

Mit ruhiger Hand - Extra

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Sonderausgabe 1 vom 4. August 2013

Die große Risikoverwirrung

Mit den Teilen:

Was ist eigentlich Risiko?

Die Risikoalchemisten

Die Krux mit der Unsicherheit

Autoren:

Karl-Heinz Thielmann

Prof. Dr. Ekaterina Svetlova

Mit ruhiger Hand - Extra

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Eine Hauptursache für die verheerenden Auswirkungen der Finanzkrise war, dass Anleger massiven Fehleinschätzungen in Bezug auf das Risiko von Kapitalanlagen unterlagen. Dies lag nicht zuletzt darin begründet, dass fast jeder hierunter etwas anderes verstand. An dieser Begriffskonfusion hat sich bisher nur wenig geändert. Deswegen wurden in „**Mit ruhiger Hand**“ drei Artikel zum Thema „**Die große Risikoverwirrung**“ veröffentlicht, die sich mit Ursachen und Konsequenzen dieser Entwicklung befassen. Sie sind in dieser Sonderveröffentlichung noch einmal zusammengefasst.

Im ersten Teil „**Was ist eigentlich Risiko?**“ (Seite 3) wird der Frage nachgegangen, wie sich Mathematik, Statistik und Ökonomie mit dem Risikobegriff auseinander gesetzt haben. Einerseits hat sich ein Risikoverständnis entwickelt, dass von einer grundsätzlichen Messbarkeit des Risikos ausgeht und an Kursschwankungen orientiert ist. Andererseits haben sich die hieraus abgeleiteten Risikoeinschätzungen jedoch oft als irreführend erwiesen. Dies ist zum einen auf die Begrenztheit der Konzepte zurückzuführen. Zum anderen ist aber auch fragwürdig, ob sich wirtschaftlichen Situationen in ihrer Unbestimmtheit überhaupt Wahrscheinlichkeiten zuordnen lassen, wodurch Risiko überhaupt erst fassbar wird.

Der zweite Teil (Seite 11) thematisiert unter dem Titel „**Die Risikoalchemisten**“ den praktischen Umgang mit dem Thema Risiko an den Finanzmärkten, der in vielem der vorwissenschaftlichen Vorgehensweise von Alchemisten im Mittelalter gleicht.

Zwei Gründe werden hierfür ausgemacht. Zum einen kommt es aufgrund der Rahmenbedingungen, innerhalb derer sich Risikoanalyse und –management vollziehen, zu unrealistischen Anforderungen und übermäßigen Vereinfachungen. Anleger, Manager und Finanzaufseher verlangen einfache und leicht verständliche Risikodarstellungen bzw. Entscheidungsvorlagen, die jedoch in der Regel die Vielschichtigkeit des Themas nicht angemessen abbilden. Zum anderen gibt es nach wie vor keine wissenschaftliche Methodik, die der Komplexität von Finanzmärkten gerecht wird. Damit können auch nur Teilaspekte des Risikos beleuchtet werden. Die Versuche, hieraus ein Gesamtbild einer Risikosituation abzuleiten, müssen deshalb zu einer verzerrten Wahrnehmung führen.

Der dritte Teil (Seite 19) befasst sich unter dem Titel „**Die Krux mit der Unsicherheit**“ mit der Art und Weise, wie an den Finanzmärkten mit Unsicherheit umgegangen wird, die nicht messbar ist. Insbesondere zwei Vorgehensweisen sind zu beobachten: 1) Der Begriff Unsicherheit wird gerne gebraucht, um Unzulänglichkeiten wie Nichtwissen oder Entscheidungsschwäche zu überdecken; und 2) Unsicherheitssituationen werden oft so behandelt, als ob es Risikosituation sind, die sich durch Wahrscheinlichkeiten beschreiben lassen. Dies kann zu massiven Fehleinschätzungen führen, die insbesondere während der Finanzkrise eine große Rolle gespielt haben.

Abschließend wird betrachtet, mit welchen Konzepten sich Langfrist-Anleger auf das unsichere Umfeld einstellen können. Drei Vorgehensweisen werden vorgestellt: 1) Der Multi-Asset-Ansatz von David F. Swensen, der auf maximale Risikostreuung setzt. 2) Der analytische Fokus bei Warren Buffett, der eine tief gehende Analyse von möglichen Investments in den Vordergrund stellt; sowie 3) Nassim N. Talebs Barbell-Strategie, die sehr sichere mit extrem riskanten Anlagen verbindet.

Die große Risikoverwirrung Teil 1: Was ist eigentlich Risiko?

(Erstveröffentlichung 5. Mai 2013)

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 - Extra

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 - Extra

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 - Extra

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 Risikoaussagen. 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 - Extra

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 - Extra

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 - Extra

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 volatil 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 - Extra

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.

Die große Risikoverwirrung Teil 2: Die Risikoalchemisten

(Erstveröffentlichung 3. Juni 2013)

In der vorangegangenen Ausgabe von „Mit ruhiger Hand“ wurde erörtert, inwieweit unklare Risikobegriffe und methodische Probleme bei gängigen Risikomaßen zur Verwirrung von Anlegern im Umgang mit Risiken beitragen. Allerdings sind die entstehenden Probleme nicht nur auf die konzeptionelle Begrenztheit der vorgestellten Ansätze zurückzuführen. Ganz entscheidend für die Konfusion ist auch, unter welchen organisatorischen Voraussetzungen und Zwängen die Auseinandersetzung mit Risiko und Unsicherheit im Finanzbereich stattfindet.

In Hinblick auf Kapitalanlagen sind hierbei insbesondere zwei Themenkomplexe wichtig:

- a) Wie sind die institutionellen Rahmenbedingungen, unter denen sich Risikoanalyse vollzieht? Hierbei ist zwischen den Verhältnissen für interne Risikomanager und externe Risikobewerter wie z. B. Rating-Agenturen zu unterscheiden.
- b) Unterschiedliche Investoren verfolgen verschiedene Anlageziele, womit auch jeweils andere Risiken für sie relevant sind. Dennoch erfolgt die Risikobetrachtung zumeist unabhängig von den Zielen eines Anlegers. Hierdurch kommt es zum einen zu missverständlichen Risikoeinschätzungen im Bezug auf den Zeithorizont des Investors, zum anderen in Bezug auf das mit „Benchmarking“ verbundene relative Risikodenken.

1) Die Neigung zur Quantifizierung und übermäßiger Komplexitätsreduktion im Risikomanagement

Risikomanagement ist die systematische Erfassung und Bewertung von Risiken inklusive der Steuerung von Reaktionen auf festgestellte Risiken. Es wird innerhalb eines Unternehmens meist von spezialisierten Mitarbeitern durchgeführt und erfreut sich nicht erst seit der Finanzkrise 2008 wachsender Bedeutung. Gesetzliche und bankaufsichtsrechtliche Vorschriften haben seit den 90er Jahren dafür gesorgt, dass der Einfluss von Risikomanagement insbesondere bei Finanzunternehmen schrittweise zunahm. Die Finanzkrise hat dann weiterhin dazu geführt, dass dessen Notwendigkeit auch zunehmend intern akzeptiert wurde.

Allerdings haben Risiko-Manager speziell im Finanzbereich praktisch eine unmögliche Aufgabe. Einerseits müssen ihre Auftraggeber Geld verdienen, und das können sie nur, indem sie Risiken eingehen. Andererseits ist es Aufgabe des Risikomanagers, ebendiese Risiken zu begrenzen oder einzuschränken. Damit verursacht er Kosten oder verhindert sogar Geschäfte, was operativ tätige Manager meist ziemlich ärgert. Auch kann die Tendenz zur Geschäftsverhinderung gefährliche volkswirtschaftliche Konsequenzen haben, wie die derzeitige Diskussion um den „Credit Crunch“ zeigt. Banken, die zu wenig Kredite vergeben, behindern den Aufschwung der Wirtschaft.

Im Vergleich mit anderen Branchen ist der angesprochene Interessenkonflikt im Finanzbereich viel schwerwiegender, da die Risiken oftmals abstrakter sind und auch in weiter Zukunft liegen können. Insbesondere ist Risikomanagement schwierig, wenn es um komplexe Finanzprodukten geht. Bei ihnen ist das Erkennen und Bewerten von Risiken erheblich erschwert. Darüber hinaus stellt gerade die Komplexität eine Verführung dar, Risiken zu verstecken bzw. an Ahnungslose weiterzureichen. Da heutzutage durch die Verbindung von

Mit ruhiger Hand - Extra

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Leistungsanreizen mit Umsatzzielen vor allem der kurzfristige Erfolg belohnt wird, besteht ein erheblicher Anreiz für Finanzanbieter, Produkte mit intransparenten Risiken zu vermarkten.

Erfahrungsgemäß steigt auch der Druck auf Risikomanager, eine vorsichtige Haltung aufzugeben, wenn Konkurrenten risikofreudiger sind und aggressiv den Markt aufrollen. Es gibt daher eine Grundtendenz zum prozyklischen Verhalten beim Risikomanagement, die auch vor der letzten Finanzkrise besonders deutlich geworden war: Gerade zwischen 2004 und 2007 ist von einigen Banken bekannt, dass sie ihre Risikoregeln gelockert hatten. Darüber hinaus stehen Risikomanager im besonderen Fokus der Aufsichtsbehörden. Ihre Aufgabe ist es auch, durch die Ablieferung von Daten und die Umsetzung von Vorschriften als Erfüllungsgehilfen staatlicher Regulierung zu dienen, ohne aber selbst beeinflussen zu können, was in welcher Form reguliert wird.

Wenn es gut läuft, ist der Risikomanager ein Erfolgsverhinderer und Spaßbremse, wenn es schlecht läuft, hatte er vorher nicht eindrucklich genug gewarnt. Da nun Risikomanager ein Beruf ist, indem man grundsätzlich Schuld hat, egal was passiert, so ist es um so verständlicher, wenn man sich gerne auf möglichst formale Regeln zu Risikokontrolle zurückzieht. Dies erklärt die besondere Beliebtheit von mathematischen Modellen, darauf aufbauenden Risikostrategien sowie die Bürokratisierung und sklavische Befolgung von regulatorischen Regeln beim Risikomanagement. Man beschneidet sich zwar selbst die Ermessensspielräume, kann sich damit aber Zweifelsfall durch Rückgriff auf „objektivierbare“ Zahlen bzw. Vorschriften rechtfertigen.

So kritisierte vor Kurzem eine parlamentarische Untersuchungskommission in Großbritannien, die den Zusammenbruch der Bank HBOS 2008 untersuchte, dass das Risikomanagement in dieser Bank sehr stark auf formale Abläufe ausgerichtet war, aber zu wenig auf die inhaltliche Prüfung und Bewertung von Risiken. Genau diese Formalisierung wird aber durch eine ansteigende Regulierung mit immer weiter ausufernden Reporting-Anforderungen durch die Aufsichtsbehörden bewirkt.

