

## Diversifikation ist der Schlüssel zum Erfolg

Ehernes Prinzip der Kapitalanlage behält seine Gültigkeit – Schnell und flexibel auf neue, ungewohnte Situationen reagieren – Prognosen werden schwieriger

Börsen-Zeitung, 16.4.2011

Die Kapitalanlage der deutschen Versicherer hat sich fundamental gewandelt. Bis vor zehn Jahren waren sie vorwiegend im eigenen Land investiert. Ihre Portefeuilles waren dominiert von Staatsanleihen, Pfandbriefen und Namensschuld-scheinen von Landesbanken. Im Bereich der sogenannten Risky Assets dominierten deutsche Aktienbestände in Höhe von bis zu 20 %, gefolgt von wenig diversifizierten und im Inland konzentrierten Immobilieninvestments. Europäische Anleihen, Fremdwährungsanleihen, Unternehmensanleihen und alternative Investments führten eher ein Schattendasein.

### Anders als vor zehn Jahren

Heute investieren die deutschen Versicherer global. Zwar legen sie sehr viel weniger in Aktien an, dafür mehr in europäischen Unternehmensanleihen, weiterhin in deutschen Pfandbriefen und ihren europäischen Pendanten, den Covered Bonds, in Inflation Linked Bonds und selektiv in Bereichen wie Private Equity, Hedgefonds und erneuerbaren Energien. Die Entstehung eigener professioneller Asset Manager in der Versicherungswirtschaft hat zu dieser erhöhten Diversifikation über Länder, Laufzeiten und Emittenten beigetragen, sodass die deutsche Assekuranz heute in der Kapitalanlage wesentlich breiter investiert ist als noch vor zehn Jahren.

Ein Schwergewicht liegt zwar auf Anleihen, doch innerhalb dieser Anlageklasse sind die Investitionen breit in vielerlei Hinsicht gestreut. Zudem ist das Asset Liability Management prominent in den Vordergrund gerückt, also die konsequente Abstimmung der Anlagepolitik auf die Struktur der Zahlungsverpflichtungen. Diversifikation und Asset Liability Management haben die Risiken in der Kapitalanlage wesentlich reduziert.

In der Finanzkrise hat sich diese Trendwende in der Anlagepolitik,

die in den Jahren 2002 und 2003 nach dem Platzen der Blase bei Technologie-, Medien- und Telekommunikationsaktien eingeleitet wurde, als richtig und erfolgreich erwiesen. Wer im schwierigen Kapitalmarktumfeld der letzten Jahre attraktive Renditen unter Berücksichtigung überschaubarer und vertretbarer Risiken erwirtschaften wollte, konnte dies auch mit Anleihen schaffen. Aktien dagegen werden heute von Versicherungen aus gutem Grund nicht mehr als strategische Anlageklasse angesehen. Plötzliche Turbulenzen an den Aktienmärkten aufgrund überraschender Ereignisse machen Kursschwankungen im zweistelligen Prozentbereich zu keiner Seltenheit. Versicherungen hätten dann mit einem Schlag einen signifikanten Teil ihres Risikokapitals aufgebraucht. Das ist das genaue Gegenteil dessen, was Versicherungen anstreben: einen prognostizierbaren und stetigen Ertrag.

Mit Anleihen dagegen lassen sich nicht nur vorhersagbare Erträge generieren, diese können auch äußerst attraktiv sein. Insbesondere Unternehmensanleihen, deren Risiken oft niedriger einzuschätzen sind als die von Aktien, konnten in den vergangenen beiden Jahren stark profitieren. Aber auch Anleihen aus den Emerging Markets bereiteten den Investoren zuletzt viel Freude. Das Diversifikationspotenzial neuer wachstumsstarker Regionen in den Emerging Markets wird heute sehr viel stärker berücksichtigt als früher.

### Neue Herausforderungen

Gerade an den Emerging Markets wird deutlich: Tradierte Denkmuster und ihre Begrifflichkeiten müssen in einer sich rasch verändernden Welt ständig neu auf den Prüfstand. Dennoch gibt es eherner Prinzipien wie die Diversifikation, die unverändert gültig sind. Gerade in stürmischen Zeiten ist es wichtig, diese nicht aus den Augen zu verlieren. Zwar gab es in der Finanzkrise immer wieder Stimmen, die behaupteten, die Diversifikation würde nicht mehr funk-

tionieren. Doch bei näherem Hinsehen ist genau das Gegenteil richtig: Diversifikation ist der Schlüssel zum Erfolg. Die Mischung und Streuung von Kapitalanlagen gehört zu den bewährten Grundregeln der Kapitalanlage gerade angesichts tiefgreifender Veränderungen. Um die Vorteile dieses Prinzips erkennen und vollständig ausschöpfen zu können, bedarf es allerdings der sorgfältigen Erfassung der Risiken der eigenen Investments. Jede Kapitalanlage muss dafür mit Blick auf die Risiken genauestens geprüft werden. Die relevanten Unterlagen sind in jedem Einzelfall durchzusehen und auf Plausibilität und Nachvollziehbarkeit zu prüfen. In jüngerer Zeit haben sich auch nachhaltige Kriterien in der Risikoanalyse als hilfreich erwiesen. Sie werden heute von professionellen Vermögensverwaltern in der gesamten Kapitalanlage eingesetzt.

