

BÖRSENBLATT

für die gebildeten Stände

INVESTIEREN NACH DEN ALTENBURGER REGELN

Skat ist aus dem Blickwinkel der Spieltheorie interessant, weil es zu denjenigen unberechenbaren Spielen gehört, die sich innerhalb dieser Gruppe nicht kategorisieren lassen



Dr. Georg Graf von Wallwitz

Bei den unberechenbaren Spielen unterscheidet man zwischen reinen Glücksspielen (wie etwa Roulette oder der Münzwurf), kombinatorischen Spielen (wie Schach oder Go) und strategischen Spielen (wie Papier-Stein-Schere). Deren Unberechenbarkeit ist von jeweils unterschiedlicher Natur: Bei den reinen Glücksspielen herrscht der Zufall. Bei den kombinatorischen Spielen ist die Anzahl der möglichen Züge zu hoch, um berechnet werden zu können. Und bei den strategischen Spielen ist die Information teilweise verdeckt, etwa wenn ein Spieler nur seine eigenen Karten kennt. Jede Art der Unberechenbarkeit verlangt nach einer anderen Herangehens-

weise: Der Münzwurf lässt sich mit den Methoden der klassischen Wahrscheinlichkeitsrechnung fassen, während strategische und kombinatorische Spiele am besten mit den Methoden der Spieltheorie, Kombinatorik oder den Algorithmen der Künstlichen Intelligenz angegangen werden. Die meisten Gesellschaftsspiele fallen in eine oder zwei dieser Kategorien (so hat etwa Backgammon Elemente des Glücksspiels und des kombinatorischen Spiels, Stratego hat ein kombinatorisches und ein strategisches Element), der Skatspieler hingegen muss mit allen Formen der Unberechenbarkeit zurechtkommen. Daher ist Skat eine so hervorragende Vorbereitung auf das Leben im Allgemeinen und die Börse im Besonderen.

(Der Vollständigkeit halber muss ich an dieser Stelle bekennen: Einmal im Monat treffe ich mich mit zwei oder drei anderen älteren Herren zum Skatspielen in einer nahegelegenen Wirtsstube. Das ist unter älteren Herren nicht ungewöhnlich und wir sind selten die einzigen Kartenspieler im Lokal. Ich selbst habe Skat nach den einzig wahren Altenburger Regeln als Knabe von meiner Urgroßmutter (Jahrgang 1888) und deren Sohn, meinem Großvater, erlernt.)

Wie das Skatspiel weist auch der Finanzmarkt alle Elemente der Unberechenbarkeit auf. Der Zufall spielt (jedenfalls kurzfristig) eine gewisse Rolle, ebenso wie ein stetes Informationsdefizit (Wie sind die anderen Investoren positioniert? Wie fallen die Quartalszahlen aus?) und die Unmöglichkeit, alle verfügbaren Informationen in einem berechenbaren Modell zusammenzufügen. Wie der Skatspieler muss sich der Investor an der Börse, soweit

zu einer mit den Mitteln der Statistik weitgehend beherrschbaren (wenn auch nicht berechenbaren) Angelegenheit. In bestimmten Phasen spielt aber der Zufall eine große Rolle (etwa wenn urplötzlich eine allgemeine Begeisterung für unberechenbare Assets wie Bitcoin ausbricht), in anderen fehlt eine hinreichende Menge von historischen Vergleichsdaten, um ein passendes Modell zu testen oder einen KI-Algorithmus zu trainieren. In diesen Zeiten erscheint die Börse wie ein Casino, bevölkert von Spekulanten, Hasardeuren, Glücksrittern, Taschenspielern und Blendern, die mit dem Volkvermögen spielen, als hinge an der Börse nicht ein wesentlicher Teil der Versorgung der Wirtschaft mit Geld und damit insgesamt der Wohlstand der Nation. Auf diese Zeiten ist der Skatspieler durch seine oft leidvollen Erfahrungen im Ramsch vorbereitet.

(Anmerkung für Fortgeschrittene: Die gängige Herangehensweise an das Thema Zufall in der Finanzwelt ist die Unterscheidung von Ereignissen, die bekannt, unbekannt und unerkennbar sind (engl. known, unknown und unknowable). Bekannt ist ein Ereignis, wenn wir die genaue Wahrscheinlichkeitsverteilung kennen. Von unbekanntem Ereignissen reden wir, wenn wir Hellseher sein müssten, um ihnen eine Wahrscheinlichkeit zuordnen zu können (beispielsweise wissen wir, dass die nächste Finanzkrise kommen wird, aber wir wissen weder wann noch wie noch warum). Von unerkennbaren Ereignissen reden wir, wenn wir weder über die Natur noch die Häufigkeit des Vorkommens etwas sagen können (beispielsweise ein Krieg zwischen Iran und Saudi-Arabien. Wir kennen weder die Natur des Konflikts (atomar oder konventionell) noch die Wahrscheinlichkeit). Das Skatspiel ist im Grunde nur eine Übung im Umgang mit diesen drei Graden des Wissens und Nichtwissens.)

Die für den Anleger interessante Frage lautet nun: Wenn sich im Skat gute



es geht, gegen ungünstige Zufälle wappnen, muss mit Risikobudgets umgehen, muss die psychologische Verfassung seiner Mit- und Gegenspieler berücksichtigen, muss gewisse Heuristiken beherrschen, muss mitzählen, Möglichkeiten ausschließen und auf die wahrscheinlichste Entwicklung setzen. So wird der Finanzmarkt in den meisten Fällen

von schlechten Spielern unterscheiden lassen (was jeder Skatspieler bestätigen wird), wie lassen sich bei Investoren Glück und Pech von Können und Unvermögen unterscheiden? Wann haben wir es mit einem Profi und wann mit einem Clown zu tun? Wer hat einfach nur eine Welle günstig erwischt und geritten und wer kann auch unter wechselnden Bedingungen erfolgreich sein? Es spricht nicht eben für die Investment-Branche, dass eine Antwort hierauf nicht leichtfällt. Zu vielen guten Investoren unterlaufen mitunter üble Fehler und zu selten lässt es sich bei den weniger guten nachweisen, dass einfach nur der Zufall auf ihrer Seite war.

