

ANLAGESTRATEGIE: Nach der Random-Walk-Theorie folgen Kursverläufe einem Zufallspfad.

Vom Mythos der Treffsicherheit

CHRISTIAN SCHNELL | FRANKFURT

Der Versuch ist weltbekannt und dient immer wieder auf Neue dazu, Analysen und Grafiken, Nachrichten und Bewertungen zur Auswahl geeigneter Anlagemöglichkeiten ad absurdum zu führen: Ein Schimpanse wirft mit verbundenen Augen Dart-Pfeile auf den Kursteil einer Zeitung. Die Aktien und Anleihen, die er dabei trifft, entwickeln sich anschließend besser als alles, was von den Experten in akribischer Analyse ausgewählt wurde.

„Random Walk“ heißt das Stichwort, mit dem Wissenschaftler die Theorien der Experten an den internationalen Finanzmärkten zu

entzaubern suchen. Das ziellose Herumschlendern, wie der Begriff übersetzt werden könnte, soll vor allem eines belegen: Alle Vorhersagen, besonders aber die kurzfristigen, sind wertlos. „Preise haben kein Gedächtnis, daher können vergangene und heutige Preise nicht dazu benutzt werden, künftige Preise zu prognostizieren“, erklärt Peter Albrecht, Professor an der Uni Mannheim, die Theorie.

Ursprünglich waren es vor allem US-Professoren, die sich mit dieser Ansicht zwangsläufig zum Feindbild der Anlageberater und Fondsmanager gemacht haben. Das Buch „A Random Walk down Wall Street“ von Princeton-Professor Burton Malkiel gilt noch heute als Klassiker. „Anlageberater, die wilde Vorhersagen und komplizierte Chartmuster aufzeichnen, sind nutzlos“, heißt es dort, was einem Frontalangriff auf alle Fondsmanager, Anlageberater und Analysten gleichkommt. Wunder, dass die Random-Walk-Theorie dort ein Reizwort ist und kaum Anhänger hat. Akademiker seien zu sehr in Gleichungen und griechische Symbole verstrickt und hätten zudem eine eigenartige Spra-

che, so dass sie von Haus aus keinen Bullen von einem Bären unterscheiden können, schallt es von dort zurück.

Kernfrage zwischen Wissenschaft und Praktikern ist, ob sich die Kurse in effizienten Märkten tatsächlich prognostizieren lassen, wie es viele Finanzmarktexperten glaubhaft machen wollen, oder ob diese rein zufällig zustande kommen und keinen Mustern unterliegen, wie es die Wissenschaftler behaupten. Sollte es Investoren dennoch gelingen, eine bessere Rendite als der Gesamtmarkt zu erzielen, dann sei dies reiner Zufall. „Es gibt eben positive und negative Ausreißer. Und die negativen werden oft unterschlagen“, sagt Eugene Fama. Der Professor an der Universität von Chicago gilt international ebenfalls als großer Ver-

Indexfonds als Empfehlung

fechter der Random-Walk-Theorie und damit Jahr für Jahr als heißer Anwärter auf den Wirtschafts-Nobelpreis.

Fama wie Malkiel gemeinsam ist auch der Kampf gegen Modeworte der Finanzindustrie wie beispielsweise „Alpha“, womit die Überrendite gegenüber einem Vergleichsindex beschrieben wird. Stattdessen haben sie für Privatanleger zwei einfache Ratschläge parat: Erstens sollten diese ihr Depot breit gestreut anlegen, zweitens Wertpapiere langfristig behalten. Kernaufgabe des Anlegers ist es demnach, einmal zu Beginn des Investments die richtige Anlage zu finden.

