

Risikoneigung ...n'existe pas



Von Prof. Dr. Erwin W. Heri
Professor für Finanztheorie
Universität Basel

In der «Modernen Portfoliotheorie» (inzwischen notabene auch bereits etwa 50 Jahre alt – mit der Modernität ist es also nicht mehr so weit her...) spielen Indifferenzkurven und Risikoneigungen der zu beratenden Anleger noch immer eine wichtige Rolle. Nicht selten wird auch heute noch mit irgendwelchen (mehr oder weniger psychologisch eingefärbten) Fragebögen versucht herauszufinden, was denn wohl die Risikoneigung, Risikotoleranz oder Risikofähigkeit eines Investors sein könnte. Wenn diese definiert ist, wird ein Punkt auf der (Markowitz'schen) Effizienzgrenze gesucht, der ein Portfolio definiert, welches basierend auf den verwendeten Anlagekategorien der abgeleiteten Risikoneigung des Investors entspricht. Kompliziert? Vielleicht. Aber das ist in etwa der analytische Denkansatz, wenn ein Anlagekunde heute eine Mittelallokation empfohlen bekommt, die seiner Risikoneigung oder seiner Risikotoleranz (konservativ, ausgewogen, wachstumsorientiert oder wie auch immer die spezifische Bank ihre Standard-Risikokategorien nennen mag)

entspricht. An nicht wenigen Orten versteht man dies immer noch unter «Moderner Anlageberatung».

Die Krux ist nur: Die «Risikoneigung des Investors» gibt es nicht. Ein jeder weiss es von sich selbst: Wenn riskante Anlagen gestiegen sind, ringsum alle erzählen, was sie in den letzten Jahren an den Aktienmärkten verdient haben, die Wirtschaft wunderbar läuft und die Unternehmensgewinne und Dividenden fließen, und man dann zur Risikoneigung befragt wird, sprich: dem Anteil Aktien im Portfolio ... wie lautet wohl die Antwort? Gegenbeispiel: Wieder einmal haben die Aktienmärkte ins Minus gedreht (bekanntlich tun sie das gelegentlich), allenthalben werden Wunden gelect, die Medien wissen wieder einmal genau, dass jetzt jahrelange Flaute herrschen wird, und die Katastrophen-Gurus kriechen aus ihren Löchern und behaupten, sie hätten es alles schon längst gewusst ... wie lautet wohl die Antwort zur Risikoneigung?

Kurz: Risikoneigungen sind pfadabhängig und wer seinen Anlageberatungsprozess noch immer auf dem eingangs beschriebenen Beispiel aufgebaut hat, betreibt anlagepsychologische Symptomtherapie und sollte sich nicht wundern, wenn seine Anlagekunden im Durchschnitt unzufrieden sind und die Mandate kündigen. Und der Kunde selbst sollte sich nicht wundern, wenn er laufend nur Enttäuschungen erlebt.

Der traditionelle Ansatz hat sich überlebt. Heute geht man nicht mehr mit irgendeinem Teil des Vermögens zu einer Bank, lässt die Risikoneigung abklären und sich sagen, wie man das Geld anlegen soll.

Anlage- und Vermögensberatung ist Lebensberatung. Gefragt ist eine ganzheitliche Sicht. Es ist ein wenig wie beim Arzt. Anamnese ist gefragt. Man muss alles auf den Tisch legen. Die Beratung beginnt mit der Vermögensbilanz des Individuums. Auf der linken Seite stehen die Vermögenswerte und

auf der rechten Seite sind die aktuellen und künftigen Verpflichtungen. Und die Struktur der Vermögenswerte hat zunächst nichts mit irgendwelchen imaginären Risikoneigungen zu tun, sondern ausschliesslich mit den künftigen Verpflichtungen. Wenn ich 80'000 Franken erbe und in zwei Jahren die Küche renoviert werden muss, dann sollten die 80'000 Franken besser nicht in Aktien investiert werden, auch wenn meine abgeleitete Risikoneigung noch so gross und der Banker noch so bullish ist... sonst gibt es halt in zwei Jahren vielleicht keine Küche.

Zoga – zielorientierte Geldanlage – ist das Stichwort. Jeder hat seine eigene Verpflichtungsstruktur. Je nachdem wie diese Struktur aussieht, hat man unterschiedliche Envelopes, welche die Gelder enthalten, welche die unterschiedlichen künftigen Verpflichtungen abdecken sollen. In den verschiedenen Envelopes finden sich dann unterschiedliche Mittelallokationen. Denn die Gelder zur Renovation der Küche werden anders angelegt als die Gelder, welche eine eventuelle Rentenlücke in 20 Jahren decken sollen – zielorientiert eben. Die aggregierte Mittelallokation ist dann ein mehr oder weniger zufälliges Ergebnis der Einzelallokationen und hat nichts mehr mit irgendwelchen Risikoneigungen oder Ähnlichem zu tun¹⁾.

Erst dann, wenn alle Verpflichtungen adäquat abgedeckt sind, kann man darüber nachdenken, was mit eventuell «überschüssigen» Vermögenswerten angestellt werden kann. Und vielleicht sieht dann für diese Mittel auch die Risikoneigung etwas anders aus.

1) Es versteht sich fast von selbst, dass wir zur Vertiefung dieses Denkansatzes unter www.fintool.ch entsprechendes Videomaterial zur Verfügung stellen. Ein Kurzvideo findet sich unter <https://fintool.ch/zoga-so-legt-man-geld>. Mitglieder der Fintool-Academy finden unter den Vorlesungen ein längeres Video zum Thema.