

Reale Lösungen statt unbeweisbare Theorien

In den Wirtschaftswissenschaften treffen wir ab und zu auf Thesen und Theorien, die für Spezialisten zwar spannend wirken, für die praktische Umsetzung von Anlagen aber nicht unbedingt zielführend sind. Die sogenannte Kontrafaktizität ist ein gutes Beispiel für potenziell endlose Diskussionen, welche man mit geeigneten praxisorientierten Fragen elegant umschiffen kann. Wir zeigen im Timeout, wie's geht.

Einführung

Der Zungenbrecher «Kontrafaktizität» befasst sich mit der theoretischen Vorstellung, was passiert wäre oder in Zukunft passieren würde, wenn Ereignisse anders verlaufen wären. Viele Anleger stellen sich solche Fragen, obwohl sie den Begriff vermutlich nicht im Alltag benutzen. «Wenn ich vor 20 Jahren Apple gekauft hätte, wäre ich heute reich und glücklich.» «Wenn ich mein Portfolio besser diversifiziert hätte, wären die Verluste letztes Jahr geringer ausgefallen.»

Wir unterscheiden deskriptive und normative Kontrafaktizität. Keine Angst, es wird bald praxisrelevant. Deskriptive Kontrafaktizität denkt sich alternative Fakten aus, die in der Vergangenheit stattgefunden haben könnten. Was wäre passiert, wenn bestimmte Ereignisse anders verlaufen wären, so wie in obigen Zitaten. Es ist ein Rückblick mit einer erfundenen aber plausiblen Wendung. Wir Menschen mögen das. Es erklärt z.B., weshalb die Finanzbranche so viel Wert auf Backtracks (im Nachhinein simulierte Renditen) legt, obwohl klar ist, dass kein Manager unvorteilhafte Backtracks zeigen würde. Wir können zwar nie beweisen, ob es wirklich anders gekommen wäre, weil kein Paralleluniversum existiert, aber eine Analyse hypothetischer Entwicklungen kann für uns dennoch lehrreich sein. Man soll ja bekanntlich aus Fehlern lernen, ohne dabei jeden selber zu begehen, weshalb es durchaus sinnvoll erscheint, sich auszumalen wie es anders hätte laufen können oder sogar sollen.

Normative Kontrafaktizität analysiert hingegen alternative Fakten und/oder Ereignissen, die noch nicht eingetreten sind, aber in der Zukunft evtl. eintreten könnten. Es geht also darum, was unter bestimmten Bedingungen passieren sollte/könnte. Es ist somit eine Prognose mit einer Empfehlung für die Zukunft. Genau hier wird es heikel. Eine Beweisführung ist auch

bei normativer Kontrafaktizität unmöglich. Nur wird das von Diskussionsteilnehmern bei Anlagefragen oft «vergessen» oder bewusst vernachlässigt. Normativ kontrafaktische Gespräche münden häufig entweder in endlosen theoretischen Diskussionen oder in der Resignation anderer Gesprächsteilnehmer, weil ihnen evtl. einfach der «Schnauf» ausgeht. Die Strategie, etwas kontrafaktisches zu behaupten und dann die anderen Gesprächspartner grosszügig zum Gegenbeweis einzuladen, ist rhetorisch clever, trägt aber nicht zur praktischen Problemlösung bei und ist somit wenig konstruktiv. Mit zwei alltäglichen Beispielen, bei aktivem Management und beim Impact Investing (vgl. dazu Timeout Nr. 118), beschreiben wir, wie man mit gut gezielten Fragen den Verhandlungstrick der Kontrafaktizität kontern und zugleich unnötige und theoretische Diskussionen verhindern kann, um sich direkt den praxisrelevanten Entscheiden zu widmen.

Sind Märkte effizient?

Ein Beispiel für normative Kontrafaktizität stellt eine strikte Auslegung der Effizienzmarkthypothese (EMH) dar, weil sie nach wie vor oft als Hauptargument für passive Anlagen (und gegen aktive) eingesetzt wird, obwohl ihr geistiger Vater, Eugene Fama, sie bewusst als Hypothese und nicht als Axiom oder als Wahrheit formulierte. Ein solcher Satz könnte lauten: «Aktives Management wird sich nicht lohnen, weil die Märkte effizient sind und daher niemand den Markt schlagen kann». Wir stören uns an dieser Argumentation, weil sie praxisrelevante Diskussionen verhindert. Die EMH (egal in welcher Ausprägung) ist weder beweisbar noch falsifizierbar. Es wirkt fast zynisch zu behaupten, dass man schon offen für aktive Ansätze sei, sofern das Gegenüber beweise, dass die EMH falsch sei.

Denn: Es gibt gute Gründe, an die EMH zu glauben und ebenso gute daran zu zweifeln. Die Schwedische Akademie, welche die Nobelpreise verleiht, erkannte das bei der Preisvergabe im Jahr 2013 und prämierte mit Eugene Fama und einem der schärfsten Kritiker, Robert Shiller, zwei Forscher, die sich widersprechen, aber beide signifikant zum besseren Verständnis für die Preisbildung und -findung an den Finanzmärkten beigetragen haben. Die Frage ist also akademisch gesehen noch ungelöst, aber das spielt für Praktiker keine Rolle, da für sie eine andere Frage wesentlicher ist. Diese lautet: «Welche Argumente sprechen dafür und welche dagegen, dass wir im Voraus aktive Manager identifizieren können, die in Zukunft effektiv überdurchschnittliche Renditen (netto nach Kosten)

erzielen?» Fama und Shiller sind sich übrigens einig, dass es nicht einfach ist, den Markt zu schlagen und entsprechend die Suche nach erfolgreichen aktiven Managern schwierig wird. Das bedeutet nicht, dass man es nicht versuchen darf, sondern nur, dass man den Wettbewerb beim aktiven Management nicht unterschätzen soll. Hinzu kommt, dass Effizienz nicht nur nicht messbar, sondern auch nebensächlich ist, da man selbst auf eher ineffizienten Märkten nur mit kompetitiven Strategien und Managern Erfolg haben kann. Ein interessantes Element beim Abwägen von aktiven und passiven Anlagelösungen liegt für uns in der Unterscheidung von Glück und Können, wie wir bereits vor Jahren im Timeout Nr. 25 erörtert haben.

