

Mit einem kleinen Stoßseufzer werden Sie, liebe Leserin, lieber Leser, dieser kleinen Geschichte folgen und sich vielleicht dabei denken: Marias Zuversicht freut natürlich – aber wird die *erwachsene* Maria wirklich weiter sein und wissen, was gerecht ist?

Lassen Sie uns an Marias statt auf eine kleine Lernreise gehen. Warum ist eine gerechte Aufteilung so schwierig? Maria gibt ihrer Mutter das Geld zur Aufbewahrung. Das Problem der gerechten Aufteilung des Geldes unter Marias Freunden hat sich nun für die Mutter verwandelt in das Problem der *richtigen* Aufteilung der 100 € in die verschiedenen Sparformen. Und auch hier ergibt sich ein Verteilungsproblem: Marias Mutter weiß nicht, wie sich die Wahrscheinlichkeiten der Anlageerträge der verschiedenen Sparformen verteilen. Wie die Möglichkeiten stehen, Maria, wenn sie groß ist, mehr oder weniger als die 100 € zurückgeben zu können. Damit Maria dann ihr ursprüngliches Verteilungsproblem wieder lösen kann.

Dass wir es bei jeder Verteilung – sei es eine Verteilung unter Freunden, sei es eine Wahrscheinlichkeitsverteilung oder sei es irgendeine andere Art der Verteilung – mit einem grundlegenden Dilemma zu tun haben, das uns vor unabwägbare Alternativen stellt, davon handelt dieses Essay.

Es gibt verschiedene Betrachtungsweisen, ein Dilemma zu beschreiben. Die meisten Ansätze beginnen mit der Beschreibung eines Zielkonflikts, dessen Existenz uns unmittelbar einleuchtet. Hier aber wollen wir einen etwas anderen Weg gehen. Einen Weg, den uns die moderne Physik für die sonderbare Welt der allerkleinsten Teilchen aufgezeigt hat. Tauchen Sie mit uns in die Welt der Quantenphänomene ein, um dieses Dilemma zu ergründen.

Erstaunlicherweise treten Quantenphänomene auch in unserem Alltag auf. Ja, wir stolpern sogar bei jedem kleinen Ereignis über sie, ohne uns darüber bewusst zu sein. Wir möchten versuchen, Sie mit dieser Welt etwas vertraut zu machen.

Keine Angst, Sie brauchen überhaupt keine studierte Physikerin zu sein, um sie zu verstehen, nur etwas Offenheit für ein anderes, ungewohntes Denken.

2.1 Risiko und Ertrag sind komplementär

Lassen Sie uns den Grundgedanken dieses Essays vorstellen und etwas ausbreiten: Risiko und Ertrag sind komplementär. Risiko und Ertrag sind Begriffe aus der Welt der Anleger. Fragen Sie eine Anlageberaterin, nennen wir sie Alice, und sie wird versuchen, es Ihnen zu erklären: „Wenn eine Anlegerin zu mir kommt, ist es wichtig, dass ich ihr diese beiden Grundbegriffe erkläre. Die meisten Kunden haben klare Vorstellungen davon, wie viel Rendite – oder eben Ertrag – sie mit ihrem Ersparten verdienen wollen: 5 % pro Jahr zum Beispiel. Aber sie machen sich kaum Gedanken darüber, welche Risiken sie eingehen müssen, um ein solches Ertragsziel zu realisieren. Ich muss dann zuerst klarstellen: Risiko und Ertrag stehen in einem sehr engen Zusammenhang. Wer mehr Ertrag möchte, muss auch mehr Risiko eingehen können. Aber welches Risiko zum gewünschten Ertrag führt, ist vorerst völlig unklar. Und um ein gemeinsames Verständnis von Risiko zu gewinnen, muss ich mit der Kundin zuerst klären: Welche Anlage soll als risikolos gelten? Die meisten Kunden sehen Schatzanleihen bei dem Staat, bei welchem sie ihre Steuern bezahlen, als risikolos an. Für manche Kunden sind sogar Staatsanleihen mit hohen Risiken behaftet. Mit solchen Kunden muss ich dann einen anderen risikolosen Anker – wie zum Beispiel Bargeld – vereinbaren. Ist dieser Anker vereinbart (also zum Beispiel deutsche Staatsanleihen), kann ich zusammen mit der Kundin versuchen herauszufinden, was Risiko bedeutet. Sie kann ihr Geld ohne Risiko auf ein Jahr mit 1 % Ertrag bei der Bundesrepublik anlegen. Will sie mehr als 1 %, dann muss sie ein gewisses, nicht genau kalkulierbares Risiko eingehen. Will sie zum Beispiel 2 %, dann muss sie schon eine riskantere Anlagestrategie fahren. Schaut sie nach einem Jahr, kann ihr Vermögen auch um 3 % angestiegen sein oder, wenn das Risiko sich negativ auswirkt, überhaupt nicht oder gar leicht geschrumpft sein. Ein Risiko ist da, lässt sich aber nie genau kalkulieren.“

