

Die große Risikoverwirrung Teil 1: Was ist eigentlich Risiko?

Von Karl-Heinz Thielmann und Prof. Dr. Ekaterina Svetlova

Wie sind die Risiken von Kapitalanlagen zu bewerten? Die Antworten auf diese Frage fallen heutzutage vielfach mehrdeutiger aus als jemals vorher.

So gilt eine 10jährige Bundesanleihe als sehr sicher, weil sie nur ein äußerst geringes Ausfallrisiko hat. Doch ist sie wirklich sicherer als die Anleihe eines sehr soliden Unternehmens oder diejenige eines anderen Landes mit niedrigen Budgetdefiziten? Und kann man wirklich von einer sicheren Anlage sprechen, wenn die Geldentwertung die Zinszahlungen übersteigen kann? Es ist nicht möglich zu prognostizieren, wie sich die Inflationsrate in den nächsten Jahren entwickelt. Wenn sie höher ausfällt als die Verzinsung, kann man mit diesem Wertpapier die Kaufkraft des angelegten Geldes nicht erhalten.

Gold hingegen hat den Ruf als klassische Absicherung gegen Inflationsrisiken. Doch wird diese Ansicht wirklich durch historische Erfahrungen gestützt? Es gibt Beispiele dafür und dagegen. Und was passiert mit dem Gold, wenn wir keine Inflationswelle bekommen? Eignet sich ein Edelmetall mit so starken Preisschwankungen überhaupt als Absicherungsinstrument?

Mit einer Immobilie verbinden viele Anleger die Erwartung einer stabilen und von der Inflation unabhängigen Wertentwicklung. Doch in Wirklichkeit ist die Preisentwicklung sehr stark von lokalen Gegebenheiten und dem Konjunkturverlauf abhängig. Sehr viele Immobilienbesitzer, die sich ihr Objekt am falschen Ort oder zur falschen Zeit gekauft haben, haben schon so manche böse Überraschung erlebt. Zudem sind Erwerb und Unterhalt meistens mit sehr hohen Kosten verbunden. Und wer irgendwann seine Immobilie zu einem angemessenen Preis verkaufen will, muss feststellen, dass dies oft sehr lange dauern kann oder sogar gar nicht möglich ist, weil der passende Käufer gerade fehlt.

Kann man mit Aktien wirklich von den Wachstumstrends in der Weltwirtschaft profitieren oder stellen die globalen Entwicklungen für sie eher ein Risiko dar? Die Antwort fällt je nach individuellem Titel oder Fonds sehr unterschiedlich aus. Und sind Kursschwankungen an der Börse eher ein Risikofaktor oder eröffnen sie günstige Kaufchancen?

Kapitalanlagen sind immer eine Wette auf die Zukunft, und diese ist ungewiss, weil niemand genau prognostizieren kann, was passieren wird. Insbesondere Angst haben Investoren seit je her vor Ereignissen, die dazu führen, dass ihr eingesetztes Kapital gefährdet ist. Dies ist keine neue Erkenntnis, und seitdem es die Möglichkeit gibt, Kapital anzulegen, gibt es auch Versuche, die Verlustpotenziale für Anleger zu erkennen und einzugrenzen.

Die große Finanzkrise seit 2007 hat eine tief greifende Verunsicherung von Anlegern bewirkt. Diese Verunsicherung betrifft nicht nur Privatanleger, auch große institutionelle Investoren und sogar viele Hedgefonds-Manager tun sich derzeit schwer. Denn vieles, was man bisher als selbstverständlich über die Risiken und Chancen von Kapitalanlagen angenommen hatte, wurde in den letzten Jahren infrage gestellt. Risiko scheint eines der Themen zu sein, dass bei vielen Menschen mehr Fragen als Antworten hinterlässt, je eingehender sich mit ihm befassen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Gerade viele professionelle Anleger mussten in den letzten Jahren feststellen, dass die Risiken ihrer Investments nicht so waren, wie sie es sich eigentlich vorgestellt hatten. Einige Investoren waren sich sogar der Risiken gar nicht bewusst, die mit ihren Kapitalanlagen verbunden sind. Dies lag aber nicht daran, dass sie die Risiken von Kapitalanlagen ignoriert haben. Im Gegenteil waren insbesondere gerade die Investoren oftmals von herben Verlusten betroffen, die sich auf bestimmte Konzepte zur Risikoerkennung und Steuerung verlassen hatten. Scheinbar mathematisch präzise Risikokennzahlen erwiesen sich völlig irreführend.

Aus diesem Grund soll in diesem und noch einem folgenden Beitrag untersucht werden, warum das Thema Risiko bei Anlegern derzeit vor allem Verwirrung hinterlässt. Insgesamt zwei Themenkomplexe lassen sich als Gründe für die vorherrschende Verwirrung identifizieren:

- 1) Zuerst ist selbst Experten oft nicht klar, was unter Risiko zu verstehen ist und wie man es erfassen kann.
- 2) Zweites gibt es ganz grundsätzliche Missverständnisse aus der falschen oder irreführenden Anwendung von theoretischen Risikokonzepten in der Praxis.

Thema dieses Artikels sind die vielfachen Missverständnisse, die sich aus dem Begriff des Risikos sowie der Bestimmung von genauen Werten ergeben. Die Probleme, die sich aus dem praktischen Umgang mit Risiken ergeben, werden in einem weiteren Beitrag in der nächsten Ausgabe von „Mit ruhiger Hand“ erörtert.

a) Die Begriffsverwirrung beim Investor: von tausendundeiner Risikoart

Wenn sich ein Kapitalanleger heutzutage über mögliche Verlustquellen für sein Investment informieren will und die Risikohinweise bei den entsprechenden Anbietern oder sonstige Risiko-Informationen liest, wird er mit einer Vielzahl von einzelnen Begriffen konfrontiert. Hier nur einige Beispiele:

Ausfallrisiko, Bewertungsrisiko, Bonitätsrisiko, Diversifikation, Emittentenrisiko, Fat-Tail-Risiko, Garantierisiko, Inflationsrisiko, Klumpenrisiko, Konjunkturrisiko, Kostenrisiko, Kreditrisiko, Kursrisiko, Länderrisiko, Liquiditätsrisiko, Managementrisiko, Marktrisiko, maximaler Verlust, Risikostreuung, Short-Fall Risiko, steuerliches Risiko, systematisches Risiko, Totalverlustrisiko, Transferrisiko, unsystematisches Risiko, Value at Risk, Volatilität, Währungsrisiko, Zinsänderungsrisiko, usw.

