

# Die Lehren für Anleger aus der Subprime-Krise

Risiken von Hedge Funds und Private Equity werden systematisch unterschätzt – Illiquidität wird zum Bumerang für alternative Anlagen

Von Pirmin Hotz

Die Immobilienkrise in den Vereinigten Staaten sowie ihre Auswirkungen auf den Hypothekenmarkt haben die globalen Kapitalmärkte in der zweiten Jahreshälfte kräftig durchgeschüttelt. Noch ist unklar, wie lange und insbesondere mit welcher Intensität die Krise andauern wird. Es ist aber jetzt schon möglich, Wichtiges aus den bisherigen Erfahrungen zu lernen.

Erstens zeigt die jüngste Entwicklung an den Finanzmärkten, dass die Erwartungen und Versprechungen im Segment der alternativen Anlagen zu hoch lagen. Anlagen in Private Equity und einstige Flaggship renommierter Hedge Funds von Anbietern wie Bear Stearns, BNP Paribas, Goldman Sachs, HSBC oder J. P. Morgan Chase sind fast über Nacht in Schwierigkeiten geraten oder sogar kollabiert. Auch die Refinanzierung bereits angekündigter Private-Equity-Transaktionen ist gefährdet. Die Banken haben das Vertrauen unter ihresgleichen verloren und behalten die verfügbare Liquidität für sich.

## Illusion absolute Renditen

Alternative Anlagen stehen vor einer schwierigen Phase, da wegen der Verunsicherung grössere Rückzugs- respektive Kündigungswellen zu erwarten sind. Die Renditeausweise alternativer Anlagen werden im laufenden Jahr mehrheitlich enttäuschend ausfallen. Es kann davon ausgegangen werden, dass ein signifikanter Anteil dieser Anlageklasse aufgrund von Erfolglosigkeit vom Markt verschwinden wird. Anlagegefässe dürften liquidiert, umbenannt oder fusioniert werden. Das verzerrt die ausgewiesenen historischen Renditen markant, da die kollabierten Gefässe nicht mehr in den Statistiken enthalten sind. Im Gegensatz zu Bond- oder Aktienmärkten lässt sich dann ihre Erfolglosigkeit kaum mehr nachweisen. Die effektive Rendite alternativer Anlagen ist damit faktisch tiefer, als es die historischen Daten vermuten lassen (Survivorship Bias). Der Wunsch nach absoluter, möglichst börsenunabhängiger und konstanter Rendite dürfte eine Illusion bleiben.

Zweitens zeigt die aktuelle Entwicklung, dass das Argument, alternative Anlagen würden durch tiefe Korrelationskoeffizienten die Risiken eines traditionellen Wertschriftendepots reduzieren, zu relativieren ist. Gerade in Krisenzeiten haben Hedge Funds und Private Equity die Tendenz, zu versagen. Die Korrelation zu Aktienanlagen steigt in solchen Phasen sprunghaft.

Drittens gilt es, die historisch berechneten Risikodaten (Volatilität) von alternativen Anlagen in Frage zu stellen. Diese sind nicht selten in illiquide Anlagen wie beispielsweise derzeit Subprime-Anleihen investiert. In guten Börsenzeiten errechnen sich in solchen Bereichen jedoch attraktive Messdaten. Sie und ein stabiler, nicht selten von den Anbietern eigenhändig festgelegter Nettoinventarwert (NAV) führen zu historischen Datenbanken, die für Vergleichszwecke gefährlich respektive faktisch unbrauchbar sind. So ist es beispielsweise nicht sinnvoll, Renditen und Risiken von liquiden Märkten mit denjenigen von illiquiden Hedge Funds und von Private Equity zu vergleichen, wenn es für Letztere gar keine Marktpreise gibt.

So musste die Grossbank UBS Anfang Oktober bekanntgeben, dass sie einen Milliardenabschreiber auf komplexe strukturierte Produkte vornehmen müsse, für die es gar keine Marktpreise gibt und Bewertungen ausschliesslich auf der Basis von Modellen vorgenommen werden. Die Modelle vermittelten sodann während längerer Zeit eine selbst berechnete Scheinsicherheit. Solange sie mit stabilen Daten gefüttert werden, schwanken die theoretisch berechneten Preise nicht, und es wird angenommen, dass die erzielte Rendite fast risikolos vom Himmel fällt.

Es braucht dann, wie vorliegend, eine Systemkrise, bis die Risiken offenkundig werden. Wenn, wie jüngst geschehen, die Stimmung kippt und die Anleger zum Ausgang rennen, verändern sich die zuvor berechneten Risikoeigenschaften schlagartig. Illiquidität wird dann zum Bumerang der zur Makulatur reduzierten Statistik. Das haben schon Vehikel wie LTCM (1998) und Amaranth (2006) schmerzlich gezeigt. Wenn illiquide Anlagen dann noch mit Krediten in luftige Höhen gehiebelt werden, so wird der Absturz umso grösser. Geradezu paradox ist in solchen Marktphasen, dass einige Exponenten liquide und erstklassige Aktienanlagen veräussern, um mit den dadurch gewonnenen Mitteln ihre illiquiden Risikopositionen zu stabilisieren bzw. diese nicht zu Schleuderpreisen verkaufen zu müssen. Gutes Geld wird durch schlechtes ersetzt, was jedoch langfristig zu höheren Verlusten führen wird.

