Es war wohl dieser kleine Aufsatz, der in die Beratungs-Praxis die Idee eingeführt hat, freies und reserviertes Vermögen zu unterscheiden, das ich — in Anlehnung an die Gebräuche der Chinesen — als «Smart Money» und als «Lunch Money» bezeichnet habe. KS

Finanz und Wirtschaft
(Vorsorge Privat, Februar 1999),
pp. 22-23.

PRAXIS

Wieviel Aktien? Eine Anleitung

Viele Personen können irgendwann einen substantiellen Betrag anlegen. Der Anlass kann eine Erbschaft sein oder der Bezug von Kapital aus einer Vorsorgeeinrichtung. Oft aber wurde über Jahre das Vermögen angespart, und plötzlich zeigt sich Unzufriedenheit mit der Art und Weise, in der die Mittel bislang verwaltet wurden. Solche Anlässe führen zur Suche nach der "guten Geldanlage". Mit der guten Geldanlage verhält es sich ähnlich wie mit dem Kauf eines "guten Hauses". Sie muss der individuellen finanziellen Situation angepasst sein, den individuellen Wünschen entgegenkommen und sich unter verschiedensten äusseren Ereignissen bewähren.

Es gibt also mehrere Kriterien, die in ihrer Mehrzahl individuell zu definieren sind. Ein «Haus», das für alle gleichermassen gut wäre, gibt es deshalb nicht. Es stellen sich daher verschiedene Fragen: Zu welcher Bank oder Vermögensverwaltung habe ich eine vertrauensvolle Beziehung? Möchte ich die Verwaltung delegieren, d. h. die Bank ermächtigen zu entscheiden, wann welche Valoren gekauft oder verkauft werden? Oder möchte ich über die Transaktionen selbst entscheiden? Soll mein Vermögen aktiv verwaltet werden? Oder ist es mir lieber, wenn Titel gekauft und dann über lange Zeit gehalten werden?

Risikobereitschaft festlegen

Die wohl wichtigste Frage aber ist die nach der Asset allocation. Soll das Vermögen eher konservativ angelegt werden, also hauptsächlich in Obligationen und Geldmarktinstrumenten? Oder können gewisse Risiken eingegangen werden, indem auf Aktien gesetzt wird? Die Menschheit hat stets gewusst, dass nur auf Gewinne hoffen darf, wer etwas wagt. Anderseits kann, wer zuviel wagt, in Gefahr geraten und subjektiv wie objektiv Schaden nehmen. Mit einem höheren Risiko ist daher ein «Unnutzen» (Disutility) verbunden. Er muss bei der Wahl der Aktienquote dem Nutzen (Utility) gegenübergestellt werden, der mit der Erwartung einer höheren Rendite aus einem grösseren Risiko verbunden ist.

Banken bieten hierzu Musterportefeuilles an. Sie heissen dann «Festzins» (keine Aktien), «Ertrag» (rund 1/3 Aktien), «Wachstum» (rund 2/3 Aktien) und «Aktien» (reines Aktien-Portefeuille). Welches dieser Portefeuilles aber ist das richtige?

In der Praxis wird die Aktienquote leider oft zu tief festgelegt. Der Anlagekunde realisiert dann nach einiger Zeit, dass er Chancen nicht ergriffen hat. Über die Jahre hinweg ist eine zu sichere Anlage eine Politik der versäumten Gelegenheiten, die niemals zurückkehren. Wenn eine Anlagepolitik dagegen zu riskant ausgestaltet ist, können zwar höhere Renditen erwartet werden. Doch die Wahrscheinlichkeit, dass störende Ereignisse und für den Anleger abträgliche Situationen eintreten, ist hoch.

Im Erstgespräch mit einem Kunden gilt es als zentralen Punkt zu erkunden, wie abträglich Risiken für ihn sind. Die mit Risiken verbundene Disutility hat zum einen subjektive, psychologische Ur-

sachen. Der Kunde leidet und fühlt sich beeinträchtigt, wenn er die Wertschwankungen wahrnimmt. Personen, deren Laune davon abhängt, was die Kurstafel zeigt und deren Stimmung entsprechend zwischen Euphorie und Depression schwankt, sollten ihr Vermögen nicht risikobehaftet investieren.

Smart money und Lunch money

Das Vermögen eines Anlegers setzt sich grundsätzlich aus zwei Komponenten zusammen. Dabei handelt es sich einerseits um Mittel, die für die Erfüllung einer Verpflichtung zu einem späteren Zeitpunkt reserviert sind (z. B. Hausrenovation, Ausbildung der Kinder). Das dafür vorgesehene Kapital wird **Lunch money** genannt. Das reservierte Vermögen ist vorsichtig anzulegen. Anderseits wird der Teil des Vermögens, der keinem spezifischen Verwendungszweck dient, als **Smart money** bezeichnet. Er erlaubt dementsprechend eine freiere Anlage und Bestimmung der Aktienquote.