Die einfachste Form ist der Kauf eines Indexfonds. Solche Fonds bilden einen bestimmten Index in seiner Gesamtheit nach, zeichnen sich durch geringe Gebühren und hohe Transparenz aus. Weil das so ist, ist der Markt für diese Fonds in den letzten Jahren enorm gewachsen. Ein mögliches Alpha können sie



Fotos: Ullstein/Westermann/Caro, PR (u.)

von Haus aus nicht versprechen, deswegen gibt es auch keine bösen Überraschungen, wenn eine solche Überrendite, wie bei vielen aktiv gemanagten Fonds üblich, wieder einmal nicht zu generieren war.

Seit einigen Jahren zeigt sich jedoch eine gewisse Annäherung der bis dato so unversöhnlichen Parteien. Vermehrt rücken Wissenschaftler von der reinen Lehre des Random Walk ab und suchen die Zusammenhänge zur technischen und Fundamentalanalyse. „Die Kunst besteht neuerdings in der

Verknüpfung der Erkenntnisse beider Welten“, sagt der Passauer Professor Niklas Wagner.

Seit den 1990er-Jahren gibt es in der Wissenschaft auch vermehrt Erkenntnisse, die der Random-Walk-Theorie widersprechen. „Zum einen folgen Aktienkurse nicht einem Random Walk im statistischen Sinn, zum anderen besteht doch ein gewisser Grad an Vorhersagbarkeit anhand vergangener Kursdaten“, sagt Niklas Wagner. Mit dem Buch „A Non-Random Walk down Wall Street“ be-

ments erfolgt in passiv gesteuerten Produkten, bei denen die laufenden Kosten und die Spesen für Kauf und Verkauf ein wesentliches Kriterium darstellen. Darüber hinaus investieren wir auch in aktiv gemanagte Produkte.

Gibt es Börsenphasen, in denen Ihr Modell nicht funktioniert?

Generell funktioniert der Best-of-Two-Ansatz in vielen Börsenphasen, lediglich in Zeiten unentschlüsselter Märkte fällt es dem Modell schwer, sich für die richtige Assetklasse zu entscheiden. Für eine mittelfristige Anlage, wofür unsere Fonds angedacht sind, halte ich dies für unkritisch. Eine tatsächlich sehr negative Entwicklung ist nur dann zu erwarten, wenn beide Assetklassen deutlich verlieren.

Die Fragen stellte Christian Schnell.

MARCUS VITT
Vorstand der
Conrad Hinrich
Donner Bank



hen andere Varianten, die ebenfalls geeignet sind?

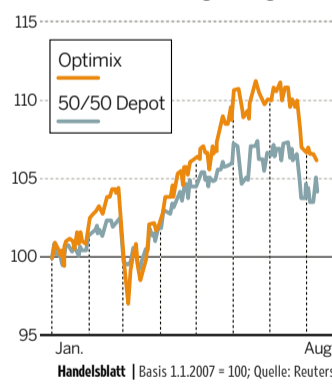
Ja, die gibt es. Aktien und Anleihen sind aufgrund ihrer langjährigen Wechselwirkung ideal für diesen Ansatz. Als besonders attraktiv haben sich auch die Devisenmärkte herausgestellt und hier der Euro gegenüber dem Dollar. Neben einer recht stabilen Rendite weist dieses Investment eine nahezu unabhängige Entwicklung gegenüber Aktien und Renten auf.

Wie gehen Sie bei der Auswahl geeigneter Fonds vor?

Ein wesentlicher Teil des Invest-

Risikoarme Mischung

Entwicklung Optimix in 2007
Relative Wertentwicklung im Vergleich



FÜNF FRAGEN AN: MARCUS VITT

„Unser Modell funktioniert in vielen Phasen“

Fonds wie der Optimix verzichten auf technische und fundamentale Analyse. Warum?

Basis für unsere Entscheidung bildet ein ausgeglichenes Portfolio zweier Assetklassen, beispielsweise Aktien und langlaufende Anleihen. Wir nehmen im Laufe einer Periode, typischerweise ein Jahr, eine Optimierung vor. Beginnend mit einer Gleichgewichtung ist für die Anpassung der jeweiligen Quoten die Entwicklung der Assetklassen relevant. Die Kalkulation geschieht mittels der Best-of-Two-Methode über eine Austauschoption. Das ist eine Weiterentwick-

lung der Optionspreistheorie von Black und Scholes. Auf diesem Wege investieren wir immer stärker und mit zunehmender Aggressivität in das jeweils besser performende Investment, erzielen sehr attraktive Renditen und vermeiden sehr schlechte Aktienentwicklungen.