Die Tendenz zur Formalisierung des Risikomanagements und einer damit einhergehenden zunehmenden Betriebsblindheit gegenüber der Entstehung von neuen, bisher unbekanntem Problemen hat Michael Powers von der London School of Economics in mehreren Analysen untersucht. Er hat in seinen Arbeiten gezeigt, wie insbesondere die immer stärkeren formalen Anforderungen an das Risikomanagement dazu führen, dass es eine Art „Quantifizierungszwang“ gibt. Unsichere Ereignisse, für die sich sinnvoll keine Eintrittswahrscheinlichkeit bestimmen lässt, werden dann doch wieder in einen mathematischen Rahmen gepresst und erscheinen dann fälschlicherweise als messbar und damit auch kontrollierbar.

Aber nicht nur der permanente Rechtfertigungsdruck verleitet Risikomanager zum Rückzug auf scheinpräzise Zahlen. Es gibt in der modernen Gesellschaft eine grundsätzliche Tendenz, komplexe Sachverhalte stark zu simplifizieren und auf griffige Schlüsselbegriffe oder Kennzahlen zu reduzieren. Top-Manager oder auch Vermögensverwaltungskunden lieben es nicht, wenn man sie mit komplizierten Erläuterungen quält. Übersichtliche Entscheidungsvorlagen sind gefragt; klare Antworten müssen selbst auf Fragen gegeben werden, für die es keine eindeutige Lösungen gibt. Mathematische Risikokennzahlen und auf ihnen aufbauende Absicherungsstrategien entsprechen diesem Bedürfnis. Am besten wird das Ganze noch mit englischen Fachwörtern titulierte, damit sich alles schön professionell anhört. Und so hat merkwürdigerweise das Versagen von mathematischen Ansätzen während der Finanzkrise zu einer eigenartigen Blüte von neuen scheinpräzisen Strategien im Risikomanagement geführt, die unter Namen wie „Constant Proportion Portfolio Insurance“, „Capital Protection Strategies“, „Complex Dynamic Insurance Strategies“ oder „Dynamic Strategy Systems“ vermarktet

Mit ruhiger Hand - Extra

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

werden. Denn alle diese Strategien werden das Schicksal ihrer Vorgänger teilen: Sie funktionieren nur solange, wie die eingehenden Annahmen stimmen. Und die können sich bei wechselnden Marktverhältnissen teilweise recht schnell grundlegend ändern.

Weil es sich mit den üblichen quantitativen Konzepten nicht fassen lässt, gehört das Liquiditätsrisiko beim Risikomanagement von Kapitalanlagen nach wie vor zu den am meisten unterschätzten Risiken. Dabei hat es sich zum Beispiel im Bereich der offenen Immobilienfonds zu einem regelrechten Fonds-Killer entwickelt, weil diese vielfach aufgrund von Mittelabflüssen Zwangsverkäufe zu schlechten Konditionen durchführen mussten, welche die Performance ruiniert haben und wiederum weitere Mittelabflüsse auslösten. Auch die bisher spektakulärste Fondspleite des Hedgefonds LTCM in 1998 ist letztlich auf die plötzliche Illiquidität vieler Anlagen zurückzuführen.

Gerade in Hinblick auf das Liquiditätsrisiko zeigt sich die grundsätzliche Problematik des Widerspruchs zwischen kurzfristigem Erfolgsdruck und der Abschätzung langfristiger, relativ abstrakter Risiken besonders deutlich. Die Performance von Vermögensverwaltern wird ständig gemessen. Kunden orientieren sich zumeist an denjenigen, die kurzfristig die besten Wertentwicklungszahlen produzieren. Dabei ist es für sie relativ unerheblich, ob der Anlageerfolg des Investmentmanagers auf Zufall, Können oder dem Eingehen hoher Risiken beruht. Für Portfoliomanager, die in den Rankings zurückfallen, steigt der Druck, ihre Performance durch das Eingehen riskanterer Engagements zu verbessern. Die Fixierung der Risikokontrolle auf Kennzahlen, die auf der Basis von Volatilitäten errechnet werden, erleichtert dabei das versteckte Eingehen von Risiken. So erscheinen illiquide Aktien aufgrund ihres geringen Handels oft als weniger volatil und damit auch als nicht so riskant wie viel gehandelte Aktien. Sie sind i.d.R. auch weniger stark mit anderen Aktien korreliert, womit sie scheinbar die Risikostreuung verbessern. Für den einen oder anderen Fondsmanager mag es auch die Verführung geben, die Beeinflussbarkeit der Kurse von illiquiden Aktien zur Verbesserung der eigenen Performance zu nutzen. Im Fall einer Fehleinschätzung sind aber genau diese illiquiden Aktien aufgrund der geringen Umsätze kaum noch verkäuflich und belasten dann dauerhaft als sog. „Depotleichen“ die Wertentwicklung.

Das Liquiditätsrisiko wird aber auch deshalb oft vernachlässigt, weil bei ihm die Geschäftsverhinderung relativ offensichtlich ist. Die einfachste Form des Risikomanagements – Liquidität halten oder in sehr liquide Anlagen investieren – kostet Performance und damit Kunden. Solange die Kunden von Anlagemanagern nicht unterscheiden, ob die Wertentwicklung ihrer Anlagen auf dem Eingehen hoher Risiken oder auf dem Können des Vermögensverwalters beruht, führt ein Versuch der Begrenzung von Risiken automatisch zu kommerziellen Problemen für ein Finanzprodukt. Risikomanagement wird dann zur Farce.

2) Der gewackelte Hund: Rating-Agenturen und ihre Risikobewertungen

Während Risikomanager im Wesentlichen für organisationsinterne Kontrollen des Risikos zuständig sind, haben sich an den Finanzmärkten auch Unternehmen etabliert, die Kapitalanlegern eine zweckmäßige externe Einschätzung von Ausfall-Risiken versprechen. Am bekanntesten sind die sogenannten Rating-Agenturen.

Dies sind unabhängige Unternehmen, welche die Ausfallwahrscheinlichkeiten von Forderungen der Emittenten von Wertpapieren einschätzen. Sie entwickelten sich in der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts in den USA, als mit der fortschreitenden Entwicklung der Kapitalmärkte auch die Nachfrage nach unabhängigen Investoreninformationen entstand. Den Durchbruch erlangten Rating-Agenturen aber erst 1936, als die US-Bankenaufsicht in Reaktion auf die damalige Finanzkrise anordnete, dass die Banken nur noch Emissionen und

Mit ruhiger Hand - Extra

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Forderungen mit einem Mindest-Rating übernehmen durften. In den kommenden Jahrzehnten gingen auch Finanzaufseher außerhalb der USA immer mehr dazu über, Ratingurteile als Mindestvoraussetzungen für die Kapitalanlagen bestimmter Investorengruppen vorzuschreiben.

Ratingagenturen unterliegen staatlicher Aufsicht. 1975 legte die amerikanische Börsenaufsicht SEC fest, dass die Rating-Agenturen die Einzigen sein sollten, die die gesetzliche Verpflichtung der Unternehmen erfüllen dürfen, sich bewerten zu lassen, ehe sie für den amerikanischen Kapitalmarkt zugelassen werden. Zugelassen wurden dafür ausdrücklich nur Standard & Poor's, Moody's und Fitch Ratings. Damit wurde implizit auch ein Industriestandard für die globalen Kapitalmärkte definiert und dafür gesorgt, dass die 3 genannten Agenturen ein Oligopol bilden konnten, das nach wie vor weltweit den Markt für Ratings dominiert.

Die Agenturen fassen das Ergebnis ihrer Risikobewertung in einer Buchstabenkombination, dem sog. Rating zusammen. Ratings reichen in der Regel von AAA bzw. Aaa (beste Qualität) bis D (zahlungsunfähig). Die Ratings spiegeln dabei zunächst nur eine Rangfolge wider, geben aber keine Aussage über konkrete Ausfallwahrscheinlichkeiten.

Wer jetzt dachte, dass der Verzicht auf exakte Risikomaße und die Bevorzugung von relativen Risikoeinschätzungen möglicherweise zu stabileren Ergebnissen führen würde als die aus der Modern Portfolio Theory abgeleiteten Risikokennzahlen (vgl. hierzu Teil 1 in „Mit ruhiger Hand 13“), sah sich insbesondere in der jüngsten Vergangenheit besonderen Enttäuschungen ausgesetzt. So waren die letzten Jahre gekennzeichnet von teilweise krassen Fehleinschätzungen sowie massivsten Rating-Änderungen in kürzester Zeit.

Ein Hauptgrund für die Finanzkrise 2007 war, dass Ratingagenturen in USA die Risiken von Wertpapieren zur Immobilienfinanzierung völlig falsch darstellten. Im Nachhinein stellte sich heraus, dass nicht nur fehlerhafte Modelle der Grund für die Fehleinschätzungen waren, sondern auch teilweise bewusste Manipulationen oder Fahrlässigkeit bei der Informationseinschätzung von Analysten. Ratingansätze haben sich damit sehr viel anfälliger für menschliche Fehler gezeigt als quantitative Verfahren.

Ein gut dokumentiertes Beispiel für die prozyklische Vorgehensweise der Agenturen sind die Ratingänderungen für Griechenland, hier dargestellt auf Basis der Rating-Änderungen der Agentur Fitch (die Unterschiede zu den anderen Rating-Agenturen sind minimal).

So ging den Downgrades von Fitch ab Oktober 2009 die Enthüllung durch die neu gewählte griechische Regierung voraus, dass das Budgetdefizit bei ca. 12,7% des BIP liegt, sowie die voraussichtliche Staatsverschuldung für 2010 bei 125%. Jedem Analysten mit ökonomischen Grundkenntnissen, der sich zu diesem Zeitpunkt die Entwicklung des Defizits der griechischen Leistungsbilanz von -7,6% des BIP (2006) zu -11,4% des BIP (2007) weiter zu -14,6% des BIP (2008) bis zu -18% des BIP (2009) vergegenwärtigt hätte, müsste klar geworden sein, dass Griechenland nicht nur überschuldet war, sondern auch in nicht durchhaltbarer Weise vom Ausland abhängig war und sich die Situation schon seit Jahren dramatisch verschlechterte. Konsequenterweise wäre eine Einschätzung des Länderrisikos von Griechenland als sehr hoch zu rechtfertigen gewesen.

Dennoch wurde nur schrittweise und in Reaktion auf die Bekanntgabe von schlechten Nachrichten das Rating zurückgenommen, bis es auf Ramschstatus war.