Sie wenden vielleicht ein: „Liebe Alice, was Sie hier erzählen, trifft vielleicht bei Kleinkunden zu. Aber für große Kunden, für die mit ganz viel Geld, gilt doch das nicht? Diese können schließlich viel mehr Ertrag erzielen auch ohne mehr Risiken einzugehen. Oder zumindest können diese das Mehrisiko ganz genau kalkulieren?“

Alice darauf: „Es kam einmal eine Neukundin mit wirklich sehr viel Geld und sehr hohen Ansprüchen zu mir.“

„Das wird jetzt spannend! Wie viel Geld hatte diese Kundin denn?“

„Sie hatte sehr viel Geld. Genug, um sich viele Schlösser bauen zu können, wenn sie es denn gewollt hätte.“

„Und was waren dies für Ansprüche, welche diese superreiche Kundin hatte?“

„Sie wollte mehr als 10 % Ertrag im Jahr erwirtschaften, dafür aber nicht mehr als 10 % Schwankungsrisiko im Jahr eingehen.“

„Jetzt haben Sie mich kalt erwischt: Was verstehen Sie unter Schwankungsrisiko?“

„Entschuldigen Sie! Natürlich hätte ich das vorher erklären sollen: Schwankungsrisiko ist ein statistisches Maß. Am besten stellen Sie sich vor, die Kundin führt eine Buchhaltung über ihre jährlichen Erträge, welche einmal höher und einmal tiefer ausfallen. Das Schwankungsrisiko ist dann die durchschnittliche Schwankungsbreite dieser Erträge.“

„Ach so, jetzt verstehe ich! Aber was haben Sie mit Ihrer anspruchsvollen Kundin gemacht? Ich stelle mir die Mindestens-10 %-Rendite-bei-maximal-10 %-Risiko als enorm sportliche Herausforderung vor!“

„Sie sagen es, das war eine große Herausforderung. Aber wir hatten es versucht. Nach fünf Jahren stellte sich heraus, dass wir zwar das Schwankungsrisiko ziemlich genau unter 10 % halten konnten. Aber das Ertragsziel von 10 % jährlich war viel zu ambitiös. Und dies, obwohl wir mit den weltweit besten Anlageexperten zusammengearbeitet hatten.“

„Sie konnten für Ihre Kundin das Risiko kontrollieren aber nicht den Ertrag?“

„Ganz genau, dies war für mich eine Lehre. Ich stellte die Kundin vor die Alternative: Entweder wir streben einen durchschnittlichen Ertrag an – eben zum Beispiel 10 % pro Jahr –, dann müssen wir aber frei sein, wie viel Risiko wir jedes Jahr neu dafür eingehen wollen. Oder wir peilen ein vorgegebenes Risiko an – zum Beispiel eine Schwankungsbreite von 10 % – dann leben wir mit dem Ertragsergebnis, welches daraus zu erzielen ist. Beide Ziele gleichzeitig steuern wir nicht mehr an!“

„Das hat diese anspruchsvolle Kundin akzeptiert?“

„Aufgrund der gemachten Erfahrungen war sie schnell bereit dazu.“

„Wofür hat sie sich entschieden?“

„Sie hat sich entschieden, ein vorgegebenes Risikoziel (10 % Schwankungsbreite) einzuhalten und sie ist seither vollauf zufrieden mit unserem Mandat.“

„Irgendwie seltsam, dass sich Risiko und Ertrag nicht beide gleichzeitig vorgeben lassen“, entgegnete Sie, „es braucht doch beides, um ein Anlageergebnis zu erzielen?“

„Ganz genau, für ein Anlageergebnis braucht es beides: ein eingegangenes Risiko und ein erzielter Ertrag. Aber – mit Ausnahme unserer risikofreien

Anlage – lässt sich nicht beides von vornherein festlegen. Entweder ich peile einen vorgegebenen Ertrag an, dann muss ich mir jedes Jahr, vielleicht sogar jeden Tag, wieder neu überdenken, welches Risiko ich dafür eingehen will. Das Risiko ist dann unbestimmt. Oder ich halte mich innerhalb vorgegebener Risikobandbreiten, dann muss ich mich am Ende mit dem daraus maximal zu erzielenden Ertrag zufrieden geben: Der Ertrag wird unbestimmt.“

2.2 Messen von komplementären Größen

Situationen, wie sie dieser fiktive Dialog mit der Anlageberaterin Alice schildert, kommen in unserem Alltag öfter vor als wir denken. Sehr oft lassen sich zwei Dinge, die zusammen ein Ganzes ergeben, nicht gleichzeitig exakt bestimmen.