Allein die Diskussion dieser Begriffe würde den Rahmen dieser Ausgabe sprengen und den Leser vermutlich genauso langweilen wie die üblichen Risikohinweise in Bankbroschüren. Denn diese dienen vor allem einem Zweck: Das juristische Risiko des Bereitstellers zu vermindern, wegen Fehlinformation verklagt zu werden. Unter dem Vorwand einer möglichst umfassenden Information wird der Anleger mit ihm unverständlichen Begriffen bombardiert, ohne sie aber verstehbar aufzubereiten oder auch Zusammenhänge zwischen verschiedenen Risiken oder zwischen Risiken und Ertragsmöglichkeiten transparent aufzuzeigen.

Dabei ist ein genaues Verständnis der potenziellen Ursachen für mögliche Vermögensverluste essenziell dafür, gerade wenig erfahrene Anleger vor bösen Überraschungen zu bewahren. So zeigen insbesondere die Erfahrungen aus der Pleite von Lehman Brothers 2008 zwei eklatante Mängel im Risikoverständnis von Anlegern und ihren Beratern:

- 1) Vielen Investoren war zwar das Kursrisiko ihrer Anlage bekannt, sie waren sich aber nicht des Emittentenrisikos aus Zertifikaten von Lehman Brothers bewusst.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

2) Gerade viele Kleinanleger hatten ihre Anlagen in eines oder sehr wenige riskante Papiere konzentriert und damit massiv gegen den relativ simplen Grundsatz der Risikostreuung verstoßen.

Die Vielzahl von möglichen Risiken, ihrer unterschiedlichen Ursachen und verschiedenen Ausprägungsformen hat nicht nur für private Anleger in den vergangenen Jahren zu bösen Überraschungen geführt. Gerade viele professionelle Anleger, die sich mit bestimmten Risiken auseinandergesetzt hatten, haben sich in jüngster Zeit im Risiko-Begriffswirrwarr verheddert. Selbst wer sich gegen bestimmte Risiken absicherte, musste später feststellen, dass Verluste dann da auftraten, wo sie nicht erwartet wurden.

Doch was hat zu diesen Problemen geführt? Haben Ökonomie, Mathematik und Statistik überhaupt klar beschrieben, was Risiko ist und wie es zu messen ist? Haben sich die Methoden der Risikomessung als zuverlässig erwiesen? Und gab es vielleicht noch andere Schwierigkeiten im praktischen Umgang mit Risiken?

b) Die Begriffsverwirrung in der Theorie: Risiko oder Unsicherheit?

Was ist eigentlich Risiko? Schon allein diese einfache Frage ist nicht so einfach zu beantworten. Das Wort leitet sich von dem frühitalienischen „risicare“ ab, was „wagen“ bedeutet hat. In der heute gebräuchlichen Verwendung stellt man jedoch nicht mehr auf das Wagnis an sich und auch auf mögliche Gewinne hieraus ab. Der heutige Risikobegriff bezieht sich hingegen darauf, was beim Eingehen des Wagnisses schief gehen kann, auf die potenziellen Verluste.

Eng mit dem Risikobegriff ist aber nicht nur die Frage verbunden, ob sich die Möglichkeit eines Verlustes ergibt, sondern insbesondere damit, inwieweit sich eine Wahrscheinlichkeit dieser Möglichkeit in irgendeiner Form einschätzen lässt.

Die Beschäftigung mit dieser Frage ist mit der Entwicklung der modernen Mathematik und Statistik verknüpft. Insbesondere von Interesse war dabei für die frühen Forscher, Aussagen über mögliche Resultate von Glücksspielen zumachen.

Als Vater der wissenschaftlichen Auseinandersetzung mit dem Risiko gilt der Franziskaner Luca Pacioli mit seinem 1494 erschienenem Buch „Summa de arithmetica, geometria, proportioni et proportionalità“, in dem das erste Mal eine systematische Auseinandersetzung mit der Verteilung von Glücksspielergebnissen erfolgte.

1689 formulierte Jakob Bernoulli erstmals „Gesetz der großen Zahlen“ und damit quasi die grundlegende Aussage der modernen Statistik: Er propagierte, dass sich die relative Häufigkeit eines Zufallsergebnisses in der Regel der Wahrscheinlichkeit dieses Zufallsergebnisses annähert, wenn das zugrunde liegende Zufallsexperiment immer wieder unter denselben Voraussetzungen durchgeführt wird. Wenn genügend Versuche durchgeführt werden, häufen sich die Ergebnisse irgendwann um einen Mittelwert, den Erwartungswert. Eine Wahrscheinlichkeit, mit der ein bestimmtes Ereignis eintritt, lässt sich dann bestimmen, und damit auch das Risiko.

1921 veröffentlichte Frank Knight sein Buch „Risk, Uncertainty and Profit“, in dem er eine für das Risikoverständnis wichtige Unterscheidung vornahm: diejenige zwischen Risiko und Unsicherheit.

Nach Knight ist Risiko dadurch definiert, dass sich bei ihm dem Eintritt eines Ereignisses eine Wahrscheinlichkeit zuordnen lässt. Bei Unsicherheit hingegen ist völlig unklar, wie groß die Wahrscheinlichkeit ist. Sie ist deshalb mathematisch nicht fassbar und auch nicht mit einer Zahl zu beschreiben.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

John Maynard Keynes stellte 1937 am Beispiel einer Untersuchung von Kupferpreisen und Zinssätzen fest, dass es keine wissenschaftliche Grundlage gibt, auf der sich mathematische Wahrscheinlichkeiten für ökonomische Ereignisse berechnen lassen. Daraus resultierte bei ihm eine konsequente Ablehnung des Gesetzes der großen Zahlen für volkswirtschaftliche Zusammenhänge.

