

Portfoliotheoretische Hintergründe wissenschaftlich fundierter Anlageberatung

ikf-Institut GmbH

Prof. Dr. Stefan May
Technische Hochschule Ingolstadt

1. Vorbemerkungen und Überblick
2. Eine kurze Skizze der modernen Portfoliotheorie
3. Empirische Ergebnisse und Widerstände
4. Konsequenzen und Empfehlungen für den Anleger

1. Vorbemerkungen

Die Vergabe des Nobelpreises für Wirtschaftswissenschaften an den Finanzmarktforscher Eugene Fama unterstreicht eine Entwicklung, die sich in den USA bereits erfolgreich etabliert hat und der auch in Deutschland immer mehr folgen: Wissenschaftlich fundiertes Anlagemanagement. Diese Entwicklung hat ihren Ursprung im Jahr 1952, welches als die Geburtsstunde der Portfoliotheorie bezeichnet werden kann. In diesem Jahr veröffentlichte **Harry Markowitz** für die Rand Corporation einen bahnbrechenden Aufsatz, der das Wertpapiergeschäft nachhaltig prägen sollte. Seither haben die Ergebnisse aus knapp 60 Jahren Finanzmarktforschung die Art und Weise, wie Wertpapieranlagen beurteilt und Anlageentscheidungen getroffen werden, für immer verändert. Die moderne Portfoliotheorie kann daher als die erfolgreichste ökonomische Theorie überhaupt angesehen werden.

Dimensional bietet Finanzdienstleistern die Gelegenheit, die Grundprinzipien der modernen Portfoliotheorie auch in die Depots von Privatanlegern auf kosteneffiziente Weise einfließen zu lassen. Der vorliegende Beitrag gibt einen kurzen Überblick über die entsprechenden wissenschaftlichen Hintergründe.

2. Eine kurze Skizze der modernen Portfoliotheorie

Harry Markowitz wird häufig als der Vater des Diversifizierungseffektes bezeichnet. Konkret besteht der Beitrag Markowitz' darin, den Diversifizierungsansatz in systematischer Weise auf das Wertpapiergeschäft zu übertragen, und dabei erstmals statistische Streuungs- und Korrelationsmaße eingesetzt zu haben. Er konnte zeigen, dass sich - ausgehend von einem beliebigen Portfolio - das Verhältnis von Rendite zu Risiko durch diversifizierende Umschichtungen so lange verbessern lässt, bis eine Grenze erreicht ist, die berühmte Markowitz'sche „efficient frontier“, die in Abbildung 1 dargestellt ist.

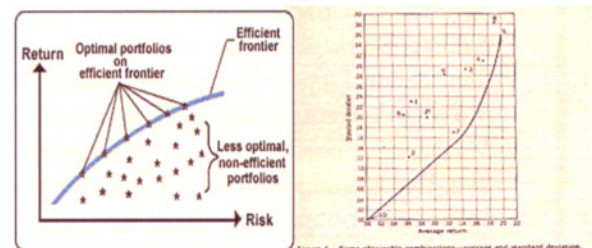


Abb1. Original-Grafik der Effizienzlinie aus dem Aufsatz von 1952 (rechts) und in der mittlerweile üblichen modernen Darstellung mit vertauschten Achsen (links).

Seit Markowitz werden nur noch effiziente, d.h. ausdiversifizierte Depotstrukturen als für den Anleger geeignet akzeptiert. Dass es mittlerweile als ein grober handwerklicher Beratungsfehler angesehen wird, wenn Depots eine unzureichende Diversifizierung aufweisen, d.h. ineffizient strukturiert sind, wird für immer mit dem Namen Harry Markowitz verbunden sein.

