

Wer war schuld am Börsendebakel? – Unprofessionelles Verhalten der Institutionellen verstärkte Abschwung

# Anlagetugenden nicht über den Haufen werfen

Von Pirmin Hotz

Der Beginn des neuen Jahrtausends hat uns auf internationaler Basis eine Börsenkorrektur beschert, wie sie die Welt zuletzt vor über siebzig Jahren erlebt hat. In den vergangenen drei Jahren haben die Weltmärkte in der Referenzwährung Franken zwischenzeitlich gegen zwei Drittel auf ihren Höchstwert eingebüsst. Das Vertrauen der Anleger ist schwer angeschlagen, und eine nachhaltige Besserung ist auch nach der Kurserholung der letzten Monate kaum in Sicht.

Die Frage stellt sich, wer oder was für diesen dramatischen Kursverlauf verantwortlich war. Lassen sich heute Lehren ziehen, um einen derartigen Absturz in Zukunft zumindest im vorliegenden Ausmass zu verhindern? Oder lässt sich vielmehr schliessen, dass die Gründe für das Debakel zwar bestimmbar, Lehren für die Zukunft wegen der Einmaligkeit jedes Ereignisses jedoch kaum abzuleiten sind? Letzteres wäre durchaus im Einklang mit der Theorie der effizienten Märkte und der nobelpreisgekrönten neuen Portfoliotheorie zu verstehen.

Es fällt nicht schwer, Ursachen des Börsendebakels zu ergründen. Viele werden seit längerer Zeit in den Medien breitgeschlagen. Dazu gehören die geplante Blase der New Economy, Bilanzskandale, Managerexzesse, auf Leerverkäufe setzende Hedge funds, der Krieg im Irak genauso wie die damit einhergehende Abschwächung der Konjunktur weltweit. Es wäre nun aber zu einfach, den Börsenkollaps ausschliesslich oder auch nur primär auf diese Faktoren zurückzuführen. Während der letzten drei Jahre hat sich nämlich der Börsensturz sukzessive zu einem Investorendebakel gewandelt. Das teilweise irrationale, prozyklische Verhalten wichtiger Marktteilnehmer hat, ganz im Sinne eines Herdentriebs, den Verfall des Aktienwerts nicht unmassgeblich beschleunigt.

## Risiko realistisch einschätzen

Es lässt sich nicht von der Hand weisen, dass Börsenentwicklung und Handlungsweise der Investoren voneinander abhängig sind. Die Frage stellt sich jedoch, wie rational sich Anleger von wirtschaftlichen und politischen Gegebenheiten beeinflussen lassen. Dass die Investoren Aktien von Unternehmen, die sich in grossen Schwierigkeiten befinden, aus dem Portfolio verbannen, ist verständlich. Weniger nachvollziehbar hingegen ist die Tatsache, dass auch die Wertpapiere von Unternehmen, die finanziell auf gesunden Füßen stehen oder sogar Rekordergebnisse ausweisen, unter erheblichen Abwärtsdruck kamen. Viele nach wie vor erfolgreiche Börsengesellschaften weisen mittlerweile eine Dividendenrendite auf, die paradoxerweise weit über der Verzinsung langfristiger Bundesanleihen steht.

Entscheidend für dieses Verhaltensmuster dürfte sein, dass ein antizyklisches

Dr. oec. HSG Pirmin Hotz ist Inhaber der gleichnamigen, auf Vermögensverwaltung spezialisierten Gesellschaft in Baar.



Die Risikofähigkeit sollte das Auf und Ab an der Börse nicht beeinflussen. Viele Anleger erhöhen sie jedoch in der Hausse und reduzieren sie in der Baisse. BILD: YVONNE BAUMANN

Anlageverhalten für die meisten Investoren ein Lippenbekenntnis ist. Offensichtlich haben viele Marktteilnehmer, allen voran die Versicherungsgesellschaften, ihre Risikofähigkeit massiv überschätzt. Anders kann wohl kaum erklärt werden, dass eine ganze Branche mit langer Tradition innert kurzer Zeit an den Rand der Existenzfähigkeit gedrängt wurde. Hier haben hoch bezahlte Wirtschaftsführer ihre Hausaufgaben ungenügend gemacht.