Keynes Gedanken bildeten auch die Grundlage für spätere Überlegungen, die Knightsche Unsicherheit noch weiter aufzuspalten in:

- Ungewissheit: Dies ist eine Situation, in der man zwar weiß, was passieren kann, aber den möglichen Ereignissen keine Wahrscheinlichkeiten zuordnen kann.
- Radikale Unsicherheit: Dies ist eine Situation, in der man nicht nur die Wahrscheinlichkeiten nicht kennt, sondern nicht einmal weiß, was überhaupt passieren kann.

Die Position von Keynes, dass in die Zukunft gerichtete Entscheidungen grundsätzlich mit Unsicherheit behaftet sind, war aber für viele andere Ökonomen unbefriedigend, insbesondere wenn sie das Paradigma rationaler Entscheidungsfindung unterstellten: Für rationale Investitionsentscheidungen muss eine Abschätzung von Verlustpotenzialen möglich sein. Wenn man sich mit der Position radikaler Unsicherheit zufriedengibt, scheint grundsätzlich keine Aussage über irgendetwas mehr möglich.

Insofern ist verständlich, dass Ökonomen und Statistiker trotzdem nach ökonomischen Risikomaßen und Regeln im Umgang mit Unsicherheit und Risiko gesucht haben. Aber auch der Vergleich mit den Naturwissenschaften spornte die Ökonomen an. Die Gesetzmäßigkeiten bei vielen Naturereignissen führen zu relativ gleichmäßigen Wahrscheinlichkeitsverteilungen und damit auch zu klaren Risikoassessungen. Im Gegensatz dazu fühlten sich gerade Ökonomen mit ihren unpräzisen Aussagen fast wie Pseudowissenschaftler. Und gerade im Umgang mit Risiko und Unsicherheit wurde die Unschärfe der Ökonomie besonders deutlich.

Anfang der 50er Jahre des vergangenen Jahrhunderts entwickelten sich daher zwei neue Herangehensweisen an das Thema Risiko: Das allgemein ökonomische Konzept der subjektiven Wahrscheinlichkeiten und das finanzmarktbezogene Konzept der Modern Portfolio Theory.

1954 hatte Leonard J. Savage das Konzept der Entscheidungsfindung unter Risiko eingeführt, das auf „subjektiven Wahrscheinlichkeiten“ basiert ist. Er unterstellte, dass ökonomische Entscheidungen immer auf Wahrscheinlichkeitsannahmen beruhen. Wenn keine objektiven Zahlen vorlägen, kann man subjektive annehmen, auch wenn es relativ fragwürdig sein mag, wie man zu den Zahlenwerten im Einzelnen kommt.

Einen anderen Weg schlug Markowitz ein, als er mit einem 1952 erschienenen Aufsatz die moderne Portfoliotheorie begründete. Mit ihr stellte er folgende folgenschwere Behauptungen auf:

- ⇒ Das Risiko von Wertpapieren kann durch Wahrscheinlichkeitsverteilungen von Renditen beschrieben werden.
- ⇒ Risiko steht in einem quantifizierbaren Zusammenhang mit Ertrag.
- ⇒ Die Risiko-Gesamtbetrachtung von mehreren Wertpapieren erfordert eine andere Herangehensweise als diejenige von einzelnen Wertpapieren.
- ⇒ Insbesondere die Interdependenzen zwischen den Risiken der einzelnen Wertpapiere spielen eine große Rolle bei der Portfoliokonstruktion. Durch Kombination von Wertpapieren mit unabhängigen Risiken kann man das Gesamtrisiko sehr stark mindern.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Vor allem die letzten beiden Aussagen wurden zum relativ unbestrittenen Mantra der Konstruktion von Portfolios und bilden die theoretische Grundlage der sogenannten Risikostreuung bzw. Diversifikation.

Die zweite Aussage wird oft in der Weise verstanden, dass mit steigendem Risiko auch die erwartete Rendite steigen sollte. Dies hat sich jedoch in dieser einfachen Form als zu simpel erwiesen. Gerade im Bereich hoher Risiken hat sich oft herausgestellt, dass steigende Risiken tendenziell eher mit sinkenden Erträgen verknüpft sind.

1973 wurde die sog. Black Scholes Formel zur Optionspreisbewertung vorgestellt. Sie war insofern revolutionär, weil sie es ermöglichte, Risiken aus Preisschwankungen von Wertpapieren nicht nur zu messen, sondern auch mit einem Preis, also mit einem Marktwert zu versehen. Dies schafft die Voraussetzungen, um Risiken auf einem Markt handeln zu können. Zwar wurden auch schon vor Black Scholes Risiken in Form von Futures und Optionen gehandelt. Mit Futures kann man sich aber nur absichern, wenn man gleichzeitig die Kurschance aufgibt. Optionen waren vorher unpopulär, weil keiner wusste, wie sie wirklich zu bewerten waren. Die Black Scholes Formel schien jetzt eine objektive Bewertungsmöglichkeit zu schaffen.

1987 setzte ein Crash an der Wall Street bei mehreren Investmentbanken die Entwicklung eines Risikomaßes in Gang, das sich dann innerhalb weniger Jahre in der ganzen Finanzbranche als Standardmaß der Risikobewertung durchsetzen sollte: der sogenannte „Value-at-Risk“ (VaR). Mit ihm wird angegeben, welchen Wert der Verlust einer bestimmten Risikoposition mit einer gegebenen Wahrscheinlichkeit innerhalb eines gegebenen Zeithorizonts nicht überschreitet. Der VaR dient nur der Messung potenzieller Verluste und schien damit besonders geeignet, die Auswirkungen von Extremereignissen, wie z. B. einem Börsencrash abzubilden.

