

# Portfoliostrategie: Risiko wird zur entscheidenden Stellgröße

Veröffentlicht: 29.06.2010, 11:55 Uhr

Das Verhalten vieler Anleger ändert sich: Sie räumen der Sicherheit ihrer Geldanlage derzeit einen höheren Stellenwert ein als der Rendite. Das Portfolio-Modell des Ökonomen Harry Markowitz gerät zusehends in die Kritik.

29.06.2010, von Christian Hiller von Gärtringen



© AP Seine Thesen sind heute umstritten: Nobelpreisträger Harry Markowitz

Jahrzehntelang hatte der amerikanische Ökonom Bob Haugen die Moderne Portfoliotheorie seines amerikanischen Kollegen Harry Markowitz bekämpft. Nun, im Alter, sieht er sich endlich auf der Gewinnerseite. Im Zuge der Finanzkrise ist die Kapitalmarkttheorie, wie Markowitz sie 1952 entworfen hat, zunehmend in die Kritik geraten. „Es ist ganz falsch anzunehmen, dass die Kapitalmärkte effizient seien“, sagt Haugen, der nun auch als Berater von verschiedenen Fondsgesellschaften der französischen Großbank BNP Paribas arbeitet.

Markowitz veränderte die Geldanlage wie kaum ein anderer Ökonom im zwanzigsten Jahrhundert. Mit seiner Modernen Portfoliotheorie wies er wissenschaftlich nach, dass Anleger dank einer breiten Streuung der Geldanlage das Risiko spürbar senken können. Allerdings sind der Diversifizierung Grenzen gesetzt. Sind sie überschritten, bringt eine noch breitere Streuung keinen Vorteil mehr.

## **Eiskrem und Regenschirme**

Die Risiken verschiedener Geldanlagen ließen sich nicht addieren, behauptete Markowitz. Deshalb könnte das Risiko einer Geldanlage im Portfolio durch den Kauf einer anderen wiederaufgehoben werden. Wer nur die Aktie eines Eiskremproduzenten kauft, sieht bei Dauerregen schlecht aus. Nehme er jedoch zusätzlich die Aktie eines Regenschirmherstellers ins Depot, könnte er sein Risiko durch Diversifizierung senken, lautet stark vereinfacht die Handlungsempfehlung.

Und genauso lässt sich laut Markowitz durch die Beimischung von Anleihen in ein Aktienportfolio das Aktienrisiko senken oder durch Immobilien das Wertpapierrisiko und so weiter. Ein halbes Jahrhundert lang galten diese Prinzipien als unumstößlich. Unzählige Finanzberater bauen seitdem ihre Empfehlungen und Auswahlkriterien auf der Kapitalmarkttheorie von Markowitz auf.

## **Mehr Risiko bringt weniger Rendite**

Haugen stellte sich seit den fünfziger Jahren gegen die Moderne Portfoliotheorie und untersuchte die Kursverläufe von amerikanischen Aktien in langen Zeitreihen. „Die risikoreichen Aktien werfen den niedrigsten Ertrag ab und die am wenigsten riskanten den höchsten“, stellte er dabei fest. Die Erkenntnis stand in glattem Widerspruch zur Modernen Portfoliotheorie, die postulierte, dass ein Anleger auf Dauer nur dann ein höheres Risiko in Kauf nehme, wenn auch der Ertrag überproportional steige.

Haugen blieb jedoch in seiner Außenseiterrolle und baute seine eigene Anlagetheorie auf, die er relativ einfach zusammenfasst: „Vor die Wahl zwischen einer hässlichen oder einer schönen Aktie gestellt, sollten Sie immer die schöne wählen“, meint Haugen. So verhalte man sich im realen Leben ja auch. Haugen investiert ausschließlich in Aktien, die eine geringe Volatilität aufweisen, denn eine hohe Schwankungsanfälligkeit gilt auf den Finanzmärkten als riskant.

## **Ineffizienz siegt**

„Unternehmen, die heute hohe Gewinne ausweisen, werden auch in Zukunft einen höheren Gewinn ausweisen“, sagt Haugen und stellt sich damit frontal gegen Markowitz' Portfoliotheorie. Diese beruht auf dem Postulat, dass die Märkte effizient funktionieren, so dass Informationen wie die neuesten Gewinnmeldungen der Unternehmen ohne Verzögerung in den Kursen verarbeitet werden.

„Die Märkte sind nicht effizient, und Sie können jederzeit unterbewertete Aktien finden“, behauptet dagegen Haugen. Er glaubt ohnehin nicht, dass die Finanzmärkte in erster Linie auf Nachrichten von außen reagieren. „Zum allergrößten Teil beschäftigten sich die Märkte nur mit sich selbst“, sagt Haugen und führt als Beleg an, dass die New Yorker Aktienmärkte kaum reagierten, als die japanische Luftwaffe am 7. Dezember 1941 den amerikanischen Marinestützpunkt Pearl Harbor bombardierte und so den Eintritt der Vereinigten Staaten in den Zweiten Weltkrieg auslöste.

## **Anleger sind nicht allein auf der Welt**

Auch der Finanzexperte Avinash Persaud hält die Moderne Portfoliotheorie für überholt. Er stört sich vor allem an Markowitz' Annahme, dass die Korrelationen zwischen den einzelnen

Geldanlagen stabil seien. „Markowitz funktioniert hervorragend, solange Sie der Einzige sind, der Markowitz anwendet“, sagte Persaud im April auf einer Konferenz der Altira-Gruppe in Frankfurt.