Inzwischen ist Griechenland ein Teil der Schulden erlassen worden. Die Wettbewerbsfähigkeit ist deutlich verbessert und die Leistungsbilanz hat sich wieder einigermaßen stabilisiert. Insofern haben sich jetzt die Risi-

Mit ruhiger Hand - Extra

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

ken von Griechenland wieder zwar vermindert, dennoch bleibt das Länderrisiko laut Fitch sehr schlecht. Erst am 14. Mai 2013, nach dem es eine Reihe von guten Nachrichten zu Griechenland gegeben hatte, wurde das Rating vom niedrigsten Stand CCC auf B- angehoben, was aber immer noch einem Junk Bond-Status entspricht. Offenbar erst, wenn sich gute Nachrichten manifestieren, kann anscheinend das Rating erhöht werden. Erst nach einer Erholung Griechenlands werden weitere Upgrades kommen, nicht in deren Erwartung.

Am Beispiel Griechenland wird deutlich, dass die Ratingagenturen auf ökonomische Ereignisse vor allem reagieren, sie aber nicht prognostizieren oder versuchen, mögliche Ausfallrisiken im Voraus zu quantifizieren. Der Eindruck drängt sich damit auf, dass Ratingagenturen nicht versuchen, Risikoereignisse und ihre Eintrittswahrscheinlichkeit zu bestimmen, sondern die Ratings im Gegenteil Resultate dieser Ereignisse sind. Dies ist, als würde der Schwanz mit dem Hund wackeln.

Dennoch bleibt zu fragen, ob Ratings grundsätzlich fragwürdig sind oder nur die Methodik der etablierten Ratingagenturen.

Diese Frage ist schwierig zu klären, weil die Rating Agenturen trotz öffentlicher Kritik nach wie vor sehr intransparent sind, wenn es darum geht, die Methodik zu offenbaren. Allerdings sind z. B. Risikorankings nicht nur bei Ratingagenturen üblich. So gibt es z. B. auch einige Banken, die mittels ihrer auf Scoring basierenden Risikomodelle ihre Kreditrisiken erfolgreich gesteuert haben und in Abschwungphasen keine oder sehr viel geringere Forderungsausfälle hatten als ihre Wettbewerber. Zwar gelingt es auch ihnen nicht, Ausfälle völlig zu verhindern, sie schaffen es aber zumindest, diese zu begrenzen.

Diese Scorings basieren im Wesentlichen auf Erfahrungen von Banken aus der Vergangenheit, mit denen für die Qualität von Kreditnehmern zusammenhängende Faktoren bewertet wurden. Seit Jahr-

zehnten werden systematisch Informationen gesammelt, die über die Eigenschaften von Kreditnehmern Auskunft geben, die Rückschlüsse auf die Fähigkeit eines Schuldners erlaubten, seinen Verpflichtungen nachzukommen. Bei Banken mit Problemen im Kreditportfolio liegt dies meist daran, dass sie aus geschäftspolitischen Gründen von ihren Kriterien abgewichen sind oder sie aufgeweicht haben, während erfolgreiche Banken sich meist durch eine besondere Stringenz bei der Einhaltung ihrer Scorings auszeichnen.

Insofern scheint es zumindest möglich, Rankings wie Scoring-Verfahren als grobe Richtschnur in der Risikobewertung einzusetzen, sofern ausreichend historische Erfahrungswerte über Risikofaktoren vorliegen. Wenn Risiko-Rankings in der Breite versagen wie bei Rating-Agenturen, liegt dies wahrscheinlich mehr an der unprofessionellen Handhabung dieser Verfahren durch die Rating-Analysten als an den Verfahren selbst. Wenn Ratings so erstellt werden, wie es nach wie vor üblich ist, können sie nur eins: Verwirrung stiften.

Änderungen von Fitch im Rating bzw. im Ausblick für Griechenland

	Rating		Ausblick
	langfristig	kurzfristig	
17.05.2012	CCC	C	-
13.03.2012	B-	B	stabil
09.03.2012	RD	C	-
22.02.2012	C	C	-
13.07.2011	CCC	C	-
20.05.2011	B+	B	Rating Watchlist negativ
14.01.2011	BB+	B	negativ
21.12.2010	BBB-	F2	Rating Watchlist negativ
09.04.2010	BBB-	F2	negativ
08.12.2009	BBB+	F2	negativ
22.10.2009	A-	F1	negativ
12.05.2009	A	F1	negativ
20.10.2008	A	F1	stabil
05.03.2007	A	F1	positive
16.12.2004	A	F1	stabil
28.09.2004	A+	F1	Rating Watchlist negativ
20.10.2003	A+	F1	stabil
23.10.2002	A	F1	positive
20.06.2001	A	F1	stabil
21.09.2000	A-	F1	stabil
27.07.2000	A-	F1	-
13.03.2000	BBB+	F2	Watchlist positiv
25.10.1999	BBB+	F2	-
10.08.1999	BBB	F3	Rating Watch positive
04.06.1997	BBB	F3	-
13.11.1995	BBB-	F3	-

Quelle: Fitchratings.com

Mit ruhiger Hand - Extra

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

3) Anlageziele und Risiko: Was ist die richtige Zeitperspektive?

Einer der Hauptkritiker der Modern Portfolio Theory und der aus ihr hervorgegangen Risikomaße ist Warren Buffett, der aufgrund seiner Anlagerfolge mit der Holding "Berkshire Hathaway" nicht zu Unrecht als einer der erfolgreichsten Investoren weltweit gilt. So bemerkte er in seinem Brief an die Aktionäre für das Geschäftsjahr 2011 zum Thema Risiko:

„Das Risiko einer Kapitalanlage wird nicht durch das Beta gemessen (dies ist ein Wall Street Begriff, der Volatilität umfasst und oft zur Risikomessung verwandt wird), sondern durch die Wahrscheinlichkeit – die begründete Wahrscheinlichkeit –, dass ein Investment seinem Eigentümer einen Verlust an Kaufkraft über die angestrebte Haltedauer verursacht.“ (“The riskiness of an investment is not measured by beta (a Wall Street term encompassing volatility and often used in measuring risk) but rather by the probability – the reasoned probability – of that investment causing its owner a loss of purchasing-power over his contemplated holding period.”)

In Hinblick auf das Anlageziel von Warren Buffett, der erklärtermaßen Langfristanleger ist, macht ein auf Kursschwankungen ausgerichtetes Risikoverständnis keinen Sinn. Denn Kursschwankungen sind nur kurzfristige Abweichungen auf einem längerfristigen Weg zu Erträgen. Wichtig ist, dass ein Investment am Ende mehr bringt als vorher, und zwar bereinigt um Kaufkraftverluste durch Inflation. Kursschwankungen können aus Sicht eines Langfristanlegers wie Buffett sogar eher Chancen eröffnen, interessante Kapitalanlagen zu günstigen Preisen zu erwerben und damit sogar die langfristige Rendite zu erhöhen.

Für Buffett, der seine eigene Anlagegesellschaft hat und damit von institutionellen Zwängen unabhängig ist, zählen vor allem das Ausfallrisiko durch ökonomische Fehlschläge und das Risiko der Geldentwertung, aber weniger das Kursrisiko oder potenzielle Liquiditätsprobleme.

Ganz anders sieht das Risikobild für z. B. den Treasury Manager einer Bank aus, der die Liquidität seines Instituts steuern muss. Für ihn sind vor allem Kurs- und Liquiditätsrisiko bedeutsam, längerfristige Ausfallrisiken weniger und Inflationsrisiken überhaupt nicht. An der Volatilität ausgerichtete Risikomaße sind für ihn essenziell, um kurzfristige Veränderungen zu erkennen und flexibel agieren zu können.

Wiederum anders sieht das Risikobild für den Manager eines Publikumsfonds für Aktien oder Renten aus. Er soll das Geld langfristig anlegen, muss aber kurzfristig auf Mittelzuflüsse oder –abzüge reagieren können. Zudem wird seine Leistung auch in kurzfristigen Performancevergleichen gemessen. Um seine Anleger nicht zu verärgern, darf er auch kurzfristig nicht gegen die Konkurrenz zurückfallen. Für ihn sind sowohl die langfristigen Inflations- und Ausfallrisiken wie auch Kurs- und Liquiditätsrisiken maßgeblich.

Dass die Relevanz von Risikomaßen davon abhängt, welche Anlageziele man verfolgt und welchen Zeithorizont man dabei hat, ist erschreckend wenigen Investoren klar. Gerade institutionelle Anleger unterliegen aufgrund formaler Zwänge bei ihrem Risikomanagement dem bereits beschriebenen „Quantifizierungszwang“ und achten vor allem auf an der Volatilität ausgerichtete Risikomaße, selbst wenn ihre Anlageziele sehr langfristig sind. Privatanleger werden z. B. bei Investmentfonds – auch aufgrund rechtlicher Vorschriften – vor allem mit auf der Volatilität basierenden Risikoangaben versorgt, die in Hinblick auf ihre langfristigen Anlageinteressen aber eher als Desinformation zu betrachten sind.

Mit ruhiger Hand - Extra

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

4) Anlageziele und Risiko: das Abweichungsrisiko-Paradox

Eine der tragenden Voraussetzungen der Modern Portfolio Theory und ihrer Weiterentwicklungen ist die sogenannte Markt-Effizienz-Hypothese. Sie sagt aus, dass Finanzmärkte in der Lage sind, neue Informationen immer schnell und korrekt zu verarbeiten. Eine Veränderung der Informationslage führt zu einer sofortigen Preisanpassung. Unter einer solchen Konstellation ist es nicht möglich, mittels einer speziellen Anlagestrategie oder tiefgründiger Fundamentalanalyse eine bessere Performance als der Gesamtmarkt zu haben, es sei denn durch Zufallstreffer.

Trotzdem wurde die Gesamtmarktentwicklung zum Maßstab der Performancebetrachtung auch bei aktiv gesteuerten Fonds gemacht. Daher müssen sich inzwischen fast alle Fondsmanager weltweit an einem für ihre Anlageklasse repräsentativen Marktindex, einer Benchmark orientieren. Sie werden dahin gehend beurteilt, inwieweit es ihnen gelingt, ob sie sich mit ihrem Fonds besser entwickeln können als ihre Benchmark. In diesem Vorgehen steckt aber ein Grundwiderspruch: Glaubt man an effiziente Märkte, können Fondsmanager auch nicht besser als eine Benchmark sein. Dann wäre ihre Tätigkeit sinnlos. Glaubt man nicht an effiziente Märkte, ist ein Marktindex als Beurteilungs-Maßstab sehr fragwürdig.

Doch nicht nur in Hinblick auf die Wertentwicklung dient ein Marktindex normalerweise als Vergleichsmaßstab, sondern auch in Hinblick auf die Risikosteuerung. Wenn sich Fondsmanager über die weiteren Marktentwicklungen nicht sicher sind, gilt es als Mittel der Risikoreduktion, die Abweichungen zum Marktindex klein zu halten. Dies führt aber dann oft dazu, dass Fondsmanager nur deshalb in Wertpapiere investieren, weil diese Titel in Indizes hochgewichtet sind. Titel werden gekauft, auch wenn diesen misstraut wird und die sie absolut als zu riskant angesehen werden. Damit wird dann das sogenannte Abweichungsrisiko zum Index reduziert. Die relative Risikominderung zum Index verstärkt dann aber das absolute Risiko für den Anleger.

