

Risikotoleranz muss getestet werden

Wie sich die Praxis eines zentralen Faktors des Anlegers annimmt

In einem wegweisenden und interessanten Artikel hat Thorsten Hens in der NZZ („Risikotoleranz muss erlernt werden. Wie sich die Wissenschaft eines zentralen Faktors des Verhaltens am Finanzmarkt annimmt“ 20.5.2015) die aktuelle wissenschaftliche Forschung zur Risikotoleranz aufgezeigt. Endlich beginnt sich die „Finance“ den wirklich relevanten Aspekten der Geldanlage zu widmen! Viel zu lange beharrte sie auf einem Risikokzept („Volatilität“), das in der Praxis kaum vermittelbar ist und offensichtlich selbst den Erfinder der Portfoliooptimierung – Harry Markowitz – davon abhielt, in seiner persönlichen Anlagepraxis die Optimierung im Spektrum von Rendite und Volatilitätsrisiko vorzunehmen. Mit dem Verlustrisiko bzw. der Verlustaversion (Kahneman/Tversky) ist es in der Praxis schon viel eher möglich, sich der persönlichen und subjektiven Risikotoleranz anzunähern. Ob sie allerdings – wie Hens stipuliert – mit einem Flugsimulator für Finanzmärkte wie bei der Pilotenbildung gelingen wird, wagt der Autor zu bezweifeln. Der Flugsimulator vermeidet zwar reale Verluste – gerade sie dürften es aber sein, die beim Anleger die emotionalen Fehlentscheide auslösen.

Nach mehr als 30 Jahren Erfahrung im Bereiche der privaten (und institutionellen) Vermögensverwaltung favorisiert der Autor ein heuristisches „trial-and-error“ Verfahren, das den Anleger – jeden einzelnen auf individuelle Art und Weise – an seine objektive und subjektive Risikotoleranz heranführt. Dies im Wissen, dass sie sich im Zeitablauf wie auch je nach psychischer und physischer Verfassung ändern kann. Seine Rolle als Vermögensverwalter und „Asset-Allocation-Designer“ veränderte sich über die Zeit immer mehr zu einer Funktion als psychologisch orientierter „Risk-Allocator“. Obschon dieser Prozess noch immer im Gang ist und weder wissenschaftlichen noch anlegerspezifischen Höchstansprüchen zu genügen vermag, soll das Verfahren an dieser Stelle vorgestellt werden.

Sicherheits- und Risikoportefeuille

Um den Verlustängsten vorzubeugen, ist es psychologisch äusserst sinnvoll, das Portefeuille in einen sicheren und einen Risikoteil zu spalten – möglicherweise sogar durch eine physische Aufteilung beider Komponenten in zwei verschiedene Bankdepots. Mit dem **sicheren Portefeuille** – auch defensiver Sockel genannt – sollte der Anleger nichts oder höchstens sehr wenig verlieren müssen – auch bei einem Börsencrash. Entsprechend wäre dieses Depot heute überwiegend in liquiden Mitteln und kurz- bis mittelfristigen Obligationen sehr guter Bonität angelegt – natürlich primär in Schweizerfranken.

Das **Risikoportefeuille** dagegen verfolgt das Ziel, die langfristige Rendite zu maximieren (nicht nur zu optimieren). Diesbezüglich ist ein international diversifiziertes Aktienportefeuille allen andern Anlageformen überlegen (mit Ausnahme gewisser Private-Equity-Anlagen, die für den Normalanleger allerdings kaum in geeigneter Form verfügbar sind). Ausser den bekannten Diversifikations-Grundsätzen (Vermeidung von Klumpenrisiken) haben Risikoüberlegungen in diesem Portefeuille keinen Platz; insbesondere nicht die Volatilitätsrisiken. Deren Vermeidung mittels Absicherung, Beimischung von strukturierten Produkten oder „low-volatility“-

Alternativanlagen reduziert im Durchschnitt bloss die nachhaltige Portfoliorendite. Auf das langfristig ohnehin irrelevante Volatilitätsrisiko haben sie keinen nennenswerten Einfluss.