Mit Blick auf die Finanzkrise ist natürlich auch darauf hinzuweisen, dass bei einer Vielzahl von Einzelrisiken nicht nur diese selbst, sondern auch ihre wechselseitigen Abhängigkeiten fortlaufend überwacht werden müssen. Manche Risiken mögen in guten Zeiten voneinander unabhängig sein, in schlechten Zeiten aber keineswegs – etwa Wohnungsbaukredite privater Haushalte in den USA, wie Investoren in entsprechend unterlegten und vermeintlich „besicherten“ Anlageprodukten leidvoll erfahren mussten. Wenn die Kapitalanlage der Anforderung der Diversifikation nicht mehr genügt, muss sie neu ausgerichtet werden.

Darüber hinaus sind bei einer umfassenden Betrachtung auch unsere Vorstellungen über mögliche künftige Risikoszenarien einzubeziehen. Immer dann, wenn sich die Rahmenbedingungen der Kapitalanlage ändern und wir ein neues Umfeld vorfinden, das sich stark von der Vergangenheit unterscheidet, müssen wir eigene Erwartungen, Szenarien und Worst-Case-Betrachtungen entwickeln. Die Finanzkrise oder auch die Euro-Verschuldungskrise sind hierfür Beispiele. Mit Kapitalmarkts-

zenarien können unsere Anlageexperten die Bedeutung neuer Rahmenbedingungen für die Kapitalanlage abgrenzen und spezifizieren.

### Beispiel aus der Praxis

Die ausufernde Staatsverschuldung und die Unsicherheiten in der Peripherie der Eurozone haben dazu geführt, dass die Bandbreite der Kapitalmarktszenarien gestiegen ist. Wachstum kann Probleme entschärfen, ausbleibendes Wachstum lässt sie rasch eskalieren. Die niedrigen Zinsen werden uns also noch eine Weile begleiten, wenn wir auch aller Wahrscheinlichkeit nach den Tiefpunkt der Zinsentwicklung hinter uns haben. Schwerpunkt der Anlage von Versicherungen bleiben schon aus der Überlegung der Abdeckung der Zahlungsverpflichtungen heraus unverändert Anleihen mit ihren laufenden Zinserträgen. Die tradierte Vorstellung von sicheren Staatsanleihen gilt es im Licht der Entwicklungen der vergangenen 18 Monate jedoch zu modifizieren. Auch bei Staatspapieren der Euro-Peripherie müssen sich Investoren heute Gedanken über die Höhe etwaiger Ausfallrisiken machen.

Ein konservatives Kernportfolio enthält neben Staatsanleihen bester Bonität auch Pfandbriefe. Bis vor einigen Jahren sind dies meist deutsche Pfandbriefe gewesen. Mittlerweile werden in vielen anderen europäischen Ländern Pfandbriefe emittiert, die sich Covered Bonds nennen, weil ihnen gemein ist, dass

sie besichert sind. Der deutsche Investor findet ein breites Angebot vor, ist jedoch gut beraten, jedes Papier vor dem Kauf einer sorgfältigen Prüfung zu unterziehen. Denn auch wenn europäische Covered Bonds deutschen Pfandbriefen nachempfunden sind, so sind deren Sicherheitsmerkmale doch nicht identisch. Und bloßes Indextracking ist nicht zu empfehlen, der aktive Investor ist hier gefordert.

Darüber hinaus eignen sich zur Beimischung Unternehmensanleihen, die eine höhere Rendite abwerfen als die meisten Euro-Staatsanleihen und deutschen Pfandbriefe. In den vergangenen beiden Jahren haben Unternehmensanleihen eine sehr gute Wertentwicklung gezeigt, von der Investoren aus der Versicherungswirtschaft deutlich profitieren konnten. Zu berücksichtigen ist ferner, dass Unternehmensanleihen im Vergleich zu Aktien ein signifikant geringeres Risiko aufweisen. Das Umfeld ist weiterhin günstig, die Konditionen attraktiv und das Diversifikationspotenzial unvermindert hoch.

Mit Blick auf steigende Inflationsraten trägt die Beimischung von Inflation Linked Bonds bezogen auf deren Laufzeit zum realen Kapitalerhalt bei. Zwar gehen wir bei der Meag derzeit nicht davon aus, dass es zu einer dauerhaft hohen Inflation kommen wird. Aber aus dem Blickwinkel eines diversifizierenden Investors ist eine Beimischung von inflationsindexierten Anleihen auf jeden Fall sinnvoll.

Natürlich können auch Aktien die Rendite eines Portefeuilles steigern, und sie haben nach wie vor die Rolle der diversifizierenden Assetklasse. Die Höhe der Beimischung bleibt, wie bei allen Risky Assets, abhängig von der Höhe der Risikotragfähigkeit. Der Investor muss temporär bereit und in der Lage sein, auch mit deutlichen Wertminderungen leben zu können. Bei jeder Beimischung von riskanteren Anlageklassen sind zwei Punkte besonders wichtig: Zum einen muss das Ausmaß der Beimischung zur Risikostruktur des Gesamtportefeuilles passen. Zum anderen ist auf eine hinreichend breite Streuung der Anlagen innerhalb dieser Risikopapiere zu achten.

Zusammenfassend lässt sich sagen: Wer heute als Investor erfolgreich sein will, muss sich schnell und flexibel auf neue, ungewohnte Situationen einstellen können. Die vergangenen Jahre an den Kapitalmärkten haben gezeigt, dass die Geschwindigkeit der Veränderung zunimmt und Prognosen immer schwieriger werden. Auf der anderen Seite sollte deutlich geworden sein, dass die Diversifikation als ehernes Prinzip der Kapitalanlage ihre Gültigkeit behält. Sie immer wieder neu in ihrer Wirkungs- und Funktionsweise zu interpretieren, bleibt freilich eine überaus komplexe Aufgabe und Herausforderung für das Anlagemanagement.

.....  
Thomas Kabisch Vorsitzender der Geschäftsführung der Meag