

BERLIN & CO

WER HAT ANGST VORM  
SCHWARZEN SCHWAN?



# INHALT

- //1** RISIKO – WAS IST DAS EIGENTLICH?
- //2** RISIKO, VOLATILITÄT UND SCHÖNE MODELLE
- //3** SEHR UNWAHRSCHEINLICHE EREIGNISSE ODER „SCHWARZE SCHWÄNE“
- //4** VOM UMGANG MIT RISIKEN
- //5** „DAS KANN ICH MIR NICHT VORSTELLEN“ – EIN OFT KOSTSPIELIGER SATZ
- //6** FAZIT
- //7** KONJUNKTURAUSBLICK ZWEITES HALBJAHR 2010: REZESSION?
- //8** ZUR INVESTMENTSTRATEGIE VON BERLIN & CO

## EIN PAAR GEDANKEN ZUM THEMA „RISIKO“ UND ZU UNSEREM UMGANG DAMIT

Gerade in der Finanzbranche wird genügend Geschriebenes voller Verheißungen für die Zukunft, an denen es zu partizipieren gilt, verbreitet. Lediglich in den Fußnoten wird dann oftmals von den Risiken gesprochen. Dabei ist der Begriff des Risikos im Finanzbereich von wahrhaft zentraler Bedeutung. Wir befassen uns an dieser Stelle nicht aus – möglicherweise modischem – Pessimismus mit dem Thema „Risiko“, sondern ganz pragmatisch aus Realismus.

Als Ihr Vermögensverwalter möchten wir nämlich gerne vermeiden, gerade in diesem wichtigen Punkt aneinander vorbeizureden und daher bemühen wir uns stetig und hoffentlich nicht vergebens, uns möglichst verständlich auszudrücken. Wir versuchen uns daher erstmal an der gar nicht so einfachen Definition des Begriffes, stellen einige Überlegungen zum Umgang mit „Risiko“ an und möchten Ihnen nicht zuletzt ein paar hoffentlich nützliche Denkanstöße geben.

### //1 RISIKO – WAS IST DAS EIGENTLICH?

Risiko – dieser Begriff ist gewiss einer der meist missverstandenen. Die vorzugsweise Verwendung mit dem Suffix „-management“ macht die Sache kaum einfacher. Passenderweise beginnt die Unsicherheit um das „Risiko“ schon beim Streit der Sprachforscher über den Ursprung des Wortes in der deutschen Sprache (nachzulesen z. B. bei Wikipedia). Im Allgemeinen verbindet man mit dem Begriff Risiko eher negative Dinge, wie es übrigens auch die Juristen mit ihrer begrifflichen Abgrenzung zur „Gefahr“ tun. Doch in der sogenannten „modernen Finanztheorie“ steht das Risiko für die Stärke von Kursschwankungen („Volatilität“) und ist somit auch eng mit der positiven Chance verbunden. Durch die offensichtliche Diskrepanz zwischen der finanztechnischen Definition des Risikos und dem, was die meisten Menschen in Vermögensfragen darunter verstehen (nämlich „Geld zu verlieren“), sind Probleme vorprogrammiert. Das in der Vermögensverwaltung am Anfang stehende Einordnen eines Kapitalanlegers in eine „Risikoklasse“ kann also bei mangelnder Sensibilität des Verwalters durch die falsche Fragestellung rasch zu Missverständnissen und allemal zu einem ungenuten Gefühl seines Mandanten führen.

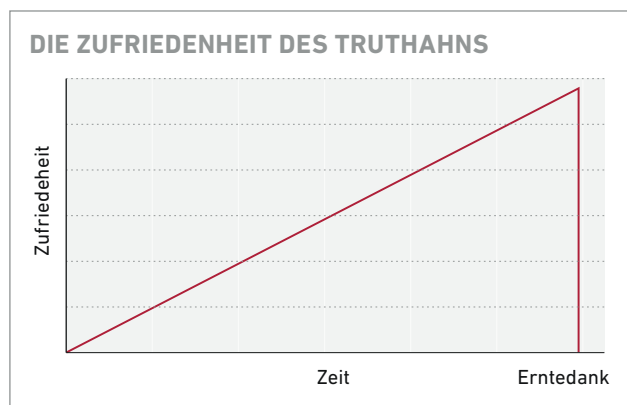
### //2 RISIKO, VOLATILITÄT UND SCHÖNE MODELLE