Haben Sie sich so in der Finanzindustrie Feinde gemacht?

Der Verzicht auf fundamentale Prognosen hat insbesondere bei stark Research behafteten Häusern Misstrauen ausgelöst. Die Befürchtung liegt in der Konkurrenzsituation und der Sorge, Aufgaben und Verantwortung zu verlieren. Unsere Erfahrung zeigt jedoch, dass ein Nebeneinander der Ansätze eine sinnvolle Ergänzung darstellen kann.

Gibt es neben Aktien und Anlei-

Anleger-Akademie



Bei der Geldanlage möchte jeder optimal vorgehen und von wissenschaftlichen Erkenntnissen wie beispielsweise der Modernen Portfoliotheorie profitieren. Manche Mythen halten sich hartnäckig, obwohl nichts dran ist, andere Zusammenhänge lassen sich belegen. Das Handelsblatt untersucht die gängigen Schlagworte zum Depotaufbau und prüft sie auf ihre Alltagstauglichkeit für Privatanleger.

Diese Woche lesen Sie im siebten Teil der Anleger-Akademie „Märkte und Mythen“, ob Charts, Nachrichten und Aktienanalysen irrelevant sind, da sich nach der so genannten Random-Walk-Theorie die Kurse an den Aktienmärkten ohnehin nicht vorhersagen lassen.

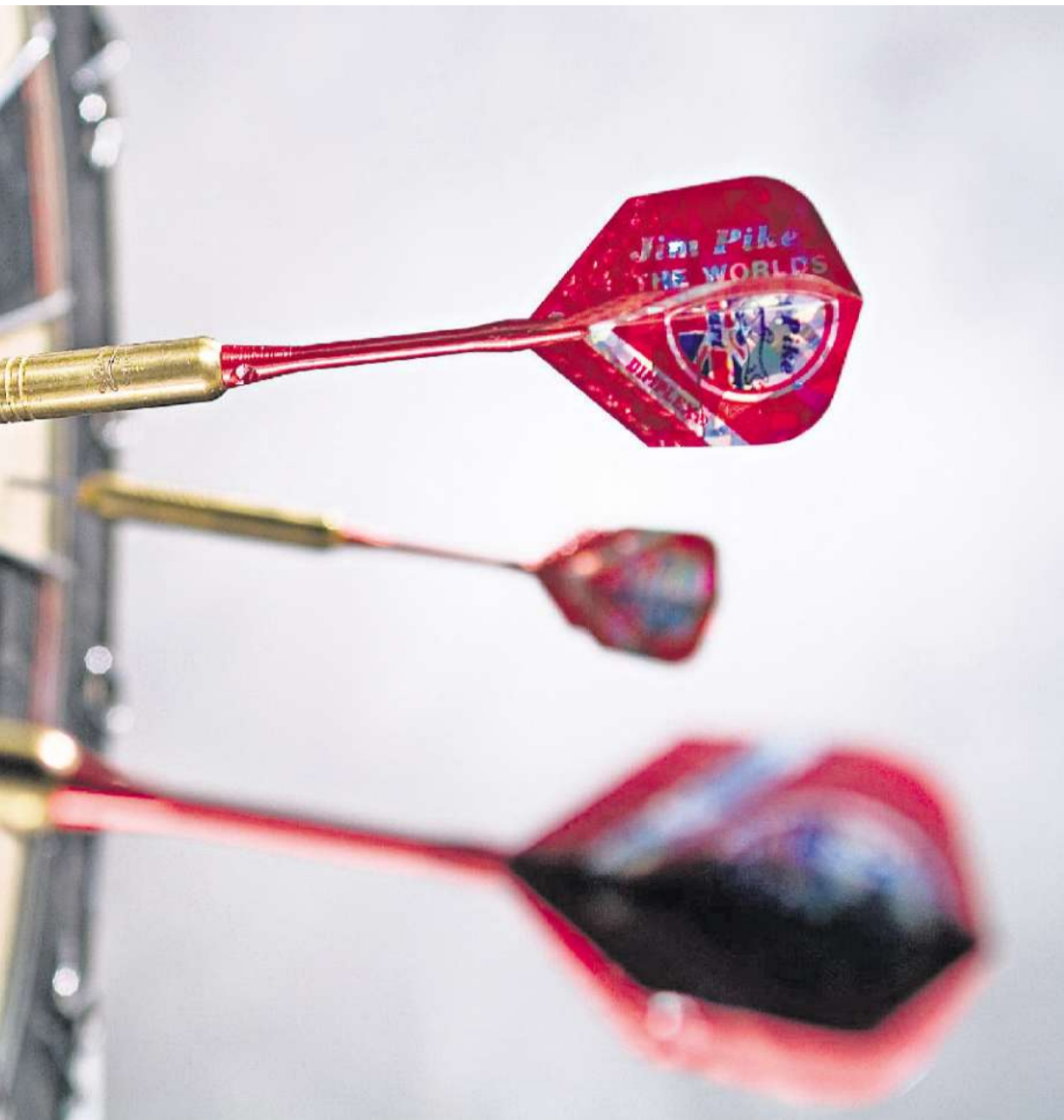
Nächsten Freitag beschäftigen sich unsere Autoren mit den zehn bekanntesten Börsenweisheiten und gehen der Frage nach, welche von ihnen stimmen und welche nicht.