Dies führte in den Folgejahren dazu, dass sich VaR vor allem auch bei Finanzaufsichtsbehörden großer Beliebtheit erfreute und zur Risikomessung akzeptiert, eingesetzt und teilweise sogar vorgeschrieben wurde.

Modern Portfolio Theory, Black Scholes und Value at Risk haben eines gemeinsam: Sie versuchen das in Zahlen zu fassen, was laut Keynes nicht in Zahlen zu fassen ist. Letztlich wird damit aber mit dem Umweg über Wahrscheinlichkeitsverteilungen das Gesetz der großen Zahl wiedereingeführt, das aber für komplexe Zusammenhänge nicht gelten kann, wenn man der Logik von Keynes folgt. Inwieweit dies zu Missverständnissen und Problemen führt, wird in dem folgenden Abschnitt genauer beschrieben.

Weiterhin ist festzuhalten, dass mit diesen Risikomaßen vor allem die Auswirkungen von Kursschwankungen bewertet werden, alle anderen Risiken aber nicht. So werden Liquiditäts-, Inflations- oder längerfristige Ausfallrisiken ignoriert. Weiterhin sind die Kursschwankungen von Kapitalanlagen relativ stark davon abhängig, wie der Markt für sie organisiert ist. So bietet die Modern Portfolio Theory nur ein Risikomaß für Anlagen in liquiden Märkten wie Börsen. Nicht liquide Anlagen können nicht im Kurs schwanken, weil schlicht und einfach kein regelmäßiger Preis ermittelt wird. Auch schwanken nur selten gehandelte Wertpapiere weniger stark als oft gehandelte. Aber deswegen sind sie nicht weniger riskant, ganz im Gegenteil.

Daher ist wichtig festzuhalten, dass sich nur Teilrisiken von relativ transparenten und viel gehandelten Anlageformen wie Aktien und Renten mit Kennzahlen wie Volatilität oder Value at Risk beschreiben lassen; die Risiken von anderen intransparenten und illiquiden Anlageformen wie Immobilien oder Private Equity aber überhaupt nicht. Dies hat bei einigen Investoren zu einer merkwürdigen Verzerrung und Verengung in der Wahrnehmung von Risiken geführt: So werden relativ liquide Anlagen, deren Risiken zumindest teilweise

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

mit Kennzahlen messbar sind, oftmals als risikoreicher empfunden als andere intransparente Anlagen, deren Risiken sich nicht mit scheinbar präzisen Kennzahlen beschreiben lassen.

c) Kann man Risiko überhaupt zuverlässig einschätzen?

Eine nicht zu unterschätzende Rolle bei der Verwirrung sowohl von private oder auch von professionellen Anlegern haben Risikomaße gespielt, auf die sie sich verlassen hatten, die dann aber entstehende Verlustpotenziale nicht oder falsch angezeigt haben. Insbesondere die Popularität von scheinbar mathematisch präzisen Risikokennzahlen schuf eine Scheinsicherheit, die in der Vergangenheit zu vielen Fehlentscheidungen bei Investitionen führte.

Die Verfahren der Risikomessung haben insbesondere mit der Entwicklung der Modern Portfolio Theory einen deutlichen Aufschwung genommen. Besonders populär wurde ihr Risiko-Verständnis in Hinblick auf Abweichungen von einer Zielrendite. Da die Modern Portfolio Theory in ihren Modellen unterstellte, dass Renditen in Form einer Gausschen Glockenkurve normal verteilt sind, ist dann Risiko ganz einfach abzuleiten: Bei statistischen Verteilungen gibt es das Streuungsmaß der Varianz. Die Quadratwurzel hiervon wird als die Standardabweichung bezeichnet, die auch Volatilität genannt wird. Hiermit bekommt man ein einheitliches Maß, um das Ausmaß der Abweichungen vom Mittelwert der Renditen zu messen.

Und so gibt es, wenn die Renditen einer Finanzanlage normal verteilt sind, mit der Volatilität ein aussagekräftiges Risikomaß. Je stärker die Kurse schwanken, um so höher ist sie. Sie sagt allerdings nichts über das Risiko eines Wertverlustes aus, was dann später mit dem Value at Risk korrigiert werden sollte. Auch wenn die Renditen nicht normal verteilt sind, kann die Volatilität sehr irreführend sein.

Mit dem sogenannten Capital-Asset-Pricing-Model (CAPM) wurde die Modern Portfolio Theory in Hinblick auf den Portfoliogedanken weiterentwickelt und das sogenannte β als Risikomaß eingeführt. Hierbei handelt es sich um die relativen Kursschwankungen eines Wertpapiers zum Gesamtmarkt, meist gemessen durch einen repräsentativen Gesamtindex.

Eine Aktie mit einem $\beta > 1$ schwankt stärker als der Gesamtmarkt, ist demnach riskanter. Ein $\beta = 1$ bedeutet Schwankungen im Rahmen des Gesamtmarktes, ein $\beta < 1$ unterdurchschnittliche Schwankungen und damit vermindertes Risiko.

Auf Basis der Modern Portfolio Theory wurden noch eine Reihe von weiteren mathematischen Kennziffern entwickelt, um die mit Kapitalanlagen verbundenen Risiken darzustellen. Sehr populär ist beispielsweise die sogenannte Sharpe Ratio geworden, die Rendite und Risiko einer Kapitalanlage miteinander in Verbindung setzt. Sie berechnet sich relativ einfach dadurch, dass man die Überschussrendite einer Kapitalanlage (Rendite minus risikofreier Zins) durch die Volatilität teilt.

