

Institutionelle Anleger in der Finanzkrise – Back to Basics?

Die Finanzkrise, die vor mehr als zwei Jahren im US-amerikanischen Subprime-Kreditmarkt ihren Anfang nahm, war für viele deutsche und internationale Anleger ein einschneidendes Ereignis. Auch heute, im Sommer des Jahres 2009, ist ein definitives Ende dieser Krise noch nicht in Sicht, wenn auch die schwierigsten Zeiten vermutlich vorbei sind. Es ist sicherlich keine gewagte Annahme, dass die Folgen dieser Krise auf allen Ebenen des wirtschaftlichen und politischen Geschehens noch viele Jahre spürbar sein werden.

Fragen der Asset Allocation und des Risikomanagements

Im Folgenden sollen aus der Fülle der diskussionswürdigen, krisenrelevanten Themen ein paar Punkte herausgegriffen werden, die insbesondere die Fragen der Asset Allocation und des Risikomanagements auf der operationellen Ebene und im Portfoliozusammenhang betreffen. Dabei sind Verallgemeinerungen bezüglich der Auswirkungen auf eine Gruppe von Akteuren, wie zum Beispiel institutionelle Anleger oder Asset Manager, jedoch immer problematisch. Sie können vernünftigerweise wohl immer nur als überwiegend geltende Aussagen verstanden werden, so unterschiedlich sind die Verhältnisse im Einzelnen.

In der Gesamtschau verschiedener in den letzten Monaten veröffentlichter Statistiken und Übersichten auf Markt- und Verbandsebene kommt man zu dem Eindruck, dass deutsche institutionelle Anleger in ihrer Mehrheit die Krise bislang relativ gut gemeistert haben, verglichen mit ihrer europäischen Peer-Group. Verantwortlich dafür ist sicherlich eine Mischung aus einer traditionellen und auch zum Teil regulatorisch geforderten Rentenlastigkeit der Vermögen, einer eher risikoaverseren Grundhaltung vieler deutscher Anleger sowie

einer im Großen und Ganzen doch sehr effektiven und risikobewussten Regulierung, wie sie beispielsweise im Versicherungsaufsichts- und Investmentrecht vorzufinden ist. Auch geben sich viele Anleger in ihrer Vermögensdisposition einen kleineren Aktionsradius als gesetzlich möglich, woraus in aller Regel geringere Portfoliorisiken resultieren.

Leider ist die gegenwärtige Krise kein Ereignis, wie es nur alle Jahrzehnte einmal vorkommt. Sie reiht sich in ein knappes Dutzend krisenhafter Entwicklungen der letzten rund 20 Jahre ein, begonnen mit dem 1987er Crash über die Mexiko- und Asienkrise, Long Term Capital Management, die Technologie-Blase, 9/11 und so weiter. Während simplifizierende statistische Betrachtungen Ereignisse dieser Größenordnung nur alle paar Jahrzehnte wahrscheinlich erscheinen lassen, macht die Realität doch deutlich, dass Anleger und Asset Manager sich auf mehr oder minder schwere Krisen während ihres

Berufslebens als fast sicher eintretendes Ereignis einzustellen haben.

Lässt man die für die Praxis in der Regel irrelevanten Entscheidungen unter Sicherheit (alle Zahlungsströme sind bei Investitionen und Desinvestitionen für alle möglichen Umstände bekannt) beiseite, so kann man zwischen Entscheidungen unter Unsicherheit und Entscheidungen unter Ungewissheit trennen. Bei Ersteren nimmt man an, dass die Entscheidungsvariablen (zum Beispiel der Return einer Kapitalanlage) durch eine bekannte Wahrscheinlichkeitsfunktion beschrieben werden können, während sich die objektiv gegebene Variabilität bei Letzteren einer direkten statistischen Modellierung entzieht.

