

## SONDERBEILAGE: INVESTMENTFONDS

# Aus der Finanzkrise lässt sich lernen

Über Anlageziele tiefgreifender nachdenken – Auch Katastrophen können äußerst produktiv sein

VON THOMAS KABISCH

Börsen-Zeitung, 15.11.2008  
Max Frisch sagte: „Die Krise ist ein produktiver Zustand, man muss ihr nur den Beigeschmack der Katastrophe nehmen.“ Die aktuelle globale Finanzkrise hat deutliche Zeichen einer Katastrophe, es bedurfte gewaltiger staatlicher Anstrengungen, um den Grundstein für die Überwindung der Krise zu legen. Die internationalen Kredit- und Kapitalmärkte sind von einem normalen Zustand weit entfernt. Die Auswirkungen für Konjunktur und Beschäftigung sind im Ausmaß noch zu bestimmen, sie werden von der Richtung zweifellos negativ sein. Die Krise könnte sich, um bei Max Frisch zu bleiben, als produktiv erweisen, insofern sie Anlass bietet, über Anlageziele und Risikotoleranzen tiefgehender nachzudenken, als es sonst üblich ist.

Krisen sind nichts Ungewöhnliches, wenn die dramatischen Ereignisse der letzten Monate in einem größeren Kontext betrachtet werden. Allein in den letzten 20 Jahren erlebten wir eine Vielzahl von Finanzmarktkrisen, etwa – um nur die größeren zu nennen – den Aktiencrash von 1987, den Immobilien- und Aktiencrash in Japan in den neunziger Jahren, die LTCM-Krise 1998 und das Platzen der Technologieblase zu Beginn des neuen Jahrtausends. Die aktuelle Krise setzt diese Serie großer Krisen fort und überbietet sie zugleich. Kein Geringerer als der frühere US-Notenbank-Chef Alan Greenspan vergleicht sie bereits mit der Weltwirtschaftskrise von 1929.

Allen diesen Krisen ist gemein, dass sie die internationale Architektur der Finanzmärkte auf eine harte Belastungsprobe gestellt haben bzw. stellen. Aktuell gilt die Belastungsprobe als noch nicht bestanden. Der zeitliche Verlauf dieser Krisen sowie ihrer Antriebskräfte sind ähnlich. Am Anfang steht eine größere Störung, eine große Pleite oder das Platzen einer Marktblase. Daran schließen sich verstärkende Faktoren an, und je nachdem, wie lange diese Faktoren wirken, kann es zu einer systemischen Krise kommen. Die verstärkenden Effekte sind zunächst unmittelbar materiell. Der Ausfall eines Emittenten hat Vermögensverluste bei den Gläubigern zur Folge, die

wiederum zu einer unfreiwilligen Liquidation von Vermögenswerten bei weiteren Akteuren führen können. Die Ausbreitung gleicht einem Dominoeffekt und kann zu einer vollständigen Austrocknung von Märkten führen. Hinzu kommen Verstärkungseffekte, die auf Gerüchten und Vermutungen basieren und letztlich der Intransparenz der Krisensituation geschuldet sind. Banken verleihen kein Geld, auch wenn objektiv eine hinreichende Bonität vorhanden wäre. Die Krise weitet sich aus zu einer Vertrauenskrise. Halten wir am Beispiel der aktuellen Krise fest: Am Beginn stand der US-Immobilienmarkt mit ungebremsten Preisanstiegen, die durch freizügige Kreditvergabe der Banken noch angeheizt wurden. Als die Blase platzte und die Preise zu fallen begannen, war nicht nur der Immobilienmarkt, sondern auch der Kreditmarkt für Subprime Loans betroffen, also für solche Anleihen, die Kredite niedriger Bonität verbriefen.

Die Krise beschränkte sich zunächst auf dieses Segment, zeigte dann aber Auswirkungen auf die benachbarten Unternehmensanleihen. Erschwerend kam hinzu, dass die Finanzverpackungsindustrie über spezialisierte Instrumente wie CDOs (Collateralized Debt Obligations) vorgab, aus Mischungen von Krediten unterschiedlicher Bonität – überspitzt gesagt – lupenrein saubere Schuldtitel herzustellen. Belegt wurde dies mit komplexen, mathematisch korrekten Berechnungen, die in normalen Zeiten funktionieren, den Stresstest dieser außergewöhnlichen Situation aber nicht bestanden haben. Daran ist auch die Problematik einer allein quantitativen Risikomodellierung und -begrifflichkeit zu erkennen.