Dass die gerade geschilderte Situation überhaupt nichts Außergewöhnliches an sich hat, soll noch ein anderes Beispiel aus der Wirtschaft zeigen: Eine Fischerin überlegt sich, ihren Fang am Markt zu verkaufen. Sie kann entweder den Preis festsetzen, dann weiß sie nicht, auf wie viel Fisch sie sitzen bleibt. Oder sie kann darauf bestehen, den ganzen Fang zu verkaufen, dann weiß sie nicht, welchen Preis sie dafür erzielen wird. Auch hier: Zwei Größen – Preis und Menge –, welche zusammen ein Ganzes ergeben – einen Tausch von Waren gegen Geld – können im Voraus nicht gleichzeitig exakt bestimmt sein.

Solche Unsicherheitsbeziehungen, wie wir sie zwischen Risiko und Ertrag oder zwischen Preis und Menge sehen, kennt auch die moderne Physik. Physiker untersuchen oft sogenannte komplementäre Messgrößen, wie Ort und Impuls eines Teilchens, und stellen ebenfalls fest, dass diese sich nicht gleichzeitig genau bestimmen lassen.

Auch wenn Sie keine Expertin in der Physik sind und sich vielleicht nie dafür interessiert haben, lohnt sich ein kurzer Blick auf Erkenntnisse dieser Disziplin. Wenn wir diese Erkenntnisse auf den Finanzmarkt übertragen, können wir die Unsicherheiten, mit welchen wir als Anleger stets konfrontiert sind, besser verstehen. Wenden wir uns deshalb kurz den physikalischen Grundlagen zu, um von dort aus mit geschärftem Blick zu unserer Situation als Anleger zurückzukehren.

In der modernen Quantenphysik hat man es oft mit komplementären Messgrößen zu tun. Stellen Sie sich dazu ein kleines physikalisches Teilchen in Bewegung vor. Um eine Wirkung zu erzielen, durchläuft es einen Weg getragen von einem Impuls. Komplementär heißt hier erst einmal: Die Aktion, die Wirkung des Teilchens, kann gesehen werden als der Weg, den es gegangen ist, zusammen mit dem Impuls, von welchem es getragen wurde. Die *komplementären* Größen Weg und Impuls *kompletieren* in diesem Sinne die Aktion, die Wirkung des Teilchens. Dies ist eigentlich fast selbst erklärend und weiter nicht überraschend.

Überraschend wird der Begriff *komplementär* erst, wenn wir die Erkenntnis von Werner Heisenberg ins Spiel bringen, einem der berühmtesten Physiker des 20. Jahrhunderts. Heisenberg sagt nämlich, dass wir komplementäre Größen nicht gleichzeitig genau messen können. Wollen wir den Weg einer Aktion genau messen, wird der Impuls ganz unscharf. Und umgekehrt: Wollen wir den Impuls der Aktion eines solch kleinen Teilchens genau messen, wissen wir nichts Genaues mehr über seinen Weg. Wollen wir beides messen, Weg und Impuls, so bleibt für beide Größen eine gewisse Unschärfe bestehen. Wir wissen dann nur ungefähr, welchen Weg das Teilchen in Aktion geht, und auch nur ungefähr, welcher Impuls es bewegt. Es gibt sogar eine Formel, welche dieses notwendige Maß der Unsicherheit exakt eingrenzt: die heisenbergsche Unschärferelation.

$$\Delta x \times \Delta p \geq h$$

Die Unsicherheit über den Weg (Δx) und den Impuls (Δp) einer Aktion lässt sich nicht eliminieren wegen eben dieser Unschärferelation.

Dann würde Heisenberg weiter ausführen: Wir wissen genau, warum diese Unschärfe auftritt. Physikalische Teilchen können Aktionen nur in ganzen Quanten ausführen, d. h. in Paketen von kleinen Aktionssprüngen. Es gibt ein minimales Aktionsquantum h (die Planckkonstante), welches nicht weiter aufgeteilt werden kann. Diese Sprünge erzeugen die Lücken in der Beobachtung, welche für die Unsicherheit in den gemessenen physikalischen Größen verantwortlich sind.

Ergo: Unsicherheit ist ein elementarer Bestandteil bei der Messung komplementärer Größen.

So sieht also die moderne Physik komplementäre Größen. Aber kommen wir zurück zum Geldanlegen und zu unserem fiktiven Dialog mit der Expertin Alice. Alice kommt zusammen mit ihrer Kundin zum Schluss, dass beim Geldanlegen ein ähnliches Phänomen wie in der Quantenphysik zu beobachten ist. Risiko und Ertrag sind die Bestandteile, welche notwendig sind, um ein Anlageergebnis zu erzielen. Aber irgendwie scheint uns die Sache mit dem Geldanlegen herauszufordern, uns vor ein Dilemma zu stellen. Nie können wir – auch nicht zusammen mit den besten Experten – beide Größen gleichzeitig exakt ansteuern.