In der Finanzwelt bzw. der Portfoliotheorie wird der Risikobegriff gemeinhin über die „Volatilität“ (die Streuung von Anlagerenditen im Zeitablauf um ihren Mittelwert) interpretiert. Die Möglichkeit der Quantifizierung des Risikos (eines Wertpapiers/eines Portfolios/ aller Positionen des Handelsbuchs einer Bank) anhand immer komplexerer Rechenmodelle in schließlich nur einer einzigen Zahl ist verführerisch, aber durchaus ein zweischneidiges Schwert. Der abgeleitete Begriff „Value at Risk“ liefert eine Aussage darüber, welcher Betrag „im Risiko“ steht, d. h. welchen Wert ein möglicher Verlust innerhalb eines definierten Zeitraums mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit nicht überschreiten wird.

In der Finanzkrise ist vielen Akteuren (und ihren Aufsichtsbehörden), die sich auf derartige Modelle verlassen haben, schmerzhaft bewusst geworden, dass es sich eben nur um Modelle handelt, welche nur ein grobes Abbild der Realität sein können. Für die Modellzwecke beruhen sie nämlich notwendigerweise auf restriktiven Annahmen (und Vergangenheitsdaten wie zum Beispiel historischen Wertpapierkursbewegungen). Gerade dann aber, wenn sich Außergewöhnliches ereignet, werden auch die Kursbewegungen außergewöhnlich. So genannte Risikomanager bemühen sich dann, Risikopositionen zu verringern, indem sie Wertpapiere verkaufen. Unbewusst können sie dann aber dafür sorgen, dass der Gleichlauf zwischen an sich fundamental völlig unterschiedlichen Märkten, wie z. B. deutschen Aktien in Frankfurt und Sojabohnen in Chicago, zunimmt. Dieser höhere Gleichlauf würde dann die Diversifikationswirkungen von Portfolios, die aus verschiedenen Anlagen bestehen, weiter verringern und weitere Akteure zum Abbau von plötzlich risikanter scheinenden Positionen zwingen. Ein „Teufelskreislauf“. Solche Effekte sind heftigen Krisen quasi immanent, treten mit diesen aber eben so selten auf, dass sie außerhalb des üblicherweise verwendeten Wahrscheinlichkeitsbands liegen, welches der „Value at Risk“-Kennziffer zugrunde liegt. Das Konzept bzw. dessen Nutzen wird daher auch gerne mit einem Airbag verglichen, der stets funktioniert – solange das Auto keinen Unfall erleidet. Bei BERLIN & CO verwenden wir solche Modelle nicht, da wir die Welt für nicht erreichbar halten.

**//3 SEHR UNWAHRSCHEINLICHE EREIGNISSE ODER „SCHWARZE SCHWÄNE“**

Die Thematik der Extremfälle, die „zu unwahrscheinlich“ sind, um von Risikomodellen wie dem obigen erfasst zu werden, ist unter dem Begriff der „schwarzen Schwäne“ durch ein kurz vor der Finanzkrise erschienenes Buch des ehemaligen Börsenhändlers Nassim Taleb populär geworden. In Anlehnung an die Erkenntnis des Wissenschaftstheoretikers und Philosophen Karl Popper („Egal wie viele Fälle von weißen Schwänen wir schon beobachtet haben lässt das nicht den Schluss zu, dass alle Schwäne weiß sind“) warnte Taleb vor der Unterschätzung von spektakulären Ereignissen mit großen Auswirkungen aufgrund ihrer geringen Eintrittswahrscheinlichkeiten.<sup>1</sup>



Diese wenig wahrscheinlichen Ereignisse – aufgrund ihrer Lage am äußeren (eben „unwahrscheinlichen“) Rand in der graphischen Darstellung von Wahrscheinlichkeitsverteilungen auch als tail risks (Extremrisiken) bezeichnet – und ihre Unterschätzung durch den Menschen illustriert Taleb anhand einfach zu verstehender Beispiele. Einem Truthahn etwa, der tagein tagaus gut lebt und ständig ordentlich gefüttert wird, ist sein trauriges Ende zum Erntedankfest kaum vorstellbar!

