

Risiko in der Finanzwirtschaft, zum Beispiel bei der privaten Anlage

Herr Renn, vielen Dank. Mein Name ist Martin Weber, ich komme aus Mannheim, möchte über Risiko in der Finanzwirtschaft sprechen, und ich bin derjenige, der das Risiko bei der privaten Anlage mit Ihnen kurz diskutieren will. Also ich möchte mich einer ganz speziellen Sache widmen und Sie bitten, sich folgende Situation vorzustellen: Sie gehen zu Ihrem Anlageberater; einige von Ihnen sind noch in der privaten Altersversorgung aktiv, andere haben das vielleicht schon erfolgreich gemacht. Es geht darum, dass Sie sich überlegen, ob Sie in Aktien investieren sollen, in Rentenpapiere oder vielleicht so etwas Tolles wie einen Hedgefonds kaufen wollen? Und wir wollen uns Gedanken machen: „Hat die Ökonomie was dazu zu sagen? Und wenn ja, was würde die Ökonomie in diesem speziellen Fall dazu sagen?“ Schauen wir uns dieses komplexe Bild an. Das Wichtige ist diese Richtlinie über Märkte und Finanzinstrumente; wenn Sie mit Ihrem Anlageberater reden, wird diese Richtlinie der ganze rechtliche Hintergrund sein, sie heißt „MiFID“. Das ist eine neue europäische Richtlinie; alles, was Sie mit dem Anlageberater besprechen, wie dieser mit Ihnen umgeht, ist in dieser Richtlinie geregelt. Das heißt, wenn Sie dagegen klagen wollen, müssen Sie auch diese MiFID-Richtlinie kennen. Dies ist die Idee, und Sie sehen, in dieser MiFID-Richtlinie taucht das Wort „Risiko“ an ganz vielen Ecken und Enden auf. Das heißt, Juristen beschäftigen sich damit, denn es ist natürlich eine juristische Richtlinie, wir beschäftigen uns damit, weil wir den ökonomischen Inhalt eben wollen.

Wir haben hier drei potentielle Anlagemöglichkeiten (Abb. 1). Wir haben Aktien, Renten, einen Hedgefonds, und da sagt MiFID als erstes: „Man darf gar nicht in alles anlegen, sondern man hat hier beschränkte Anlagemöglichkeiten, und man muss Kenntnis und Erfahrung im Umgang damit haben, und man muss eine Risikotragfähigkeit haben.“ Die amerikanische Börsenaufsicht geht soweit, dass Sie in einen Hedgefonds nur dann investieren dürfen, wenn Sie 2,5 Millionen Dollar *cash* haben. Sonst kommen Sie gar nicht soweit, das heißt, die Risikotragfähigkeit ist von uns auszugestalten und zu definieren. Dann haben wir als nächstes beschränkte Anlagemöglichkeiten; auch hier sagt wieder die MiFID: „Es kommt darauf an, wie Leute das Risiko wahrnehmen.“ Wenn Sie eine