Aber Kennzahlen wie Volatilität, β oder Sharpe Ratio haben ihre Tücken. Wie schon im vergangenen Abschnitt dargestellt, lassen sie sich für verschiedene Kapitalanlagen überhaupt nicht bestimmen. Darüber hinaus können sie sich selbst für ein Anlageinstrument teilweise ganz erheblich unterscheiden, je nachdem, für welchen Zeitraum man sie berechnet. Insbesondere bei Fonds sind diese Kennzahlen problematisch, wie sich am Beispiel des 1998 zusammengebrochenen Hedge Fonds LTCM zeigen lässt: Er hatte bis kurz vor seinem Kollaps eine extrem niedrige Volatilität und damit auch eine sehr gute Sharpe Ratio.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Allerdings lassen gerade Volatilität oder β manchmal zumindest Aussagen über relative Risikoabstufungen zu: So sind manche Gruppen von einzelnen Wertpapieren relativ zuverlässig volatiler als andere, auch wenn sich die absoluten Größen jeweils ändern. Auch können sie durchaus für eine nachträgliche Risikoanalyse aussagekräftig sein, selbst wenn ihr prognostischer Einsatz durch die Instabilität fragwürdig ist.

Mit Value at Risk (VaR) hat ein Risikomaß in den letzten Jahren an Popularität gewonnen, das angibt, welchen Wert der Verlust einer bestimmten Risikoposition (z. B. eines Portfolios von Wertpapieren) mit einer gegebenen Wahrscheinlichkeit innerhalb eines gegebenen Zeithorizonts nicht überschreitet. Mit ihm wird das Risiko eines Portfolios in einer entscheidungsrelevanten Kennzahl zusammengefasst. Damit schien VaR eine Komplexitätsreduktion des Risikothemas zu ermöglichen. Gerade Manager oder Treuhänder, die nicht täglich an den Kapitalmärkten aktiv waren, glaubten hiermit ein Instrument an der Hand zu haben, mit dem Risiken aus Kapitalanlagen schnell überschaut werden konnten.

Während allerdings Konzepte wie die Volatilität und die Sharpe Ratio meist für mathematisch vorgebildete Nutzer noch einigermaßen verständlich sind, geben bei Value at Risk selbst viele Experten hinter vorgehaltener Hand zu, dass sie nicht wirklich wissen, wie es berechnet wird.

Zudem lassen sich bei Value at Risk auch die Ergebnisse durch Veränderungen der Annahmen erheblich beeinflussen. Kritische Kommentatoren haben deshalb schon des Öfteren den Verdacht geäußert, dass die Popularität des VaR-Modells vor allem auf seiner Biagsamkeit basiert. Ein geschickter Mathematiker kann mit ihm ein Ergebnis ausrechnen, das er schon von vornherein will.

Trotz der schweren Verständlichkeit der Berechnung und einer fragwürdigen mathematischen Methodik wurde und wird VaR unverdrossen angewandt. Die Probleme waren zwar schon von Anfang an einigen mathematisch versierten Spezialisten aufgefallen, sie wurden jedoch als Querulanten eingestuft und ignoriert. Erst als mit der Finanzkrise einige Mängel offensichtlich wurden, wurde allgemein über Verbesserungen von VaR nachgedacht. Inzwischen finden die modifizierten Varianten Conditional Value at Risk (CVaR, wird auch oft als Expected Shortfall (ES) bzw. Expected Tail Loss (ETL) bezeichnet) und Modified Value at Risk (MVar) zunehmend Verbreitung.

Diese Verbesserungen stellen vor allem auf die sogenannten Fat Tail Risiken ab, deren Bedeutung Nassim Taleb in seinem berühmten Buch „Der schwarze Schwan“ eingehend erörtert hat: Es gibt Schadensereignisse, die zwar sehr selten eintreten, aber wenn sie eintreten, katastrophale Konsequenzen haben: Terroranschläge, Kernkraftwerksunfälle, Meteoriteneinschläge oder auch Großbankpleiten. Tatsächlich scheint der Conditional Value at Risk bisher die einzige Risikokennzahl zu sein, die solchen Ereignissen Rechnung trägt. Das grundsätzliche Problem, dass Situationen der Ungewissheit und insbesondere der radikalen Unsicherheit von einem solchen Risikomaß nicht beschrieben werden können, bleibt aber bestehen. Insofern scheint das nächste Desaster vorprogrammiert: Die Verbesserungen in der Berechnungsweise könnten wieder dazu verleiten, jetzt den CVaR für Situationen radikaler Unsicherheit zu verwenden und damit den Fehler zu wiederholen, durch Zweckentfremdung des Ansatzes scheinbar mathematisch exakte Zahlen für nicht messbare Sachverhalte zu produzieren.

Eine weitere problematische Schlüsselkennzahl bei der Modern Portfolio Theory ist der sog. Korrelationskoeffizient. Er drückt aus, inwieweit die Kursverläufe unterschiedlicher Anlageformen miteinander

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

zusammenhängen. Je niedriger dieser Korrelationskoeffizient ist, um so höher ist die Risikominderung, die man durch Streuung der Anlagen erzielen kann.

Allerdings setzt die eine bewusste Verminderung der Risiken durch breite Streuung voraus, dass die bekannten Korrelationskoeffizienten einigermaßen stabil sind. Genau diese Eigenschaft haben sie aber vielfach nicht. Sie können sich im Zeitablauf sehr stark ändern und sogar ins Gegenteil verkehren.

So hat Jeremy Siegel in seinem Buch „Stocks for the Long Run“ gezeigt, dass es in den vergangenen Jahrzehnten in den USA sowohl Perioden gegeben hat, in den Aktien und Renten positiv korreliert waren, negativ korreliert waren oder sich überhaupt keine signifikante Korrelation berechnen ließ. Ob und wie stark die Korrelation war, hing entscheidend vom jeweiligen makroökonomischen Umfeld ab.

In den vergangenen Jahren ist bei institutionellen Investoren populär geworden, Portfolios einen Anteil von 5%-10% an Rohstoffen beizumischen. Hauptargument hierfür war die geringe Korrelation zwischen Rohstoffindizes und Aktienindizes. Allerdings lässt sich auch für Rohstoffe und US-Aktien zeigen, dass die Korrelationskoeffizienten in den letzten 50 Jahren in verschiedenen Zeiträumen zwischen -0,68 und 0,91 geschwankt haben.