Aufbauend auf den Arbeiten von Markowitz hat **William Sharpe** die Portfoliotheorie entscheidend erweitert. Durch die Einbeziehung einer jederzeit verfügbaren, sicheren Anlageform konnte er zeigen, dass die Wertpapierkurse sich in einem Finanzmarktgleichgewicht so einpendeln müssen, dass eine Risikoprämie, das heißt eine über den sicheren Zinssatz hinausgehende Rendite, nur für das systematische Risiko eines Wertpapierdepots erwartet werden kann. Der unsystematische Risikoanteil dagegen wird im Gleichgewicht nicht „entlohnt“, da er auf mangelnde Diversifizierung zurückgeführt werden kann, die durch geeignete Depotumschichtungen jederzeit beseitigt werden könnte.

Daher entspricht die Rendite, welche in einem Finanzmarktgleichgewicht für ein bestimmtes Wertpapier oder Wertpapierdepot erwartet werden kann, der risikofreien Verzinsung zusätzlich einer wertpapierspezifischen Risikoprämie. Die Höhe dieser Risikoprämie wiederum wird ausschließlich bestimmt durch das systematische Risiko eines Depots sowie der sogenannten Marktrisikoprämie.

Im Endeffekt führt dies dazu, dass es für jeden Anleger nur ein optimales Portfolio risikobehafteter Wertpapiere gibt, nämlich das sogenannte Marktportfolio. Die Steuerung des individuellen Depotrisikos kann daher durch eine mehr oder weniger starke Gewichtung dieses Marktportfolios im Depot des Kunden erfolgen. Die Festlegung dieses Gewichts wiederum sollte nur von der objektiven und subjektiven Risikotragfähigkeit des jeweiligen Kunden abhängig sein und nicht, wie viele Anleger und Berater irrtümlich immer noch glauben, von der jeweils aktuellen Einschätzung der Märkte. Dieses zentrale Ergebnis der modernen Portfoliotheorie, das manchmal auch als „Mutual Fund Theorem“ bezeichnet wird, ist daher auch ein integraler Bestandteil des sogenannten Markttrenditen- oder Risikoprämienkonzeptes. Bei diesem Konzept geht es ausschließlich darum, die vom Markt gebotenen Renditen in effizienter Weise „abzuernten“.

Unter Anlehnung an das Portfoliomodell von William Sharpe sowie dessen Verallgemeinerungen durch **Stephen Ross** gelang den beiden Finanzmarktforschern und Finanzmarktpraktikern **Eugene Fama** und **Kenneth French** der Nachweis, dass es speziell für das Aktiensegment sinnvoll ist, neben dem Risiko eines allgemeinen und breit gestreuten Marktportfolios, noch von zwei weiteren, spezielleren Risikofaktoren auszugehen. Hierbei handelt es sich einerseits um das Risiko, welches von sehr kleinen Unternehmen („small caps“) ausgeht und andererseits um das Risiko, welches Unternehmen in sich tragen, die stark unterbewertet sind („value stocks“).

3. Empirische Ergebnisse und Widerstände

Die im vorhergehenden Abschnitt kurz skizzierte Entwicklung der modernen Portfoliotheorie hat nicht im „luftleeren“ Raum stattgefunden, sondern war von Anfang an eingebettet in eine langjährige und etablierte Praxis des Portfoliomanagements. Vor allem weil viele ihrer Grundsätze die etablierte Praxis ernsthaft in Frage stellen, wurde die Portfoliotheorie von Anfang an angefeindet und ihre Ergebnisse bestritten.

Eine kurze Rekapitulation des Kerns der modernen Portfoliotheorie genügt, um das Konfliktpotenzial zu erkennen: Die zentrale Botschaft lautet, dass überdurchschnittliche Renditen nur dadurch erzielt werden können, in dem man die entsprechenden Depots in kontrollierter Weise den Risikofaktoren einzelner Märkte aussetzt. In dieser Lesart ist eine überdurchschnittliche Rendite nichts anderes, als die Entlohnung des Marktes für eingegangene Risiken. Mit irgendwelchen besonderen Fähigkeiten begnadeter und darum extrem gut bezahlter Fonds- und Portfoliomanager hat all dies jedoch nichts zu tun.