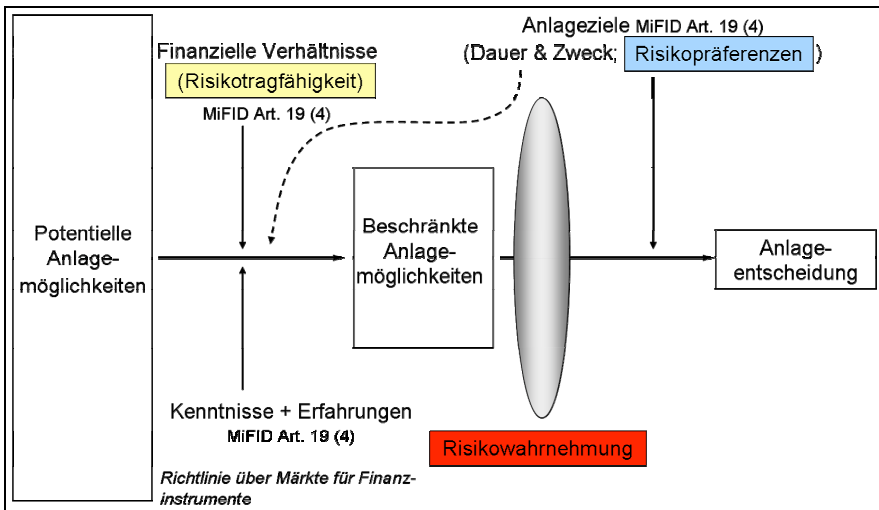


Abbildung 1

Anlage haben – nehmen wir als Hommage an den Präsidenten eine Schering-Aktie –, ist die Schering-Aktie riskant, ja oder nein? Als wie riskant nehmen Sie subjektiv die Schering-Aktie wahr (unter uns, die wird, glaube ich, gar nicht mehr gehandelt im Moment)? Diese subjektive Wahrnehmung gilt es zu bestimmen. In der Abbildung sind die entsprechenden Paragraphenabsätze angegeben.

In einem nächsten Schritt sind Ihre Anlageziele zu bestimmen und Ihre individuelle persönliche Risikopräferenz zu elizitieren. Und aus der Abwägung des wahrgenommenen Risikos und dieser Risikopräferenz, die wir natürlich mit fragetüchtigen mathematischen Modellen untermauern – darauf wird nachher noch eingegangen – kommen wir zu einer individuellen Anlageentscheidung. Die Frage ist: „Wie riskant nehme ich Schering wahr?“ und „Bin ich bereit, das Risiko einzugehen für den Ertrag, den eine Schering-Aktie hat, oder nehme ich lieber einen Bundesschatzbrief?“ Wir haben also gesehen, dass diese Konstrukte „subjektive Risikowahrnehmung“ und „Risikopräferenzen, Risikoeinstellung“ zentrale Konstrukte sind, mit denen wir uns in der Finanzwirtschaft beschäftigen und die auch in der Anlageberatung aufgenommen werden. Nun ist für uns das Spannende dabei: 1. Wie modellieren wir die Sachen? Ich will aber ein Beispiel für was anderes geben: Welcher Zusammenhang besteht zwischen dem objektiven Anlagerisiko, das definiert wird, und dieser subjektiven Risikowahrnehmung? (Abb. 2) Ich beziehe mich hier auch auf Herrn Renn, der sagt, dass sich die Psychologie damit beschäftigt; das tun wir

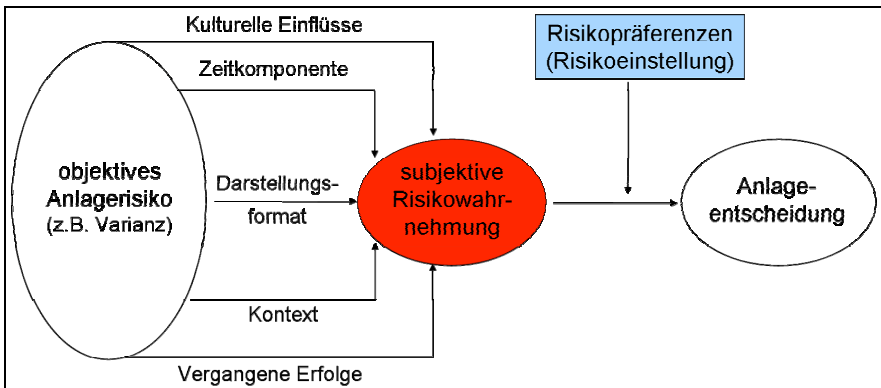
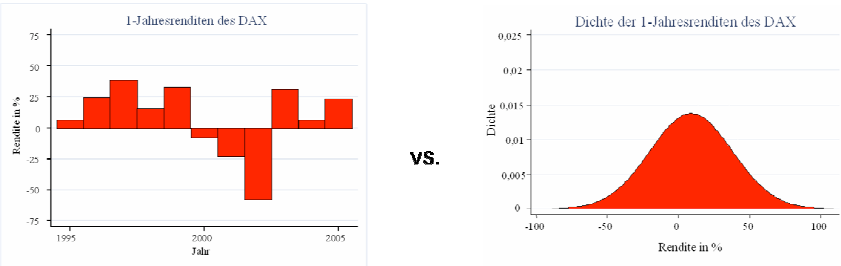