Zum anderen hat die Disutility auch objektive Ursachen. Der Kunde muss vielleicht seinen Lebensplan ändern oder aufwendige Sondermassnahmen treffen, wenn er aufgrund der Wertschwankungen das Anlageergebnis nicht so realisieren kann, wie er zuvor erwartet hat. Die Risikoaversion fasst beide Ursachen zusammen. Sie drückt als Aggregat alle Aspekte der Präferenz aus, die für die Wahl der Asset Allocation relevant sind.

Die nachstehenden Hinweise dienen dem Selbsttest. Fragen Sie sich zunächst, ob Sie das Anlageergebnis oder einen Teil davon nicht bereits für einen ganz konkreten Zweck geplant haben. Können Sie den Verwendungszweck — die Ausbildung der Kinder, die Hausrenovation oder die Ergänzung einer Pension — konkret benennen? Zudem sollten Sie den Zeitpunkt oder den Zeitraum dieser Verwendung ziemlich genau spezifizieren können. Den Teil des Vermögens, der nach einem realistischen Wertzuwachs zur Deckung der Lebenshaltungsverpflichtung dienen soll, nennen wir reserviert oder anschaulicher Lunch money.

Lunch money ist zweckgebunden

Der Zeitpunkt der Verpflichtung ist der Anlagehorizont. Lunch money ist vorsichtig anzulegen. Entscheidend ist, wie flexibel oder wie starr der Anleger beim Verwendungszweck ist. Wer vorhat, eine Hypothek zu tilgen, möchte nicht Gefahr laufen, dass das Anlageergebnis die Schulden nicht deckt. Um hier ganz sicher zu gehen, ist das Lunch money in diesem Fall möglichst risikolos anzulegen. Soll die Pension aufgebessert werden, darf von einer grösseren Elastizität ausgegangen werden. Dann kann das Lunch money mit etwas Risiko angelegt werden, ohne gleich unvorsichtig zu sein. Die Präferenz spielt dabei nicht hinein. Der Verwendungszweck ist nur hinsichtlich Betrag und Zeitpunkt möglichst genau zu umreissen.

In den Weiterentwicklungen der modernen Portfoliotheorie sind sogenannte Shortfall-Ansätze formuliert worden. Sie berücksichtigen zwar die Zeit bis zur Fälligkeit, den sogenannten Anlagehorizont, die maximal geduldete Shortfall-Wahrscheinlichkeit sowie ein Ziel, das sich in den meisten Anwendungen aus der Inflationsrate ergibt. Die Anlage des reservierten Vermögens teils — das Parkieren der Gelder — setzt jedoch keine Kenntnis der Risikoaversion des Anlegers voraus.

Aktienquote für reserviertes Vermögen

Anlage-horizont	Aktienquote für Bezug einmalig	laufend	Anlage-horizont	Aktienquote für Bezug einmalig	laufend
1 Jahr	4%	4%	16 Jahre	12%	8%
2 Jahre	5%	4%	7 Jahre	14%	9%
3 Jahre	7%	5%	8 Jahre	16%	10%
4 Jahre	9%	6%	9 Jahre	18%	11%
5 Jahre	11%	7%	10 Jahre	20%	12%

Viele Personen benötigen nicht ihr ganzes Vermögen, um den spezifischen Verwendungszweck abzudecken. Für den restlichen Teil gibt es dann — zunächst —keinen konkreten Verwendungszweck. Er lässt sich weder zeitlich noch thematisch spezifizieren. Natürlich werden Anleger einen Kommentar abgeben, etwa

dass sie "für die Zukunft sparen» oder «etwas als Rückhalt für alle Fälle» wünschen. Dieser Vermögens teil ist als frei zu bezeichnen. Da die Freiheit erlaubt, «smart» vorzugehen, wird auch von Smart money gesprochen. Für die als frei deklarierten Mittel macht es keinen Sinn, nach einem Anlagehorizont zu fragen — er ist unbestimmt. Selbstverständlich hat der Anleger jederzeit die Möglichkeit, die freien Mittel in reservierte umzufunktionieren, indem er aus eigenem Antrieb oder in Reaktion auf Umweltveränderungen die Absichten ändert. Daher dürften viele freie Mittel nur bis auf weiteres frei sein.

Wohlbefinden ist wichtig

Die freien Mittel werden so angelegt, dass die Person sich mit der anvisierten Rendite und den eingegangenen Risiken wohl fühlt und nicht zu stark unter Wertschwankungen leidet. Mithin orientiert sich die Asset allocation für Smart money an der Risikoaversion des Anlegers. Für die Berechnung des optimalen Aktienanteils ist der traditionelle Ansatz der modernen Portfoliotheorie geeignet.