Mit der Pleite von Bear Stearns erreichte die Vertrauenskrise einen ersten Höhepunkt, Maßnahmen der US-Notenbank konnten das Vertrauen zwar nicht vollständig wiederherstellen, aber stabilisieren. Die Krise breitete sich auch auf andere Assetklassen wie Aktien aus, die mit Blick auf das Liquiditätsrisiko Hedging-Möglichkeiten boten. Aus heutiger Sicht wird man die Pleite des traditionsreichen Brokerhauses Lehman als

den entscheidenden Brandbeschleuniger der Krise betrachten. Nun galt auf einmal für Finanzintermediäre wie Banken nicht mehr der Grundsatz „too big to fail“, und das Schlagwort „Counterparty Risk“ war in aller Munde. Der Ausfall von Lehman läutete das Ende des US-amerikanischen Investmentbankensystems ein: Von ehemals fünf großen Investmentbanken sind zwei verschwunden, eine hat sich bei einer Commercial Bank gerettet, zwei andere versuchen Mischbanken zu werden. Die Vertrauenskrise erreichte neue Höchststände, die Liquidität an den meisten Märkten brach zusammen. In der Folge kam es weltweit zu einer Vielzahl von Rettungsaktionen, zunächst in den USA in Höhe von über 700 Mrd. US-Dollar, weltweit inzwischen von mehreren Billionen Dollar.

Lässt sich, um bei Max Frisch zu bleiben, der Krise etwas Produktives abgewinnen? Aus Krisen lässt sich in vielerlei Hinsicht lernen, auch für den Anleger. Folgende Lektionen können gar nicht nachdrücklich genug betont werden. Einiges scheint banal, doch in der Krise zeigt sich, dass nicht überall alle Hausaufgaben gemacht worden sind:

- Ziele definieren,
- Investmenthorizont klassifizieren,
- realistische Risiko-Ertrag-Erwartungen festlegen,
- nur in Assets investieren, die man versteht,
- auf Liquidität achten,
- Verpflichtungen berücksichtigen,
- Risikorahmen setzen.

Ziele definieren – Gerade in Krisenzeiten wird offenkundig, wie wichtig es für jeden Anleger ist, seine Investmentziele zu definieren. Ist laufender Ertrag oder Wertzuwachs sein Hauptanliegen, möchte er einen ab-

Fortsetzung Seite B 16

soluten Ertrag oder vergleicht er sich mit Marktindizes und möchte einen Ertrag, der diese Indizes übersteigt? Natürlich wird ein Investor in guten Zeiten dem relativen Ertrag den Vorzug geben, während er in schlechten Zeiten den absoluten Er-



Von  
Thomas Kabisch

Vorsitzender der  
Meag-Geschäfts-  
führung

trag anstrebt. Beides gleichzeitig geht aber nicht, und ein Wechsel der Zieldefinition an jeder Wendemarke von steigenden zu fallenden sowie wieder zu steigenden Kursen überfordert jeden Vermögensmanager. Es ist eine eindeutige strategische Festlegung notwendig.

Investmenthorizont klassifizieren – Für welchen Zeithorizont strebt der Anleger seinen Ertrag an? Riskante Assetklassen profitieren von einer langfristigen Anlage, weisen aber klassischerweise eine signifikant höhere kurzfristige Volatilität auf. Investmentgesellschaften informieren über den mindestens erforderlichen Anlagehorizont ihrer Produkte: Aktienfonds ab acht Jahre, Rentenmarktfonds ab fünf Jahre. Anleger sind gut beraten, diese Hinweise ernst zu nehmen. Spekulative Engagements in Aktien sind nur etwas für Spielernaturen. Wer langfristig ein Vermögen zum Beispiel für die Altersvorsorge aufbauen will, dem offeriert die Aktie dagegen Eigenschaften, die mit Renten nicht erzielbar sind. Immer kommt es auf die richtige Mischung an.