Entscheidungssituation und Kontrollillusion

Mit dem Aufkommen der modernen Finanzierungstheorie wurde die Modellierung der Entscheidungssituation unter Unsicherheit zur dominanten Vorgehensweise in Wissenschaft und Praxis. Dabei beschränkte man sich in aller Regel auf einfache Wahrscheinlichkeitsverteilungen, darunter sehr prominent die Normalverteilung. Dies tat man jedoch nicht, weil man mit ihnen die Realität besonders gut modellieren kann, sondern weil sie in den aus ihnen abgeleiteten Entscheidungsregeln (wie zum Beispiel der sogenannten Markowitzschen Optimierung) mathematisch „pflegeleicht“ waren, das heißt zu einfachen, geschlossenen und leicht programmierbaren Regeln geführt haben. In vielen Fällen war das, wie das Marktgeschehen nur allzu oft gezeigt hat, ein Sieg der (mathematischen) Form über die Funktion.

Erleichtert wurde dieser Siegeszug auch durch die Revolution der Informationsverarbeitung, die die Modelle der sechziger

Dr. Hans-Jörg Frantzmann, Geschäftsführer, FIL Investment Management GmbH – Fidelity International, Kronberg im Taunus

Die jetzt vernehmbare Kritik an der Modellgläubigkeit bringt für den Autor nur zum Ausdruck, wie spärlich die Erkenntnisse der empirischen Finanzmarktforschung aus den vergangenen 30 Jahren Eingang in die Anlage- und Modellierungspraxis gefunden haben. Als Folge der Krise erwartet er deshalb einerseits offenere, aber auch komplexere Modellierungen, die nicht mehr auf geschlossene und leicht programmierbare Formeln gestützt sein werden. Andererseits sieht er robuste und einfache Entscheidungsregeln aufgewertet. Zudem registriert er generell eine Rückdelegation unternehmerischer Verantwortung an die Anleger. (Red.)

bis achtziger Jahre des vergangenen Jahrhunderts einer Berechenbarkeit zugeführt hat, die zum damaligen Zeitpunkt nicht denkbar war und deshalb vermutlich auch die Schöpfer dieser Modelle zur Bevorzugung der Form gegenüber der Funktion hat kommen lassen. Die scheinbar vollständige und korrekte Modellierung, beispielsweise von Risiken, gekoppelt mit einer vergleichsweise sehr einfachen Berechenbarkeit, hat in vielen Fällen zu einer Kontrollillusion geführt. Diese wurde durch sogenannte „Black Swan“-Ereignisse, also extreme statistische Ausprägungen von Kursen, Renditen oder ähnlicher Größen, schmerzhaft für manchen Anleger gerade auch in der aktuellen Krise zerstört.

Mathematisierung der Finanzierungstheorie

Die zunehmende Mathematisierung der Finanzierungstheorie und auch anderer Teilgebiete der Wirtschaftswissenschaften hat dazu geführt, dass ihren Modellen im Wesentlichen der gleiche kausalitätsbeschreibende Charakter wie naturwissenschaftlichen Ansätzen zugemessen wurde. Während jedoch beispielsweise in der Physik ein Modell eine real vorhandene Kausalität beschreibt und damit in Laborsituationen aber auch in der Realität immer wieder zu gleichen Ergebnissen führt, sind die Modelle der Finanzierungstheorie fast immer Beschreibungen statistischer Zusammenhänge, die in hohem Maße von funktionsfähigen Märkten abhängen (siehe dazu später auch das Stichwort Liquidität), und die im Zeitablauf auch teilweise signifikanten Veränderungen unterliegen.

Finanzmodelle beschreiben Korrelationen und nicht Kausalitäten, und diese vergleichsweise geringere Robustheit muss im Risikomanagement berücksichtigt werden. Die genannten extremen Ausprägungen sind gleichwohl für die empirische Kapitalmarktforschung kein neues Thema. Jedoch fanden die Erkenntnisse der letzten rund 30 Jahre in viel zu geringem Maße Eingang in die Anlage- und Modellierungspraxis. Eine Folge der gegenwärtigen Krise wird deshalb sein, dass einerseits Modellierungen, zum Beispiel für Risikomanagementzwecke, komplexer und offener sein werden, das heißt nicht mehr auf einfache geschlossene und leicht programmierbare Formeln gestützt sein werden. Andererseits werden robuste und einfache Entscheidungsregeln, wie sie für Ungewissheits-

situationen (zum Beispiel Stresstests, Worst-Case-Überlegungen) bekannt sind, stärker an Bedeutung gewinnen. Letztere dürften für viele Anleger auch den Vorteil haben, dass sie sehr viel leichter nachvollziehbar und implementierbar sind.

