

Der Crash erschüttert die Grundfesten der Geldanlage

Das «annus horribilis» 2008 an den Finanzmärkten hat bei vielen Börsianern und Fondsmanagern althergebrachte Grundüberzeugungen ins Wanken gebracht. In Internetforen und Börsenbriefen liefern sie sich Streitgespräche über die Gültigkeit der modernen Portfoliotheorie. Diese massgeblich von dem amerikanischen Ökonomen und Nobelpreisträger Harry Markowitz entwickelte Lehre ist die wichtigste Grundlage für die Strukturierung von Anlageportefeuilles. Ihre Geburtsstunde hatte sie mit dem 1952 von Markowitz publizierten wissenschaftlichen Artikel «Portfolio Selection», und aus der Praxis der heutigen professionellen Geldanlage ist sie nicht wegzudenken. Sie rät, bei der Geldanlage niemals «alle Eier in einen Korb zu legen». Laut ihr sollten Investoren ihre Vermögen auf mehrere, sich möglichst gegenläufig entwickelnde Anlagetitel verteilen und so die Risiken streuen. Dadurch entstünden effiziente Portefeuilles, die die Anleger vor Verlusten schützten.

Soweit die Theorie – doch im Finanzcrash des Jahres 2008 half sie den Investoren herzlich wenig. Ob sie ihr Geld nun in Aktien, Anleihen, Immobilien, Rohwaren sowie Hedgefonds anlegten oder zwischen den Anlageklassen streuten – kaum ein Portefeuille, so ausgeklügelt es auch war, bewahrte sie vor hohen Einbussen. Im Abwärtsstrudel korrelierten plötzlich Anlagen sehr stark, die zuvor gemäss den bisherigen Erfahrungen als gegenläufig galten und Risiken im Portefeuille reduzieren sollten.

FONDS SOLLEN RISIKEN STREUEN

Letztlich galt im vergangenen Börsenjahr einzig das Prinzip «Cash is king»: Nur noch die Liquidität von Vermögensanlagen zählte. In dieser Extremsituation – ausgelöst von der zunehmenden Verschärfung der Finanzkrise, die nach dem Kollaps der US-Investmentbank Lehman Brothers ihren bisherigen Höhepunkt erreichte – erzielten Anleger mit der Streuung von Risiken zwar eine gewisse relative Verlustmilderung, absolut gesehen landeten ihre Depots aber tief in den roten Zahlen.

Anlagefonds ziehen ihre Existenzberechtigung u. a. daraus, dass es ihnen gemäss der Portfoliotheorie und dem darauf aufbauenden Capital Asset Pricing Model (CAPM) gelingt, das Risiko von Wertpapieren zum Teil «wegzudiversifizieren». Die Branche argumentiert, sie biete besonders Privatinvestoren hiermit etwas, das die meisten von ihnen mittels Direktanlagen nicht erzielen könnten.

Schliesslich seien ihre Vermögen zu gering, um ein breit gestreutes Portefeuille aufzubauen.

Für unsystematische (titelspezifische) Risiken mag dies zu einem gewissen Grad stimmen. Solche bestehen beispielsweise, wenn es bei einer Aktiengesellschaft zu einem Streik kommt oder wenn ein Konkurrent ein neues Produkt auf den Markt bringt – dann leidet im Allgemeinen der Aktienkurs des Unternehmens. In einem breit gestreuten Portfolio, wie es ein Anlagefonds darstellen sollte, ist ein solcher Negativeffekt dann weniger spürbar. Anders verhält es sich aber mit systematischen Risiken. Diese verschwinden nämlich auch in einem breit diversifizierten Portefeuille wie einem Anlagefonds nicht; das versprach das CAPM auch nie. Solche Marktrisiken sind Ereignisse, die Einfluss auf den Gesamtmarkt haben, etwa Naturkatastrophen, politische Ereignisse wie Krieg oder Wahlen – oder eben die Verschärfung der Finanzmarktkrise im Jahr 2008. Letztere war sogar ein besonders grosses systematisches Risiko, da sie die Anlageklassen kollektiv in die Tiefe riss.