Der rasche Auf- und Abbau der Aktienquote in den vergangenen drei Jahren ist nicht leicht zu verstehen und ist vermutlich nur möglich geworden, weil eine enorme Eigendynamik einen kollektiven Selbsterstörungsprozess ausgelöst hat. Dieses extrem prozyklische Verhalten wäre wohl in der Vergangenheit eher den kleinen Investoren zuzugedacht worden. Genau diese Anlegerkategorie hat sich aber in der jüngsten Krise einiges professioneller verhalten.

## Hausaufgaben machen

Das Argument einiger Versicherer, man sei wegen des Wettbewerbsdrucks in der Hausse gezwungen gewesen, Aktien zu halten, vermag im Nachhinein als Rechtfertigung für die panikartigen Zwangsverkäufe wenig zu überzeugen. Eine Anlagestrategie muss und darf nie allein wegen der Renditemöglichkeiten respektive der Risikowilligkeit, sondern vor allem auf der Basis der (offenbar nicht vorhandenen!) Risikofähigkeit definiert werden. Es ist eine banale Erkenntnis in der Anlagepolitik, dass die Risikofähigkeit der Risikowilligkeit in jedem Fall überzuordnen ist.

Auch das Argument, die Versicherer hätten wegen der divergierenden, buchhalterischen Fristigkeit von Aktiven und Passiven ein grundsätzliches Problem, eine langfristig sinnvolle Anlagestrategie zu entwickeln, sticht nicht. Dieses Defizit, sofern es denn eines ist, war und ist allen Exponenten der Branche bekannt und

hätte, gerade in guten Börsenzeiten, längst angegangen werden können und müssen. Es hilft nicht, eigene Probleme im Nachhinein mit äusseren, zum Beispiel gesetzlichen Missständen zu entschuldigen.

Befremdend mutet auch die Tatsache an, dass die Versicherer über Jahre eine Quersubventionierung ihres operativen Geschäfts durch unsichere Erträge aus Kapitalanlagen betrieben haben. So lag die so genannte Combined ratio, das Verhältnis von Schadenleistungen und Verwaltungskosten zu den Prämieinnahmen, systematisch über 100%. Darüber hinaus köderten die Lebensversicherer Kunden mit zu grosszügig dotierten Versprechen für ihre Überschussbeteiligungen. Das kollektive Debakel war, von der naiven Annahme eines stetig steigenden Aktienmarkts einmal abgesehen, programmiert.

Ähnliche Überlegungen betreffen natürlich auch die marktfremde Festlegung des gesetzlichen Mindestzinssatzes in der beruflichen Vorsorge. Wer lange Zeit zu bequem ist, gegen unrealistische, staatlich verordnete Hürden anzukämpfen, wird früher oder später von den Märkten bestraft. Das Versagen einer ganzen Industrie auf kollektiver Basis ist einmalig, und es ist zu hoffen, dass daraus die richtigen Lehren gezogen werden. Wirtschaftsführer und Politiker müssen einen Weg finden, um in Zukunft unerwünschte, prozyklische Exzesse, die in der Baisse durch die zunehmende Unfreiwilligkeit der Verkäufe noch verstärkt werden, einzudämmen.

Die Versäumnisse haben viele Versicherer und Pensionskassen in ein Dilemma gebracht. Entweder investieren ihre Manager wegen ihrer strapazierten Risikofähigkeit die Mittel in möglichst risikoaverse Anlagen, die mit absoluter Sicherheit weit unterhalb der erforderlichen Minimalziele rentieren. Oder sie erhöhen die Risiken derart, dass das Erreichen des Ziels zwar möglich, aber faktisch nicht zu verantworten ist. Nicht zuletzt wegen der Ängste, für

weitere Verluste zur Verantwortung gezogen zu werden, bevorzugen wohl die meisten Manager die erste Variante. Dass dies einer langfristig ausgerichteten und ausgewogenen Anlagepolitik widerspricht, versteht sich von selbst. Diese Anti-Aktien-Politik bringt zwangsläufig suboptimale Anlageergebnisse, die erst noch von gesamtwirtschaftlich schädlichen Finanzierungsschwierigkeiten begleitet sind, mit denen die Unternehmen künftig zu kämpfen haben werden.