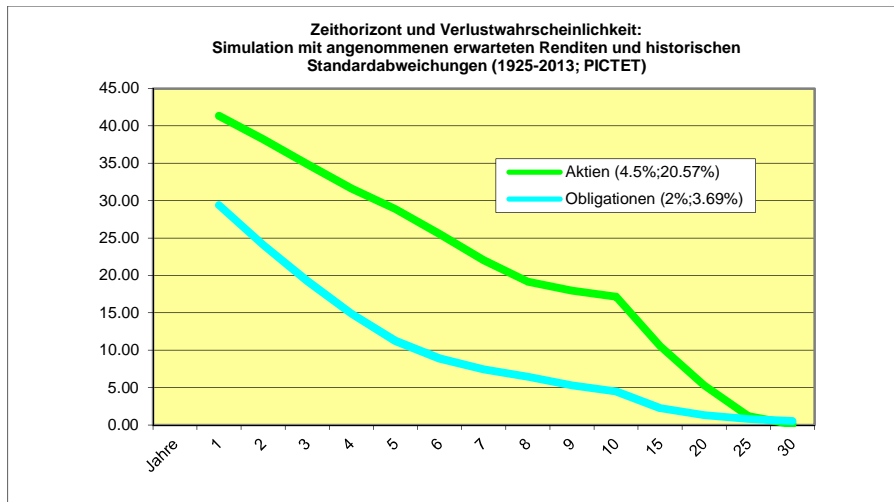
Entscheidend ist, dass der Anleger den Betrag für das Risikoportefeuille solange reduziert, bis er sich – ex ante – in der Lage fühlt, einen Buchverlust von 50% (Börsencrash) bzw. von CHF xxx ohne Verkäufe durchzustehen. Oft empfiehlt es sich, diesen Betrag noch zu halbieren – vor allem bei hohen Kursen, wie wir sie heute zu haben scheinen. Die zweite Hälfte des Betrages ist für Nachkäufe bei einem starken Rückschlag zu reservieren. Selbst wenn es nie zu solchen Nachkäufen kommen sollte, wird dieser psychologische Trick mithelfen, den Anleger von Verkäufen in einem Börsencrash abzuhalten.

Die klassische „Finance“ hat dieses „Kässelisystem“ seit jeher belächelt und als irrational sowie ineffizient abgetan. In der Praxis hilft es jedoch, den Anleger vor an sich unnötigen, emotional aber naheliegenden Angstverkäufen zu bewahren. Interessant ist, dass ein solches System in einer verlustaversen Welt – wo der emotionelle Schaden eines Verlustes als ungefähr doppelt so gross eingeschätzt wird als der Nutzen eines gleich grossen Gewinnes – auch wissenschaftlich betrachtet gar nicht so abwegig ist, wie Hens/Bachmann („Behavioral Finance for Private Banking“, Wiley Finance 2008) zeigen. Ein Buch, das jedem Anlageberater und Vermögensverwalter zum Studium sehr zu empfehlen ist.

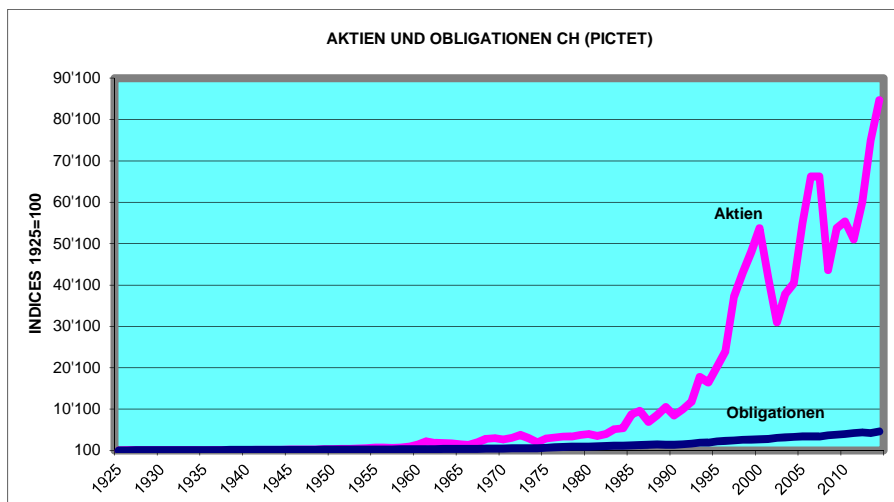
Selbst wenn der Anleger sein Risikoportefeuille „bloss“ mit CHF 10'000.- bestücken kann – es ist besser als nichts und auch besser als CHF 50'000.-, die in einem Börsencrash aus emotionalen Gründen liquidiert werden (müssen). Bei einer durchschnittlichen Aktienmarktrendite von 5% p.a. wächst selbst dieses „bescheidene“ Portefeuille in 40 Jahren auf über CHF 70'000.-! Junge Leute sollten deshalb so früh wie möglich mit dem Aufbau eines – wenn auch noch so kleinen – Risikoportefeuilles beginnen. Eine Umsetzung mittels „Exchange-Traded-Funds“ (ETF's) ist heute sehr einfach und ausserordentlich kosteneffizient.