Als Messgröße für das Abweichungsrisiko eines Portfolios zum Benchmark-Index hat sich der sogenannte Tracking Error als Standard etabliert. Er misst die Streuung der Abweichungen zwischen Anlageportfolio- und Benchmarkrendite. Die Berechnungsmethode für den Tracking Error ist in der Literatur aber nicht einheitlich definiert. Es gibt verschiedene Formeln, die gebräuchlich sind. Zudem hat sich der Tracking Error in der Praxis ebenfalls als relativ instabile Kennzahl erwiesen. So tendiert ein Tracking Error in der Praxis immer wieder dazu, wenn man ihn nach einem gewissen Zeitraum nachrechnet, auf einmal viel größer zu sein als vorher. Ein regelmäßiges Ärgernis für Benchmark-orientierte Investoren sind deshalb regelmäßige „Rebasierungen“. Dies sind Umschichtungen, die nur den Sinn haben, den Tracking Error eines Portfolios wieder zu senken. Sie generieren aber letztlich nur überflüssige Transaktionskosten.

Die Ideologie, dass es ein Mittel der Risikominderung ist, „den Markt zu kaufen“, hing natürlich auch mit der Zeit zusammen, in der sie entwickelt und richtig populär wurde. Dies waren die Wachstumsjahre nach dem Zweiten Weltkrieg sowie die 80er und 90er Jahren des vergangenen Jahrhunderts. In Zeiten eines hohen Wirtschaftswachstums mit einem inflationären Umfeld war es für potenzielle Verliererunternehmen gut möglich, sich sowohl operativ wie auch am Aktienmarkt gut zu entwickeln. Das Potenzial für aktives Fonds-Management ist in guten Zeiten begrenzt, weil fast alle in gewisser Weise Gewinner sind. Schwierige Zeiten hingegen führen zu einer klaren Performancedifferenzierung zwischen Gewinnern und Verlierern, während der Gesamtmarkt oft richtungslos ist. In schwierigen Zeiten am Kapitalmarkt führt die Orientierung der Risikosteuerung an einen repräsentativen Marktindex zu einem scheinbar paradoxen Ergebnis: Die Minimierung des relativen Risikos kann das absolute Risiko erhöhen.

Mit ruhiger Hand - Extra

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Fazit Teil 2:

Der Umgang mit Risiko an den Finanzmärkten ähnelt in vieler Hinsicht den Versuchen mittelalterlicher Alchemisten, eine Formel für die künstliche Herstellung von Gold zu finden.

Zum einen kämpfen die Risikomanager unserer Tage genau wie die Alchemisten des Mittelalters mit den unrealistischen Anforderungen ihrer Auftraggeber. Mittelalterliche Fürsten erwarteten von den Alchemisten, dass sie aus normalen Stoffen künstlich Gold herstellen konnten. Moderne Unternehmensleiter und Kapitalanleger erwarten von den Risikomanagern, dass sie Risiken klar bestimmen, einfach darstellen und kontrollieren können, ohne dabei Rentabilität oder Performance zu stark zu begrenzen.

Zum anderen fehlen den Risikomanagern heutzutage genauso wie den Alchemisten früher die richtigen wissenschaftlichen Methoden. An den Kapitalmärkten herrscht nach wie vor ein grundsätzliches Unverständnis über die Zusammenhänge zwischen Risiken, Unsicherheiten und möglichen Renditen, das dem Nichtwissen der Alchemisten über die elementaren Grundlagen der Welt sehr ähnlich ist. Im Umgang mit finanziellen Risiken wird nach wie vor sehr mechanistisch vorgegangen, obwohl spätestens nach der Finanzkrise jedem Experten klar geworden sein müsste, dass Kapitalmärkte komplexe adaptive Systeme sind, die sich permanent durch Anpassung verändern und zudem auch noch böse Überraschungen produzieren können. Nur eine Methodik, die auf dieser grundlegenden Erkenntnis aufbaut, kann das Umgehen mit der unsicheren Zukunft verbessern. Hiervon sind wir aber noch sehr weit entfernt. Nassim Taleb hat mit seinen Büchern „Der schwarze Schwan“ und „Anti-Fragilität“ wichtige Denkanstöße geliefert, die aber bisher von etablierten Risiko-Forschern kaum aufgenommen wurden. Stattdessen arbeiten weltweit Tausende von Mathematikern weiter unverdrossen an der Verbesserung von immer komplizierteren Modellen, die im Krisenfall aber dann wieder versagen werden, weil so banale Dinge wie die eingehenden Korrelationskoeffizienten sich kurzfristig ändern oder sie schlicht und einfach den Liquiditätsaspekt vernachlässigen.

Andererseits darf aber auch nicht übersehen werden, dass im Mittelalter das erfolglose Herum-Gemurkse der Alchemisten die Grundlagen für die moderne Chemie gelegt hat. Ihnen sind nebenbei einige wichtige Entdeckungen geglückt. Aus ihren methodischen Fehlern haben die ersten richtigen Chemiker viel gelernt. Nur eines ist ihnen nicht gelungen: Gold herzustellen. Insofern muss auch anerkannt werden, dass vor allem die Modern Portfolio Theory und ihre Weiterentwicklungen vieles geleistet haben, um die Visibilität einiger Teilaspekte des Risikos und damit auch das Risikomanagement zu verbessern. Sie ist allerdings nicht, wie viele ihrer Anhänger unbeirrt behaupten, eine universelle Theorie zum Umgang mit Kapitalanlage-Risiken. Begrenzt man die Modern Portfolio Theory allerdings auf die Betrachtung der Kursrisiken von liquiden Wertpapieren innerhalb relativ kurzer Zeiträume, sind manche Kennzahlen oder Aussagen durchaus noch brauchbar. Für alles, was darüber hinaus geht, wie langfristige Ausfallrisiken, Liquiditätsrisiken und vor allem auch Inflationsrisiken gibt es nach wie vor keinen wissenschaftlich validen Ansatz.

Das Eingeständnis der Unvollkommenheit des bisherigen Umgangs mit dem Risiko würde schon viel dazu beitragen, die bestehenden Risikoverwirrungen aufzulösen. Risiko und Unsicherheit sind Begriffe, die unklarer zu werden scheinen, je präziser man sie zu fassen versucht. Wie man sich ihnen trotzdem annähern kann und Aussagen zu ihrer verbesserten Einschätzung ableiten kann, wird in einem weiteren Beitrag in einer der nächsten Ausgaben von „Mit ruhiger Hand“ dargestellt werden.

Die große Risikoverwirrung Teil 3: Die Krux mit der Unsicherheit

(Erstveröffentlichung 1. Juli 2013)

In dem ersten Teil unserer Reihe „Risikoverwirrung“ haben wir auf eine wichtige Unterscheidung zwischen Risiko und Unsicherheit hingewiesen, die von Frank Knight (1921) eingeführt sowie von Keynes und Shackle weiterentwickelt wurde. Risiko ist nach Knight dadurch definiert, dass sich 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. Weiterhin haben diese Autoren darauf hingewiesen, dass im Wirtschaftsleben eher die Situationen „genuiner“ Unsicherheit vorherrschen, bei denen nicht nur die Wahrscheinlichkeiten, sondern auch die möglichen zukünftigen Zustände der Welt nicht bekannt sind. Dementsprechend sollte Unsicherheit als solche in die Überlegungen über zukünftige Handlungen einbezogen werden.

Diese Unterscheidungen werden allerdings nach wie vor weitgehend in der heutigen Finanzindustrie ignoriert. Dies hatte zwei Konsequenzen:

- Unsicherheit wird thematisiert, um Entscheidungsschwäche oder Nichtwissen zu überdecken.
- Im Umgang mit der Unsicherheit hat sich eingebürgert, dass sie so behandelt wird, als ob es sich um eine Situation unter Risiko handelt, die sich durch Wahrscheinlichkeiten beschreiben lassen.

Für Anleger muss die allgemeine Risikoverwirrung jedoch nicht bedeuten, dass die Auseinandersetzung mit der Zukunft aussichtslos ist. Drei Investoren, David F. Swenson, Warren Buffett und Nassim N. Taleb haben in den vergangenen Jahrzehnten verschiedene Vorgehensweisen entwickelt, um in einem unsicheren Umfeld als Anleger erfolgreich zu sein. Deshalb wird zum Abschluss dieser Artikelserie ein Blick auf ihre Ansätze gegeben und überprüft, inwieweit sie sich auf normale Anleger übertragen lassen.

a) Unsicherheit als Ausrede

In den Medien ist es populär geworden, Kursbewegungen an den Kapitalmärkten mit gesteigener oder gesunkener Unsicherheit zu erklären. Manager haben die Rücknahme oder den Aufschub von Investitionsentscheidungen in den vergangenen Jahren oft mit „erhöhter Unsicherheit“ begründet. Wie kann aber der Wert von etwas fallen oder steigen, was man gar nicht mit Zahlen messen kann? Und wieso kann das dann Konsequenzen für Kapitalmärkte haben?

Warren Buffett hat sehr schön in seinem letzten Jahresbericht für Berkshire Hathaway über den Gebrauch des Begriffs „Unsicherheit“ festgestellt:

„Natürlich ist die nahe Zukunft unsicher, Amerika ist mit dem Unbekannten seit 1776 konfrontiert. Nur manchmal fokussieren sich die Menschen auf die Myriade von Unsicherheiten, die immer existiert haben, während sie diese sonst ignorieren (normalerweise, weil dann die jüngste Vergangenheit ereignisarm war).“
[“Of course, the immediate future is uncertain; America has faced the unknown since 1776. It’s just that sometimes people focus on the myriad of uncertainties that always exist while at other times they ignore them (usually because the recent past has been uneventful).”]

Mit ruhiger Hand - Extra

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Menschen werden sich der Unsicherheit also eher bewusst, wenn sie schwierige Zeiten hinter sich haben. Andernfalls verdrängen sie diese. Dies hat mit einem aus der Behavioral Finance bekannten Phänomen zu tun, dass wir Menschen grundsätzlich Ereignisse aus der unmittelbaren Gegenwart in ihrer Wichtigkeit höher bewerten als in ihrem historischen Kontext. Nach den Aufschwung-Jahrzehnten im vergangenen Jahrhundert (50er und 60er Jahre; bzw. 80er und 90er Jahre) waren die meisten Menschen sorglos und gingen von einem weiteren Wachstum aus. Sie fühlten sich sicher und hatte die Möglichkeiten der Krise verdrängt. Nach den Jahrzehnten wie dem der Ölkrise (70er Jahre) bzw. der Zeit ab 2001 (die von Terrorismus, Krieg und Finanzkrise geprägt war) hingegen waren und sind viele Menschen verunsichert. Sie rechnen mit weiteren Schocks für die Finanzmärkte und einer Fortsetzung der Krisen.

