

Risikomanagement in der Finanzplanung

von Thomas Freiberger



Thomas Freiberger, Geschäftsführer, Thomas Freiberger Vermögensverwaltung GmbH
Klaus Lehr, geschäftsführender Gesellschafter, PT Asset Management GmbH

„Wer nicht wagt, der nicht gewinnt“, lautet ein altes Sprichwort. Finanzielle Investitionen an den Kapitalmärkten tragen neben der Gewinnchance immer auch ein Verlustrisiko. Finanzplaner stehen daher regelmäßig vor der Aufgabe, die Risikofähigkeit und -toleranz ihres Kunden richtig einzuschätzen.

1. Moderne Portfoliotheorie und Risikomanagement

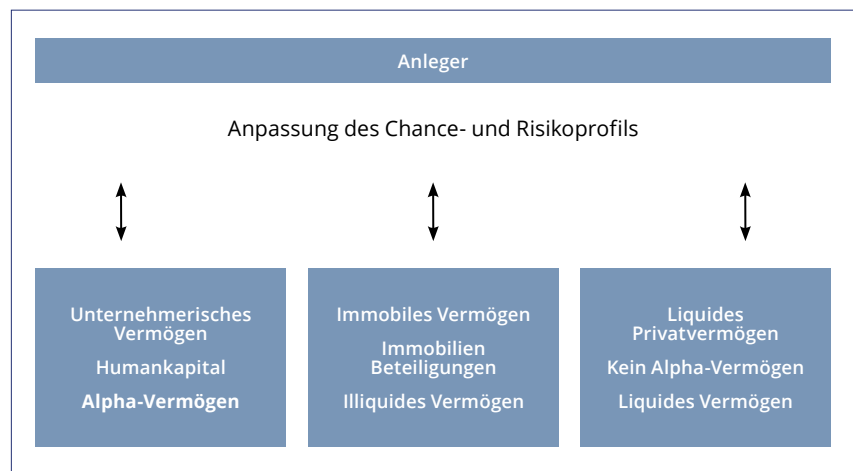
Die moderne Portfoliotheorie (MPT) beeinflusste mit ihren Erkenntnissen das Risikomanagement in der Finanzplanung. Der Nobelpreisträger Harry Markowitz verdeutlichte, dass das Risiko einer einzelnen Anlage nicht darin besteht, wie sich diese Anlage in Isolation (unsystematisches Risiko oder Varianz der einzelnen Anlage), sondern im Verhältnis zu den anderen Anlagen des gesamten Vermögens verhält (systematisches Risiko oder Kovarianz der einzelnen Anlage zum Vermögen).

Für die Praxis bedeutet dies, dass neben dem Risikomanagement einzelner Vermögensbereiche oder Anlagen das

Risikomanagement im gesamten Vermögenszusammenhang an Bedeutung gewinnt.

Das Gesamtportfolio eines vermögenden Mandanten kann sich vereinfacht aus drei Komponenten zusammensetzen:

versicherungen stehen im Mittelpunkt. Das illiquide Vermögen besteht aus Immobilien und Beteiligungen und erfüllt oft nur teilweise einen Risikoausgleich unternehmerischer Tätigkeit. Es entstehen zusätzliche Risiken aus einer hohen Konzentration auf wenige



Das unternehmerische Vermögen bezeichnen wir als das Alpha-Vermögen unserer Mandanten, da es sehr von der individuellen unternehmerischen Schaffenskraft abhängt.

Unternehmerisches Vermögen entsteht durch Bündelung (Konzentration) von individuellen (unsystematischen) Risiken und birgt ein nicht zu vernachlässigendes Klumpenrisiko aus einer Konzentration des Vermögens in ein einziges Unternehmen respektive einer Abhängigkeit von der persönlichen Leistungsfähigkeit.

Deshalb können die Renditen dieses Bereichs erheblich über denen eines Wertpapierportfolios liegen.