Anlagetipps



Artikel aus der Handelsblatt-Anlegerakademie gibt es jetzt auch als Buch. Handelsblatt-Journalisten erläutern unterhaltsam und verständlich, welche Märkte und Anlageformen die besten Ertragschancen bieten. **H.-J. Knipper (Hrsg.): Die besten Strategien für Privatanleger, 24, 90 Euro**

Welche Lehren daraus zu ziehen sind.



kam Burton Malkiel im Jahr 1999 von Andrew Lo und Craig McKinlay sogar die wissenschaftliche Antwort auf seinen Klassiker. „Kursbewegungen an den Aktienmärkten sind nicht vollständig zufallsabhängig, es sind durchaus Muster zu erkennen“, sagt der Mannheimer Professor Peter Albrecht.

Wer der Random-Walk-Theorie dennoch folgen und nicht auf einfache Indexfonds oder auf die schwierige Eigenauswahl von Titeln setzen will, dem bleibt „die sanfte Rebalancierung des Depots“, wie es Burton Malkiel nennt. Demnach sollte der Anleger mit jeweils 50 Prozent Aktien und 50 Prozent An-

leihen ins Jahr starten und anschließend je nach Verlauf in Aktien oder Anleihen umschichten. Am Jahresende wird wieder auf 50:50 gestellt.

Zu einem Fondsmodell verfeinert hat diesen Ansatz die Hamburger Conrad Hinrich Donner Bank. Deren Optimix-Fonds greift mit

Fallstricke

Einseitigkeit: Wissenschaftler sehen nur die Zufälligkeiten im Markt und übersehen dabei die kleinen Chancen. Praktiker sehen hingegen nur die Chancen, verkennen aber, dass ihre Nutzung sehr schwierig ist und langfristig oftmals nicht den erhofften Erfolg bringt.

Wahrheitsfindung: Jede der beiden Gruppen, einerseits die Wissenschaftler, andererseits die Praktiker, vertritt ihren Standpunkt so, als ob es sich um eine absolute Wahrheit handeln würde. Letztlich haben beide

Gruppen Recht. Sie greifen faktische Gelegenheiten auf, verabsolutieren diese aber.

