

Die an den internationalen Börsen gehandelten Assets bieten den unbestreitbaren Vorteil der täglichen Handelbarkeit. Dieser ist jedoch bei einem langfristigen Anlagehorizont nicht unbedingt erforderlich. Auch ist die erhöhte Verfügbarkeit der angelegten Mittel nicht ohne Preis zu haben. Eine überschießende globale Informationsflut, die ständige Verfügbarkeit sämtlicher Marktdaten, verstärkt zunehmend das Massenverhalten im Börsengeschehen. Risiko und Korrelation nehmen deshalb gezwungenermaßen zu. Hier gereicht den geschlossenen Immobilienfonds der scheinbare Nachteil der langfristigen Kapitalbindung zum Vorteil, da diese spontane Reaktionen und kurzfristige Trends verhindert.

## Fehlende Produkte

Für private Anleger ist der Aufbau eines optimalen Multi-Asset-Portfolios, wie es die Münchener Infinanz-Studie nahe legt, im Grunde derzeit undenkbar. Mindestbeteiligungsgrenzen und Verwaltungsumfang sprengen den Rahmen. Es wäre also Aufgabe der Finanzdienstleister in Deutschland, Beteiligungen an strukturierten Portfolios zu ermöglichen. Angesichts der zum Teil sehr schmerzhaften Erfahrungen der vergangenen Jahre sollte für solche Anlageprodukte ein breiter Markt zu erschließen sein. Aber auch für institutionelle Depotverwalter dürfte die Studie interessante Erkenntnisse liefern. Das Team um Professor Busse arbeitet momentan an einer detaillierteren Version mit einer deutlich breiteren Datenbasis sowie an der Vermarktung ihrer gewonnenen Ergebnisse.

**„Wenn es um die Alterssicherung geht, ist kein Raum für unkalkulierbare Risiken“**

Franz Joseph Busse