Wollen wir ein ganz bestimmtes Risiko ansteuern, dann sind wir ganz unsicher darüber, welchen Ertrag wir damit erzielen können. Wollen wir hingegen sicherer sein über den zu erzielenden Ertrag, desto unsicherer werden wir über das Risiko, welches wir dafür eingehen müssen. Sicherheit über Risiko und Ertrag scheinen sich auszuschließen.

Aber wie kann es beim Geldanlegen zu einem solch erstaunlichen Quantenphänomen kommen?

Wie wir sehen werden, benutzen wir bei der Auswertung unserer Anlageergebnisse ganz natürlicherweise eine Unsicherheitsrelation in der Risiko- und Ertragsbeurteilung, was uns immer wieder neu vor ein Dilemma stellt. Dieses Dilemma können wir nicht auflösen. Aber als Anleger können wir lernen, fruchtbringend damit umzugehen.

- ▶ Zwei Dinge, die zusammen ein Ganzes ergeben, lassen sich meist nicht gleichzeitig exakt bestimmen. Schon Werner Heisenberg (Physiker im 20. Jahrhundert) sagt nämlich mit seiner heisenbergschen Unschärferelation, dass wir komplementäre Größen nicht gleichzeitig genau messen können. Dies ist nicht nur in der Physik so, auch bei Finanzentscheidungen schließen sich Sicherheit über Risiko und Ertrag aus.

2.3 Anlagestrategie mit komplementären Bausteinen

Stellen Sie sich eine typische Anlegerin vor. Nennen wir sie Beatrix. Beatrix könnte die Mutter von Maria sein. (Maria hat ihre Mutter gebeten, ihr Erspartes aufzuheben, bis sie erwachsen ist – und weiß, wie sie es gerecht teilen kann.) Beatrix ist eine Kundin unserer Anlageberaterin Alice. Sie hat sich mit Alice auf ein Anlageziel und eine dazugehörige Anlagestrategie für ihr eigenes Vermögen und auch für das Ersparte ihrer Tochter geeinigt. Sie will längerfristig 5 % Rendite im Jahr erwirtschaften. Die Anlagestrategie sieht vor, dass Alice und Beatrix sich jährlich treffen, um etwaige Anpassungen in der Aufteilung der Anlagen vorzunehmen. Alice und Beatrix haben sich darauf geeinigt, sich an folgende Regel zu halten: Unter dem Jahr wird das Portfolio nicht verändert. Am Ende des Jahres wird der Anlageertrag evaluiert. Das Portfolio bleibt auch fürs nächste Jahr unverändert, falls sich die letzte Jahresrendite in einem Band von +5/–5 % bewegt hat. Wir schreiben

$$\Delta\text{Rendite} = 10 \%$$

Liegt die Jahresrendite außerhalb dieses Bandes von 0 bis 10 %, dann ändert Beatrix mit Alice die Portfoliozusammensetzung im Bestreben, im nächsten Jahr mit der Anlagerendite wieder in das erwünschte Band hineinzulaufen.

2.4 Das Dilemma in der Beratungsbeziehung

Nach dem ersten Jahr ist Beatrix schon ganz gespannt auf ihr erstes Jahresgespräch mit Alice. Sie fragt sich: Wie wird es wohl ausgehen?

Beatrix beginnt zu sinnieren: Der Anlageerfolg dieses Jahres ist mir wichtig, aber eigentlich nicht nur dieser. Ich Sorge mich auch um alle künftigen Jahre. Wie oft wohl werden die Jahresergebnisse, die ich mit Alice erzielen werde, auf das vereinbarte Zielband treffen? Wie hoch wird meine Erfolgsstatistik auf dem Zielband sein? Beatrix muss bei der Vorstellung lächeln, sie selbst sei eine graue Statistikerin, welche peinlich genau die Häufigkeit der Anlageergebnisse auf dem Zielband misst. In ein paar Jahren, denkt Beatrix wieder mit ernsterer Miene, sollten die allermeisten Jahresergebnisse zwischen 0 und 10 % zu liegen kommen. Das sollte doch möglich sein. Alice war letztes Jahr diesbezüglich ja sehr zuversichtlich. Aber wie sieht die Situation heute aus? Nach nur einem Jahr?

Diese Frage zaubert erneut ein Lächeln auf Beatrix' Gesicht, da sie wieder an die graue Statistikerin denken muss: In einem erfolgreichen Anlagejahr häufen sich die Anlageergebnisse auf dem Zielband folgendermaßen – wenn man überhaupt von häufen reden kann, es gibt nach dem ersten Jahr ja nur ein Ergebnis:

$$\text{Häufigkeit} = \frac{\text{ein Ergebnis}}{10 \%}$$

Fällt das Anlageergebnis in dieses Zielband, so wird das Gespräch leicht, denkt Beatrix. Sie wird zufrieden sein und erwartet dann, dass Alice nur kleine Anpassungen am Portfolio vorschlägt, von welchen Beatrix jetzt schon weiß, dass sie damit einverstanden sein wird.