## Besonnen reagieren

Ausser der überschätzten Risikofähigkeit vieler Anleger spielt wohl auch die in der lang anhaltenden Baisse (über-)strapazierte Risikowilligkeit eine wichtige Rolle, um das prozyklische Verhalten der Investoren zu erklären. Es ist zu vermuten, dass dieser Aspekt auch bei den privaten Anlegern einen wesentlichen Einfluss auf ihr Verhalten ausgeübt hat. Wenn es auch keinen äusseren Zwang dazu gab, so wollten immer mehr Investoren dem Abschmelzen ihrer Depotwerte irgendwann ein Ende setzen. Dies führte unweigerlich dazu, den prozyklischen Trend in eigen-dynamischer Weise zu verstärken.

Natürlich stellen grosse Börsenbewegungen im historischen Kontext eine Selbstverständlichkeit dar. Sie hängen nicht zuletzt mit der ebenso natürlichen Fluktuation der weltwirtschaftlichen und politischen Situation zusammen. Die langfristig bessere Rendite von Aktien wird ja auch durch kurzfristig hohe Schwankungen «erkauft». Trotzdem müssen sich gerade institutionelle Investoren den Vorwurf gefallen lassen, dass sie die Tugenden einer professionellen, langfristig ausgerichteten und damit dauerhaft erfolgsorientierten Anlagepolitik über den Haufen geworfen haben. Es ist zu hoffen, dass die zukünftigen Entscheidungsträger aus den Fehlern ihrer Vorgänger lernen.

Viele institutionelle Anleger konnten von der seit März einsetzenden Börsenerholung kaum profitieren. Statt in Aktien sind sie in Festzinsanlagen mit teilweise sehr langen Laufzeiten investiert. Das gibt wenig Grund zur Zuversicht. Fallen die Versicherer mit dem Zinsanstieg vom Regen in die Traufe? Aus Anlegersicht stellt sich die Frage, ob die irrational anmutende Handlungsweise vieler Investoren mit der Ineffizienz der Märkte generell gleichgesetzt werden kann. Ergibt sich aus solchen Überreaktionen der Märkte eine Free lunch? Manager von Hedge funds argumentieren, solche Exzesse dadurch auszunutzen, dass sie im richtigen Moment Aktien kaufen oder verkaufen.

Leider ist dies eine Illusion. Irrationalität lässt sich rational nicht voraussehen, weshalb die desillusionierende Schlussfolgerung gezogen werden muss, dass eine Vorhersehbarkeit respektive Prognose solcher Börsenbewegungen nicht realistisch ist. Zumindest lässt sich aus irrationalen Überreaktionen nicht schliessen, innerhalb welcher Zeitspanne sich diese wieder auflösen. Antizyklisches, langfristig ausgerichtetes und besonnenes Anlageverhalten wird sich jedoch langfristig weiterhin bezahlt machen.

PRIVATISIERUNG IN ÖSTERREICH

## Posse

Von Eva-Maria Benisch  
Wien

Die schwarz-blaue Koalition (ÖVP und FPÖ), als Kabinett Schüssel II seit sechs Monaten im Amt, schrammte gerade wieder einmal knapp an ihrem Aus vorbei – just ein Jahr nachdem die Wende-

regierung Schüssel I zerbrochen war. Der Stein des Anstosses – die Privatisierung der Voest-Alpine – war nicht die erste Hürde, über die sie beinahe gestolpert wäre, und sie wird auch nicht die letzte bleiben. Für die geplante grosse Steuerreform, das sanierungsbedürftige Gesundheitssystem und die Harmonisierung der Pensionen sind Streitigkeiten schon programmiert.