Dies vergleiche man mit der Botschaft aktiven Managements: Demnach ist der Erfolg eines Depots das Resultat besonderer Marktkenntnisse und Fähigkeiten des Managers, die es ihm erlauben, entweder besonders viel Ertrag versprechende Titel auszuwählen („stock-picking“), oder aber ideale Ein- und Ausstiegszeitpunkte zu bestimmen („timing“).

Wird dies nun in Frage gestellt - und nichts anderes geschieht durch die moderne Portfoliotheorie - dann kommt das Selbstverständnis einer ganzen Branche ins Wanken. Die Umwälzungen, die sich hier ereignet haben und immer noch ereignen, sind durchaus mit denen vergleichbar, die im Mittelalter das Zunftwesen hinweggefegt haben. Entsprechend heftig waren und sind auch die Widerstände, denen sich die moderne Portfoliotheorie gegenüberstellt.

Der Siegeszug der modernen Portfoliotheorie ist letztlich jedoch nicht aufzuhalten. Dies vor allem aus einem Grund: Sämtliche empirischen Ergebnisse bestätigen die Theorie im Wesentlichen. Eine Vielzahl von Studien wurde insbesondere zur Frage des Erfolgs aktiver Managementstile durchgeführt, wobei sich letztlich immer das gleiche Ergebnis zeigte: Wird die vom aktiven Portfoliomanager abgelieferten Leistung um den Zufallsfaktor bereinigt und werden dabei die mit der Depotstruktur in Kauf genommenen Risiken angemessen berücksichtigt, so lässt sich eine beobachtete Überrendite in schöner Regelmäßigkeit auf adäquate Risikoprämien zurückführen. Der „aktive“ Part der Strategien dagegen spielt eine untergeordnete, wenn nicht sogar eine negative Rolle. Vermutlich gibt es kein einziges Ergebnis der empirischen Finanzmarktforschung, das als gesicherter anzusehen ist. Man kann daher bereits von einer Tatsache sprechen und nicht mehr nur von einer Meinung.

Die folgende Abbildung 2 wirft ein Schlaglicht auf dieses Ergebnis: Sie zeigt die jeweils 100 besten Investmentfonds der Jahre 1996 bis 2007 (großer Balken) und beantwortet anschließend die einfache Frage, welcher Anteil daraus auch in den jeweiligen Folgejahren 1997 bis 2008 unter den 100 besten Fonds zu finden ist. Die Antwort ist desillusionierend: Im Durchschnitt sind lediglich 15 der erfolgreichsten 100 Fonds eines Vorjahres auch im folgenden Jahr unter den erfolgreichsten 100 Fonds zu finden. Dieser Anteil unterscheidet sich praktisch nicht von einer Zahl, die sich durch eine rein zufällige Fondsauswahl ergeben würde.

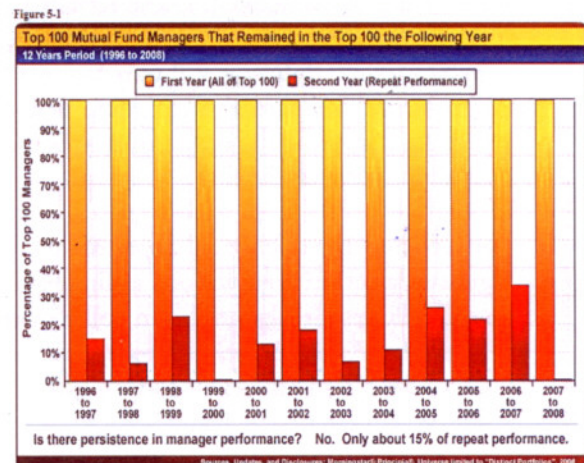


Abb. 2: Über zehn Jahre hinweg zeigt sich immer dasselbe Bild: Nur ca. 15 der 100 besten Fonds eines Jahres sind auch im darauf folgenden Jahr unter den ersten 100 vertreten.