Anlagehorizont

Entscheidend ist, dass der Anleger das Risikoportefeuille mindestens 10, eher 20 Jahre „liegen“ lassen kann und er es nicht für irgendwelche Anschaffungen antasten muss. Wenn in drei bis fünf Jahren ein Eigenheim zur Realisation ansteht, dann sollte vom dazu notwendigen Eigenkapital nichts, aber auch gar nichts ins Risikoportefeuille fliessen – selbst wenn angeblich noch so grosse Börsengewinne winken mögen. Solche sind kurzfristig immer höchst unsicher und sehr spekulativ. Ein Börsencrash aus heiterem Himmel kann sie jederzeit vernichten. Bei den Aktienanlagen bleibt letztlich wirklich „nur“ die langfristige Überlegenheit gegenüber den meisten Anlageformen, insbesondere den Obligationen – und dies erst noch bei einer vergleichsmässig stark absinkenden Verlustwahrscheinlichkeit.



Die wahre Kunst der psychologischen Anlageberatung besteht darin, den Anleger auf die Rückschläge an den Aktienmärkten positiv zu konditionieren und sie als einmalige Chance für günstige Nachkäufe darzustellen – und die entstandenen Verluste als reine Buchverluste abzutun, die mit der Zeit ohnehin wieder aufgeholt würden. Das wird allerdings – die Praxis zeigt es – nicht immer gelingen. Bei einem pessimistisch oder gar depressiv veranlagten Anleger wohl eher nicht. Bei einem solchen Profil ist es ganz besonders wichtig, das Risikoportefeuille strikt zu begrenzen oder allenfalls sogar ganz darauf zu verzichten. Die Gefahr ist sonst sehr gross, dass bei einem Börsencrash die Angstgefühle alles andere dominieren. Selbst die nachfolgende Grafik – die für einmal nicht logarithmisch präsentiert wird – vermag viele Skeptiker nicht zu überzeugen.



Die klassische „Finance“ musste den Anlagezeithorizonteffekt seit dem angeblichen Beweis von P.A. Samuelson („Risk and Uncertainty: A Fallacy of Large Numbers“, scientia, 1963) stets leugnen. Bei ihr spielt es keine Rolle, ob die „Asset Allokation“ für einen Monat oder für 10 Jahre gelten soll. Die optimale Aktienquote ist in beiden Fällen gleich hoch. Mit Erstaunen

beginnen heute selbst Vertreter der klassischen „Finance“ allmählich zur Kenntnis zu nehmen, dass die lange Frist zumindest statistisch etwas anders aussieht als die kurze (E. Heri, „Kurzfristige Dynamik contra langfristige Gleichgewichte“, NZZ 9. April 2014). Interessant ist, dass in einer verlustaversen Welt der Anlagehorizont auch theoretisch nachgewiesen werden kann (Hens/Bachmann 2008). Die meisten Praktiker haben sich in den letzten 30 Jahren daher zu Recht und mit Erfolg dagegen gewehrt, dass ihnen die Wissenschaft den Anlagehorizont „verbieten“ und aus den Beratungsgesprächen mit dem Kunden verbannen wollte.

Was ist Risiko?

Etwas provokativ ausgedrückt: die Volatilität ist sicher nicht **das** Risiko, höchstens ein Aspekt davon. In einer Welt der Unsicherheit (Frank Knight) lässt sich Risiko gar nicht messen. Es ist dagegen beispielsweise bei Lotterien und im Casino berechenbar, weil dort alle möglichen Ergebnisse mit bestimmten Wahrscheinlichkeiten verbunden sind. In der realen Welt der Finanzmärkte sind nicht einmal die möglichen Ereignisse vordefiniert, geschweige denn die entsprechenden Wahrscheinlichkeiten. Börsencrashes, d. h. überaus grosse Rückschläge sind gerade an den Aktienmärkten viel häufiger und viel grösser als es die üblicherweise verwendete Normalverteilung der Renditen je anzeigen würde.

Deshalb ist es wichtig, dass der Anleger den Umfang seines Risikoportefeuilles so dimensioniert, dass er auch in ganz schlechten Phasen damit leben kann (ohne emotional zu Panikverkäufen gezwungen zu sein). Die von den Banken angepriesenen Diversifikatoren wie „Hedge Funds“, strukturierte Produkte, „Commodities“ etc. versagen ihren Dienst meist gerade in diesen heiklen Situationen, weil dort die für „normale“ Zeiten berechneten Korrelationen hochschnellen und so ihren dämpfenden Einfluss in eine verlustverstärkende Wirkung umwandeln – wie es in der Finanzkrise augenfällig war. Die Banken selbst mussten die Grenzen der Messbarkeit mit Riesenverlusten erfahren, da sie von ihrem volatilitätsbasierten, statistischen Konzept des „Value at Risk“ und der Unabhängigkeitsannahme bei den Subprime-Hypothekarkrediten vollkommen in die Irre geführt wurden. Das Sicherheitsportefeuille soll den Anleger zumindest in seinem Bereich vor solchen theorieinduzierten Verlusten schützen.