Darüber hinaus hat die gegenwärtige Krise auch verdeutlicht, dass die Entscheidungsunterstützung in Form von Modellierungen nicht schon direkt die Entscheidung selbst darstellen kann und diese in vielen Fällen noch nicht einmal direkt impliziert. Anlage- und Risikomanagemententscheidungen sind in aller Regel komplex, müssen durch Modellierungen unterstützt, aber eben nicht vorweggenommen oder ersetzt werden. Die intelligente fachmännische Gesamtschau muss auf Entscheidungsunterstützung zurückgreifen und robustere Entscheidungsregeln benutzen, kann den im Grunde genommen unternehmerischen Akt der Entscheidung selbst jedoch nicht auf die Modellebene wegdelegieren.

Liquidität

Die Finanzkrise hat nicht nur zu Liquiditätsproblemen bei Banken geführt, die sich zeitweise keine kurzfristige Finanzierung im Internbankenmarkt beschaffen konnten und auf Zentralbankgelder angewiesen waren, sondern hat auch in anderen, für den institutionellen Anleger relevanteren Teilssegmenten des Kapitalmarktes zu einer temporären Einstellung der Preisbildung geführt. Ganz augenfällig war dies beispielsweise bei Asset Backed Securities. Die so definierte Liquidität ist eine Größe, die bislang in der Finanzierungstheorie und in den aus ihr abgeleiteten Entscheidungsunterstützungsmodellen nur eine sehr untergeordnete Rolle gespielt hat.

Dies dürfte vor allem daran liegen, dass Liquidität als Ergebnis eines funktionierenden Preisbildungsmechanismus vieler Marktteilnehmer nur extrem schwer modellierbar ist. In der Mehrzahl der Krisen der letzten 20 Jahre war jedoch Liquidität oder vielmehr ihr Nichtvorhandensein ein ganz wesentlicher Faktor zur Verschärfung der Situation. Institutionelle Anleger werden daher in größerem Maße als bisher Liquiditätsüberlegungen in ihre Anlageentscheidungen und ihre operationellen Planungen einfließen lassen müssen. Die staatliche Regulierung sieht dies zwar auch schon seit geraumer Zeit vor, stößt jedoch an Grenzen, da der Wille (und auch die

wirtschaftliche Möglichkeit zur Risikoübernahme durch Bereitstellung von Eigenkapital) zur Preisbildung sich im Wesentlichen staatlicher Reglementierung entzieht.

Diversifikation

Man denke nur daran, dass um den Jahreswechsel 2008/2009 herum selbst Liquiditätsprobleme in Form extremer Geld-Brief-Spannen auf den Staatsanleihemärkten zu

beobachten waren. In den kommenden Jahren wird die enorm zunehmende staatliche Verschuldung zu einer weiteren Auffächerung der Ratings staatlicher Emittenten und damit auch zu einem Liquiditätsgefälle in bislang nicht gekanntem Ausmaß führen. Für den vorausschauend planenden Anleger kann die gesetzliche Vorgabe somit in der Regel nur die Mindestanforderung darstellen. Als weitere Konsequenz dürften für illiquide Assetklassen die von den Anlegern erwarteten Returns steigen, da in ihnen höhere Illiquiditätsprämien verarbeitet werden müssen.

Der Diversifikationsgedanke ist eines der zentralen Elemente der Finanzierungstheorie und der aus ihr abgeleiteten Regulierung. Er ist jedoch keine originäre Erfindung der Wirtschaftswissenschaften, sondern kann nach den Erkenntnissen der Ethnologie ganz allgemein menschlichem Verhalten zugeschrieben werden. An den Finanzmärkten stellt sich Diversifikation jedoch nicht als Folge einer Naturgesetzmäßigkeit ein, sondern vor dem Hintergrund zeitlich variierender Korrelationsmuster. Teil dieses statistischen Befundes ist die Tatsache, dass es Zeiträume gibt, in denen der Diversifikationseffekt stark ausgeprägt ist, und dass es genauso Perioden gibt, in denen Märkte und Anlageklassen ein hohes Maß an Gleichlauf aufweisen.