Er hält auch die Versuche für gescheitert, die verschiedenen Risiken in Kennziffern zusammenzufassen. „Risikomanagement ohne Zahlen, das ist echtes Risikomanagement“, meint Persaud. „Es sind ja nicht die Dinge, die du als gefährlich erkannt hast, die dich umbringen, sondern diejenigen, die du für sicher hältst“, formulierte er ein Bonmot des Schriftstellers Mark Twain. Anstatt nur auf das Verhältnis von Risiko und Rendite zu schauen, müsse zudem das Verhalten der Anleger einbezogen werden. „Wir müssen uns von einer zweidimensionalen Welt in eine dreidimensionale bewegen“, fordert Persaud.

Das größte Risiko für den Investor sei eine hohe Konzentration seiner Anlagen. Hier setzen auch die Vermögensverwalter und Bankberater an, die in diesem Umfeld von Unsicherheit agieren müssen. „In dieser Marktlage kommt es vor allem darauf an, das Portfolio breit zu diversifizieren“, sagt Christian Freiherr von Bechtolsheim, Vorstand der Vermögensverwaltung Focam AG in Frankfurt. „Man darf nie alles auf eine Karte setzen“, lautet seine Maxime.

### **Diversifikation bleibt wichtig**

Vielmehr müssten die Anleger in Szenarien und in Wahrscheinlichkeiten denken. Das wiederum bedeute für einen Vermögensverwalter, dass er in allen Anlageklassen, gleich ob Aktien, Anleihen, Rohstoffe, Währungen, Immobilien, Wald oder auch Gold, gut vernetzt sein müsse.

„Wir berücksichtigen bei einer Anlage immer auch, welcher der schlimmste denkbare Fall ist, der theoretisch eintreten könnte“, sagt Bechtolsheim. Vor zehn Jahren machte sich der ehemalige Vermögensberater verschiedener Banken selbstständig, gerade als die spekulative Blase an den Aktienmärkten platzte und dem Internetboom ein Ende setzte. Das prägte auch seine Anlagephilosophie. „Man darf nie die Aktienquote auf null senken, auch wenn die Lage an den Börsen noch so düster aussieht“, sagt der Vermögensverwalter. „Und man darf umgekehrt auch den Anteil Staatsanleihen nie auf 100 hochfahren, auch wenn dies noch so verführerisch ist.“

### **Risiko lässt sich nicht messen, aber einschätzen**

Auch er hält sich längst nicht mehr an Markowitz: „Die Moderne Portfoliotheorie kann man vergessen“, sagt der Vermögensverwalter. „Die jüngste Vergangenheit hat bewiesen, dass die Risikomessung anhand der Modernen Portfoliotheorie nicht funktioniert.“ Die Volatilitäten der Vergangenheit bei einem Hedge-Fonds könnten beispielsweise niedrig sein. „Aber wenn er eine hohe Verschuldung fährt, gehen Sie als Anleger unter Umständen enorme Risiken ein, ohne dass es für Sie ersichtlich wäre.“

Bechtolsheims Fazit lautet: „Risiken lassen sich nicht wirklich quantifizieren.“ Aber ein Anleger müsse dies zwangsläufig tun, wenn er sich entscheide, wie stark er sein Geld in welche Anlageklassen investiere. An die Stelle der Markowitz-Theorie setzt er Vorsicht und einen gesunden Menschenverstand.

### ***Markowitz musste lange auf den Nobelpreis warten***

Lange musste Harry Max Markowitz, 1927 in Chicago geboren, auf die höchste Weihe für die Moderne Portfoliotheorie warten. 1952 hatte er seine Theorie entworfen, erst 1990 erhielt er dafür den Wirtschaftsnobelpreis, zusammen mit den beiden anderen großen Kapitalmarkttheoretikern des 20. Jahrhunderts, Merton Miller und William Sharpe.

Wie lässt sich ein sinnvolles - optimales - Verhältnis der Renditechance zu Risiko erreichen? Diese Frage stand im Mittelpunkt von Markowitz' Arbeiten, die er teilweise zusammen mit William Sharpe führte. Markowitz' bleibendes Verdienst bestand darin, dass er eine Geldanlage nicht mehr isoliert betrachtete, sondern im Zusammenspiel mit allen anderen Geldanlagen eines Investors und so den Portfoliogedanken in die Wirtschaftstheorie einführte.

Die einzelnen Bestandteile eines Portfolios sollten in guten wie in schlechten Börsenzeiten so wenig wie möglich miteinander korreliert sein, lautet die zentrale Aussage der Modernen Portfoliotheorie. Die Korrelation zeigt an, wie stark sich der Preis einer Geldanlage verändert, wenn sich ein anderer Preis bewegt.

Anleger streben nicht nur eine möglichst hohe Rendite an, sondern wollen auch Risiko vermeiden. Dabei versteht Markowitz unter Risiko, dass eine Geldanlage das Ziel, die angestrebte Rendite, nicht erreicht. Risiken sind somit Zielabweichungen, die sich mathematisch als Standardabweichung ausdrücken lassen, als Streuung um den Mittelwert.