Insofern steigt nach finanziellen Schocks wie einem Börsencrash oder der Finanzkrise das Bewusstsein für die Möglichkeit von Extremereignissen. Die Unsicherheit selbst verändert sich natürlich durch sie nicht. Wenn aber so viel über gestiegene oder gefallene Unsicherheit berichtet wird, muss es einen anderen Grund haben.

Dieser dürfte darin liegen, dass sich Unsicherheit in ihrer Nichtmessbarkeit und Unbestimmbarkeit für eines perfekt eignet: als Ausrede zu dienen. Warren Buffett mokiert sich an anderer Stelle seines Jahresberichtes darüber, dass Unsicherheit von vielen Managern vor allem als Argument genutzt wird, um Entscheidungen zu vermeiden. Und damit trifft er wohl den Kern der Sache: Die Argumentation mit gesteigener oder gefallener Unsicherheit ist in der Regel nur vorgeschoben. Sie hat meist nur den Zweck, zu überdecken, dass man nichts weiß bzw. nichts entscheiden will oder auch über die wahren Beweggründe hierfür keine Auskunft geben mag. Wer mit „erhöhter Unsicherheit“ argumentiert, ist niemals zu widerlegen, da diese ja nicht greifbar ist.

Ähnliches kann man auch für die Verwendung des Begriffs der Unsicherheit in der Presseberichterstattung über Finanzmärkte annehmen: Wenn man eine Kursbewegung kommentieren muss, aber über die eigentlichen Hintergründe nichts weiß, kann man immer argumentieren, dass die Unsicherheit sich verändert hat.

b) Die Quantifizierung der Unsicherheit

Der Brauch hat sich in unserer Welt eingebürgert, dass nur derjenige Ernst genommen wird, der eine Behauptung mit Zahlen belegen kann. Wenn Zahlen vorhanden sind, gehen Menschen relativ unkritisch damit um und hinterfragen nur äußerst selten, wie die präsentierten Werte zustande gekommen sind.

Die beste Illustration hierfür ist das Verhalten von Banken und Ratingagenturen vor und während der Wirtschaftskrise 2008. Wir würden in unserer Argumentation auch so weit gehen zu behaupten, dass dies auch eine der Ursachen der Krise war und entscheidend zu ihrer Eskalation beigetragen hat. Mit anderen Worten hat eine andauernde Risikoverwirrung eine dramatische Relevanz für das Wirtschaftsgeschehen.

Vor der Finanzkrise hatten viele Kreditverkäufer, Investment Banker, Fondsmanager und Privatanleger nicht realisiert, dass sie sich nicht in einer Situation mit kalkulierbaren Risiken, sondern in der Situation einer genuine Unsicherheit befanden. Dementsprechend haben sie sich verhalten, als ob sie in einer Risikosituation wären: Sie haben Risiken kalkuliert und sich dabei auf die Modelle verlassen, die angeblich eine Quantifizierung der Risiken ermöglichen (zum Beispiel Ausfallrisikomodelle der Ratingagenturen oder Value at Risk, die wir in den Teilen 1 und 2 unserer Reihe besprochen haben). Die Ergebnisse dieser Modelle basieren auf den Wahrscheinlichkeitsverteilungen, die aus der Geschichte als bekannt angenommen wurden. Grundsätzlich ging man bei der Bestimmung der für die Risikokalkulation notwendigen Parameter von der Einheitlichkeit der Vergangenheit und Zukunft aus. Da aber die Wirtschaftssituation vor und während der Krise eine ganz spezifi-

Mit ruhiger Hand - Extra

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

sche war, also eine Unsicherheitssituation eben, war das sich verlassen auf die einheitliche Wiederholung der Vergangenheit fatal.

Dies führte zu der Fehlkalkulation der Risiken, genauer gesagt, zu einer Unterschätzung der Risiken weltweit, die z. B. der damalige Federal Reserve Chairman Alan Greenspan als die zentrale Ursache der Wirtschaftskrise benannt hat. Die Unterschätzung von Risiken führte zu einer erhöhten Nachfrage nach den riskanten Anlagen; immer mehr von diesen wurden produziert und gekauft. Mit anderen Worten, obwohl die handelnden Personen sich in der Situation einer Unsicherheit fanden, behandelten sie diese als eine Risikosituation mit perfekt bekannten möglichen Weltzuständen und Wahrscheinlichkeitsverteilungen. Ihre Entscheidungen setzten unberechtigtweise einen hohen Grad der Vorhersagbarkeit voraus, was zu fatalen Folgen geführt hat.

Die Risikounterschätzung während der Wirtschaftskrise bezog sich primär auf die Berechnung der Ausfallrisiken für die neuen Finanzinstrumente wie ABS (asset backed securities), CDO (collateral debt obligations) and CDS (credit default swaps). Diese Produkte beinhalten Tranchen mit niedrigem, mittelmäßigem und hohem Risiko. Für alle Tranchen wurde das Ausfallrisiko eingeschätzt. Obwohl die Zukunft prinzipiell unsicher ist, hatten Finanzinstitute sowie Ratingagenturen bei der Risikoeinschätzung keine Unsicherheitselemente eingebaut. Ihre Risikomodelle beruhten auf der Annahme, dass Risiken der prinzipiell bekannten zukünftigen Ereignisse berechnet werden können und dass man sich auf die entsprechenden Wahrscheinlichkeiten verlassen kann. So schrieben 2003 die Analysten Peter Crosbie und Jeff Bohn von Moody's/KMV in einer Darstellung ihrer Methodik:

„Das Ausfallrisiko ist die Unsicherheit, die über die Fähigkeit eines Unternehmens besteht, seinen finanziellen Verpflichtungen nachzukommen. Vor einem Ausfall gibt es keinen eindeutigen Weg zu unterscheiden, ob Firmen zahlungsunfähig werden oder nicht. Das Beste, was wir machen können ist, die Möglichkeit eines Ausfalls durch eine Wahrscheinlichkeit zu bewerten.“ [“Default risk is the uncertainty surrounding a firm’s ability to service its debts and obligations. Prior to default, there is no way to discriminate unambiguously between firms that will default and those that won’t. At best we can only make probabilistic assessments of the likelihood of default.”]

Es ist interessant, dass das Kreditratingunternehmen die Unsicherheit als Element der einzuschätzenden Situation in diesem Fall eingesteht, dann aber daraus schlussfolgert, dass man sich auf Wahrscheinlichkeiten verlassen muss. Die Zuordnung von Wahrscheinlichkeiten wurde als einziger möglicher Weg, mit der Situation umzugehen, angesehen. Diese Verwechslung von Risiko und Unsicherheit war typisch und führte in der Konsequenz zu der Unterschätzung der Ausfallrisiken der Tranchen und der Produkte.

Zur Bestimmung der Ausfallrisiken wurden in den Risikomodellen vorwiegend Häufigkeitswahrscheinlichkeiten benutzt. Diese beruhten aber auf den historischen Daten und machten deswegen laut Knight und Keynes in den einmaligen unsicheren Wirtschaftssituationen besonders wenig Sinn. Auf die innovativen Finanzinstrumente bezogen bestand zudem das Problem darin, dass diese Finanzinstrumente so gut wie keine Kurshistorie hatten.

Neben den Wahrscheinlichkeiten war ein anderer wichtiger Parameter der Risikomodelle die Korrelation zwischen den Bestandteilen in den Tranchen. Die Kalkulationen von diesen Korrelationen basierten auf der Annahme, dass sie über die Zeit stabil bleiben. Mögliche Unvorhersagbarkeiten wurden schlicht und einfach nicht berücksichtigt. (“...made no allowance for unpredictability”, wie Felix Salmon 2009 in seiner Analyse

Mit ruhiger Hand - Extra

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

“Recipe for Disaster: The Formula That Killed Wall Street” schrieb). Das bedeutet, dass wenn die Korrelationen in der Vergangenheit niedrig waren, wurden sie auch in den Zeiten, in denen sie sich erhöht hatten, als zu niedrig eingeschätzt. Dies führte zu der Unterschätzung der Verbindung von Risiken.

Ein anderes gutes Beispiel ist das Value at Risk (VaR) -Modell, das oft für die Einschätzung der Risiken von Portfolios mit strukturierten Produkten eingesetzt wurde. Erstens basiert die Risikoeinschätzung nach diesem Modell meistens auf einer als normal angenommenen Wahrscheinlichkeitsverteilung, sodass genau die gleiche Problematik wie bei den Kalkulationen des Ausfallrisikos gilt. Zweitens ist speziell die Berücksichtigung von Liquidität problematisch. Das Standard VaR-Modell berücksichtigt sie überhaupt nicht. Schon vor der Finanzkrise gab es einige Versuche, Liquidität einzubeziehen, was aber nicht unbedingt Erkenntniszuwächse brachte, da jetzt auch Liquidität auf der Basis der Historie eingeschätzt werden musste. Diese war aber noch unregelmäßiger als bei den Kursen und insbesondere bei strukturierten Finanzprodukten nur sehr kurz verfügbar. Dass Liquidität auch von strukturellen Faktoren – wie z. B. Tradinglimits bei Wertpapierhändlern abhängig – war, die sich kurzfristig schnell ändern können und sich auch nicht eindeutig quantifizieren lassen, erschwerte die Einbeziehung von Liquidität zusätzlich.

Jane Croft stellte 2009 in der Financial Times fest:

„Illiquide Finanzprodukte in VaR einzubeziehen, das auf kurzfristige Kursschwankungen abzielt, ist nicht aussagekräftig, wenn man langfristig gebunden ist und möglicherweise durch große Kursausschläge getroffen wird. VaR unterschätzt das Risiko.“ [“Putting really illiquid products into VaR, where you are looking at short-term moves in prices, is not appropriate because you will be locked in for a longer period and potentially suffer larger price moves. VaR will understate risk.”]

Es ist offensichtlich, dass insbesondere in Hinblick auf Liquidität von strukturierten Produkten vor der Finanzkrise eine große Unsicherheit vorherrschte. Diese wurde aber wie eine Risikosituation behandelt, quasi „mit Gewalt“ quantifiziert. Dies führte zu groben Fehleinschätzungen. Die Finanzkrise eskalierte u.a. auch deshalb, weil vielen Verantwortlichen die Diskrepanzen zwischen aus der Vergangenheit abgeleiteten Annahmen und tatsächlichen Ereignissen nicht bewusst waren. Als sich ihre Anlagen nicht als so risikofrei herausstellten, wie die Berechnungen es nahelegten, stürzten ihre Anlagekonzepte wie Kartenhäuser zusammen.