**//4 VOM UMGANG MIT RISIKEN**

Der Umgang mit Risiken ist - vermutlich bedingt durch die Natur des Menschen - meist ein rückwärts gewandter. Dies gilt im eigenen Alltag (wer einmal von der Leiter gefallen ist, ist künftig dort vorsichtiger) ebenso

wie in der Kapitalanlage, wo sich „Garantieprodukte“, welche Verluste auszuschließen versprechen (und im Gegenzug auch Kurschancen massiv begrenzen), selten so gut an Anleger verkaufen lassen wie nach einem Crash. Und es gilt offenbar mit spezieller Intensität in der Politik, die ja in demokratischen Systemen auf die öffentliche Meinung besondere Rücksicht nehmen muss. Kernkraftwerke erhalten nach einem Unfall strengere Sicherheitsvorschriften, Flugreisende werden nach versuchten Schuhbomber-Attentaten für die nächsten Monate gebeten, bei der Sicherheitskontrolle ihre Schuhe auszuziehen und Banken wird in der Krise unorthodoxe Bilanzierungshilfe gewährt, nachdem man die konservative, den Gläubigerschutz in den Vordergrund stellende HGB-Bilanzierung Jahre zuvor kaum schnell genug loswerden konnte.

**WAS KOSTET EIGENTLICH DIE ABSICHERUNG VON EINER MILLION EURO ÜBER ZWEI JAHRE...**

- gegen Verluste von mehr als 50 % am Aktienmarkt (EuroStoxx50)? Ca. 34.000 Euro
- gegen eine Abwertung des Euros zum US-Dollar um mehr als 50 %? Ca. 1.300 Euro
- gegen Kursverluste aus zehnjährigen Bundesanleihen von mehr als 25 %? Ca. 2.500 Euro
- gegen einen Kaufkraftverlust des Euros gegenüber Gold um über ein Drittel bzw. einen Goldpreisanstieg um mehr als 50 %? Ca. 73.000 Euro

Erläuterung: Die genannten „Versicherungsprämien“ sind indikativ zu verstehen und schwanken im Zeitablauf (Stand: Anfang Juli 2010)      Quelle: Diverse Broker

Risiko definieren wir in der Vermögensverwaltung bei BERLIN & CO als „die Möglichkeit, das Ertragsziel nicht zu erreichen bzw. um x Prozentpunkte zu verfehlen“. Risiko betrachten wir nicht als die Abweichung gegenüber einem Marktdurchschnitt, einer „Benchmark“. Wir glauben, damit näher an den Vorstellungen unserer Mandanten zu sein. Der Umgang mit diesem Risiko – eine Verlässlichkeit suggerierend, die dem ungewissen Naturell des

<sup>1</sup> Schwarze Schwäne gibt es natürlich in der Tat – in unseren Breitengraden aber eben selten, hauptsächlich leben sie in Australien. Vor einigen Jahren erlangte der schwarze Schwan „Petra“ kurze Berühmtheit, der auf dem Münsteraner Aasee seine Liebe gefunden zu haben glaubte – in Form eines weißen Tretbootes in Schwanenform. Lange Zeit waren die Menschen in Europa fest davon überzeugt, es gäbe ausschließlich weiße Schwäne. 1697 entdeckte der Niederländer Willem de Vlamingh die schwarze Spezies an der australischen Westküste. Die Neuigkeit sprach sich schnell herum, und im Englischen hatte diese Tatsache so großen Einfluss auf das Denken, dass es sogar einen sprachlichen Niederschlag fand: Ein „black swan event“ steht seitdem für ein unvorhersehbares, seltenes Ereignis mit großem Einfluss.

Risikos zuwiderläuft, landläufig als Risikomanagement bezeichnet – basiert bei uns auf drei Säulen.

**1. Wir nutzen die Möglichkeiten der Diversifikation. Wir setzen auf verschiedene Anlagen, welche aller Voraussicht nach nicht gleichgerichtete Wertentwicklungen aufweisen, sondern zu jeweils unterschiedlichen Zeitpunkten ihre Hoch- und Tiefpunkte erreichen. Dies ermöglicht ein insgesamt weniger schwankungsanfälliges Erfolgsprofil im Zeitablauf. Somit sinkt die Wahrscheinlichkeit, ein gegebenes Ertragsziel zu verfehlen.**