Die einzige Schlussfolgerung, die sich ziehen lässt, ist, dass die Korrelation zwischen den großen Anlageklassen Aktien, Renten oder Rohstoffen vor allem von ökonomischen oder strukturellen Umständen abhängen, die sich jedoch stark ändern können. Ohne eingehende Analyse der fundamentalen Bestimmungsgründe von Korrelationen scheint der Rückgriff auf sie extrem naiv. Dennoch ist gerade dies gängige Praxis bei vielen großen Anlagemanagern.

Fazit:

Kapitalanleger haben im Umgang mit dem Risiko drei grundsätzliche Probleme:

- Zum einen gibt es sehr unterschiedliche Formen von Risiken, denen mit einer einheitlichen Methodik nicht beizukommen scheint. Die durch die Modern Portfolio Theory geprägte Sichtweise verengt den Blick auf Preisrisiken. Insbesondere mit Liquiditäts- und Inflationsrisiken hat sich die Wissenschaft bisher kaum beschäftigt und nur sehr wenig zu sagen. Aber gerade dies sind für Anleger sehr relevante Risiken.
- Des Weiteren sind die Ergebnisse der herkömmlichen Verfahren bei der Einschätzung von Preisrisiken und ihrer Zusammenhänge sehr instabil. Dennoch bleiben diese scheinpräzisen Risikomessungen populär.
- Angesichts der Instabilität der beschriebenen Risikomaße bzw. der Abhängigkeit der Ergebnisse von Variationen in den Annahmen muss grundsätzlich die Frage gestellt werden, ob man sich bei der Kapitalanlage nicht generell in einer Situation radikaler Unsicherheit befindet. Dann wäre jeder Versuch einer Quantifizierung des Risikos schon irreführend.

Doch Unklarheiten bei der Begriffsbestimmung und der quantitativen Erfassung sind nicht die einzigen Gründe für Verwirrungen, wenn es um das Thema Risiko geht. Eine erhebliche Mitverantwortung für die Konfusion der Anleger tragen aber auch die praktischen Umstände und Zwänge, denen sich diejenigen ausgesetzt sehen, die täglich mit Risiko und Unsicherheit an den Kapitalmärkten zu tun haben. Dieses werden wir in einem weiteren Artikel in der nächsten Ausgabe von „Mit ruhiger Hand“ zum Thema machen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Impressum:

LONG-TERM INVESTING Research AG - Institut für die langfristige Kapitalanlage

Vorstand: Karl-Heinz Thielmann, Oliver Clasen

Aufsichtsrat: Dr. Gregor Seikel (Vorsitzender)

Weinbrennerstr. 17, 76135 Karlsruhe

Tel.: +49 (0)721 – 6293 9773, Fax.: +49 (0)322 2376 4968

E-Mail: info@long-term-investing.de

Inhaltlich verantwortlich: Karl-Heinz Thielmann

Weinbrennerstr. 17, D-76135 Karlsruhe

Bildnachweis: Seite 2: Karl-Heinz Thielmann;

Für den regelmäßigen Bezug von „Mit ruhiger Hand“ können Sie sich unter www.Mit-ruhiger-Hand.de anmelden.

Anhang:

a) Unser System der Unternehmensanalyse:

1. Mit der **qualitativen Analyse** werden Erfolgsfaktoren identifiziert, durch die Unternehmen eine anhaltende Fähigkeit zur Generierung von freiem Cashflow bzw. Überschusskapital haben: Weil sie a) aufgrund von dauerhaften Wettbewerbsvorteilen über eine überdurchschnittliche Marktposition verfügen; b) ein am langfristigen Unternehmenserfolg ausgerichtetes Management haben; c) den Erfolg nicht auf Kosten der Mitarbeiter oder der Umwelt erzielen (Corporate Governance; Nachhaltigkeit) bzw. d) von globalen Megatrends profitieren.
2. **Finanzstatusanalyse**: Bilanz, Gewinn-und-Verlust-Rechnung sowie Cashflow Rechnungen aus den aktuellsten Geschäftsberichte werden mit Bilanzkennzahlen ausgewertet.
3. Die **Bewertungsanalyse** wird auf der Basis eigener Prognosen mittels allgemein anerkannter und weitverbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse wie dem DCF-Modell; der Kennzahlenanalyse (insbesondere Kurs-Gewinn-Verhältnis; Dividendenrendite; Kurs-Buchwert; Unternehmenswert zu Umsatz) sowie von Peergroup-Vergleichen durchgeführt.
4. Bei der technischen Analyse untersuchen wir langfristige Trendverläufe sowohl in der absoluten Kursentwicklung wie auch in der relativen Kursentwicklung zu einem Vergleichsindex. Sofern nicht anders bezeichnet, ist für europäische Aktien dieser Vergleichsindex der STOXX® Europe 600 Preisindex; für außereuropäische Aktien der STOXX® Global 1800 Preisindex.
5. Darüber hinaus erfassen wir auch die **Risikofaktoren**, die einem langfristigen Anlageerfolg entgegenstehen. Dabei werden folgende Risiken einzeln bewertet:
 - Ausfallrisiko (Renten: das angelegte Geld wird nicht oder nur unvollständig zurückgezahlt; Aktien: Aufgrund von unternehmerischem Misserfolg kommt es zur dauerhaften Wertminderung der Anlage). Die Kriterien für das Ausfallrisiko sind: bei Unternehmen Bonität, Verschuldung (bilanziell und außerbilanziell), freier Cashflow, Produktvielfalt, Marktzutritt-Schranken, etc.; bei Ländern Budgetdefizite, Schattenhaushalte, Leistungsbilanzsalden, Währungssystem, Stabilität.
 - Kursrisiko (eine Kapitalanlage kann aufgrund von Kursschwankungen nur zu einem ungünstigen Kurs verkauft werden). Kriterien für das Kursrisiko sind Volatilitätskennzahlen wie die Standardabweichung oder β , etc.
 - Liquiditätsrisiko (eine Kapitalanlage kann mangels Nachfrager nicht oder nur unter Wert verkauft werden). Kriterien für das Liquiditätsrisiko sind: Tiefs bei Börsenumsätzen; Bid Ask Spread; Transaktionskosten, etc.
 - Inflationsrisiko (eine Kapitalanlage wird durch Steigerungen des allgemeinen Preisniveaus entwertet). Kriterien für das Inflationsrisiko sind: Duration, Kapitalintensität, Zinssensitivität, Preiselastizität der Nachfrage, etc.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Die Risikoarten werden nach Schulnoten eingestuft. Im Einzelnen vergeben wir folgende Bewertungen:

