

PSYCHOLOGISCHE FALLSTRICKE BEI DER KAPITALANLAGE (TEIL 1)

Warum Stiftungen Ertragsprobleme haben

von Frank Wettlaufer, München/Basel

Niedrige Zinsen, große Verwaltungskostenanteile und enttäuschende Wertentwicklung lassen die Eigenanlage attraktiv erscheinen. Viele Stiftungen stehen daher vor der Entscheidung, ob sie die Kapitalanlage nicht in die eigene Hand nehmen. Dank ausführlicher medialer Informationen, Schulungsangeboten und vielen Beratern ist es um das Wissen der stiftungsgerechten Kapitalanlage gut bestellt. Doch bei der Umsetzung des theoretischen Wissens in die Praxis hapert es häufig. Grund dafür sind psychologische Fallstricke, welche die Verantwortlichen davon abhalten, das „Richtige“ zu tun. Der vorliegende Beitrag beginnt eine Kolumne, in der „Börsenweisheiten“ und ihre verhaltenspsychologische Fundierung erläutert werden. Damit soll Stiftungen der Weg aus der Ertragsfalle gezeigt werden.

Viele Stiftungen meiden die Anlage in Aktien und andere ertragreiche Vermögensgegenstände – vor allem weil sie das Risiko fürchten. Stattdessen werden Kosten und Projektausgaben gekürzt sowie über Fusionen oder die Umwandlung in eine Verbrauchsstiftung nachgedacht. Es entsteht der Eindruck, dass diese Stiftungen „aus Angst vor dem Tod Selbstmord begehen“.

DIE PSYCHOLOGIE IST SCHULD

Selbst im aktuellen Niedrigzinsumfeld erzielen aber einige Stiftungen einen jährlichen Ertrag von über 3%. Warum investieren viele andere Stiftungen nicht in ein breit diversifiziertes Portfolio aus beispielsweise je 1/3 Aktien, Immobilien und hoch verzinslichen Anleihen? Mangelndes Wissen kann keine Erklärung sein. Es ist allgemein bekannt, dass die geringe Ertragskraft von Stiftungen durch eine höhere Risikobereitschaft bei gleichzeitig diversifizierter Anlagestrategie gesteigert werden kann. Zahlreiche Berater und Fondsprodukte für kleinere Anlagen helfen den Stiftungen bei der Umsetzung. Sogar die Stiftungsaufsicht hat nichts dagegen einzuwenden und postuliert das Primat der Zweck-erfüllung über den kurzfristigen Werterhalt des Stiftungsvermögens. Was hält also die Verantwortlichen davon ab, die notwendigen Schritte in die Praxis umzusetzen? Die wohl treffendste Antwort die Psychologie! Sie verhindert, das Wissen bezüglich der stiftungsgerechten Anlage in Taten umzusetzen. So schwierig es ist, vernünftig zu sein und auf angebotene Süßigkeiten zu verzichten, so schwierig ist es, sich bei der Kapitalanlage vernünftig zu verhalten. Die moderne Verhaltenspsychologie (Behavioral Finance) hat diese „Fehler“ menschlichen Verhaltens als Abweichung des realen Verhaltens vom rein „rationalen“ Verhalten des

„Homo oeconomicus“ ausgiebig untersucht und als sog. Heuristiken und „Biase“ beschrieben. Professionelle Vermögensverwalter berücksichtigen diese menschlichen „Fehler“ bei den Anlageprozessen, um möglichst nahe an rationales Verhalten zu kommen, welches an den Kapitalmärkten am erfolgreichsten ist. Auch jede Stiftung, die ihr Vermögen in Eigenverantwortung anlegt, sollte diese Verhaltensfehler bzw. Abweichungen kennen. Denn nur wer sich bewusst ist, welche psychologischen Fallstricke lauern, und diese auch in Gremien thematisiert, kann die negativen Folgen durch geeignete Maßnahmen vermeiden.