Ähnlich ist es beim Humankapital unserer Mandanten: Sicherheit und Stabilität der Einnahmenströme, biometrische Risiken wie Mortalität sowie Langlebigkeit und deren Absicherung durch Risikolebens- und Berufsunfähigkeits-

einzelne Risiken in Beteiligungen und Immobilien (mangelnde Diversifikation). Im Verhältnis zum unternehmerischen Vermögen wird die Liquiditätssituation nicht verbessert (Illiquidität). Zusätzlich sind diese Anlagen oft intransparent. Das liquide Vermögen aus Wertpapiervermögen stellt eine wichtige Ausgleichs- und Steuerungsfunktion für Klumpen-, Illiquiditäts- und ökonomische Risiken der illiquiden Vermögensbereiche dar. Die Anpassungsfähigkeit erfordert Liquidität der Anlagen und eine im Gesamtzusammenhang risikoadäquate Aufteilung in defensive und offensive Anlagen.

Eine Folgerung der Arbeiten Markowitz' ist, die Risikoprofile aller drei Bereiche nicht in der Isolation zu analysieren, sondern deren Zusammenwirken zum Betrachtungszeitpunkt als auch deren Veränderung im Zeitverlauf.

Vor über 100 Jahren empfahl der Unternehmer Andrew Carnegie noch, alle

Eier in einen Korb zu legen und den Korb dann zu beobachten. „Die größten Erfolge entstehen durch Vermögenskonzentration“, beschrieb der Autor Jason Zweig in einer Neufassung des Werkes „The Intelligent Investor“ von Benjamin Graham das Risikomanagement vor den Erkenntnissen der MPT. Ähnlich wie der Vater fundamentaler Aktienanalyse argumentierte die Investorlegende Peter Lynch, der darauf beharrte, das Vermögen in Anlagen zu stecken, die man besonders gut kennt. Und tatsächlich: Beinahe alle reichen US-Amerikaner können ihr Vermögen auf eine Konzentration in nur einen Unternehmensbereich zurückführen.

Allerdings blieben mit dieser Vorgehensweise nicht sehr viele Vermögen erhalten, wie folgendes Beispiel zeigt: Die Forbes-Rangliste der 400 reichsten US-Amerikaner ist seit ihrer Erstveröffentlichung 1982 durch Vermögenskonzentration geprägt.

Nur 64 der 400 ursprünglichen Mitglieder, also 16 Prozent, schafften es 2002 erneut auf die Forbes-Liste. Dabei hätte das durchschnittliche Mitglied der 1982er-Liste nur 4,5 Prozent per annum erwirtschaften müssen. Und dies in einer Zeitspanne, in der Bankeinlagen mehr als diese Rendite und der Aktienmarkt im Schnitt 13,2 Prozent erzielten. Frühzeitiges Umsteuern in die anderen Vermögenssegmente hätte den Vermögenserhalt gesichert.

2. Unsere Risikotests für das liquide Vermögen

Meist sind unternehmerische und illiquide Vermögen tatsächlich oder emotional gebunden. Veränderungen sind nur im Laufe der Zeit oder nach langer Überzeugungsarbeit möglich. Leichter kann das liquide Vermögen als freies Vermögen eine Ausgleichs- und Steuerungsfunktion der Klumpen-, Illiquiditäts- und ökonomischen Risiken für die gebundenen Vermögen im ganzheitlichen Risikomanagement übernehmen. Als Mittel zur robusten Risikoaufteilung des Wertpapierportfolios in offensive Anlagen (wie Aktien) und defensive Anlagen (wie Anleihen) empfiehlt sich ein Dreistufentest.

2.1 Der Dreistufentest

2.1.1 Das Können – Die Fähigkeit, Risiken zu tragen

Schon aufgrund gesetzlicher Vorschriften sind Berater verpflichtet, die

Risikotragfähigkeit ihrer Kunden zu ermitteln. So erfordert § 31 Absatz 4 WpHG eine Geeignetheitsprüfung. Vor allem bestimmen der Anlagehorizont, die Einkommensstabilität, Liquiditätsbedürfnisse und das Vermögen die Risikofähigkeit, also die tatsächliche Fähigkeit des Kunden, mit einem bestimmten Einkommen und Vermögen ein bestimmtes Risiko einzugehen. Je länger der Anlagehorizont, desto länger ist der Zeitraum, um einen Bärenmarkt auszusitzen.