Abbildung 2

auch, und wir greifen auch deren Ergebnisse auf, weil das eben die zentrale Sache ist. Es nützt uns nichts, wenn der Anlageberater ankommt und sagt, das objektive Risiko einer BASF-Aktie ist soundso groß. Das objektive Risiko – das ist vielleicht auch eine Verbindung zu dem bauingenieurmäßigen Vortrag –, das objektive Risiko, dass die Brücke oder dass diese Decke einstürzt, ist soundso groß. Unsere subjektive Risikowahrnehmung, die durch eine ganze Reihe von Faktoren, kulturelle Einflüsse, Darstellungsformen, Kontexte, vergangene Erfolge geprägt ist, ist wichtig. Wenn wir in der Vergangenheit Erfolge beispielsweise an der Börse gehabt haben, sagen wir: „Ist ja gar nicht so riskant, haben wir alles im Griff.“ So etwas versuchen wir dann zu untersuchen, da es für die private Anlageberatung zentral ist. Auf den nächsten Punkt, diese Risikopräferenzen und mathematischen Modelle, möchte ich jetzt nicht eingehen; Herr Franke wird dazu etwas sagen, Herr Föllmer vielleicht auch.

Die Anlageentscheidung ist eben das Abwägen von Risiko und Ertrag. Um nicht nur im Konzeptionellen zu bleiben, möchte ich Ihnen ein Beispiel hierfür aus der Forschung vorführen (Abb. 3). Stellen Sie sich vor, Sie gehen zu Ihrem Anlageberater und er zeigt Ihnen diesen Verlauf der Einjahresrenditen des DAX – DAX ist der Deutsche Aktien Index – also 1995 ist er ein bisschen gestiegen, 2002 ist er dramatisch gefallen. Das heißt, das sind die Renditen in der Vergangenheit. Das rechte Diagramm stellt im Prinzip dasselbe dar, hier bestimme ich aus der Vergangenheit diese Verteilung, das heißt, diese beiden Bilder sind in unserem Denken eigentlich äquivalent. Aber es ist eine ganz andere Darstellung. Das heißt, wenn Sie zum Anlageberater gehen und er schlägt Ihnen das vor und jenes vor, müssten Sie eigentlich sagen: „Das ist ja dasselbe.“ Aber wenn man die

Risikowahrnehmung: Der Einfluss des Darstellungsformats (Weber/Siebenmorgen/Weber 2005, RA)



- Risiko wird in der rechten Variante als höher wahrgenommen
 - Wahrgenommenes Risiko ist noch höher falls Anlegern keine Information bzgl. des Titels vorliegt
 - Im linken Fall werden Volatilitäten tendenziell unterschätzt im rechten überschätzt
- Anleger sollten verschiedene Darstellungsformen gezeigt bekommen
- Produktvergleich nur möglich, falls Darstellungsformen äquivalent

Abbildung 3

Leute unter dem Gesichtspunkt der subjektiven Risikowahrnehmung fragt, wird das Risiko dieser Variante als viel höher eingeschätzt. Das heißt, es hängt bei der Anlageberatung davon ab, welches Bildchen Ihnen der Anlageberater vorlegt. Solche Prozesse untersuchen wir und das ist spannend, weil man dadurch natürlich entweder den Anleger manipulieren kann – um das böse Wort zu sagen – oder ihn, indem man mehrere Sachen vorlegt, erziehen kann. Es wird sogar noch schlimmer oder noch besser, denn wenn man auch noch sagt, das ist der DAX und das explizit hinschreibt und den Leuten die Sicherheit eines Namens gibt, sagen sie: „Ach, das ist fast überhaupt nicht riskant.“ Das heißt, wir haben wirklich Möglichkeiten, die Risikowahrnehmung, die die Grundlage der Anlageentscheidung bildet, durch Darstellungsformen aufzuzeigen. Wie können wir damit umgehen? Der Anleger sollte eben verschiedene Darstellungsformen gezeigt bekommen, und ein wahrer Vergleich ist nur möglich, wenn die Darstellungsformen äquivalent sind oder, in diesem konkreten Beispiel, man mehrere sieht.