Mit der Wahrscheinlichkeit und dem Ausmass möglicher Verluste nähert man sich dem für den Anleger relevanten Risikobegriff schon eher an, obschon auch diese Grössen zum Voraus nicht berechenbar sind. Dass dabei eine ausgeprägte Verlustaversion hinzukommt, war schon dem Philosophen Seneca vor rund 2000 Jahren bekannt, wenn er zu bedenken gibt: „ein wie viel geringerer Schmerz es ist, nichts zu besitzen als es zu verlieren, und wir werden einsehen, dass Armut umso weniger Anlass zu Qualen mit sich bringt, je weniger Verluste sie verursacht“ (zitiert nach Marcel M. Dorfer, Die Stoa, Igv 2011, S. 98).

„Theorieinduzierte Blindheit“ (Kahneman)

In der Entscheidungstheorie à la Bernoulli, Neumann/Morgenstern etc. wurde diesem Aspekt keine Beachtung geschenkt. In der klassischen „Finance“, die darauf aufbaut, auch nicht. „Diese Theorie weist gravierende Mängel auf, weil sie die Tatsache ignoriert, dass der Nutzen von der Vorgeschichte des Vermögens einer Person abhängig ist, nicht nur von ihrem gegenwärtigen

Vermögensstand.“ ... „Es ist ein bemerkenswertes Beispiel für theorieinduzierte Blindheit, dass dieser offenkundige Fehler in Bernoullis Theorie 250 Jahre lang von der Wissenschaft unbemerkt blieb.“ (Daniel Kahneman: „Schnelles Denken, langsames Denken“, Siedler 2011, S. 341 und 350).

Die klassische „Finance“ mag sich noch so lange darüber auslassen, dass die Verlustaversion à la Kahneman nicht rational ist (obschon dies eine Nutzentheorie an sich gar nie sein kann: „de gustibus non est disputandum“). Trotzdem vermag sie beispielsweise die markante, historisch feststellbare langfristige Mehrperformance der Aktien gegenüber den Obligationen im Gegensatz zum Neumann/Morgenstern-Standardmodell zu erklären („Equity Premium Puzzle or Paradox“). Es gab offensichtlich zu wenig „Arbitragekapital“, das die Aktienkurse auf ein Niveau anhebte, welches die nachträgliche Überperformance der Aktien auf ein „rationaleres“ Mass reduziert hätte. „Rationale Arbitrage“ braucht nicht nur Kapital, sondern auch Mut und Durchstehvermögen, weil in einer unsicheren Welt eine solche Strategie immer auch ein beträchtliches Basisrisiko beinhaltet und – wie schon Keynes festgestellt hat – Märkte überaus lange „irrational“ bleiben können.

Hinzu kommt, dass die meisten sogenannt langfristig orientierten Investoren an einer möglicherweise noch grösseren Verlustaversion leiden als die privaten Anleger. Daran ist nicht nur (aber auch!) der Regulator Schuld, der mit seiner jährlichen Deckungsgradmanie den Pensionskassen einen viel zu kurzen Anlagehorizont aufdrängt. Damit werden „Hedging“- und „low volatility“-Strategien gefördert, die zwar die kurzfristigen (ökonomisch absolut irrelevanten) Deckungsgradrisiken reduzieren, dafür aber die langfristigen Finanzierungsrisiken erhöhen.

Für die antizyklischen und wahrhaft langfristigen Investoren, die ihre Verlustaversion überwinden können, werden sich vor diesem Hintergrund wohl auch in der Zukunft überdurchschnittliche Renditemöglichkeiten an den Aktienmärkten bieten. Um dieselben zu realisieren, braucht der Anleger weder einen Vermögensverwalter, noch einen Anlageberater. Im Gegenteil: oft sind dieselben ebenfalls verlustavers. Wenn sie darüber hinaus noch an den Transaktionen (mit)verdienen, kann ihr Einfluss äusserst negativ sein (weil sie bei Rückschlägen Aktienverkäufe besser „verkaufen“ können als -käufe).

Ein Risikoportefeuille zu erstellen, ist an sich einfach – es durchzuziehen und bei Kurseinbrüchen weiter auszubauen ist hingegen vor allem emotional nicht so einfach. Da kann ein retrozessions- und (für seine eigenen Belange) verlustangstfreier Berater wertvolle Hilfe leisten.

Dr. Chr. Zenger
Geschäftsleitungsmitglied
Covasys Wyttenbach & Zenger
Zug, 31. Mai 2015