Was ist aber, wenn das Anlageziel dieses Jahr nicht erreicht wird? Wenn ich feststellen muss, dass das Anlageergebnis außerhalb des Zielbandes von 0 und 10 % zu liegen kommt?

Falls es mehr als 10 % sein würde, beginnt Beatrix zu träumen, damit könnte ich noch leben. Klar, sicher muss ich Alice fragen, ob wir nicht zu viel Risiko eingegangen sind und einfach Glück gehabt haben. Ob wir nicht zu spekulativ waren und jetzt die Gelegenheit wahrnehmen müssen, das Portfolio konservativer auszurichten. Mehr als eine kleine Ermahnung, in Zukunft nicht mehr so spekulativ vorzugehen, wird Beatrix aber Alice nicht zumuten. Die Strategie war ja sehr erfolgreich.

Was aber ist, wenn das Anlageergebnis negativ ausfällt?, auf Beatrix' Stirn bilden sich Runzeln, dann muss auf jeden Fall etwas geschehen! Entweder Alice erklärt mir, warum das passieren konnte und zeigt mir glaubhaft auf, wie wir da wieder rauskommen oder ich muss mir wohl oder übel eine andere Anlageberaterin suchen!

Für Beatrix steht fest: Hier muss ich resolut durchgreifen. Sonst gelten für Alice im Umgang mit meinem Geld ja überhaupt keine Regeln mehr!

Nach einer Weile schleichen sich Zweifel in ihre Gedanken: Wer sagt mir im Voraus, dass ich mit einer anderen Anlageberaterin besser fahre?

Beatrix versucht, diese Frage zu verdrängen. Sie stellt sich die Situation, in der das Ziel nicht erreicht wird, nochmals ganz nüchtern und sachlich vor. Sie lächelt jetzt nicht mehr bei der eigenen Vorstellung als Statistikerin. Zufrieden mit dem Anlageergebnis kann Beatrix ja in beiden Fällen nicht sein: Nicht wenn es zu hoch ist und auch nicht, wenn es zu niedrig ist. Denn das gesteckte Ziel wurde in beiden Fällen verfehlt. Anders ausgedrückt: Die Häufigkeit des Ergebnisses auf dem Zielband ist gleich Null:

$$\text{Häufigkeit} = 0$$

Beatrix erinnert sich an den erfolgreichen Fall. Dort war die Häufigkeit auf dem Zielband:

$$\text{Häufigkeit} = \frac{1 \text{ Ergebnis}}{10 \%} = \frac{1 \text{ Ergebnis}}{\Delta \text{Rendite}}$$

Vergleicht sie nun Erfolg und Misserfolg, so ergibt sich folgende Spanne der Häufigkeit auf dem Zielband:

$$\Delta \text{Häufigkeit} = \frac{1 \text{ Ergebnis}}{\Delta \text{Rendite}} - 0 = \frac{1 \text{ Ergebnis}}{\Delta \text{Rendite}}$$

Oder anders geschrieben:

$$\Delta \text{Rendite} \cdot \Delta \text{Häufigkeit} = 1 \text{ Ergebnis}$$

Dies ist das Grunddilemma, welchem Beatrix bei ihrer Jahresauswertung ausgesetzt ist: Die Unsicherheit über die Rendite bei Erfolg der Anlagestrategie mal die Unsicherheit über den Erfolg der Anlagestrategie (ausgedrückt in der Unsicherheit der Häufigkeit der Anlageergebnisse auf dem Zielband) ist gleich der Einheit eines einzelnen Anlageergebnisses (vgl. Abb. 2.1). (Anlageergebnisse sind immer unzerlegbare, irreduzible Einheiten. Es gibt keine halben oder ein viertel Ergebnisse.)

Beatrix versucht, sich dieses sonderbare Dilemma nochmals zu verinnerlichen. Es ist verflucht, denkt sie, mache ich enge Ertragsvorgaben, so möchte ich Sicherheit im Ertrag. Aber dann ist die Unsicherheit über die Häufigkeit des Erfolgs hoch. Also habe ich Unsicherheit über das Risiko. Und mache ich auf der anderen Seite sehr breite Ertragsvorgaben, dann habe ich hohe Unsicherheit im Ertrag. Dafür bekomme ich eine Sicherheit in der Häufigkeit. Also doch auch Sicherheit

