

## Der einfache Markowitz ist Geschichte

Man sollte sich nie zu sicher fühlen, stets hinterfragen, eine eigene Meinung bilden sowie seinen gesunden Menschenverstand einsetzen. Und man sollte nicht blind vertrauen – vor allem keiner Statistik, außer man hat sie selber gefälscht.

Nein, das sind keine profanen Aussagen, sondern bittere Realität.

### Value at Risk greift zu kurz

„Die hohen Verluste aus der Subprime-Krise haben eindeutig gezeigt, dass das klassische Risikomanagement und der ausschließliche Glaube an den Value-at-Risk-Ansatz zu kurz greifen. Denn wenn man die Risikoberichte, die im Vorfeld geschrieben wurden, liest, hatte man das Gefühl, dass sich zahlreiche Risikomanager zumindest sehr darin bestärkt sahen, ein sehr fortschrittliches Risikomanagement-System zu verwenden, welches auch neuesten Standards entspricht. Gleichwohl lagen etliche augenscheinlich falsch“, resümiert Dr. Stefan Zeranski, Leiter Treasury bei der Kölner Bank, als Lehre aus der Kreditkrise und verweist darauf, dass sich gerade die Methoden-Unvollkommenheit vieler Risikomanagement-Systeme dramatisch in der Asset Allocation spiegeln kann.

### Überdenken gefordert

Deswegen müsse auch das Thema Asset Allocation neu definiert und überdacht werden; daraus leitet er als Fazit für seine mittelständische Bank Folgendes ab: „Die Asset Allocation ist eine fortwährende Aufgabe und ein mehrjähriger dynamischer Prozess, der exakt an die Risikopräferenz und die Risikotragfähigkeit eines Institutes angepasst werden muss. Denn wer hier zu leichtgläubig ausschließlich beispielsweise einfachen Portfolio-Optimierungen nach Markowitz folgt oder irgendwelchen standardisierten Asset-Allocation-Vorschlägen, kann mitunter Probleme bekommen“, erläutert der Treasurer und skizziert dabei, wie seiner An-

sicht nach ein Risikomanagement der Zukunft beschaffen sein sollte: Das Risikomanagement der Zukunft müsse sich insbesondere auf die Bewältigung extremer Finanzmarktrisiken konzentrieren, diese identifizieren und bewältigen können.

### Wie verteilen sich Risiken?

Aussagen, die bestimmt nicht falsch verstanden werden sollen. Denn auch die Kölner Bank hat nicht den Stein des Weisen gefunden. Ganz im Gegenteil.

Gleichwohl gibt Zeranski zu bedenken, dass beispielsweise auch Markowitz 1952 lediglich nur zeigen wollte, dass man bei der Zusammenstellung eines Portfolios die Unterschiedlichkeit der Risiken der einzelnen Portfolio-Bestandteile beachten sollte. Das sei auch nach wie vor zutreffend. Der Knackpunkt bestehe nur in der entscheidenden Frage: Wie werden die unterschiedlichen Risiken der Portfolio-Bestandteile gemessen und wie werden diese im Zeitablauf, vor allem in unterschiedlichen Kapitalmarktphasen, quantifiziert, und hier insbesondere deren differierendes und interdependentes Zusammenwirken?

Ein weiteres Problem: „Eine ausschließliche Portfolio-Optimierung nach Markowitz kann oftmals zu Investitionen führen, die langfristig nicht robust sind, dadurch ständig umgeschichtet werden müssen und deswegen zu hohen Transaktionskosten führen“, erläutert er weiter und verweist auf einen zusätzlichen Knackpunkt: Die Asset Allocation wird aus der Historie zu oft noch aus unvollkommenen Risikomassen abgeleitet, sprich der Value at Risk wird in vielen Handelssystemen immer noch mit Normalverteilungen gerechnet, obwohl jedoch schon ganz klar erkennbar sei, dass Risiken eben nicht normalverteilt sind, hierbei also insbesondere die hohen Risiken systematisch unterschätzt werden, Stichwort: Fat Tails.

„Die Frage der Risikoquantifizierung und

der ökonomischen Kapitalmarktallokation mit dem Value-at-Risk-Konzept steht und fällt damit, wie man die Wechselwirkungen der Zukunft berücksichtigt“, erläutert er, und da sei man schon bei dem Kernproblem: Wie entwickeln sich die Asset-Klassen in der Zukunft?

### Eigene Meinung haben

Weitere für ihn offene Punkte seien zudem. „Bei Alpha-Generierungs-Konzepten etwa kann man nicht einfach den historischen Track Record wie ein Lineal in die Zukunft projizieren. Zudem ist beispielsweise die Performance-Attributions-Analyse zu sehr informationsgetrieben, es fehlt einfach die Miteinbeziehung von verhaltensorientierten Aspekten“, sagt der Kölner und plädiert deswegen dafür, eine eigene Meinung zu haben, seinen gesunden Menschenverstand einzusetzen und, bevor eine Asset Allocation konstruiert wird, zuerst einmal zu definieren, wie hoch denn eigentlich die eigene Risikoaversion und die eigene, potenziell tragfähige Verlustbereitschaft seien. Deswegen sei man auch immer gezwungen, neu über die Asset Allocation nachzudenken.