Allerdings führte diese Erfahrung seitdem erstaunlicherweise nur bei einer Minderheit zum Überdenken der Einstellung gegenüber der „Risiko-Unsicherheit“-Problematik. Risikomodelle, welche die Zukunft quantifizieren, werden weiterhin angewandt, obwohl deren Probleme bekannt sind. Der Einsatz von VaR ist nach wie vor gängige Praxis im Risikomanagement. Wenn überhaupt, wird nach besseren Modellen gesucht, die z. B. Finanzmarktschocks anders modellieren. So wird zum Beispiel derzeit in der Fachpresse das MVaR als der große Durchbruch in der Risikomessung gefeiert. Aber auch dieser neue Ansatz ist letztlich nichts anderes als der Versuch einer Quantifizierung der Unsicherheit, der allerdings Extremereignisse stärker einbezieht als das ursprüngliche VaR-Modell. Aber auch durch MVaR wird eine Kontrollillusion für Unsicherheit aufrechterhalten, die allerdings restriktiver ist als im ursprünglichen Ansatz. Die nächsten systematischen Fehleinschätzungen scheinen vorprogrammiert. Auch gibt es nach wie vor keinen allgemein akzeptierten Ansatz zur quantitativen Erfassung von Liquiditätsrisiken. Angesichts der Abhängigkeit der Liquidität von strukturellen und institutionellen Voraussetzungen wird es diesen wohlmöglich auch niemals geben.

Wenn endlich eingesehen wird, dass man sich in der Wirtschaft und speziell an Finanzmärkten tagtäglich in der Situation einer genuinen Unsicherheit befindet, d. h. in der Situation, wo imperfektes Wissen, Einmaligkeit

Mit ruhiger Hand - Extra

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

und Überraschungen das Geschehen bestimmen, sollte die Einstellung zu den vorherrschenden Risikomodellen grundsätzlich überdacht werden.

c) Die Konsequenzen für den Anleger

Wie kann man mit der Unsicherheit an Finanzmärkten umgehen?

Die erste Konsequenz für den Anleger muss die Abkehr von der Illusion sein, dass man Unsicherheiten bzw. Risiken an den Finanzmärkten prognostizieren bzw. kontrollieren kann. Insbesondere in einer langfristigen Sichtweise kann man sie nicht in konkreten Zahlen fassen. Wenn überhaupt, kann man nur Kursrisiken von sehr liquiden Wertpapieren einigermaßen mit quantitativen Methoden erfassen. Diese können sich jedoch für langfristig ausgerichtete Investoren als relativ irrelevant und im Einzelfall sogar als irreführend herausstellen.

Doch dies heißt nicht, dass man in Fatalismus versinkt und grundsätzlich davon ausgehen sollte, dass langfristige Anlagestrategien in einem unsicheren Umfeld sinnlos sind. Man muss sich allerdings darauf einstellen, dass an den Finanzmärkten immer wieder zu erheblichen und nicht vorhersehbaren Schocks und Turbulenzen kommen kann.

„Risiko kommt daher, dass man nicht weiß, was man tut.“

(“Risk comes from not knowing what you’re doing”)

Warren Buffett

Warren Buffett schrieb einmal: „Ich bin sicher, dass sich in den nächsten Jahren weitere große Schocks ereignen werden. Wir werden weder versuchen, sie vorherzusehen noch von ihnen zu profitieren. Wenn wir Unternehmen ausmachen können, die so ähnlich sind wie diejenigen, die wir in der Vergangenheit gekauft haben, dann werden externe Überraschungen nur geringe Auswirkungen auf unsere langfristigen Ergebnisse haben.“ Also geht es für den Anleger nicht darum, dass man negative Überraschungen vermeidet. Als Investor muss man sich darauf einstellen, dass sie passieren und sich auch in Zukunft weiterhin ereignen werden. Man kann sie nicht vermeiden, eben weil sie aus Unsicherheit resultieren und damit immer überraschend sind.

Die zweite Konsequenz für den Anleger muss es daher sein, in seiner Anlagestrategie die möglichen Folgen von negativen Schocks einzubeziehen, ohne sich aber aller Ertragschancen zu berauben.

Für eine langfristige Anlagestrategie in einem unsicheren Umfeld haben wir drei unterschiedliche Vorgehensweisen identifiziert. Interessant ist, dass alle diese Ansätze schon vor der Finanzkrise bekannt und umgesetzt wurden. Sie alle haben sich über längere Zeiträume – inklusive der Finanzkrise – bewährt. Insofern ist die Ignoranz, die ihnen nach wie vor von großen Teilen der Kapitalanlageindustrie entgegengebracht wird, erstaunlich.

1) **Weitestgehende Diversifikation: David F. Swensens Multi-Asset Ansatz**

Vor ca. 20 Jahren hat der Fondsmanager David F. Swensen für den von ihm betreuten Stiftungsfonds der amerikanischen Yale-Universität den sogenannten Multi-Asset-Ansatz entwickelt. Hierbei setzt er auf eine möglichst breite Streuung der Investments über verschiedene Anlageformen. Eine Aufteilung des Vermögens in 5 bis 7 ähnlich große Anteile wird angestrebt, die jeweils auf eine Anlageklasse konzentriert sind. Für eine optimale Risikostreuung sollen die Kursentwicklungen der einzelnen Anlageklassen niedrig korreliert, d. h. so unabhängig voneinander wie möglich sein. Der Grundgedanke ist schon in der Modern Portfolio Theory enthalten und ausgearbeitet. Swensen ging aber mit seinem Vorgehen weit über diesen Ansatz hinaus und löste sich auch von einem nur auf Volatilität bezogenen Risikodenken.

Mit ruhiger Hand - Extra

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Die Entwicklung des Multi-Asset-Ansatzes geschah nicht nur aufgrund von Risikoüberlegungen. David F. Swensen hatte ganz grundsätzliche Einwände formuliert gegen die traditionelle Art der Portfoliostrukturierung, bei der vor allem auf Renten und Aktien gesetzt wird, diese in Anlehnung an führende Marktindizes ausgewählt und Anlagequoten in Abhängigkeit von der Risikobereitschaft des Anlegers festlegt werden.

Folgende Kritikpunkte an den indexorientierten Konzepten wurden von Swensen formuliert:

- 1) Die Beschränkung der Kapitalanlage auf die relativ liquiden Formen Aktien und Renten lässt die Möglichkeiten einer breiteren Streuung der Risiken auf verschiedene Anlageklassen und damit einer Verminderung des Gesamtrisikos ungenutzt. Die Einbeziehung von illiquiden Immobilien, Hedgefonds und Private Equity vermindert die Abhängigkeit von Kapitalmärkten und verbessert damit die Risikodiversifikation.
- 2) Der Fokus auf Marktindizes geht an den tatsächlichen Erfordernissen der Investoren vorbei, die vor allem an absoluten Erträgen interessiert sind.
- 3) Hedge Fonds oder Private Equity haben aufgrund ihrer flexiblen Möglichkeiten und der intransparenten Märkte, in denen sie tätig sind, bessere Chancen, Marktineffizienzen für überdurchschnittliche Erträge zu nutzen, da sich in relativ effizienten Märkten wie bei denjenigen für Aktien oder Renten mit fundamental-analytischen Methoden kaum noch einen Wissensvorsprung gegenüber dem Markt erzielen lässt.

Im Gegensatz zu traditionellen Portfolios bietet die Vorgehensweise von Swensen in Hinblick auf die Unsicherheit den Vorteil, dass man aufgrund der starken Streuung des Portfolios beim Eintritt eines Extremereignisses mit einem sehr viel kleineren Anteil betroffen wird. Zudem können durch Hedgefonds auch Strategien abgebildet werden, die gegenüber Marktschwankungen neutral oder diesen sogar entgegen gerichtet sind.

In Swensens ursprünglichen Ansatz wurden folgende 6 Anlageklassen als Basisstruktur vorgesehen:

1. Inländische Aktien; 2. ausländische Aktien; 3. außerbörsliche Unternehmensbeteiligungen (Private Equity); 4. Immobilien; 5. Anleihen & Liquidität; sowie 6. auf absolute Erträge ausgerichtete Hedge Fonds.

Später wurden noch Rohstoffe hinzugenommen. Die verschiedenen Anlageklassen werden durch Subfonds, die durch externe Fondsmanager verwaltet werden, repräsentiert.

Anleihen und Liquidität werden aufgrund ihrer niedrigen Rendite grundsätzlich als negativ angesehen, sollten aber zur Absicherung nicht fehlen und mit ca. 5%-10% Portfolioanteil vertreten sein.

Zu Anfang des vergangenen Jahrzehnts konnte Swensen mit seinem Ansatz spektakuläre Gewinne erzielen und wurde damit sehr berühmt. Performanceprobleme während der Finanzkrise 2008 ließen seinen Stern zwischenzeitlich aber wieder sinken. Die Probleme waren aber weniger in seiner Methodik zu sehen, sondern auch darauf zurückzuführen, dass Swensen seinen eigenen Ansatz im Laufe der Jahre immer inkonsequenter umsetzte. So setzte er mit einem Anteil von über 1/3 stärker auf Hedgefonds als im ursprünglichen Ansatz vorgesehen und hielt daran viel zu lange fest. Inzwischen wurden diese Anlagevehikel aber deutlich zurückgeführt und machte zum Ende des Juni 2012 (leider sind keine aktuelleren Zahlen verfügbar) nur noch 14,5% aus. Der Schwerpunkt liegt derzeit auf Private Equity (ca. 35% Anteil).

Trotz dieser zwischenzeitlichen Schieflage gehört der Stiftungsfonds von Yale nach wie vor zu den langfristig erfolgreichsten Investoren. Mit einer Durchschnittsrendite von 10,6% p.a. für die 10 Jahre bis 30. Juni 2012

Mit ruhiger Hand - Extra

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

konnten in einem Krisenjahrzehnt klare Wertgewinne erzielt werden. Über 20 Jahre wurde eine Performancezahl von 13,7% p.a. ermittelt; jährlich ca. 5% besser als der Durchschnitt anderer Stiftungsfonds.

Interessanterweise haben Swensen und sein Team bei der Yale-Universität bei der Ermittlung ihrer Anlagestrategie eine Reihe von quantitativen Techniken angewandt, die auf der Modern Portfolio Theory basieren. Allerdings wird den Ergebnissen dieser Analysen nicht – wie bei vielen Anderen in der Investmentbranche – blind geglaubt, sondern diese werden durch qualitative Einschätzungen ergänzt bzw. relativiert. So wird im Jahresbericht für 2012 vermerkt:

„Qualitative Überlegungen spielen eine äußerst wichtige Rolle bei Investmententscheidungen. Die Definition einer Anlageklasse ist einigermaßen subjektiv und verlangt präzise Abgrenzungen, wo sie nicht existieren. Erträge und Korrelationen sind schwer vorherzusagen. Historische Daten geben eine Richtung vor, müssen aber adjustiert werden, um strukturelle Änderungen oder anomale Perioden zu berücksichtigen. Quantitative Maße haben Probleme, Faktoren wie Markt-Liquidität oder den Einfluss von sehr seltenen, aber sehr relevanten Ereignissen zu erfassen.“ [“...qualitative considerations play an extremely important role in portfolio decisions. The definition of an asset class is quite subjective, requiring precise distinctions where none exist. Returns and correlations are difficult to forecast. Historical data provide a guide, but must be modified to recognize structural changes and compensate for anomalous periods. Quantitative measures have difficulty incorporating factors such as market liquidity or the influence of significant, low-probability events.”]