- 1: sehr gut (minimales Risiko)
 - 2: gut (praktisch kein Risiko; erhöhtes Risiko nur unter sehr unwahrscheinlichen theoretischen Extremumständen)
 - 3: befriedigend (normalerweise geringes Risiko; unter Extremumständen erhöhtes Risiko)
 - 4: ausreichend (normalerweise leicht erhöhtes Risiko; unter Extremumständen stark erhöhtes Risiko)
 - 5: mangelhaft (hohes Risiko, für Langfristanleger nicht geeignet; möglicherweise aber für Spezialisten mit kontinuierlicher Risikokontrolle oder kurzfristige Anleger noch geeignet)
 - 6: ungenügend (unverantwortlich hohes Risiko)
6. Bei Investmentfonds wird zusätzlich noch die Kostenbelastung bewertet. Hierbei wird ein Schulnotensystem analog zur Risikobewertung verwandt.

b) Empfehlungssystem:

Die Empfehlungen richten sich an einen Anleger mit einem Anlagehorizont von 5-10 Jahren und werden je nach der Risikoausrichtung der Investoren (risikoavers, konservativ, chancenorientiert, risikobewusst) differenziert. Hierbei gibt es 4 Abstufungen: Nicht empfehlenswert (0% Portfoliogewicht); zur Depotbeimischung geeignet (0%-2% Portfoliogewicht); Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht); Kerninvestment (4%-8% Portfoliogewicht). Ein Anleger sollte bei der Auswahl einzelner Investments auf Risikozusammenhänge zwischen den einzelnen Finanzinstrumenten achten und einen qualifizierten Anlageberater hinzuziehen.

Rechtliche Hinweise:

Hinweise gemäß FinAnV:

Die LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage erstellt Finanzanalysen im Sinne der „Verordnung über die Analyse von Finanzinstrumenten (Finanzanalyseverordnung - FinAnV)“.

Hinweis gemäß § 4 FinAnV:

1) Wesentliche Informationsquellen: Hauptinformationsquelle sind Geschäfts- und Quartalsberichte des Emittenten sowie von der Investorenbetreuung des Emittenten auf Webseiten, Investorenkonferenzen oder Analystenveranstaltungen zur Verfügung gestellte Informationen. Diese Quellen wurden bei den in dieser Ausgabe veröffentlichten Analysen nur passiv genutzt, die Emittenten haben nicht aktiv Informationen beigesteuert. Darüber hinaus werten wir auch Beiträge der seriösen Wirtschaftspresse sowie Nachhaltigkeitsreports über den jeweiligen Emittenten aus.

Für den Beitrag „Das Geschäft mit der Angst“ wurden folgende Quellen herangezogen: Kostolanys Talkshow-Austritt lässt sich hier nachverfolgen: http://www.youtube.com/watch?v=5kH_1xBc2QE. Die Zahlenangaben zur Wertentwicklung von DAX und Gold entstammen: <http://www.gold.org/investment/statistics/> & http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Statistiken/Zeitreihen_Datenbanken/Makrooekonomische_Zeitreihen/its_details_value_node.html?tsId=BBK01.WU3141. Zu F. D. Roosevelts Antrittsrede vgl.: http://historymatters.gmu.edu/d_/5057/. Warren Buffet wurde zitiert nach <http://www.berkshirehathaway.com/letters/2004ltr.pdf>,

Zur Entwicklung von US-Banken zwischen den Krisen vgl.: „Explaining the Rising Concentration of Banking Assets in the 1990s“ von Kevin J. Stiroh and Jennifer P. Poole, FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK, Current Issues in Economics and Finance, August 2000 Volume 6 Number 9

Das Standardwerk zur Entwicklung des Risikobegriffs ist Peter L. Bernstein: „Against the Gods“, Wiley, New York 1996. Zu Savage vgl. „RISK, AMBIGUITY, AND THE SAVAGE AXIOMS“ von David Ellsberg, The Quarterly Journal of Economics (1961) 75 (4): 643-669 (<http://qje.oxfordjournals.org/content/75/4/643.full.pdf+html>).

Zu LTCM vgl. „When Genuis failed“ von Roger Lowenstein, Random House New York, 2000. Zum Thema Value at Risk vgl. Pablo Tirana (2010): „VaR: The number that killed us“ (<http://www.futuresmag.com/2010/12/01/var-the-number-that->

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

<http://reszatonline.wordpress.com/2012/05/26/value-at-risk-the-construct/>) sowie Rainer Baule und Christian Tallau: "Expected Shortfall statt Value-at-Risk", RISIKO MANAGER 24/2012. Zum Thema Extremrisiken und ihre Konsequenzen an den Finanzmärkten vgl. Nassim Taleb: Der schwarze Schwan, 4. dt. Auflage München 2012.

Zu Korrelationskoeffizienten vgl.: Jeremy J. Siegel: „stocks for the Long Run“, Mc Graw Hill, New York, 4. Aufl. 2008; sowie: The Business Cycle and the Correlation between Stocks and Commodities“ von Geetesh Bhardwaj and Adam Dunsby, SummerHaven Investment Management, (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2005788).

Umsatz-, Gewinn- und Dividendenschätzungen basieren auf eigenen Bewertungsmodellen.