An der Stelle sei bemerkt, dass wir bei SIGLO kein Problem mit indexierten Anlagen haben und privat auch solche halten. Für den Durchschnitt der Anleger ist das zielführend (vor allem für Private nach Kosten), aber nicht für alle Anleger. Man denke jetzt nicht nur an Warren Buffett (der gemäss EMH-Jüngern Glück hatte und das Gesetz der grossen Zahlen beweist), sondern an empirisch und akademisch unbestrittene Renditen von Faktoren wie Trend oder Quality, die es gemäss ursprünglicher EMH nie hätte geben dürfen.

Marktgerechte Renditen mit Impact Anlagen?

Ein zweites Beispiel knüpft ans letzte Timeout Nr. 139 zur Suche nach Ostereiern an. Das kontrafaktische Argument, wonach Impact-Anlagen (d.h. Anlagen mit beabsichtigter, positiver Wirkung auf Mensch oder Umwelt UND attraktiver Rendite) per Definition nie marktgerechte Renditen liefern können, weil finanziell gute Anlagen sowieso getätigt würden, überzeugt uns nicht. Das Argument postuliert lediglich eine unbeweisbare These. Es fehlt ein Paralleluniversum, um zu beweisen, ob jemand anderes ohne Impact-Ziel diese Anlage auch getätigt hätte. Zudem kann man bei jeder Anlage behaupten, dass die faire Prämie bzw. Rendite noch etwas höher (oder tiefer) sei. Es ist ja ein Hauptmerkmal praktischer Kompromisse, dass beide Seiten bereit gewesen wären, noch etwas mehr Zugeständnisse zu machen, wenn es notwendig gewesen wäre. Solche Kompromisse finden wir z.B. bei jeder Neuemission von Aktien oder Anleihen, wenn es um die Preisfindung (Bookbuilding) geht, egal ob es sich um Impact-Anlagen handelt oder nicht. Der theoretische Gleichgewichtspreis wird in der Praxis selten erreicht, da permanent leichte Abweichungen in Kauf genommen werden. Das ist nachvollziehbar, weil es im Wettbewerb schnell gehen soll, oder sofort Liquidität benötigt wird. Da man nie beweisen kann,

ob eine Rendite marktgerecht ist oder nicht, lohnt sich keine theoretische Diskussion dazu. Wer Timeout Nr. 129 gelesen hätte, wüsste nun, was wir unter dem populären aber selten kritisch hinterfragten Begriff «marktgerecht» verstehen. Aufmerksame Leser sehen sofort die deskriptive Kontrafaktizität in obigem Satz.

Im Bereich Impact Investing lautet die relevante Frage, analog zur Diskussion über aktiv und passive Anlagen, also: «Welche Argumente überzeugen uns (welche nicht), glaubwürdige Impact-Anlagen in der realen Welt zu finden, deren erwartete Rendite uns für das Risiko adäquat entschädigt. Metaphorisch im Sinne des letzten Timeouts gesprochen; «Was spricht dafür, dass wir die Ostereier suchen sollen und wie stehen unsere Chancen, sie als erstes zu finden?».

Ein weiteres gutes Beispiel für Kontrafaktizität liegt in der Additionalität, welche eine Impact Anlage bieten soll. Den Beweis für Additionalität zu erbringen, ist in der Praxis unmöglich, weil man stets argumentieren kann, eine bestimmte Entwicklung wäre sowieso eingetreten. Praktisch orientierte Anleger fragen sich deshalb lieber, ob sie hier und jetzt dazu beitragen wollen und können, positive Wirkungen mit marktwirtschaftlichen Lösungen zeitnah herbeizuführen.

Was sagt die Wissenschaft?

Wer Geld anderer Leute verwaltet, geht meistens ein Reputationsrisiko ein. Vielen, vor allem institutionellen, Anlegern ist es wichtig, dass ihre Anlagestrategie und deren Umsetzung wissenschaftlichen Erkenntnissen entspricht. Dem ist nichts entgegen zu setzen, ganz im Gegenteil, denn eine entsprechende Orientierung daran macht für uns zweifellos Sinn. Es fragt sich nur, an welchen wissenschaftlichen Erkenntnissen man sich heute orientiert. Zu behaupten, die Wissenschaft spreche eindeutig für passive Anlagen, weil man den Aktienmarkt nie schlagen könne, entspricht nicht dem heutigen Wissensstand, sondern bloss einer gut 50 Jahre alten These, die in unzähligen höchst lesenswerten Artikeln kritisiert wurde. Ebenso widersinnig erscheint es uns, allen Impact-Anlagen grundsätzlich ein attraktives Renditepotenzial abzusprechen, weil es gemäss einer theoretischen und unbeweisbaren These nicht existieren dürfte. Wir empfehlen Lesern und Anlegern, ihre wertvolle Zeit nicht mit Vorträgen und Diskussionen über nicht veri- und damit auch nicht falsifizierbare Thesen zu vergeuden, sondern sich praxisrelevanteren Fragen zu widmen. Diese beantworten hauptsächlich, auf welchen Wettbewerb man sich einlassen will und wie man gewinnen kann.