WARUM WIR UNS VOR RISIKOREICHEN ANLAGEN FÜRCHTEN

Menschen haben von Natur aus eine „Verlustaversion“. Diese aus evolutionstheoretischer Sicht durchaus sinnvolle Eigenschaft – die Angst vor Verlust der Nahrung als Überlebensstrategie – führt beim Investieren leider oft zu schlechten Entscheidungen. Das Anlagerverhalten ist viel risikoaverser als es die objektive Risikotragfähigkeit der Stiftung zulässt. Denn bekanntermaßen sind Stiftungen auf die Ewigkeit angelegt und könnten daher vorübergehende Vermögensschwankungen ohne Probleme „aussitzen“. Leider verkürzt sich der theoretisch unendliche Anlagehorizont durch die „kurzfristige Orientierung“ des Anlegers auf wenige Monate oder Jahre; in der Praxis der Stiftung häufig auf die Zeit bis zur nächsten Kuratoriumssitzung.

Ein weiterer Grund für die ausgeprägte Risikoaversion ist das Bedenken, einmal getroffene Entscheidungen später zu bedauern („Vermeiden von Bedauern“) oder – noch schlimmer – sich dafür rechtfertigen zu müssen. Angesichts des „Rückschaufehlers“, also der Tatsache, dass wir „im Nachhinein immer schlauer sind“, kann man durch risikoarmes Verhalten den Vorwurf „das hätten Sie doch sehen müssen“ vermeiden.

WARUM WIR ALLE EIER IN EIN NEST LEGEN

Warum diversifizieren Stiftungen nicht ausreichend? Warum liegen in den Depots vieler Stiftungen fünf Sparbriefe des gleichen Emittenten oder fünf deutsche Aktien? Warum werden wichtige Vermögensklassen komplett ignoriert und die Investition jenseits der eigenen Landesgrenzen vermieden? Der Grund ist zum einen, dass Menschen zumeist „mentale Buchhaltung“ betreiben. Statt das gesamte Vermögen zu betrachten, öffnen wir für jedes einzelne Wertpapier und jede Transaktion ein eigenes geistiges Konto und betrachten dieses isoliert. Kein Wunder, dass weder die Luftfahrt- noch

die Ölbranche im Depot vertreten sind, da beide isoliert betrachtet, riskant sind. Zusammen genommen sind sie jedoch risikoarm, da erstere vom niedrigen Ölpreis profitiert, während bei letzterem das Gegenteil der Fall ist. Zum anderen wird wenig diversifiziert, weil wir uns die Auswahl erleichtern, indem wir einfache – aber in diesem Fall kostspielige – Heuristiken verwenden. Wenn ein Bankberater gerade Sparbriefe anbietet, greifen viele wegen der Verfügbarkeit dankend zu (Verfügbarkeitsheuristik). Und wenn schon in Aktien investiert wird, dann doch bitte nur in solche, die man – vermeintlich – kennt und daher weniger riskant erscheinen (Heimatmarktneigung).

WARUM VIELE VERKAUFEN, WENN DIE KANONEN DONNERN

Während die mangelnde Diversifikation im Bestfall nur zu unnötigen Schwankungen des Gesamtvermögens führt, gefährden Verkäufe zu ungünstigen Zeitpunkten das Stiftungsvermögen. Viele Stiftungen gehen aufgrund der niedrigen Zinsen notgedrungen Risiken ein, die sie emotional nicht durchhalten können. Dabei blenden sie dann die Risiken aus und konzentrieren sich nur auf die Informationen, welche die Investition in einem positiven Licht erscheinen lassen (Bestätigungsfehler). Bei stark fallenden Märkten wird dann die eingeschlagene Anlagestrategie panikartig über Bord geworfen und die Investments oft zum schlechtesten Zeitpunkt verkauft. Der Grund für diese Überreaktion liegt in der selektiven Wahrnehmung dank der Verfügbarkeitsheuristik und der Konzentration der Medien auf das, was schief gehen kann. Wir nehmen diese Nachrichten als repräsentativ für die Gesamtheit an (Repräsentativ Bias). Der Blick für das große Ganze geht verloren. Dieses Verhaltensmuster ist ein weiteres Indiz, dass die psychologische Risikofähigkeit häufig geringer ausfällt als die finanzielle Risikofähigkeit. Wer Risikoprämien – welche wegen der menschlichen Risikoaversion existieren – systematisch verdienen will, sollte nicht bei Eintritt des Risikofalls das Spielfeld verlassen.

SICH VOR DEN SIRENEN SCHÜTZEN!