Dieses Ergebnis zeigt sich auch, wenn sich die Erfolgsmessungen über mehrere Jahre hinweg erstrecken: Der Erfolg von aktiv gemanagten Investmentfonds ist keine zeitstabile Größe - auch bei sehr langfristigen Erfolgsmessungen.

Es ist ein sehr interessantes Gedankenexperiment, diese eindeutigen empirischen Ergebnisse der mentalen Einstellung eines „normalen“ Anlegers gegenüber zu stellen, der sich üblicherweise bei all seinen Entscheidungen auf das unbestechliche und objektive Kriterium des Erfolgs verlassen kann.

Letztlich sind wir alle in sehr subtiler Weise auf Erfolg fixiert: Insbesondere sind wir darauf programmiert, dass Erfolge der Vergangenheit sich auch in der Zukunft fortsetzen - wenn schon nicht mit Sicherheit, so doch wenigstens mit größerer Wahrscheinlichkeit. Entsprechende Erfahrungen sind tief verwurzelt und prägen die Art und Weise, wie wir an unbekannte, neue Situationen herangehen. Diese Grundeinstellung wird im Alltag in der Regel bestätigt und verstärkt: Alle Lebenserfahrung lehrt uns, dass wir uns darauf verlassen können, dass sich eine gute „Performance“ der Vergangenheit auch in Zukunft fortsetzen wird - wenn schon nicht mit Sicherheit, dann doch mit einer hohen Wahrscheinlichkeit. Diese Erfahrung prägt unser Verhalten bis in den Alltag hinein. Und genau diese Erfahrung soll nun, wenn es um die eigene Wertpapieranlage geht, nicht mehr gelten, ja, sie soll uns sogar zu falschen Entscheidungen verleiten?

So schwer dies auch zu akzeptieren ist, aber genau damit müssen wir uns abfinden: Ein ausschließliches Erfolgskriterium sollte niemals die Basis von Anlageentscheidungen sein, auch wenn der Erfolg dabei langfristig gemessen wurde.

4. Konsequenzen und Empfehlungen für den Anleger

Angesichts der skizzierten, desillusionierenden Ergebnisse stellt sich für den Anleger die Frage, wie er damit umgehen, bzw. welche Kriterien er seinen Anlageentscheidungen zugrunde legen soll. Die moderne Portfoliotheorie gibt hierauf eine klare Antwort:

Verabschieden Sie sich von der Hoffnung, irgendwo und irgendwann eine alles überragende Anlagestrategie beziehungsweise einen alles überragenden Fondsmanager zu finden, dessen außergewöhnliche Fähigkeiten die überlegene Wertentwicklung ihres Depots sicherstellen.

Jedes einzelne dieser Erfolgsrezepte wird irgendwann scheitern. Nutzen Sie stattdessen die eindeutigen Ergebnisse aus über 60 Jahren wissenschaftlicher Finanzmarktforschung. Diese wurden mittlerweile zu klaren Anlagegrundsätzen verdichtet und ziehen eine deutliche Trennlinie zwischen „Spekulation“ und „Investition“.

Nicht zuletzt ausgelöst durch die Desillusionierung der Anleger im Gefolge der Finanzmarktkrise ist in der Finanzbranche eine Rückbesinnung auf die in diesem Beitrag skizzierten „handwerklichen“ Aspekte des Anlagemanagements zu beobachten. Dies hat dazu geführt, dass es mittlerweile eine Reihe von Finanzdienstleister gibt, in deren Beratungskonzepten die Grundsätze der modernen Portfoliotheorie ernsthaft umgesetzt werden.

Nach Einschätzung des Verfassers ist das amerikanische Unternehmen Dimensional hierbei am weitesten fortgeschritten. Mit Hilfe des vom Unternehmen konsequent vertretenen Anlagekonzeptes werden nicht nur sämtliche am Markt verfügbaren Risikoprämien „geerntet“, sondern dies geschieht durch das Angebot institutioneller Assetklassen-Fonds auch in effizienter und kostengünstiger Weise.