**2. Wir orientieren uns an einem Risikobudget, d. h. nehmen nur einen begrenzten Verlust in Kauf, bevor wir risikoträchtige in weniger schwankungsanfällige Anlagen umschichten. Dieses Risikobudget ist mandatsabhängig ausgestaltet – in unserer konservativen „Strategie I“ reagieren wir im Ernstfall früher bzw. rigider als in der eher chancenorientierten „Strategie II“. Die Orientierung an einem Risikobudget erfolgt im Wissen um die Grenzen der Diversifikation (der ersten Säule). Wir agieren hier nicht rückwärts gewandt. In der Kreditkrise im Herbst 2008 haben wir diesen Ansatz konsequent umgesetzt und unsere Mandanten somit vor Schlimmerem bewahrt. Gleichwohl findet die Wirksamkeit dieses budgetorientierten Gedankens ihre Grenzen im Falle sehr plötzlich auftretender Verluste (insbes. sog. „Übernacht-Risiken“).**

**3. Wir gehen mit wachen Augen durch die Welt, versuchen weitere Gefahren zu identifizieren und fügen somit den beiden beschriebenen Säulen gegenwärtig noch eine weitere hinzu, die sich auf die Abwehr von politischen Risiken bezieht. Nachdem die Kreditkrise zuvor undenkbar Reaktionen seitens der Politik hervorgerufen hat (z.B. Verstaatlichungen) und ein gefährlicher antikapitalistischer Populismus um sich greift, haben die politische Willkür zu- und Verlässlichkeiten abgenommen. Wenn große Vermögen generationenübergreifend geschützt werden sollen, ist es unseres Erachtens an der Zeit, sich auch mit politikinduzierten „schwarzen Schwänen“ zu beschäftigen, um im Ernstfall gewappnet zu sein.**

#### **//5 „DAS KANN ICH MIR NICHT VORSTELLEN“ – EIN OFT SEHR KOSTSPIELIGER SATZ**

Schwarze Schwäne haben kürzlich beispielsweise vermögende Griechen kennen gelernt, die sich plötzlich nicht mehr sicher sein konnten, ob Euro-Bankguthaben (oder Staatsanleihen) noch – wie in der Vergangenheit –

als risikofreie Anlage zu betrachten seien oder ob daraus über Nacht nicht plötzlich vergleichsweise wertlose Drachmen werden könnten, so die Bank denn überhaupt noch morgens ihre Türen öffnet.

In der jüngeren Geschichte durchaus demokratischer Staaten gab es bereits auch Fälle von Kapitalverkehrskontrollen oder das Verbot des privaten Goldbesitzes. Letzteres wurde 1933 in den USA verkündet, war mit einem Zwangsumtausch in Dollar zu einem staatlich festgesetzten Kurs verbunden und galt noch bis in die Siebzigerjahre hinein. Selbst Anfang der Achtzigerjahre wurden in Frankreich noch unter Francois Mitterand Kapitalverkehrskontrollen eingeführt.

In ihr Wahrscheinlichkeitskalkül, also in das, was sie eben für möglich halten, beziehen viele Akteure ebenso wie in ihre gängigen Risikomodellen solche Extremrisiken freilich nach langen ungestörten Jahren nicht mehr ein. Mit den neuen, zwar noch unwahrscheinlich aber eben nicht mehr unmöglich erscheinenden Gefahren einer weniger stabilen Rechtsordnung, wird der Gedanke an eine geographische Diversifikation der Lagerstellen für Vermögenswerte (nicht zum ersten Mal in der Geschichte) zunehmend relevant. Unsere Goldanlagen bilden wir bereits seit längerem mittels eines Fonds ab, dessen Gold physisch in Zürich gelagert ist. Wir treffen gegenwärtig auch die notwendigen Vorbereitungen, um Ihnen eine Verwaltung Ihres Vermögens in der Schweiz anbieten zu können – nicht aus steuerlichen Gründen.

#### **//6 FAZIT**

Insgesamt fußt unser Umgang mit Risiken also auf einer Synthese aus Erkenntnissen der Portfoliotheorie (Diversifizierung) bei gleichzeitig gesunder Skepsis gegenüber quantitativen Risiko-Modellen, auf einem disziplinierten Verlustbegrenzungsgedanken und der geistigen Flexibilität, sich an geänderte institutionelle Rahmenbedingungen anpassen zu können. Angst vor dem „schwarzen Schwan“ haben wir dennoch, denn alle Risiken können wir trotz bester Vorbereitung und Sensibilität weder erfassen noch ausschließen – wie schon Erich Kästner formulierte: „Das Leben ist lebensgefährlich“. Doch wollen wir schließlich die Schwelle vom dergestalt verstandenen Risikomanagement zur Paranoia nicht überschreiten, sondern auch Anlagechancen nutzen und Kapital mehren, wie wir es mit unserer Anlagestrategie und ihren Ergebnissen gezeigt haben.