Es ist eine altbekannte Tatsache, dass gerade in Bärenmärkten Korrelationen generell

mehr oder weniger stark ansteigen und durchaus ihr Vorzeichen (das heißt von negativ zu positiv) wechseln kann. Dieser Effekt war besonders stark im Jahr 2008 ausgeprägt und wurde sehr wahrscheinlich durch das bereits angesprochene Liquiditätsproblem noch deutlich verschärft. Daraus zu schließen, dass Diversifikationsanstrengungen im Allgemeinen unsinnig sind und nichts fruchten, wäre jedoch völlig verfehlt. Extreme Ausprägungen sind zunächst normale Phänomene und alleine nicht geeignet, fundamentale statistische Zusammenhänge zu verneinen.

Risikoprämien

Sehr relevant hingegen für das Thema Mischung und Streuung ist die Frage, wie diversifiziert wird. Eine naive Diversifikation über Assetklassen kann dabei, wie Analysen mit Hilfe von Risikofaktormodellen zeigen, durchaus problematisch sein, da sie eine Streuung von Risiken suggeriert, während die Returns des Portfolios (zum Beispiel ein regional diversifiziertes Aktien- und Rentenportfolio) möglicherweise von einigen wenigen gemeinsamen Risikofaktoren getrieben werden. Ein im Innern konzentriertes Portfolio kann somit bei oberflächlicher Betrachtung als durchaus breit diversifiziert erscheinen. Eine effektive Diversifikation darf daher nicht naiv auf der Ebene von Anlageklassen, Regionen oder Investmentstilen ansetzen, sondern sollte auf einer vorab erfolgten

Risikofaktoranalyse aufsetzen. Erhalten bleibt dabei selbstverständlich das angesprochene Problem der statistischen Natur der Risikofaktormodelle.

Der Begriff Versicherungsprämie stammt aus der Versicherungsökonomie und wurde von der Finanzierungstheorie zur Beschreibung des Zusammenhangs von Return und Risiko übernommen. Wie im dargestellten Fall der Risikomodelle, so stellt sich auch hier leicht eine begriffliche Unschärfe ein. Während ein Versicherer eine Risikoprämie in der Regel vor Übernahme des Risikos vereinnahmt und damit kalkulieren kann, sind Risikoprämien an den Kapitalmärkten zunächst nichts anderes als Abbildungen statistischer Mittelwerte. Wenn Anleger beispielsweise darüber klagen, derzeit auf eine „verlorene Dekade“ an den meisten Aktienmärkten zurückzuschauen,¹⁾ in der die Gesamtperformance bei null liegt und damit das eingesetzte Kapital nicht risikoadäquat verzinst wurde, so verkennen sie dabei, dass die Aktienrisikoprämie keine feste Kalkulationsgröße ist, die dem Anleger nach ausreichend langem und geduldigem Warten vom „Markt“ vergütet wird. Vielmehr ist die Risikoprämie eine im statistischen Mittel zu erwartende Kompensation für die Übernahme von Eigenkapitalrisiken, jedoch unter der Voraussetzung, dass diese effektiv gemanagt werden.