Eine Antwort legt die folgende Beobachtung nahe: In reinen Glücksspielen, wie dem Würfelspiel, wird mal der eine und mal ein anderer Spieler gewinnen und die Rangliste anführen. Bei Spielen, in denen Glück nur eine untergeordnete Rolle spielt, sind die Ranglisten hingegen oft eine sehr statische Angelegenheit. Beim Skat unter alten Männern hingegen gewinnen auffällig oft dieselben. Und beim Tennis, um ein anderes Beispiel zu bemühen, gibt es auch ein Element des Zufalls, aber es spielt keine sehr große Rolle. Daher wird die Welt-rangliste im Grunde immer von Roger Federer oder Rafael Nadal angeführt: Sie können es einfach am besten; Seit vielen Jahren (gefühlte, mindestens seit den Tagen von Björn Borg). Aus dem Umstand, dass ich jeden im Würfelspiel schlagen kann, es mir aber kein Zufall der Welt je ermöglichen würde, im Tennis gegen Roger Federer zu gewinnen, lässt sich folgende These rechtfertigen: Je geringer die Rolle des Zufalls in einem Spiel, desto konstanter die Platzierung der Akteure in der relevanten Rangliste. Und umgekehrt: aus einer geringen Varianz der langfristigen Ergebnisse lässt sich schließen, dass der Zufall eine geringe Rolle spielt.

Die Börse ist ihrer Natur nach kein Casino (jedenfalls nicht in normalen Zeiten, wir müssen allerdings zugeben, dass es Perioden der Euphorie und der Depression gibt, in denen keine rationale Preisfindung mehr stattfindet). Daher ist auch nicht der Münzwurf das richtige Analogon, obwohl dies in der Literatur immer wieder (um der einfacheren Berechenbarkeit Willen) angenommen wird. Die Börsen haben zwar mehr mit Zufall zu tun als das Tennisspiel, aber doch weniger als der Münzwurf. Es gibt Investoren (oder Organisationen oder Techniken), die über viele Jahre gute Ergebnisse erwirtschaften. Bei manchen von ihnen stellt sich heraus, dass es **nicht mit rechten Dingen zugegangen ist**¹, aber einige legen ihr Vorgehen offen und sind auf nachvollziehbare, aber eben auch unnachahmliche Weise einfach besser als der Rest. Denken wir etwa an Warren Buffett, der **mindestens acht Stunden pro Woche Bridge**² spielt und diese Leidenschaft, wann immer es der Terminplan hergibt, mit Bill Gates teilt. Die über die Zeit guten Ergebnisse der guten Investoren im Verhältnis zum Markt und den Mitspielern haben wenig mit Zufall und viel mit dem vernünftigen Abwägen von Chancen und Risiken zu tun, mit dem zeitigen Erkennen von Trends, mit dem Verständnis von Geschäftsmodellen, mit dem Begreifen der politischen und wirtschaftlichen Realitäten, mit der intelligenten Anwendung der zur Verfügung stehenden Instrumente, Techniken und Modelle. Diese Investoren sind gute Strategen, indem sie die Gewohnheiten und Präferenzen der übrigen Marktteilnehmer überlegen abschätzen, und sie sind gute Kombinatoriker, indem sie sich ausrechnen, welche Möglichkeiten überhaupt Sinn machen und welche getrost ignoriert werden können. Ihr Spiel ist kein Ratespiel, sondern der Versuch, in unberechenbaren und manchmal widrigen Umständen auf intelligente Weise das beste Ergebnis zu erreichen.

¹ <https://www.newyorker.com/magazine/2017/01/16/when-the-feds-went-after-the-hedge-fund-legend-steven-a-cohen>

Kurz, erfolgreiche Investoren bringen alles mit, was ein guter Kartenspieler können muss. Gute Skatspieler, die wirtschaftlichen Sachverstand und ein Gefühl für die Märkte mitbringen, wären wohl auch gute Investoren, mit konstant guten Platzierungen in den Ranglisten. Aber Bridget tut es wohl auch.

Und was sagt der Skatspieler zum aktuellen Markt? Die Kurse wirken ausgereizt. Die Zentralbanken sind weich geworden, die Chinesen und die Amerikaner wollen sich vertragen, die Unternehmensergebnisse sind generell gut. Es liegen viele gute Nachrichten auf dem Tisch. Und die Kurse (und allgemein: die Risikoprämien) spiegeln diese Situation wider. Bei der nächsten Runde ist es wahrscheinlich kein Fehler, zu „passen“. Es ist an der Zeit, etwas mehr Cash zu halten als üblich.

DISCLAIMER:

Dieser Artikel enthält die gegenwärtigen Meinungen des Autors, aber nicht notwendigerweise die der Eyb & Wallwitz Vermögensmanagement GmbH. Diese Meinungen können sich jederzeit ändern, ohne dass dies mitgeteilt wird. Der Artikel dient der Unterhaltung und Belehrung und ist kein Anlagevorschlag bezüglich irgendeines Wertpapiers, eines Produkts oder einer Strategie. Die Informationen, die für diesen Artikel verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die der Autor für verlässlich hält, für die er aber nicht garantieren kann. Die Quelle für die Grafiken ist, soweit nicht anders vermerkt, Bloomberg.