Realistische Risiko-Ertrag-Erwartungen festlegen – Höherer Ertrag wird mit höherem Risiko erkaufte. Der Anleger muss festlegen, welche Komponente sein primäres Ziel ist: Verminderung von Risiko oder Erhöhung des erwarteten Ertrags, immer bezogen auf einen definierten Anlagehorizont. Anders gesagt: Sie können einem Läufer auch nicht sagen, er solle eine möglichst lange Strecke in möglichst kurzer Zeit laufen. Eines von beidem – Risiko oder Ertrag – ist festzulegen. Will man Risiko reduzieren, stellen dynamische Wertsicherungsstrategien im institutionellen Asset Management einen wichtigen Baustein dar, um bei sehr volatilen Märkten die Risiken für das Portfolio zu begrenzen. Sie sind auch Privatanlegern in speziellen Investmentfonds wie dem Wertsicherungsfonds Meag Floor EuroAktien zugänglich.

Nur in Assets investieren, die man versteht – Den sicheren Tipp gibt es nicht. Versteht man eine Assetklasse nicht, versteht man auch das Risiko dieser Assetklasse nicht. Je komplexer eine Assetklasse ist, umso höher ist auch der Aufwand, das zugrunde liegende Risiko richtig einzuschätzen. Deswegen kann es gerade in der Kapitalanlage oft sinnvoll sein, langweilig genannt zu werden, wenn man risikobewusst investiert. Wie viele Privatanleger in den vergangenen Wochen aus Medienberichten erfahren mussten, haben offensichtlich auch einige professionelle Anleger die wahren Risiken ihrer Kapitalanlagen nur sehr unvollständig verstanden. Die Münchener-Rückgruppe mit der Meag als Vermögensmanager ist traditionell ein sehr konservativer Anleger. Dies betrifft nicht nur innovative Anlageprodukte und -instrumente, sondern auch ungesunde Entwicklungen auf den Kapitalmärkten, denen wir mit viel Skepsis und entsprechender Zurückhaltung im Anlagemanagement begegnen.

Auf Liquidität achten – Eine der wichtigsten Lektionen aus der gegenwärtigen Krise ist die Neubewertung des Liquiditätsrisikos. Versicherungen planen ihren Liquiditätsbedarf zwar voraus, doch unvorhergesehene Umstände können die schnelle Liquidierbarkeit von Vermögen erforderlich machen. Naturkatastrophen wie die Hurrikane „Gustav“ oder „Ike“ in diesem Sommer in den USA können zu unerwartet hohen Zahlungsverpflichtungen der Assekuranz führen. Die Meag muss immer in der Lage sein, von den Versicherungen benötigte Gelder schnell zur Verfügung zu stellen. Dasselbe gilt auch für Privatanleger, der abhängig von den Wechselfällen des Lebens Liquidität mobilisieren möchte, ohne gleich in eine finanzielle Zwangslage zu geraten.

Verpflichtungen berücksichtigen – Eine zentrale Frage für uns lautet immer: Wie viel Verlust können wir uns maximal leisten, ohne

dass die Zahlungsverpflichtungen unserer Mandanten gegenüber den Versicherungsnehmern gefährdet sind? Diese Frage ist auch für den Privatanleger existenziell. Er darf nur immer so stark in riskanten Vermögensklassen investiert sein, dass er seine Zahlungsverpflichtungen unabhängig von der Lage an den Finanzmärkten jederzeit erfüllen kann. Die Zahlungsverpflichtungen sind vorsichtig abzuschätzen, das finanzielle Risiko der Unterschätzung ist deutlich höher als das der Überschätzung.

Risikorahmen setzen – Schwankungsfreudige Märkte eröffnen für besonnene Kapitalanleger auch Chancen: langfristige, aber auch kurzfristige. Der Anleger ist allerdings gut beraten, diese Chancen immer nur im Rahmen eines vorgegebenen Risikorahmens zu nutzen. So sollte der Anleger in Anbetracht möglicher Schwächephasen vorher Kursmarken definieren, bei denen er den Ausstieg sucht, um seine Kursverluste wirkungsvoll zu begrenzen. Darüber hinaus sollte er sicherstellen, dass die Märkte dafür auch liquide genug sind.

#### Die Meag macht es vor

Privatanleger können hier durchaus von institutionellen Anlegern der Versicherungswirtschaft wie der Meag lernen. So haben wir gewisse Routinen und Sicherungsmechanismen eingebaut, die uns vor den gravierendsten Auswirkungen von externen Störungen schützen. Regelmäßig überprüfen wir die Diversifikation und die Risikotragfähigkeit unserer Vermögensstrukturen im Rahmen von strategischen Allokationen. Dabei spielen Extrem Szenarien eine wichtige Rolle. Auch Katastrophen können in diesem Sinne, womit wir wieder bei Max Frisch wären, äußerst produktiv sein.