

Systematische Unterschätzung von Risiken bei Alternativen Anlagen

Von Daniel Müller *

Wenige, aber wichtige Anlagegrundsätze

Seit Mitte des letzten Jahrhunderts ist bekannt, dass simple Anlagegrundsätze, nämlich die Einhaltung eines zuvor vereinbarten Anlagehorizonts (je grösser der Aktienanteil des Portfolios desto länger die Anlagedauer und umgekehrt) und eine breite Diversifikation innerhalb der Anlagekategorien (viele Aktien und Obligationen verschiedener Unternehmungen und Schuldner) grosse finanzielle Vorteile für den Investor bedeuten. Vermeidung von Klumpenrisiken, höhere erwartete Renditen, kleinere Schwankungsrisiken und mit hoher Wahrscheinlichkeit positive Renditen bei Erreichung des Anlagehorizonts, sind bestechende Argumente.

Unterstützende Statistik und Mathematik

Dank der Stochastik können traditionelle Anlagen (Aktien, Obligationen, Immobilienanlagen und Kombinationen davon), deren stetige Renditen nahezu normal verteilt sind, quantifiziert und interpretiert werden. So dürfte es heute hinlänglich bekannt sein, dass Anlagen nicht nur positive, sondern auch negative Renditen aufweisen. Die Intensität dieser Abweichungen um deren realistischen, langfristigen Renditedurchschnitt misst man mit der Standardabweichung (oft und vereinfachend auch Volatilität genannt).

Berücksichtigung der höheren Verteilungsmomente Alternativer Anlagen

Es liegt in der Natur dieser modernen Anlagekategorie (Hedge Fonds, Private Equity, strukturierte Produkte), dass deren Renditen nicht symmetrisch um ihren Durchschnitt verteilt sind. Vielmehr zeigen die Verteilungen Schiefen auf. Als ideal kann eine positive, rechtschiefe Verteilung angesehen werden, weil die Renditen sich dadurch in Anzahl und Intensität auf der ‚richtigen‘, eben rechten Seite des Durchschnitts befinden. Umgekehrt wären linksschiefe Verteilungen zu vermeiden. Ebenso darf die Wölbung der Renditeverteilung (auch Kurtosis genannt) nicht vernachlässigt werden. Hier wäre jedoch die Vermeidung positiver Überschusskurtosis anzustreben, weil die Renditen dadurch zu so genannten Fat Tails (fetten Enden) tendieren. Das ist unerwünscht, weil negative und positive Extreme sich eliminieren und dadurch nur wenig Rendite übrig bleibt.

Unterschätzte Risiken Alternativer Anlagen

Wenn nun die Schwankungsrisiken asymmetrischer Renditeverteilungen ausschliesslich durch die eingangs erwähnte Standardabweichung gemessen werden, so werden die höheren Momente der Verteilung ausgeblendet um nicht zu sagen missachtet. Daraus folgt eine systematische Unterschätzung des Risikos Alternativer Anlagen. Dass dies ein Trugschluss ist, veranschaulicht folgende Aussage: Autofahren ist unter Alkoholeinfluss und ohne Sicherheitsgurten problemlos. Es fehlt der lebensrettende Zusatz: ... solange ein Unfall auszuschliessen ist.

Was sagt die Empirie

Wie vorgängig festgestellt, wären positive Schiefe und negative Überschusskurtosis vorzuziehen, wenn Alternative Anlagen ins Portfeuille aufgenommen werden sollen. Kürzlich wurde auch von einheimischer akademischer Seite aufgezeigt, dass die im wohl repräsentativsten Index Alternativer Anlagen vertretenen Konstituenten in allen Fällen positive, sprich zu vermeidende Überschusskurtosis und in der Mehrheit aller Fälle negative, statt positive Schiefen aufweisen. Die Folgen sind limitierte Gewinnchancen bei grossen und häufigen negativen Renditen. Von der bemerkenswert hohen Mortalitätsrate (Stichworte sind Survivorship Bias, Dead/Defunct Funds) entsprechender Anlagen war noch gar nicht die Rede.

Fazit

Wer durch Investitionen langfristig Geld verdienen will, kommt um einen hohen Kernanteil traditioneller Anlagen nicht herum. Alternative Anlagen eignen sich allenfalls als Portfoliobeimischung. Es muss nicht speziell darauf hingewiesen werden, dass unter Beimischung Portionen von 3 bis 5 Prozent der Anlagesumme zu verstehen sind. Das eigentliche Erfolgsrezept ist aber die Einhaltung eingangs zitierter Anlagegrundsätze – es sind deren wenige aber wichtige.

* Daniel Müller, eidg. dipl. Finanzplanungs-Experte CFP® und Bankfachmann, Baar

September 2006, publiziert SV April 2007