Der Multi-Asset-Ansatz in seiner ursprünglichen Formulierung ist nicht für Privatanleger nachzubilden. Zum einen haben diese i.d.R. nicht die Möglichkeit, direkt in Hedgefonds oder außerbörsliche Unternehmensbeteiligungen zu investieren. Zum anderen fehlen ihnen auch die Möglichkeiten, Fondsmanager eingehend und unabhängig zu bewerten. Deshalb hat David F. Swensen 2005 seinen Ansatz für Privatanleger abgewandelt. Für sie hat er in seinem Buch „Unconventional Success“ folgende Vermögensstruktur als beispielhaft vorgeschlagen:

1. Inländische Aktien mit einer Gewichtung von 30%; 2. ausländische Aktien aus entwickelten Ländern mit 15%; 3. ausländische Aktien aus Schwellenländern 5%; 4. Immobilien 20%; 5. festverzinsliche Staatsanleihen 15%; sowie 6. inflationsgeschützte Staatsanleihen 15%.

Diese Struktur sollte mit Indexfonds möglichst kostengünstig umgesetzt werden. Auch wenn Swensen einer Indexorientierung bei fachlich versierten Anlegern kritisch gegenübersteht, bietet die Orientierung an Marktindizes für die breitere Anlegerschichten Vorteile in Hinblick auf Transparenz, Kosten und Verständlichkeit. In einem Interview mit der Financial Times sagte er einmal:

„... man soll nur in das investieren, was man versteht ... die überwiegende Anzahl von privaten und institutionellen Investoren sollte sich auf kostengünstige Indexfonds konzentrieren, weil diese einfach zu verstehen sind.“ [“...you should invest only in things that you understand ... the overwhelming number of investors, individual and institutional, should be completely in low-cost index funds because that’s easy to understand.”].

Grundsätzlich hat diese Vorgehensweise auch aus unserer Sichtweise vieles für sich, auch wenn man bei der von Swensen vorgeschlagenen Struktur aus heutiger Perspektive im Rentenbereich weniger auf Staatsanleihen, sondern vor allem auf Unternehmensbonds setzen sollte. Weiterhin kann man im Rahmen eines Multi-Strategy (auch: Multi-Style) -Ansatzes die Risikostreuung noch weiter erhöhen, wenn man innerhalb einer Anlageklasse nach verschiedenen Investmentstilen differenziert. Auch innerhalb einer Anlageklasse sind völlig

Mit ruhiger Hand - Extra

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

unterschiedlichen Entwicklungen sowohl in Hinblick auf die Performance wie auch in Bezug auf die Risikoparameter möglich. Durch die Auswahl von mehreren Strategien, die von unterschiedlichen Einflussfaktoren abhängen, kann die Risikominderung durch Streuung verstärkt werden.

2) Analytische Kompetenz: Warren Buffett

Warren Buffett ist mit seiner Holding Berkshire Hathaway einer der mit Abstand erfolgreichsten Langfristanleger unserer Zeit. Für ihn besteht die beste Risikoabsicherung in einer gründlichen fundamentalen Analyse des Herausgebers eines Wertpapiers. Zentral ist dabei die Einschätzung der operativen Risiken, die sich für ein Unternehmen aus dem eigenen Geschäftsfeld (z. B. Wettbewerbsposition) oder der Gesamtwirtschaft (z. B. Inflation) ergeben. Während Swensen darauf setzt, beim Eintritt von Extremereignissen möglichst wenig Angriffsfläche zu bieten, sucht Buffett nach Anlagen, die Schocks relativ gut überstehen.

Egal ob Aktie, Rente oder Unternehmensbeteiligung, Buffett hat eine Mindestrenditeerwartung und überprüft, ob diese unter schwierigen Bedingungen erfüllbar ist. Hierzu analysiert er nicht nur die üblichen finanzwirtschaftlichen Kennzahlen zur Beurteilung von Solidität, Rentabilität und der Bewertung. Insbesondere die Einschätzung von zwei qualitativen Faktoren hat für ihn zentrale Bedeutung: 1) Die Frage, ob ein von ihm analysiertes Unternehmen einen dauerhaften Wettbewerbsvorteil besitzt; sowie 2) ob das Management fachlich kompetent und persönlich vertrauenswürdig ist.

Charakteristisch für Buffett ist, dass er zwar auch diversifiziert, aber bei Weitem nicht so breit wie beispielsweise Swensen. Er beschränkt sich bei seinen Langfristanlagen auf Anleihen, Aktien und außerbörsliche Unternehmensbeteiligungen (Private Equity). Weiterhin konzentriert Buffett seine Engagements in Bereichen, in denen er besondere Expertise besitzt (Konsumgüter, Rückversicherung etc.) und verlässt nur im Ausnahmefall den heimischen, US-amerikanischen Markt. John Maynard Keynes, der neben seiner Tätigkeit als Ökonom auch einer der erfolgreichsten Investoren der 30er und 40er Jahre des 20. Jahrhunderts (vgl. hierzu „Mit ruhiger Hand Nr. 10“) war und in vieler Hinsicht als Vorläufer von Warren Buffett gilt, ging sogar noch weiter. Er analysierte und investierte nur in ganz bestimmten Sektoren, die er von vornherein als diejenigen mit überdurchschnittlichem Wachstumspotenzial identifiziert hatte bzw. bei denen er keine Strukturprobleme vermutete.

Buffett – wie vor ihm Keynes – geht durchaus auch größere Engagements in einzelnen Unternehmen ein, wenn er hiervon besonders überzeugt ist. So hat er einmal geschrieben: „Das Risiko kann stark reduziert werden, wenn man sich auf wenige Anlagen konzentriert.“ [“Risk can be greatly reduced by concentrating on only a few holdings.”] Die Logik dahinter ist: besser wenige Anlagen, die man sehr gut kennt und denen man vertraut, als viele Investments, die man nicht mehr überblicken kann. Er ist sich dabei der analytischen Grenzen des Menschen bewusst. Für ihn ist der Schlüssel zum Management von Risiken und Unsicherheit nicht möglichst viele Informationen zu verarbeiten, sondern die vorhandene Information richtig zu organisieren und tief gehend zu verstehen.

Buffett würde allerdings auch niemals alles auf eine Karte setzen, da ihm klar ist, dass sich auch bei der besten Analyse ein Fehler einschleichen bzw. immer etwas schief gehen kann. Deswegen diversifiziert er schon seine Beteiligungen, aber in einem deutlich geringerem Ausmaß als beispielsweise in einem Marktindex.

Buffett versucht nicht, wie schon erwähnt, Marktschwankungen zu prognostizieren. Allerdings ist er darauf vorbereitet, wie seine hohe Liquiditätshaltung zeigt. Denn knapp 20 % des Portfolios seiner Beteiligungsgesell-

Mit ruhiger Hand - Extra

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

schaft Berkshire Hathaway besteht aus Liquidität bzw. US-Staatsanleihen, auch wenn sich diese weit unter seinen üblichen Renditevorstellungen verzinsen. Dies deutet darauf hin, dass das Liquiditätsrisiko für ihn eine sehr große Bedeutung hat, obwohl er nicht wie ein Publikumsfonds Mittelabflüsse von enttäuschten Investoren befürchten muss. Einerseits hängt die hohe Liquidität mit Erfordernissen des Versicherungsgeschäfts zusammen, das einen Teil seiner außerbörslichen Beteiligungen ausmacht. Andererseits sieht Buffett Kurschwankungen an Aktienmärkten weniger als Risiko denn als Chance, gelegentlich günstig Aktien zu erwerben, und benötigt Liquidität, um diese gegebenenfalls nutzen zu können.

Wenn er eine attraktive Möglichkeit sieht, die sich aus einer Marktineffizienz ergibt, hat sich Buffett auch schon in Rohstoffen und Derivaten engagiert bzw. Merger-Arbitrage gemacht. Hierbei hat er aber immer darauf geachtet, dass nicht „gewettet“ wird. Wenn, dann werden nur sehr moderate Risiken in begrenztem Umfang eingegangen, die gegenüber den möglichen Erträgen gut vertretbar erscheinen.

Obwohl Warren Buffett in der Wirtschaftspresse gerne als Vorbild für Privatinvestoren zitiert wird, ist seine Anlagephilosophie dennoch relativ schwierig allgemein übertragbar, da seine Methodik für gute Anlageentscheidungen eine gewisse finanzanalytische Vorbildung sowie eine eingehende Beschäftigung mit potenziellen Investments verlangt.

Für Anleger, die allerdings die Bereitschaft mitbringen, sich tiefer mit Investmentthemen zu befassen oder die aufgrund ihrer beruflichen Tätigkeit über branchenspezifisches Expertenwissen verfügen, kann die Orientierung an Buffett sehr wertvoll sein.

3) Risiko-Spreizung: Talebs Barbell-Strategie

Nassim N. Taleb ist in den vergangenen Jahren berühmt geworden, weil er den Begriff des „schwarzen Schwans“ geprägt hat. Hiermit werden nicht oder nur sehr schwer vorhersagbare Extremereignisse beschrieben, die Finanzmärkte gründlich erschüttern. Vor seiner Karriere als Buchautor hatte Taleb einige Zeit als Optionshändler sowie Hedgefondsmanager gearbeitet. Seine Erfahrungen aus dieser Zeit hat er nicht nur später publizistisch verarbeitet, sondern auch zur Entwicklung einer Anlagestrategie genutzt, die ihn persönlich sehr wohlhabend gemacht hat.

Seine Grundidee basiert auf einer Barbell-Strategie (in Deutsch auch gelegentlich als „Hantelstrategie“ bezeichnet). Diese bedeutet, dass man sich innerhalb eines Spektrums von verschiedenen Anlagemöglichkeiten jeweils auf den extremen Enden positioniert. Der Begriff kommt ursprünglich aus dem Rentenfondsmanagement und bezeichnet eine Anlagestrategie, die vor allem auf sehr kurzfristig sowie sehr langfristig laufende Anleihen setzt, aber mittlere Laufzeiten vernachlässigt.

Nassim N. Taleb schlug in seinem Buch „Anti-Fragilität“ vor, diesen Ansatz der extremen Positionierung auch auf das Risikospektrum zu übertragen. So propagierte er, bei der Kapitalanlage sehr sichere Investments – wie z. B. Staatsanleihen – mit extrem riskanten Finanzinstrumenten – wie z. B. Optionen – zu kombinieren und völlig auf das mittlere Risikospektrum (z. B. Aktien) zu verzichten. Typisch wäre z. B. eine Anlage, die zu 95% aus Staatsanleihen besteht sowie zu 5% aus Verkaufsoptionen, die weit von ihrem Ausübungspreis entfernt sind und daher sehr günstig zu erwerben sind. Im Falle eines Börsencrashes würden diese Optionen extrem an Wert gewinnen, ansonsten wertlos verfallen. Durch die Staatsanleihen wird ein nominaler Kapitalerhalt gewährleistet, durch die Zinseinnahmen werden die Verluste auf der Optionsseite teilweise kompensiert.