# //7 KONJUNKTURAUSBLICK ZWEITES HALBJAHR 2010: REZESSION?



ULRICH WERNITZ,  
PORTFOLIOMANAGER

In den letzten Wochen hat der Begriff „double dip“, der ein zweites Wiederabgleiten in die Rezession beschreibt, in den Prognosen der Bankenvolkswirte an Prominenz gewonnen. Es wird ein erneutes Schrumpfen der Wirtschaftsleistung vorhergesagt. Was ist davon zu halten? Historisch ist der „double dip“ eher die Ausnahme als die Regel gewesen.

Dass das zweite Halbjahr mit einer geringeren Wachstumsdynamik einhergehen würde als das erste, wurde seit längerem erwartet. Das Auslaufen von Fiskalprogrammen wie auch von unorthodoxen Notenbankmaßnahmen, wie etwa dem Kauf bestimmter Zinspapiere durch die Notenbanken (sog. „quantitative easing“), bedeutet einen verringerten Stimulus. Auch die positiven Effekte der Korrektur der Lagerbestände sind nun ausgelaufen. Letztere waren nach dem Nachfrageeinbruch im Herbst 2008 ungeplant angewachsen und hatten in der Folge eine überproportionale Kürzung der Produktion ausgelöst, um dann ab Sommer 2009 wieder aufgefüllt zu werden, was zuletzt erheblich zum Wachstum beigetragen hatte. Ferner wirkt eine restriktivere Geldpolitik in den boomenden Schwellenländern, die zuletzt die Wachstumslokomotive der Weltwirtschaft waren, ebenfalls eher wachstumsdämpfend. Zudem ist die gerade in der Euro-Zone mit ihren Krisenkandidaten eskalierte Staatsschuldenkrise ein Belastungsfaktor: Einerseits wirken die Sparprogramme unmittelbar nachfragedämpfend, an-

dererseits besteht die Gefahr, dass die verstärkt in den Blickpunkt der Bürger gerückte Schuldenproblematik dazu führt, dass die privaten Haushalte zukünftige Steuererhöhungen antizipieren und sich daher mit Konsumausgaben zurückhalten. Im schlechtesten Falle greifen beide Effekte: die Psychologie spielt eine Rolle.

Woher aber nun so plötzlich die erneute Rezessionsangst? Im Wesentlichen verantwortlich ist die teilweise abrupte Wende in einigen konjunkturellen Frühindikatoren (Deutschland erweist sich hier übrigens aus verschiedenen Gründen derzeit als „Insel der Seligen“). Manche Indikatoren zeigen z.B. in den USA Bewegungen, welche in der Vergangenheit stets mit einer folgenden Rezession assoziiert waren. Die Crux hierbei ist allerdings, dass dem heftigen Einbruch 2008 eine ebenfalls ungewöhnlich starke Gegenbewegung der Frühindikatoren folgte. Der Verlauf der Frühindikatoren gleicht dem Aufspringen eines Gummiballs, die Interpretation ist aufgrund der extremen Bewegungen in den Vorperioden erschwert. Ungeachtet der wohl rezessiven Tendenz etwa in den südeuropäischen „Problemländern“ halten wir eine neue, globale Rezession deshalb keineswegs für ausgemacht und favorisieren das Szenario einer vorübergehenden, aber spürbaren Abschwächung. Ein solches Wachstumsprofil mit einer kurzen Schwächephase nach vorhergehender Erholung aus der Rezession ging in der Vergangenheit eher mit einer leichten Aufwärtstendenz am Aktienmarkt einher, die für Investoren aber aufgrund stärkerer Schwankungen oftmals stressbehaftet war, und stellt im Gegensatz zum „double dip“ eher die Regel als die Ausnahme dar.