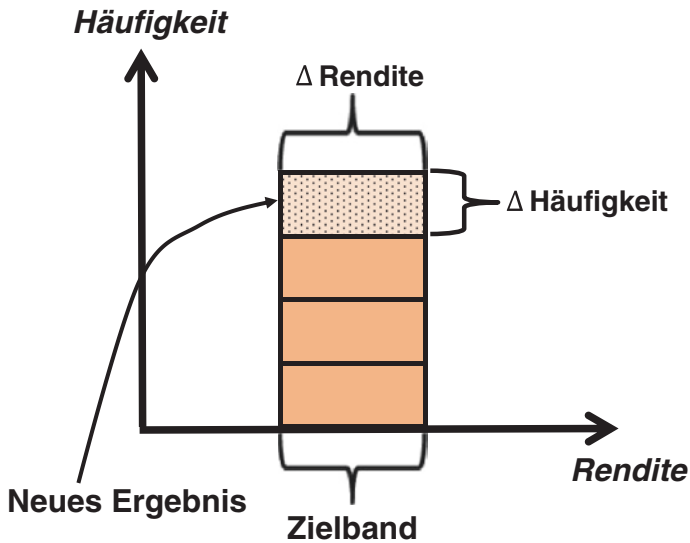


Abb. 2.1 Die Zusammensetzung des einzelnen Anlageereignisses

im Risiko. Kurz: Will ich Sicherheit im Ertrag, bekomme ich Unsicherheit im Risiko. Bekomme ich Sicherheit im Risiko, muss ich mit Unsicherheit im Ertrag rechnen. Wie ich's auch drehe und wende, einen großen Nachteil muss ich immer in Kauf nehmen. Hat mich Alice über diesen Umstand auch genügend informiert? Hätte ich dann nicht eher ein anderes Anlageziel gewählt? Und überhaupt: Wie bin ich zu meinem Anlageziel gekommen? Kenne ich meine Erwartungen gut genug?

Während Beatrix noch sinniert, bereitet sich auch Alice, ihre Anlageberaterin, auf das Jahresgespräch vor. Alice stellt fest, dass das Anlageergebnis dieses Jahr negativ ist. Sie denkt sich: Beatrix erwartet 5 %. Sie sollte aber wissen, dass gewisse Schwankungen auftreten können. Alice schaut im Beratungsvertrag nach und sieht dort, dass Beatrix Schwankungen zwischen 0 und 10 % Rendite erwartet. Ist das Anlageergebnis außerhalb, sollte das Portfolio überprüft und angepasst werden. Nun sind wir im negativen Bereich, also außerhalb dieses Bandes. Alice denkt: Um das langfristige Ziel von 5 % im Schnitt zu erreichen, müssten wir jetzt das Risiko erhöhen, also Anlagen mit geringerem Risiko verkaufen und solche mit höherem Risiko dazukaufen. Die Anlagen mit höherem Risiko sind aber jene, welche am stärksten gefallen sind dieses Jahr. Hat Beatrix nicht Angst, diese könnten noch weiter fallen? Wird sie bereit sein, diese jetzt dazuzukaufen? Alice schaut noch einmal in der Vereinbarung nach, welche sie voriges Jahr mit Beatrix getroffen hat. Darin steht, dass die Kundin dazu bereit wäre. Also kein Problem!

Trotzdem, Alice hat ein *mulmiges Gefühl* vor der Jahresbesprechung mit Beatrix. Wird sie sich an diese Vereinbarung halten? Oder wird sie ihr gar das Mandat entziehen?

Alice versucht zur Vorbereitung auf das Gespräch mit Beatrix in Gedanken die Möglichkeiten aufzuzeigen, wie sie gemeinsam mit dem Mandat umgehen könnten. Kann Beatrix damit leben, dass das Ziel dieses Jahr unterschritten wurde, dann wird Alice ihr einfach das aggressivere Portfolio für nächstes Jahr vorschlagen, was sie dann auch hoffentlich bereit sein wird umzusetzen. Ist aber Beatrix unzufrieden, weil das Anlageergebnis unter dem Zielband liegt, und nicht bereit, nun höhere Risiken einzugehen, dann gäbe es eine andere Möglichkeit. Sie könnten das Anlageziel ändern und das Mandat anpassen. Das Zielband könnte verbreitert werden zum Beispiel auf das Band zwischen -5 und 15 %. Am nächsten Jahresende wäre dann die Unsicherheit bei Erfolg der Anlagestrategie

$$\Delta\text{Rendite} = 20 \%$$

Diese größere Erfolgsunsicherheit würde dann durch eine geringere Spanne der möglichen Häufigkeit auf dem Zielband kompensiert. Die Unsicherheit in der Häufigkeit auf dem Zielband wäre von

$$\Delta\text{Häufigkeit} = \frac{1 \text{ Ergebnis}}{10 \%}$$

auf neu

$$\Delta\text{Häufigkeit} = \frac{1 \text{ Ergebnis}}{20 \%}$$

gesunken.