Für Kursdaten haben wir eine eigene Datenbank aufgebaut, die - sofern nicht anders angegeben – die amtlichen und um Kapitalmaßnahmen bereinigten Kurse von der jeweiligen Hauptbörse enthält. Hauptbörsen sind: Aktien Deutschland & ETF's: Xetra; Renten: Börse Stuttgart; USA: NYSE bzw. Nasdaq; Niederlande & Frankreich: Euronext; Spanien: Börse Madrid; Italien: Börse Mailand; internationale Technologieaktien: Nasdaq. Bei nicht als ETF's gehandelten Investmentfonds werden die von der KAG veröffentlichten Rücknahmekurse genommen. Volkswirtschaftliche Zeitreihen beziehen wir - sofern nicht anders angegeben - bei der Deutschen Bundesbank und beim IWF.

Finanzanalysen werden vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten normalerweise nicht zugänglich gemacht und danach geändert. Abweichungen von dieser Praxis werden gesondert gekennzeichnet.

2) Zur Erstellung genutzte Bewertungsgrundlagen und Methoden: siehe Seite 21.

3) Das Datum der ersten Veröffentlichung unserer Analysen ist – sofern nicht anders gekennzeichnet – der auf der ersten Seite angegebene Erscheinungstag von „Mit ruhiger Hand“; für diese Ausgabe also der 6.5.2013.

4) Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten entsprechen – sofern nicht anders gekennzeichnet – dem Schlusskurs vom letzten Handelstag vor dem Erscheinungsdatum an der genannten Hauptbörse des jeweiligen Finanzinstruments.

5) Aktualisierungen: Für Aktualisierungen der bestehenden Analysen aus der aktuellen Ausgabe ist kein fester Zeitrahmen vorgesehen und besteht auch keine Verpflichtung.

6) Hinweis auf eigene Finanzanalysen aus den der Veröffentlichung vorausgegangenen zwölf Monaten, die sich auf dieselben Finanzinstrumente oder Emittenten beziehen: keine Veröffentlichungen.

Hinweis gemäß § 5 FinAnV:

Interessenkonflikte: Umstände oder Beziehungen werden im Folgenden angegeben, die Interessenkonflikte begründen können, weil sie die Unvoreingenommenheit der Mitarbeiter, die die Analysen in dieser Ausgabe erstellt haben, der LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage als das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen sowie sonstiger an der Erstellung mitwirkenden Personen oder Unternehmen gefährden könnten.

Mitarbeiter an dieser Ausgabe haben oder waren in Bezug auf ein in dieser Ausgabe erwähntes Finanzinstrument bzw. mit einem genannten Emittenten:

- 1) Anteile im Besitz: keine
- 2) in den vergangenen 12 Monaten an Transaktionen beteiligt: keine
- 3) eine vertragliche Beziehung eingegangen: nein
- 4) an einer Emission oder Sekundärmarktplatzierung eines Finanzinstruments beteiligt: nein

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Disclaimer:

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen dienen ausschließlich informativen Zwecken. Sie stellen auf keinen Fall Werbung oder ein Angebot, insbesondere einen Prospekt oder eine Aufforderung zum Handel, der Zeichnung, dem Kauf oder dem Verkauf von Wertpapieren bzw. zur Teilnahme an einer Handelsstrategie, dar.

Obwohl unsere Informationen aus Quellen stammen, die wir für zuverlässig halten und der Inhalt dieser Publikation mit großer Sorgfalt zusammengestellt wurde, können wir keine - weder ausdrückliche noch stillschweigende - Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben übernehmen.

Wir behalten uns das Recht vor, jederzeit und unangekündigt Änderungen oder Aktualisierungen der in dieser Publikation enthaltenen Informationen vorzunehmen. Weder die LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage noch irgendwelche Aufsichtsräte, Vorstandsmitglieder oder Mitarbeiter dieser Gesellschaft können direkt oder indirekt für in dieser Publikation enthaltenen Informationen und/oder Empfehlungen haftbar oder verantwortlich gemacht werden.

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen sind auf keinen Fall als Erbringung einer Investmentdienstleistung zu verstehen und sind kein Ersatz für eine persönliche Anlageberatung. Die Verwendung der in dieser Publikation enthaltenen Informationen erfolgt ausschließlich auf eigene Gefahr. Wir sind weder direkt noch indirekt für irgendwelche Verluste oder Schäden, die dem Leser durch die Verwendung dieser Publikation oder durch eine darauf basierende Entscheidung entstehen, haftbar.

Investitionen sind mit Risiken verbunden. Bitte beachten Sie, dass der Wert der Anlage steigen oder sinken kann und die Wertentwicklung in der Vergangenheit nicht notwendigerweise aussagekräftig für die Wertentwicklung in der Zukunft ist und in keinem Fall als aussagekräftig betrachtet wird.

Diese Publikation und die darin enthaltenen Informationen sind streng vertraulich und dürfen zu keinem Zeitpunkt ohne unsere vorherige Zustimmung kopiert, vervielfältigt, verbreitet oder Dritten zugänglich gemacht werden. Jegliche Ansprüche, die sich aus oder im Zusammenhang mit den Bedingungen dieses Haftungsausschlusses ergeben, unterliegen deutschem Recht.

Die in dieser Publikation enthaltenen Analysen und alle darin aufgezeigten Informationen sind nur zur Verbreitung in den Ländern bestimmt, nach deren Gesetz dies zulässig ist. Diese Analyse richtet sich ausdrücklich nicht an Anleger in den USA, Japan und Kanada. In Großbritannien ist sie nur für Personen bestimmt, die in Art. 11 (3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind. Es wird darauf explizit hingewiesen, dass insbesondere auch die Weiterleitung dieser Publikation in die USA und an US-Personen sowie in alle Länder, in denen der Vertrieb dieser Publikation beschränkt ist, nicht zulässig ist.

Allein verbindliche Grundlage für den Erwerb von Investmentfonds sind die jeweiligen Verkaufsprospekte mit Risikohinweisen und ausführlichen Informationen, die Sie kostenlos bei Investmentgesellschaft unter auf ihrer Internetadresse erhalten.

Die Entlohnung der Mitarbeiter von „Mit ruhiger Hand“ hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit den Einschätzungen oder den Sichtweisen, die in dieser Publikation geäußert werden, zusammen.