Was können Stiftungen tun, um die Folgen psychologischer Fallstricke zu vermeiden? In einem ersten Schritt sollten verbindliche Anlagerichtlinien erstellt werden, welche die Risikofähigkeit und -toleranz der Stiftung widerspiegeln. Dabei sollten die menschlichen Biase und ihre Folgen bewusst berücksichtigt werden, um ein möglichst „rationales“ Verhalten zu erreichen. Als zentrales Element dieser Richtlinien wird die langfristige Anlagestrategie definiert, mit welcher die benötigten Erträge gewährleistet werden. Neben den Vorgaben bezüglich einer sehr breiten Diversifikation ist auch die Festlegung von Bandbreiten besonders relevant. Diese bestimmen, in welchem Ausmaß von der Anlagestrategie abgewichen werden darf. Dadurch wird verhindert, dass emotionale Überreaktionen in turbulenten Zeiten zu negativen Ergebnissen führen. Wichtig ist in diesem Zusammenhang, dass sich alle Beteiligten bewusst sind, bzw. es kodifiziert ist, dass diese Anlagerichtlinien nicht ad hoc nach Börsensituation geändert werden können, sondern in

regelmäßigen Abständen. Bei Anlegern mit Befürchtungen, einmal getroffene Entscheidungen später bedauern oder rechtfertigen zu müssen, empfiehlt sich die konsequente Einbindung der relevanten Gremien bei der Anlageentscheidung. Außerdem lässt sich anhand einer disziplinierten Dokumentation der Anlageentscheidung der Druck auf die Handelnden verringern. So kann niemand im Nachhinein behaupten, „man hätte es doch besser wissen müssen“.

KURZ & KNAPP

Wer auf Beratung und das Management von professionellen Vermögensverwaltern verzichten möchte, muss sich wie Odysseus selbst binden, um die psychologisch bedingten Verhaltensgefahren zu reduzieren. Stiftungen, welche diese Massnahmen treffen, sollte es möglich sein, die eigene Risikobereitschaft auf ein angemessenes Niveau zu bringen, ausreichend zu diversifizieren und in der Umsetzung auch an der Strategie festzuhalten. Damit sollte der Psychologie ein Schnippchen geschlagen und mit signifikanten Mehrträgen der Stiftungszweck verwirklicht werden. ■

ZUM THEMA

Kahnemann, Daniel: Schnelles denken, langsames Denken, 23. Aufl. 2012

in Stiftung&Sponsoring

Winkeljohann, Norbert / **Störk**, Ulrich / **Theuffel-Werhahn**, Berthold: Fünf Jahre Niedrigzinsphase und kein Ende in Sicht? Die Ergebnisse der PwC-Stiftungsstudie 2016 (Teil 1), S&S RS 1/2016, www.susdigital.de/SuS.01.2016.055

Winkeljohann, Norbert / **Störk**, Ulrich / **Theuffel-Werhahn**, Berthold: Fünf Jahre Niedrigzinsphase und kein Ende in Sicht? Die Ergebnisse der PwC-Stiftungsstudie 2016 (Teil 2), S&S RS 2/2016

Kottke, Nils: Von der Psychologie lernen. Behavioral Finance – Impulse für die Stiftungsvermögensverwaltung, S&S 6/2009, S. 32-33, www.susdigital.de/SuS.06.2009.034

Wettlaufer, Frank: Vorsicht Zitronen! Wie Stiftungen vermeiden, dass Anlagen sauer aufstoßen, S&S 5/2015, S. 30-31, www.susdigital.de/SuS.02.2015.030

Wettlaufer, Frank: Der Zins ist tot – es lebe die Risikoprämie. Paradigmenwechsel in der Anlage von Stiftungsvermögen, S&S 3/2013, S. 16-17, www.susdigital.de/SuS.03.2013.016

Wettlaufer, Frank: Die Psychologie ist schuld. Warum ein verkleinertes Universum nachhaltiger Kapitalanlagen vorteilhaft ist, S&S 3/2012, S. 22-23, www.susdigital.de/SuS.03.2012.022

HINWEIS

Am 11.5., von 17.00 und 18.30 Uhr, wird die Thematik unter der Moderation von Dr. Christoph Mecking (Herausgeber S&S) beim Deutschen Stiftungstag in Leipzig im Rahmen einer Veranstaltung der Vescore „Do it yourself – was Stiftungen bei der Eigenanlage beachten müssen“ diskutiert.

Frank Wettlaufer berät Stiftungen bei Vescore (vormals Notenstein). frank.wettlaufer@vescore.com, www.vescore.com