Alice sucht in Gedanken Formulierungen, wie sie Beatrix diesen Umstand noch klarer erläutern kann: Sehen Sie Beatrix. Wenn wir eine höhere Unsicherheit in der Rendite zulassen, gewinnen wir eine geringere Unsicherheit in der Häufigkeit der Anlageergebnisse, die wir Jahr für Jahr auf unserem Zielband beobachten und dann besprechen. Aus diesen Häufigkeiten werden wir über die Jahre eine Buchhaltung machen können, sodass wir eine Verteilung der Jahreserträge bekommen.

In Gedanken stellt Alice sich vor, wie sie Beatrix die Verteilung der Erträge ihrer jährlichen Anlageergebnisse auf einem Blatt Papier veranschaulicht (vgl. Tab. 2.1).

Wir können dann erfolgreiche Jahre von nicht erfolgreichen Jahren unterscheiden. Je genauer wir diese Verteilung kennen, desto geringer ist die Unsicherheit über das eingegangene Risiko. Wollen wir das Risiko, das wir eingehen, sehr genau

Tab. 2.1 Verteilung der Erträge von jährlichen Anlageergebnissen

Jahr	Jahresertrag (%)
2003	12,4
2004	4,1
2005	5,2
2006	5,1
2007	3,8
2008	-9,7
2009	9,7
2010	1,2
2011	-4,3
2012	7,5

kennen, so müssen wir die Unsicherheit über die Verteilung der Jahreserträge – und mit dieser auch die Unsicherheit über die Häufigkeiten möglichst klein halten.

Alice stellt sich vor, dass sie dazu zwei verschiedene Verteilungen auf ein Blatt Papier malt und Beatrix auf den Unterschied aufmerksam macht (vgl. Abb. 2.2 und 2.3).

Diese Unsicherheit ist dann klein, wenn das Zielband sehr breit ist. Auch dazu stellt sich Alice eine kleine Zeichnung vor, die sie Beatrix zeigen will. Ändern wir also unsere Vereinbarung, und verdoppeln die Breite des Zielbandes auf -5 bis 15 %, dann halbiert sich für das nächste Anlagejahr die Unsicherheit über die Häufigkeit auf dem Zielband. Die Unsicherheit über unser Risiko wird also kleiner. In diesem Sinne ist in *jedem neuen Anlagejahr die Unsicherheit über den Ertrag mal die Unsicherheit über das eingegangene Risiko konstant*.

$$\Delta \text{Rendite} \cdot \Delta \text{Risiko} = 1 \text{ Ergebnis}$$

Alice hofft, diesen Umstand Beatrix im Gespräch und mit anschaulichen Unterlagen klar machen zu können.

Noch etwas anderes aber brennt Alice unter den Nägeln. Viele Änderungen der Zielvereinbarung haben längerfristig einen negativen Einfluss auf beide Unsicherheiten. Ändert man zum Beispiel das Zielband der erfolgreichen Jahreserträge, in dem man es von 10 auf 5 % halbiert, dann bleibt diese Unsicherheit der erfolgreichen Jahreserträge nur dann immer so tief, wenn es in späteren Jahren nicht wieder erhöht wird. Was sich so banal anhört, hat enorme Konsequenzen, wenn man beide Ziel-Unsicherheiten zusammen betrachtet.

Verteilung 1:

Zielband von 0% bis 10%: $\Delta Rendite = 10\%$

7 Ergebnisse oder 70%	
2004	
2005	
2006	
2007	
2009	
2010	
2012	
Erfolgreiche Jahre Jahreserträge im Zielband	3 Ergebnisse oder 30%
	2003
	2008
	2011
	Nicht erfolgreiche Jahre Erträge außerhalb Zielband

Abb. 2.2 Verteilung 1: erfolgreiche – nicht erfolgreiche Jahre

Verteilung 2:

Zielband von -5% bis 15%: $\Delta Rendite = 20\%$

9 Ergebnisse oder 90%	
2003	
2004	
2005	
2006	
2007	
2009	
2010	
2011	
2012	
Erfolgreiche Jahre Jahreserträge im Zielband	1 Ergebnis oder 10%
	2008
	Nicht erfolgreiche Jahre Erträge außerhalb Zielband

Abb. 2.3 Verteilung 2: erfolgreiche – nicht erfolgreiche Jahre

Das Produkt beider Unsicherheiten wird umso größer, je öfter die Zielvereinbarung geändert wird. Das Gleichheitszeichen (=) wird zu einem Größer-Zeichen

(>). Beide Unsicherheiten zusammengenommen nehmen zu, je öfter die vereinbarten Ziele geändert werden:

$$\Delta\text{Rendite} \cdot \Delta\text{Risiko} > 1 \text{ Ergebnis}$$

Alice denkt, dass es schwierig sein könnte, Beatrix davon zu überzeugen, den Beratervertrag nicht zu ändern, gerade in den Jahren, in denen der Ertrag unter das Zielband gefallen ist. Alice denkt sich deshalb auch hier noch weitere Argumente aus, wie sie Beatrix überzeugen könnte, wohl wissend, wie schwierig dies ist.