„Wir als mittelständische Bank können uns beispielsweise nur eine konservative Asset Allocation leisten und müssen deswegen auch sehr genau überlegen, ob die klassischen Asset-Allocation-Aufteilungen stets auch den Erfordernissen unserer Gewinn- und Verlustrechnung (GuV) entsprechen. Denn treten Turbulenzen auf, rücken die Erfordernisse unserer GuV konsequent in den Vordergrund und zwingen uns gegebenenfalls von der strategischen Asset Allocation stark abzuweichen. Und das machen wir dann auch. Dazu muss der Investment-Prozess jedoch flexibel sein“, sagt er.

### Und so sieht die Realität aus

Wie die Vergangenheit auch eindrücklich zeigt. „Wir haben im vergangenen Jahr Spread-Produkte komplett ausgeblendet, auch gegen die Regel der klassischen Diversifizierung. Ebenso wurde bereits seit langem kon-

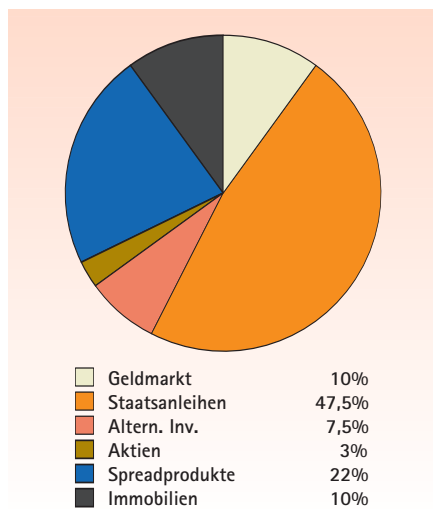


Dr. Stefan Zeranski,  
Kölner Bank eG,  
Leiter Treasury

sequent nicht in Asset Backed Securities (ABS) investiert und darauf geachtet, dass auch in keinem unserer Geldmarktfonds ABS-Strukturen vorhanden sind. Eben weil schon seit geraumer Zeit vor einer Immobilienblase gewarnt wurde und uns zudem klar war – auch aufgrund der hohen Popularität und Verbreitung der Produkte –, dass wenn es zu einer Krise kommen würde, diese große Kreise ziehen würde“, sagt Zeranski, der darauf verweist, dass die Kölner Bank bei der Ausrichtung der strategischen Asset Allocation mit der WGZ BANK und DZ BANK zusammenarbeitet, die für mittelständische Genossenschaftsbanken Vorschläge erarbeiten, welche gleichwohl nur als Richtschnur gelten.

#### Taktik kann stark abweichen

Denn wie die Realität derzeit zeigt, kann die taktische Asset Allocation von der strategischen bei einigen Asset-Klassen sehr abweichen. So ist es den Kölnern beispiels-



**Abbildung:** Strategische Asset Allocation Kölner Bank; Quelle: Kölner Bank.

weise möglich, 7,5 Prozent des Vermögens in alternative Anlagen wie Hedgefonds und Private Equity zu investieren. Aktuell wird von dieser Möglichkeit jedoch kein Gebrauch gemacht, ebenso untergewichtet

sind derzeit Staatsanleihen mit 39 Prozent, übergewichtet hingegen ist der Geldmarktanteil mit 17 Prozent, in Aktien darf ein Anteil von 3 Prozent investiert werden.

#### Ausbau der Immobilienquote geplant

Was 2008 betrifft, nimmt die Kölner Bank zuerst einmal eine abwartende Haltung ein, plant jedoch beispielsweise ihr indirektes Immobilien-Exposure von aktuell 3 Prozent auf die möglichen 10 Prozent, den Anteil, den die strategische Asset Allocation vorsieht, hochzufahren und auch, wenn der Zeitpunkt günstig erscheint, wieder in Spread-Produkte zu investieren. Die Spread-Produkte (möglicher strategischer Anteil 22 Prozent) setzen sich zusammen aus Corporate Bonds (10 Prozent), ABS- (5 Prozent), Short-Term-Credit- (5 Prozent) und Rendite-Spezial-Invest-Produkten (2 Prozent).

Die Kölner werden aber nur dann wieder in Spread-Produkte investieren, wenn das Risiko „angemessen“ bezahlt wird. *ML*

Anzeige

## Emotionslos erfolgreich investieren

Emotionen sind häufig schlechte Ratgeber bei Investmententscheidungen. Deshalb setzt Robeco seit über 15 Jahren auf quantitative Analysemethoden. Heute werden rund 4.000 Aktien weltweit mit Hilfe hausgener mathematischer Modelle analysiert. Auf diese Weise nutzt Robeco Marktineffizienzen und schafft dauerhaft Mehrwert für seine Investoren. Mit rein quantitativ gemanagten Produkten, wie den Conservative Equities- und 130/30-Produktreihen, setzt Robeco auch künftig auf die Vorteile quantitativer Anlagemethoden.

Weitere Informationen erhalten Sie unter [www.robeco.de](http://www.robeco.de) sowie unter Tel.: 069-959 0 859.

**Aktive  
quantitative  
Anlage-  
strategien**

**ROBECO**  
The Investment Engineers

Robeco ist eine Tochtergesellschaft der Rabobank-Gruppe. Die Rabobank-Gruppe verfügt über das höchstmögliche Bonitätsrating führender Ratinggesellschaften. Diese Anzeige beschreibt die Expertise von Robeco im Bereich quantitativer Anlagestrategien und kein konkretes investierbares Produkt. Diese Informationen stellen keine Anlageempfehlung dar.