Mit ruhiger Hand - Extra

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Unter normalen Kapitalmarktbedingungen führt diese Strategie zur vielen regelmäßigen kleinen Verlusten, die aber durch einen sehr hohen Ertrag im Falle eines Extremereignisses mehr als ausgeglichen werden.

Taleb verfolgt dabei eine zu Swensen und Buffett entgegengesetzte Logik. Bei diesen geht vor allem darum, auf konventionelle Weise hohe Erträge zu erzielen und die Folgen von Extremereignissen zu begrenzen. Taleb will vor allem von diesen Extremereignissen profitieren. Er nimmt dafür in Kauf, dass es während der überwiegenden Anlagedauer zu vielen kleinen Verlusten kommt, nur um im Falle des Eintretens eines Extremereignisses einmalig enorme Gewinne einzustreichen.

Voraussetzung für die Funktionsweise von Talebs Strategie ist allerdings, dass sich mit risikofreien Anlagen ca. 4%-5% p.a. erzielen lassen. Bei den heutigen Verhältnissen am Kapitalmarkt ist mit Staatsanleihen solider Staaten nach Steuern und Inflation kein Kapitalerhalt mehr möglich. Die Kompensation von Optionsverlusten mit sicheren Zinserträgen geht momentan nicht mehr. Damit besteht die Gefahr, dass die Optionsverluste sich so akkumulieren, dass das eingesetzte Kapital verloren ist, bevor die Optionen aufgrund eines Finanzmarktschocks Gewinne bringen können.

Eine weitere Voraussetzung ist, dass der Markt Extremereignisse systematisch unterschätzt und damit falsch bewertet. Dies war sicherlich vor der Finanzkrise 2008 der Fall. Gegenwärtig ist aber unserer Einschätzung nach eher davon auszugehen, dass der Markt den Eintritt von Extremereignissen möglicherweise sogar überschätzt. Dies ist nicht zuletzt das Ergebnis des Erfolges von Talebs Buch „Der schwarze Schwan“.

Talebs Ansatz hat in den vergangenen Jahrzehnten funktioniert, weil einerseits Staatsanleihen ausreichende Zinsen abwarfen, andererseits alle paar Jahre die Kapitalmärkte von Schocks erschüttert wurden, die viele Marktteilnehmer unvorbereitet trafen. So gab es den Aktiencrash von 1987, die EWS-Krise 1992, den US-Rentenmarkteinbruch 1994; Russland- und Asienkrise 1998; Terrorismus und Irakkrieg 2001-03, Finanzkrise ab 2008 sowie die Eurokrise und US-Budgetkrise ab 2010. In der Zukunft ist aber nicht unbedingt davon auszugehen, dass solche Krisen sich in dieser Häufigkeit und vor allem nicht in dem Umfang wiederholen. Unseren Berechnungen nach gab es seit 1928 32 Kurseinbrüche im Dow Jones 30 mit Kursverlusten von über 10%, die als Schocks gezählt werden können. Allerdings passierten diese vor allem bis 1940 (24 mal) und ab 1987 (7mal). Dazwischen lagen 46 Jahre mit nur einem Schock (1962).

Inzwischen reagieren viele Investoren gelassener auf Extremereignisse; gleichzeitig ist die Vorsicht gegenüber potenziellen Spekulationsblasen sehr hoch. Notenbanken intervenieren zunehmend aggressiver zur Finanzmarktstabilisierung. Insofern könnten die kommenden Jahre für Talebs Barbell-Strategie schwierig werden. Möglicherweise kann aber auf diesen Ansatz zu anderen Zeiten, an denen sowohl die Zinsen wie auch die Sorglosigkeit der Anleger wieder deutlich höher sind, wieder erfolgreich zurückgegriffen werden.

Mit ruhiger Hand - Extra

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

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

Karl-Heinz Thielmann ist seit 12 Jahren unabhängiger Berater für Unternehmen, Vermögensverwaltungen und Privatpersonen in Kapitalmarktfragen. Darüber hinaus ist er Dozent für globale Volkswirtschaftslehre an der Karlsruhochschule International University in Karlsruhe. Davor war er 4 Jahre als Analyst für europäische Aktienmärkte beim Dresdner Bank Investment Research sowie 7 Jahre als Fondsmanager beim Deutschen Investment Trust DIT (heute: Allianz Global Investors) tätig.

Während seiner Zeit als Fondsmanager beim DIT hat Karl-Heinz Thielmann an der Konzeption vieler Produkte mitgewirkt und zahlreiche Anerkennungen für herausragende Performance bekommen. Darunter waren mehrere Standard & Poor's Micropal Awards sowie Auszeichnungen als Finanzen Fondsmanager des Jahres. Auch in den Jahren als unabhängiger Berater konnte er nachweisbar sei-ner Kunden überwiegend zu einem weit überdurchschnittlichen Anlageergebnis verhelfen.

Prof. Dr. Ekaterina Svetlova (<http://karlsruhochschule.de/de/lehrkraefte/#prof-dr-ekaterina-svetlova>) hat die Professur für "International Business and Finance" an der Karlsruhochschule International University in Karlsruhe inne und publizierte zuletzt insbesondere zum Thema „Risiko und Unsicherheit“. Ihre weiteren Forschungsschwerpunkte sind:

- Verknüpfung der Ökonomie mit Geisteswissenschaften wie Philosophie und Soziologie
- Methodologie der Wirtschaftswissenschaften
- Wirtschaftssoziologie und Soziologie der Finanzmärkte
- Modellieren und Umgang mit theoretischen Modellen auf den Finanzmärkten

Vor ihrer wissenschaftlichen Tätigkeit hat Frau Prof. Dr. Ekaterina Svetlova als Analystin und Fondsmanagerin 7 Jahre lang praktische Kapitalmarkterfahrung gesammelt.

Quellen zu Teil 1:

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-killed-us>); Beate Reszat (2012): "Value at Risk – the construct" (<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.

Mit ruhiger Hand - Extra

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

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).

Quellen zu Teil 2:

Zur grundsätzlichen Problematik der übermäßigen Komplexitätsreduktion vgl. Dirk Elsner: Das Dilemma des Komplexitätsreduktionismus in der Wirtschaftspraxis (Teil 1: <http://www.blicklog.com/2013/05/22/blick-log-retro-das-dilemma-des-komplexittsreduktionismus-in-der-wirtschaftspraxis-teil-1/#more-31984>; Teil 2:

<http://www.blicklog.com/2013/05/24/blick-log-retro-das-dilemma-des-komplexittsreduktionismus-in-der-wirtschaftspraxis-teil-2-wie-umgehen-mit-komplexitt/>)

Zum Risikomanagement vgl. Michael Power: „Organized Uncertainty“, Oxford University Press New York 2009 und die Artikel auf der Website: <http://www2.lse.ac.uk/accounting/facultyAndStaff/profiles/power.aspx>. Zur Bürokratisierung des Risikomanagements vgl. Ellen Kelleher: Risk managers fear, in FTFM vom 8. April 2013

Zu HBOS vgl. <http://www.parliament.uk/business/committees/committees-a-z/joint-select/professional-standards-in-the-banking-industry/news/an-accident-waiting-to-happen-the-failure-of-hbos/>

Fitch veröffentlicht historische Länderratings unter www.fitchratings.com/.../ratings/sovereign_ratings

Warren Buffett wurde zitiert nach seinem einleitenden Aktionärsbrief in dem Geschäftsbericht für Berkshire Hathaway 2011 (<http://www.berkshirehathaway.com/letters/2011ltr.pdf>, „the riskiness of an investment....“).

Zu Nassim Taleb vgl.: „Der schwarze Schwan“, 4. dt. Auflage München 2012; sowie: „Antifragilität: Anleitung für eine Welt, die wir nicht verstehen“ München 2013.

Quellen zu Teil 3:

Warren Buffett wurde zitiert nach seinem einleitenden Aktionärsbrief in dem Geschäftsbericht für Berkshire Hathaway 2012 (<http://www.berkshirehathaway.com/letters/2012ltr.pdf>, „Of course, the immediate future“); Croft, J. (2009), ‘Modeling adapts as catastrophic clouds clear’, Financial Times, 21, 5 October; Grosby, P. and J. Bohn (2003), Modeling Default Risk, San Francisco: KMV; Knight, F.H. (1921), Risk, Uncertainty and Profit, Mineola, NY: Dover Publ.; Salmon, F. (2009), ‘Recipe for disaster: the formula that killed Wall Street’, Wired, 24 September 2009, available at:

http://www.wired.com/techbiz/it/magazine/17-03/wp_quant?currentPage=all, last access on June 25, 2013; Skidelsky, R. (2009), Keynes: The Return of the Master, London: Penguin; Svetlova, E. and Fiedler, M. (2011): Understanding Crisis: On the Meaning of Uncertainty and Probability. In: Asenjo, O. and Marcuzzo, C. (eds.): The Recession 2008. Competing explanations. Camberley, UK: Edward Elgar publishing, 42-62.

Zu David F. Swensen vgl. seine Bücher: Pioneering Portfolio Management: An Unconventional Approach to Institutional Investment, (Fully Revised and Updated 2009) sowie Unconventional Success: A Fundamental Approach to Personal Investment (2005). Das Interview mit dem Zitat von Swensen ist in der Financial Times am 12. Oktober 2009 erschienen und unter <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/dd91a3ec-b461-11de-bec8-00144feab49a.html#axzz2WxXt0KKu> abzurufen. Weitere Angaben zu seinem Vorgehen sind auf der Website <http://investments.yale.edu/> einsehbar.

Warren Buffett wurde zum Thema Investieren unter Unsicherheit zitiert nach Robert G. Hagstrom (2000) „Investieren mit Warren Buffett“, Seite 190. Das Zitat „Risk comes from not knowing what you’re doing“ wurde von http://www.searchquotes.com/quotes/author/Warren_Buffett/ übernommen. Zum Thema Risiko bei Warren Buffett vgl. auch Lawrence A. Cunningham (3. Auflage 2009):“ The Essays of Warren Buffett: Lessons for Investors and Managers“. Zum Auswahlprozess von Anlagen bei Buffett vgl.: Mary Buffett, David Clark (2. Auflage (2012): „So liest Warren Buffett Unternehmenszahlen: Quartalsergebnisse, Bilanzen & Co - und was der größte Investor aller Zeiten daraus macht“.

Zu Nassim Taleb vgl.: „Der schwarze Schwan“, 4. dt. Auflage München 2012; sowie: „Anti-Fragilität: Anleitung für eine Welt, die wir nicht verstehen“ München 2013.

Mit ruhiger Hand - Extra

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.