Selbstverständlich ist diese Risikoermittlung auf die Gesamtvermögenssicht aus den drei großen Vermögensbereichen eines Mandanten abzustimmen. Je stabiler die Einkommensströme aus dem unternehmerischen Vermögen, Humankapital oder illiquiden Vermögen sind, desto mehr Aktienrisiko kann ein Anleger im Wertpapierportfolio eingehen – unter Umständen sogar auch mehr als 60 Prozent, wenn die Gesamtumstände es zulassen. Treffend formuliert der kanadische Forscher Moshe A. Milevsky: „Are you a stock or a bond?“

2.1.2 Das Wollen – Die emotionale Bereitschaft, Risiken zu tragen

Die Risikotoleranz, also die Bereitschaft, ein bestimmtes Risiko aufgrund individueller Neigungen einzugehen, kann von der ermittelten objektiven Risikotragfähigkeit erheblich abweichen. Dieser Faktor ist auch vom persönlichen Lebensweg, Investmentwissen und von der Erfahrung bei der Geldanlage geprägt. Letztlich ist die subjektive Risikotragfähigkeit sehr persönlich und für Externe schwer quantifizierbar.

Die moderne Verhaltensforschung zeigt im Gebiet der Prospect-Theorie, dass Menschen Gewinne und Verluste nicht gleich gewichten. Investoren leiden unter relativ gleichen Verlusten stärker, als sie sich über relativ gleiche Gewinne freuen. Menschen empfinden Gewinne und Verluste nicht mathematisch linear, sondern komplex. Außerdem verändert sich das Risikoempfinden mit der Zeit.

Als Daumenregel empfehlen wir:

Maximal tolerierter Verlust in %	Maximale Aktienquote in %
5	10
10	20
15	30
20	40
25	50
30	60

2.1.3 Das Müssen und Brauchen – Die Notwendigkeit, Risiken zu tragen

Die notwendige Rendite, die ein Mandant erzielen muss, um seine Ziele zu erreichen, bestimmt die mindestens erforderliche Risikotragfähigkeit. Je höher die notwendige Rendite ist, desto höher ist die erforderliche Aktienquote. Wichtig ist, zwischen dem Müssen und dem Brauchen zu unterscheiden:

Ein Mindestziel kann der Erhalt des Realwerts des liquiden Vermögens sein. Wir empfehlen in diesem Fall eine Mindestaktienquote von 15 bis 20 Prozent.

Andererseits kann das Gesamtvermögen eines Mandanten schon so groß sein, dass der Grenznutzen aus einem noch größeren erwarteten Vermögen bei der Wahl einer höheren Aktienquote nicht mehr im Verhältnis zum eingegangenen Risiko steht. Der Mandant braucht das Risiko einfach nicht mehr. Das „Wann ist genug?“ zu beantworten, entzieht sich einer quantitativen Betrachtung. Lebensweisheit ist gefragt.

3. Der Simulationstest: Monte-Carlo-Simulation

Als Ergänzung zu unserem Dreistufentest hat sich die Simulation verschiedener zufallsgetriebener zukünftiger Bandbreiten von Vermögensverläufen mithilfe der sogenannten Monte-Carlo-Simulation (MCS) bewährt. Man kann dem Mandanten mit zwei oder drei verschiedenen Verläufen zeigen, welchen Schwankungen das Depot unterworfen sein kann – und dass ein Entnahmeplan durchaus auch vorzeitig enden kann, wenn das Depot infolge einiger negativer Jahre schneller aufgezehrt wurde.

4. Schlussbemerkung

Die Aufgabe eines Finanzplaners ist, das Risiko einzelner Vermögensbereiche im gesamten Vermögenszusammenhang zu beurteilen. Das Risiko hängt nicht nur von objektiven Kriterien, sondern auch von der subjektiven Risikowahrnehmung der Kunden ab. Finanzplaner sollten ihre Kunden entsprechend dem Dreistufentest richtig einschätzen und sie dazu bringen, das Risiko eines Investments möglichst realitätsnah wahrzunehmen.