Die Entwicklung zeigte einmal mehr, dass eines der grössten Risiken an den Finanzmärkten in solchen Stress-Szenarien liegt, mit denen kaum jemand je gerechnet hätte. Kein Wunder, dass die «Schwarzer Schwan»-Theorie des Wissenschafters Nassim Nicholas Taleb unter Börsianern in aller Munde ist. Sein gleichnamiges Buch beschäftigt sich mit solchen Extremereignissen, die das bisher Vorstellbare übersteigen und deren Risiken folglich nicht einkalkuliert sind. Die «Schwarzer Schwan»-Metapher kommt daher, dass es bis zum 17. Jahrhundert in Europa als «erwiesen» galt, dass alle Schwäne weiss seien – bis Australien entdeckt wurde, wo es schwarze Trauerschwäne gab. Die Verschärfung der Finanzkrise im Jahr 2008 kann als ein solches Szenario gesehen werden, das kaum jemand vorhergesehen hat.

IM STRESSTEST VERSAGT

Dies zeigte sich besonders gut bei den Anlagefonds. Diese operieren im Allgemeinen nach den Prinzipien der Portfoliotheorie, und die meisten von ihnen fielen im Stresstest der ausserordentlichen Verwerfungen des Jahres 2008 durch. Mit Ausnahme der Schweizer Immobilienfonds lagen im vergangenen Jahr alle wichtigen Fondskategorien im Minus. Aktienfonds verbuchten horrend Verluste, Rohwaren- und Schwellenländerfonds landeten ebenfalls tief in den roten Zahlen, und auch Obligationenfonds bewahrten die An-

leger nicht vor Kapitaleinbussen.

Trotz den Marketingsprüchen der vergangenen Jahre haben die Investmentgesellschaften weiterhin kaum Produkte auf dem Markt, die die Anleger in einem Crash an den Finanzmärkten schützen. Als innovativ vermarktete Fondsarten der Marke Absolute Return oder Dach-Hedge-Funds, die mit dem Versprechen von Renditen in jeder Marktphase um Kunden werben, verbuchten heftige Verluste. Dasselbe galt für 130/30-Fonds – das sind Aktienfonds, die sowohl auf steigende als auch auf fallende Kurse setzen. Auch die Anlageziel-fonds, die sich mit dem Label einer «Vermögensverwaltung in Fondsform» schmücken und die Gelder der Kunden diversifiziert anlegen, lagen allesamt deutlich im Minus. In der Folge flüchteten die Anleger 2008 regelrecht aus Fonds. Einzig die als sicher geltenden Geldmarktfonds und die günstigen Exchange-Traded Funds (ETF) verbuchten im vergangenen Jahr Zuflüsse.

KAPITALERHALT ALS ZIEL

Die Anbieter traditioneller Anlagefonds stehen nun angesichts der Krise vor grossen Herausforderungen. Um das Vertrauen der Anleger zurückzugewinnen und wettbewerbsfähig zu bleiben, müssen sie sich mehr einfallen lassen, als standardisierte Produkte am Kunden vorbeizuproduzieren. In der anhaltenden Finanzkrise ist das wichtigste Bedürfnis der Fondskäufer der Kapitalerhalt. Die Herausforderung eines Absolute Return, von positiven Renditen in jeder Marktphase, ist also aktueller denn je. Es gilt vor allem, die Verlustrisiken der Fonds zu verringern.

Die Portfoliotheorie ist durch die Finanzkrise nicht widerlegt, schliesslich hat eine gute Risikostreuung in der Krise wenigstens noch Schlimmeres verhindert, und längerfristig erscheint sie weiterhin als solideste Basis für die Geldanlage. Die Anlagefondsbranche muss sich aber Gedanken machen, wie sie die herrschende Lehrmeinung ergänzt, um in Zukunft mit Extremsituationen an den Finanzmärkten besser umzugehen.

feb.