Welche Herausforderungen damit verknüpft sind, wird deutlich, wenn man beispielsweise die Performance von Aktien auf Jahresbasis betrachtet, also einer Fristigkeit, die den typischen Anlagehorizonten näher kommt als die meist zu findenden Betrachtungen auf Monats- oder Quartalsbasis. So war der amerikanische Aktienmarkt zum Beispiel in den 207 Jahren von 1802 bis 2009 in 173 Jahren (also in mehr als 80 Prozent aller Fälle) in einem Zustand, in dem er von vorherigen (lokalen) Höchstständen im Fallen begriffen war oder nach einem Bärenmarkt versucht hat, an alte (lokale) Höchststände wieder anzuknüpfen – und dies oftmals über Jahrzehnte umfassende Zeiträume.²⁾

In etwa vergleichbare Phänomene finden sich in vielen Aktienmärkten und machen deutlich, dass es keineswegs irrelevant ist, wann Investitions- und Desinvestitionsentscheidungen gefällt werden, und dass das Aktienrisiko zur Erzielung der Risikoprämie gemanagt werden muss. Die Risikoabgeltung ist eine Folge geschickten unterneh-

merischen Handelns in der Ausnutzung zeitlich variierender Risikoprämien und keine „Durchhalteprämie“, die den Begriff der Bewirtschaftung von Eigenkapital ad absurdum führen würde.

Alpha und Beta

Die Begriffe Alpha und Beta haben sich in den letzten Jahren einen festen Platz im Kapitalmarktjargon erobert. Dabei war im Laufe der Zeit durchaus eine deutliche Begriffsverschiebung zu beobachten: Ursprünglich einfaktorielles Risikomodell vorbehalten, wurden sie vom Capital-Asset-Pricing-Modell, einem einfachen Bewertungsmodell für Kapitalmarktrisiken zur Beschreibung risikoadjustierter Performancedifferenzen beziehungsweise des entsprechenden systematischen Risikos gegenüber einem imaginären Marktportfolio verwendet.

Mittlerweile hat sich das Marketing der Finanzdienstleistungsbranche dieser Begriffe bemächtigt und versteht sie in einem sehr diffusen Sinne als „Alpha gleich Outperformance“ und „Beta als Marktrisiko oder Marktexposure“. Geht man auf die Stufe der Bewertungsmodelle zurück, so hat Alpha durchaus eine gute theoretische Fundierung als systematische, das heißt im langen Mittel manifestierte Outperformance nach Berücksichtigung aller a priori bekannten Risikoprämien, für deren Erzielung der Asset Manager keine besondere Leistungen zu erbringen hat.

Das grundlegende Problem besteht jedoch darin, dass es bislang kein Risikobewertungsmodell gibt, das eine längere Phase der empirischen Validierung unbeschadet überstanden hätte. „Wahres“ Alpha bleibt damit bis auf Weiteres eine theoretische Größe, für die ein empirischer Nachweis noch nicht geführt werden konnte. Outperformance lässt sich denkbar einfach feststellen, sie als Alpha zu bezeichnen erfordert jedoch heroische Annahmen. Es ist im Gegenteil sogar zu vermuten, dass im Markt angebotene „Alpha generierende“ Anlagestrategien in vielen Fällen dem Anleger nur eine (gerechtfertigte) Kompensation für die Übernahme nicht gänzlicher verständener „exotischer“ Risiken (darunter wahrscheinlich das Liquiditätsrisiko) bieten.³⁾ Möglicherweise deuten die Performanceprobleme, die bei einigen Hedgefondsstrategien in der Finanzkrise zu beobachten waren, in diese Richtung.

Die dramatischen Zuspitzungen der Finanzkrise, die hoffentlich ihren Höhepunkt im Untergang der US-Investmentbank Lehman Brothers gefunden haben, hat vielen Anlegern deutlich gemacht, dass in der Kapitalanlage nicht nur Marktrisiken zu managen sind, sondern dass in den Prozessketten des Wertpapierhandels und der -abwicklung durchaus operationelle Risiken lauern, die ebenfalls sorgsam analysiert werden müssen. Die Konkursverwalter der fallierten Banken sind bis heute damit beschäftigt, sich für viele hunderttausende Verträge einen Überblick über geleistete Sicherheiten und eventuelle Folgezahlungen zu verschaffen.