# //8 ZUR INVESTMENTSTRATEGIE VON BERLIN & CO

## UNSER WELTBILD:

**Das Wachstum der Weltwirtschaft wird in den nächsten Jahren vom Aufholprozess der Schwellenländer getragen – die Nachfrage in den Industrieländern leidet unter hohen Schuldenlasten des privaten und des öffentlichen Sektors („De-Leveraging“).**

**Die Inflation bleibt angesichts von Überkapazitäten zunächst niedrig – die Monetisierungsmaßnahmen der Zentralbanken gehen in der langen Frist aber mit erheblichen Inflationsrisiken einher.**

**Nach der Deregulierungs- und Liberalisierungswelle der Achtziger- und Neunzigerjahre erleben wir nun die Gegenbewegung und „mehr Staat“.**

**Die Marktkräfte sprechen weiterhin für geringen Lohndruck in den Industrienationen und hohe Gewinnmargen – nun aber bei politischem Gegenwind.**

## DARAUS LEITEN WIR FOLGENDE ÜBERLEGUNGEN FÜR UNSERE ANLAGESTRATEGIE AB:

- Realanlagen sind attraktiver als Nominalanlagen, welche langfristig keinerlei Inflationsschutz bieten. Bundesanleihen können bei Mini-Zinsen nur taktisch (d.h. kurzfristig), nicht aber strategisch interessant sein.
- Im festverzinslichen Bereich bieten die Titel von international aufgestellten Unternehmen das attraktivere Chance-/Risikoverhältnis.
- Mikrofinanzfonds bieten ebenfalls attraktive Renditen bei geringer Korrelation zu den etablierten Märkten. Ebenso wie bei entsprechenden Rentenfonds sind wir hier strategisch an Ansätzen interessiert, die in den Währungen der Schwellenländer investieren – denn der Aufholprozess dieser Länder wird langfristig mit Währungsaufwertungen einhergehen.
- Das höhere Wachstum in den Schwellenländern eröffnet auch den Aktien gute Chancen. Nicht nur Aktien aus diesen Ländern bieten sich an. Auch dürften bestimmte exportorientierte Unternehmen aus den Industriestaaten, wie z. B. deutsche Maschinenbauer oder auch französische Luxusgüterhersteller, von der steigenden Kaufkraft des „Local Emerging Consumers“ profitieren.
- Die hohe Ertragsstärke der Unternehmen stützt die globalen Aktienmärkte. Gerade Unternehmen mit guter Bilanzqualität und guten Dividendenrenditen, die weit über denjenigen von Anleihen liegen, sind ein Investment wert. Auch Instrumente, mit denen auf die Dividendenzahlung selber gesetzt werden kann (Dividendenterminkontrakte), sind attraktiv.
- Wachstumsstarke Technologieaktien sind im Vergleich zur Historie günstig bewertet und werden durch den Ersatz- und Erneuerungszyklus im IT-Bereich sowie das explosionsartige Wachstum des mobilen Datenverkehrs unterstützt.
- Deutschlands Exporteure sind die Gewinner der Euro-Krise. Die positiven Effekte der nun längere Zeit niedrig bleibenden Zinsen sowie die Margeneffekte der Währungsabwertung überkompensieren den Nachfragerückgang aus Südeuropa bei weitem.
- Dachhedgefonds mit außergewöhnlichen Transparenz- und Liquiditätsmerkmalen helfen, die Schwankungen des Gesamtportfolios zu reduzieren. Gold ist aber als Diversifikator weiterhin die ultimative Absicherung gegen extreme Deflations- und Inflationsszenarien.

# BERLIN & CO

Berlin & Co Aktiengesellschaft  
Braubachstraße 36  
60311 Frankfurt  
Telefon 069 928848-30  
E-Mail [info@berlin-co.com](mailto:info@berlin-co.com)  
[www.berlin-co.com](http://www.berlin-co.com)

**Peter Hollmann**

Telefon 069 928848-38  
E-Mail [phollmann@berlin-co.com](mailto:phollmann@berlin-co.com)

**Ernst-Ludwig Drayß**

Telefon 069 928848-30  
E-Mail [edrayss@berlin-co.com](mailto:edrayss@berlin-co.com)

**Tiziana Laura Pizzata**

Telefon 069 928848-36  
E-Mail [tpizzata@berlin-co.com](mailto:tpizzata@berlin-co.com)

**Christof Schmidbauer**

Telefon 069 928848-31  
E-Mail [cschmidbauer@berlin-co.com](mailto:cschmidbauer@berlin-co.com)

**Ulrich Wernitz**

Telefon 069 928848-32  
E-Mail [uwernitz@berlin-co.com](mailto:uwernitz@berlin-co.com)