Mit einem Stoßseufzer sagt sie sich: Das Dilemma von Risiko und Ertrag lässt sich eben nicht aushebeln.

Risiko und Ertrag sind komplementär

- ▶ Anleger stehen immer vor der Entscheidung: Will ich Sicherheit im Ertrag, und akzeptiere Unsicherheit im Risiko. Oder will ich Sicherheit im Risiko, so muss ich mit Unsicherheit im Ertrag rechnen. Wie ich's auch drehe und wende, einen Nachteil muss ich immer in Kauf nehmen.

Viele Änderungen der Zielvereinbarung haben längerfristig einen negativen Einfluss auf beide Unsicherheiten. Das Produkt beider Unsicherheiten wird umso größer, je öfter die Zielvereinbarung geändert wird. Deshalb müssen Berater und Kunde alles daran setzen eine bewusste und vertrauensvolle Beziehung aufzubauen.

2.5 Schritte einer Anlagebeziehung von A bis Z

Fassen wir zusammen, oder besser ausgedrückt, fügen wir die einzelnen Schritte, welche Beatrix und Alice gemeinsam gehen, zu einem Ganzen zusammen – zu einer vollständigen Anlagebeziehung.

Reihen wir die Schritte aneinander, die Schritte, die Beatrix und Alice zusammen gehen. Von der ersten getätigten Geldanlage (A = Anfang), zum ersten Jahresgespräch, zum zweiten, zum dritten, zum vierten und so weiter. Bis Beatrix ihr Geld wieder braucht, um es zum Beispiel Maria, die inzwischen erwachsen geworden ist, zurückzugeben (Z = Ziel). Oder bis das Mandatsverhältnis aufgelöst wird. Welches ist die Unsicherheit für die gesamte Anlagebeziehung?

Wenn Beatrix und Alice sicherstellen wollen, einen bestimmten durchschnittlichen Jahresertrag auf lange Sicht zu erzielen, welcher über dem risikolosen

Zinssatz liegt, dann wollen sie Sicherheit für den langfristigen Ertrag. Ist dieser Ertrag weit über dem risikolosen Zinssatz, dann ist die Unsicherheit über das Risiko schier unbegrenzt. Die Unsicherheit, jedes Jahr hohe Anpassungen am Portfolio vornehmen zu müssen, ist dann hoch. Fällt ein Jahr negativ aus, muss im nächsten das Risiko erhöht werden, um den Verlust wieder auszugleichen. Mit dem Risiko, übernächstes Jahr das Risiko noch weiter erhöhen zu müssen, usw.

Wollen Beatrix und Alice hingegen Sicherheit im Risiko ihres Anlageportfolios, dann müssen sie mit dem vorliebnehmen, was der Markt auf lange Sicht für dieses Risiko hergibt. Die Unsicherheit über den durchschnittlichen Jahresertrag ist dann sehr hoch.

Wollen Beatrix und Alice, wieder anders gesehen, einen Kompromiss eingehen und beide Unsicherheiten von Ertrag und Risiko zusammen limitieren, dann müssen sie bereit sein, in beiden Größen eine gewisse Unsicherheit zuzulassen. Diese doppelte Unsicherheit wird typischerweise in Form einer Bandbreite in der zu erzielenden Rendite und einer Bandbreite des dafür zulässigen Risikos in einer Vereinbarung festgehalten. Diese doppelte Unsicherheit führt aber leicht zu Interpretationsschwierigkeiten. Allzu gerne verdrängen unsere eigenen Erwartungen das Bewusstsein des Dilemmas von Risiko und Ertrag und geraten in der Folge in Konflikt mit den tatsächlichen Ergebnissen. Solche Interpretationsschwierigkeiten sollten aber möglichst selten durch Änderungen der Zielvereinbarung ausgeräumt werden. Jede Änderung der Zielvereinbarung erhöht die gemeinsame Unsicherheit von Risiko und Ertrag über die Laufzeit der gesamten Anlagebeziehung. *Denn Sicherheit über Risiko und Sicherheit über Ertrag schließen sich aus. Risiko und Ertrag sind komplementär.*

- ▶ In der Anlageberatung ist die Stabilität in der Beziehung der eigentliche Schlüssel zum gemeinsamen Erfolg.



<http://www.springer.com/978-3-658-13521-8>

Kooperative Finanzberatung

Das Dilemma zwischen Risiko und Ertrag lösen

Müller, M.; Pirovino, M.

2016, IX, 33 S. 4 Abb., Softcover

ISBN: 978-3-658-13521-8