Operationelle Kosten und Risiken

Dem gesamten Komplex der Gegenpartei-risiken hat sich der deutsche Gesetzgeber zwar schon seit mehreren Jahren in den Novellierungen des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften und dann im Investmentgesetz zugewandt, jedoch muss man immer wieder in der täglichen Praxis, insbesondere bei OTC-Derivategeschäften feststellen, dass je nach Bankplatz oder Gegenpartei dem Anleger unterschiedliche zusätzliche Sicherheiten beim Vertragsabschluss geboten werden. Anleger sind gut beraten, diese Fragestellung stärker im Auge zu behalten und effiziente Sicherungsmechanismen zu implementieren.

Von ebenso großer Bedeutung sind die mit Handel und Abwicklung verbundenen Kosten sowie die Verzinsung der in vielen Fällen erheblichen Kassenbestände, die Anleger nach einer Risikoadjustierung ihres Anlagenbestandes, beispielsweise durch den Verkauf von Aktien, halten. In Zeiten niedriger nomineller Returns vieler Assetklassen haben die Middle- und Back-Office-Kosten wegen ihrer sehr geringen Preiselastizität eine größere Bedeutung erlangt. Es ist Anlegern zu raten, sich die gesamte Transaktionsprozesskette anzuschauen und die Kosten und Kostentreiber genau zu analysieren.

Liquide Mittel, beispielsweise in Spezialfonds, sind meist das Waisenkind des Managements. Der Portfoliomanager hat in fast allen Fällen nur die Aufgabe, die jeweilige Assetklasse gut zu managen, der Anleger hat das gesamte Management delegiert, und die Depotbank legt mechanisch die Barmittel zu irgendwann in der Vergangenheit vereinbarten Zinssätzen

(oder Spreads bezogen auf einen Referenzzinssatz) an. In einem freundlichen Marktumfeld, in dem die Kassehaltung sich in Fonds im unteren einstelligen Prozentbereich des Fondsvermögens bewegt, ist die Verzinsung kein wirklich erfolgskritischer Faktor.

Wenn jedoch, wie in der jetzigen Finanzkrise, liquide Mittel oftmals einen hohen zweistelligen Prozentsatz erreichen, wird eine Minderverzinsung aufgrund eines fehlenden oder unprofessionellen Liquiditätsmanagements schmerzlich spürbar. Anleger sollten daher mit allen Beteiligten einen effizienten Prozess des Liquiditätsmanagements vereinbaren, der auch modernere Anlageformen wie Cash-Fonds und einen transparenten Ansatz der Zinsfindung umfasst.

Die gegenwärtige Finanzkrise hat viele Kapitalmarktakteure erheblich verunsichert und sie an lange gehegten Gewissheiten zweifeln lassen. Wie üblich folgt auf die Krise die Phase der Besinnung und der Neuorientierung, der oft zu vernehmende Ruf „Back to Basics“ bringt dies zum Ausdruck. Anleger sind gut beraten, bei diesem Prozess zwischen überflüssigen Moderscheinungen, deren mangelnder Nutzen durch die Finanzkrise augenfällig wurde, und prinzipiell sinnvollen Methoden und Ansätzen wie zum Beispiel der Diversifikation und der Entscheidungsunterstützung im Risikomanagement zu unterscheiden. Generell hat die Krise zu einer Rückdelegation unternehmerischer Verantwortung an die Anleger geführt.

Die Anleger sollten diese Verantwortung annehmen und den Herausforderungen mit einer Mischung aus robusten Entscheidungsregeln – meist nur eine Umschreibung des gesunden Menschenverstandes – und besserem Methodeneinsatz zum Beispiel im Risikomanagement begegnen. Eine Rückkehr in ein „Kapitalmarktbietermeier“ wird es nicht geben. In früheren Zeiten war es nicht besser, nur anders.

Fußnoten

¹⁾ Bei einer Opportunitätskostenbetrachtung verlängert sich dieser Zeitraum in vielen Aktienmärkten ganz erheblich.

²⁾ Siehe dazu Robert Arnott, „Bonds: Why Bother“, The Journal of Indexes, Mai/Juni 2009.

³⁾ Siehe dazu auch Rolf Banz, „Ein scheues Reh namens Alpha – Können, Zufall oder abgeschöpfte Risikoprämien“, Neue Zürcher Zeitung, 10. November 2004.