Erst waren die Regierungsparteien beinahe über die Pensionsreform gestrauchelt, dann über die Bestellung der Abfangjäger und jetzt über die Privatisierung. Das Muster war stets dasselbe: Erst paktiert die FPÖ mit der ÖVP. Darauf folgen Querschüsse vom Kärntner Landeshauptmann Jörg Haider. FPÖ-Chef Herbert Haupt ändert seine Meinung und schlüpft in die Oppositionsrolle. Schliesslich gibt er klein bei. Bundeskanzler und ÖVP-Obmann Wolfgang Schüssel kann sich trotz kleiner Kompromisse auf seine Fahnen heften, seine Linie durchgezogen zu haben, und dementiert, dass es je eine Krise gab.

Das Debakel um den Rückzug des Staates aus Voest erscheint mehr als grotesk. Die Privatisierung wurde bereits vom Kabinett Schüssel I angekündigt, im Koalitionsabkommen der neuen Regierung fixiert und anschliessend der Staatsholding ÖIAG ein Auftrag zur Durchführung einer Totalprivatisierung erteilt. Die wesentliche Aufgabe der ÖIAG sollte es sein, ihre Entscheidungen ohne politischen Einfluss zu treffen. Die Realität lehrte jedoch genau das Gegenteil, womit dem Kapitalmarkt wieder einmal ein Bärendienst erwiesen wurde. Ohne Eingriffe politischer Interessen würden die teilprivatisierten Titel an Stellenwert gewinnen. Die Papiere des Paradeunternehmens Voest-Alpine, das selbst in wirtschaftlich schwierigen Zeiten respektable Gewinne erzielt, würden wahrscheinlich nicht rund 35 € je Aktie notieren, sondern näher an ihrem Buchwert von 48 €. Dieses Szenario ziehen die Politiker nicht in ihre Überlegungen ein, wenn sie die Verschleuderung von Volksvermögen anprangern.

Unverständlich ist auch das Gezeitere um die österreichische Sperrminorität (25,1%). Derzeit beträgt der Streubesitz 65,3%. Inklusiv der Mitarbeiterstiftung ist mehr als die Hälfte davon in österreichischer Hand. Dazu kommt, dass sich bestehende Grossaktionäre mit knapp 20% Anteil (Raiffeisenbank Oberösterreich, Oberbank, Bawag/PSK, Wiener Städtische Versicherung) um die nunmehr verfügbaren Aktien wie um heisse Semmeln reissen und auch die Mitarbeiterstiftung ihre Beteiligung von 6,5 auf mehr als 10% aufstocken will. Dass sich das Land Oberösterreich nun ebenfalls in die Reihe der Interessenten einordnet, ist somit weder notwendig noch entspricht es dem Gedanken einer Privatisierung.

Der nunmehrige Kompromiss, rund 15% des ÖIAG-Pakets (34,7%) auf dem Wege einer Umtauschanleihe zu plazieren, schaut auf ersten Blick zwar nach Privatisierung aus, ist in Wahrheit aber schlicht Verzögerungstaktik und schüttelt den Malus politischer Querschüsse keineswegs ab. Denn die ÖIAG will sich offenbar vorbehalten, ob in drei Jahren in Voest-Aktien getauscht wird oder die Investoren in bar abgefunden werden. Privatanleger bleiben mit der rund 5%igen Zuteilung auf der Strecke. Warum sollten nicht auch sie über eine Direktbeteiligung von der Kursfantasie profitieren? Schliesslich haben sie mit hohen Steuergeldern die verstaatlichte Industrie saniert. Das haben die Politiker aber längst vergessen.

## UP AND DOWN

© HORSCH



## In Kürze

### Noventus belebt Angebot für Pensionskassen

Die von der Beratungsgesellschaft Ecofin gegründete Noventus Pension Partner offeriert neu Teil- und Gesamtlösungen für Institutionen der beruflichen Vorsorge. Zusammen mit der UBS Asset Management und dem Versicherungsbroker Kessler & Co. werden für autonome Pensionskassen die jeweils passenden Anbieter für die Kapitalanlage, für die Abdeckung der Lebensversicherungsrisiken sowie für die Administrationsleistungen gesucht. Kleinen und mittelgrossen Unternehmen, für die sich der Betrieb einer autonomen Pensionskasse nicht rechnet, steht ab kommendem Monat eine neue Sammelstiftung zur Verfügung. Dabei sollen kostengünstige, standardisierte Anschlusslösungen angeboten werden.