Vorhersagbarkeit: Zum einen folgen Aktienkurse rein statistisch nicht einem Random Walk, also dem reinen Zufall. Zum anderen besteht ein gewisser Grad an Vorhersagbarkeit anhand vergangener Kursdaten. Darüber besteht heute in der Wissenschaft weitgehend Einigkeit.

Erfahrung: Der Mehrzahl der Aktienfonds gelingt es nicht, „den Markt“ zu schlagen. In-

sofern haben die Anhänger der Random-Walk-Theorie Recht. Am US-Markt sind beispielsweise rund 75 Prozent der Fonds nicht im Stande, den marktbreiten Index S&P 500 zu schlagen. Das liegt zum Teil aber auch an den hohen Transaktionskosten.

Moderne: Nach dem neuesten Stand der Wissenschaft ist die reine Form der Random-Walk-Theorie nicht haltbar. Kursbewegungen an den Aktienmärkten sind demnach nicht vollständig zufallsabhängig.

der so genannten „Best-of-two“-Formel diese Idee auf, verfeinert sie mathematisch und erzielt damit seit mittlerweile fast fünf Jahren überdurchschnittliche Renditen.

Clou der Formel ist, dass über ein kompliziertes System von Auswahloptionen rückwirkend Anpassungen möglich sind – also quasi dann, wenn bereits klar ist, ob sich Aktien oder Anleihen besser entwickelt haben (siehe „Fünf Fragen an: Marcus Vitt“).

Um jedoch auch hier die Kosten für die Optionen nicht ausufern zu lassen, heißt es, ein angemessenes Anpassungsintervall zu finden. Alle zwei Wochen wird der Optimix-Fonds an die jüngsten Entwicklungen angepasst. Der ähnlich konstruierte Fonds „Vario Aktien Renten“ des Münchener Bankhauses Merck Finck & Co. wird alle vier Wochen überprüft.

Weitere Beiträge zum Thema Anlagestrategie finden Sie unter: handelsblatt.com/akademie

Vier Grundregeln

Risiko-Gewinn-Relation: Risiko und Gewinn stehen miteinander in Verbindung. Mehr Risiko bedeutet demnach die Chance auf mehr Gewinn, aber auch auf höhere Verluste.

Risiko-Zeit-Relation: Je länger ein Produkt im Portfolio gehalten wird, umso geringer sind die Verlustrisiken.

Risiko-Stetigkeits-Relation: Regelmäßige Einzahlungen über einen Zeitraum vermindern das Verlustrisiko. Diese These ist zwar in der Wissenschaft nicht mehr unumstritten, hat aber nach wie vor viele Anhänger.

Risiko-Verlust-Relation: Der Anleger sollte zwischen seiner Einstellung zum Risiko und der Fähigkeit, Risiko auch zu ertragen, unterscheiden. Die finanzielle Gesamtausstattung ist dafür entscheidend.

OrganisationsEntwicklung

Zeitschrift für Unternehmensentwicklung und Change Management



Wandel erkennen. Veränderung gestalten. Zukunft gewinnen.

Planung, Gestaltung und Umsetzung strategischer und organisatorischer Veränderungsprozesse stehen im Mittelpunkt unserer Berichterstattung. Das damit verbundene Projekt- und Prozess-Management wird vielseitig beleuchtet, wobei stets eine gute Balance zwischen theoretischer Reflexion und Praxisnähe wichtig bleibt.

Die Zeitschrift OrganisationsEntwicklung - Ihr qualifizierter Partner in allen Veränderungsprozessen.

Bestellung unter:

Fax*: 08 00 / 0 00 - 29 59
außerhalb Deutschland: 00 49 / (0)211 / 8 87 - 36 71

E-Mail: zoe.leserservice@vhb.de

Info Hotline*: 08 00 / 0 00-16 37
außerhalb Deutschland: 00 49 / (0)211 / 8 87 - 36 70

Internet: www.zoe.ch

* gebührenfrei



Verlagsgruppe Handelsblatt