Das anzulegende Finanzvermögen eines Kunden wird also vorweg gedanklich in zwei Teile zerlegt. Der reservierte Vermögen steil wird mit Hilfe des Shortfall-Ansatzes bis zum Ende des Anlagehorizonts geparkt. Das freie Vermögen wird nach dem traditionellen Modell der Portfoliotheorie angelegt. Daraus folgt, dass es im Shortfall-Ansatz Zeithorizont-Effekte gibt. Je länger der Anlagehorizont ist, desto höher muss der Aktienanteil sein. Im traditionellen Modell der Portfoliotheorie gibt es keine Zeithorizont-Effekte, da sich gar kein Anlagehorizont nennen lässt.

Die Unterscheidung zwischen dem reservierten und dem freien Vermögen bedeutet nicht, dass zwei getrennte Portefeuilles geführt werden. Ist mit dem Shortfall-Ansatz die Aktienquote des reservierten Vermögens bestimmt und mit dem traditionellen Portfolioansatz die Asset allocation für das freie Vermögen, so resultiert aus diesen Elementen unmittelbar die Asset allocation des gesamten Vermögens als gewichteter Mittelwert. Lassen sich dafür konkrete Zahlen nennen? Trotz aller Vorbehalte sei hierzu eine Orientierung gegeben.

Der Investor bestimmt zunächst die Aktienquote für das reservierte Vermögen anhand der obigen Tabelle. Dabei werden zwei Varianten unterschieden: Entweder sieht er eine Einmalentnahme, also einen Rückzug des gesamten reservierten Vermögens nach einigen Jahren vor. Oder er wünscht ab einem Zeitpunkt in der Zukunft eine jährlich wiederkehrende, kaufkraftgeschützte Entnahme. Wer z. B. in acht Jahren in Ruhestand geht und dannzumal laufend Kapitalerträge entnehmen möchte, wird das dafür benötigte Kapital heute zu 10% in Aktien und zu 90% in Bonds anlegen.

Um die Tabelle aufzustellen, waren gewisse Annahmen zu treffen. Jede Jahresschicht ist mit der höchsten Aktienquote angelegt, ohne dass die Rendite unter die Inflationsrate fällt. Diese Nebenbedingung muss zu 96,2 % eingehalten werden. Die Aktien- und Obligationenrenditen wurden anhand der von der Genfer Privatbank Pictet veröffentlichten Daten für die Schweiz geschätzt.

Für das freie Vermögen — das Smart money — ist die Risikoaversion selbst oder mit Unterstützung einzuschätzen. Grossen Teilen der Bevölkerung hierzulande ist für das freie Vermögen eine Asset allocation zu empfehlen, die zwischen 33 und 66% Aktien enthält. Es gibt zwar Anleger, die sich mit 0% Aktien am besten fühlen. Sie stellen aber eher eine Minderheit dar. Investoren, die sich mit 100% Aktien in ihrem Nutzenmaximum fühlen, gehören ebenso zu einer ausgesprochenen Minderheit.

33 bis 66% Aktien als Normalfall

Für deutschsprachige Anleger dürften 33 bis 66% Aktien als Normalfall gelten. Wer sich eher vorsichtig einschätzt, sollte das freie Vermögen zu einem Drittel in Aktien und zu zwei Dritteln in Obligatio-

nen und Geldmarktinstrumenten anlegen. Wer sich eher wagemutig einschätzt, kann das freie Vermögen zu zwei Dritteln in Aktien anlegen und zu einem Drittel in Obligationen und Geldmarktinstrumenten.

Dazu ein Zahlenbeispiel: Herr und Frau Hug verfügen über 500 000 Fr. Er ist berufstätig, 60 Jahre alt, und wird in fünf Jahren in Pension gehen. Grosse Verpflichtungen bestehen nicht. Die Hälfte des Vermögens soll dazu dienen, AHV und Pension zu ergänzen (Lebenshaltungsverpflichtung). Hierfür liefert die Tabelle eine Aktienquote von 7%. Was das freie Vermögen von 250000 Fr. anbelangt, schätzt sich das Ehepaar als vorsichtig ein. Hierfür werden als Aktienquote 33% gewählt. Zusammengefasst wird das Gesamtvermögen zu 20% (7% plus 33% dividiert durch 2) in Aktien angelegt. Nicht zu vergessen sind die Fragen des Versicherungsschutzes, einer Steueroptimierung und der Regelung der Vermögens nachfolge.

Klaus Spremann

Schweizerisches Institut für Banken und Finanzen der Universität St. Gallen — HSG