Viertens lässt sich aus der Krise ableiten, dass das Investieren in Festzinsanlagen schwieriger geworden ist. Bisher wurde davon ausgegangen, dass die Bonitätseinstufungen der Ratingagenturen professionell und unabhängig gemacht werden. Es stellt sich nun heraus, dass dies ein Trugschluss sein dürfte, weil sich die Agenturen in einem klassischen Interessenkonflikt be-



Die US-Immobilienkrise schüttelt die Finanzindustrie arg. Grenzen der Vernetzungen werden aufgezeigt – mit unangenehmen Folgen für die Investoren. BILD: BLOOMBERG

finden. Eine objektive Bonitätsklassifizierung gegenüber Schuldner, denen üppige Honorare abgeknöpft werden, ist illusorisch. Wer will seinen Kunden schon mit einem schlechten Rating bestrafen?

Stattdessen werden komplexe Konstrukte so verpackt, dass die Transparenz verloren geht und die Qualität der Anlagen schwer messbar ist. Das mussten selbst staatsnahe Bankinstitute wie die Sachsen LB oder die IKB schmerzlich erfahren. Der Traum der risikolosen Geldvermehrung durch den Kauf erstklassig benoteter Hypothekenanlagen und deren Refinanzierung mit kurzfristigen Geldmarktbuchforderungen ist für sie geplatzt. Es kam, wie es kommen musste, wenn die Gier mit Naivität gepaart wird. Das Anlegen in Obligationen wird in Zukunft anspruchsvoller werden. Auch wenn es abgedroschen klingt, gilt nach wie vor der Grundsatz: There is no free lunch – auch im Umgang mit Festzinsanlagen. Wenn für Obligationen, die mit Bestnoten ausgezeichnet worden sind, signifikante Risikoprämien bezahlt werden, ist Vorsicht angezeigt.

## Aggressives Marketing

Fünftens muss auch das Marketing der alternativen Anbieter kritisch hinterfragt werden. In guten Zeiten proklamieren einige Exponenten, in ihre besten Produkte würden keine neuen Gelder mehr aufgenommen, weil keine attraktiven Anlagemöglichkeiten mehr gefunden würden. Das ist einerseits eine elegante Art, erst recht Gelder anzuziehen. Es werden dann

einfach neue Gefässe aufgelegt respektive aus dem Hut gezaubert. Andererseits erhält dieser Exklusivitätsanspruch einen bitteren Beigeschmack, wenn in angespannten Marktphasen Fonds mit dem Argument geschlossen werden, man wolle damit deren Anleger «schützen». Ob sie damit sich selbst oder ihre Anleger schützen wollen, soll an dieser Stelle offenbleiben.

Die Vermarkter von Hedge Funds, Private Equity und strukturierten Produkten sind exzellent geschulte Verkäufer. Mehr als fraglich ist hingegen, ob sich die oft versteckten und horrenden Gebühren, die in diesen komplexen Produkten erhoben werden, für den Anleger schliesslich lohnen. Meistens beschränken sich die beeindruckenden Renditen auf hypothetisch berechnete Vergangenheitsdaten, die durch ein Backtesting-Verfahren ermittelt werden. Diese kontrastieren allerdings mit den Realitäten der Praxis in oft erheblichem Umfang.

Sechstens stellt sich für die Kunden von Banken, die durch die Subprime-Krise erheblich durchgeschüttelt wurden, die Vertrauensfrage. Dass die Privatanleger im Wirrwarr der komplexen Produkte längst den Überblick verloren haben, war wohl bisher schon unbestritten. Die Milliardenverluste von renommierten Banken wie UBS, Deutsche Bank, Citigroup, Goldman Sachs, Merrill Lynch oder Morgan Stanley im Umgang mit ihren eigenen Geldern lassen aber den Schluss zu, dass selbst die hoch bezahlten Profis nicht mehr wissen, was sie tun. Die Kunden sind deshalb gut beraten, die empfohlene Anlagepolitik ih-

rer Berater kritisch zu hinterfragen. Blindes Vertrauen in diese wird sonst zum Bumerang. Selbst Laien sollten verstehen, was sie in ihrem Depot halten und welche Risiken sie damit eingehen. Andernfalls bleiben sie besser beim Sparbuch.

## Relikt Staatsgarantie

Siebtens lassen sich aus der Hypothekenkrise, die auch eine Bankenkrise ist, Konsequenzen für den schweizerischen Finanzplatz ableiten. Das Finanzgeschäft birgt naturgemäss hohe Risiken. Es kann aber nicht sein, dass die Topkader von Banken für das Eingehen (zu) hoher Risiken in Boomjahren mit Millionengagen belohnt werden, jedoch für die Folgen des Scheiterns nicht die ökonomischen Konsequenzen tragen müssen. In der Festlegung finanzieller Anreizstrukturen für das Management haben Aktionäre und Verwaltungen Handlungsbedarf.

Das Risikomanagement der Banken ist nachhaltig zu verbessern, um die Gefahr weiterer Unfälle einzudämmen. Die Bankkader sollen sich überdies auf das Kundengeschäft konzentrieren und tunlichst vermeiden, mit dem Geld der Aktionäre in unsorgfältiger Art zu spekulieren. Ebenso kann nicht toleriert werden, dass der Steuerzahler letztlich für den potenziellen Schaden des Fehlverhaltens von Bankkadern aufzukommen hat. Die Staatsgarantie schweizerischer Kantonalbanken ist ein Relikt und gehört deshalb schnellstmöglich abgeschafft.

Für den Anleger gilt es, die Konsequenzen aus den bisherigen Erfahrungen zu ziehen. Von intransparenten, mehrschichtigen und margenträchtigen Produkten ist konsequent abzusehen. Das Märchen von jährlichen Renditen, die börsenunabhängig in jedem einzelnen Jahr und erst noch in attraktiver Höhe erzielt werden, gehört ins Pfefferland. Die Manager dieser mit Hochdruck vermarkteten Produkte überschätzen ihre eigene Prognosefähigkeit systematisch. Stattdessen sollte sich der Investor wieder auf bodenständige und erstklassige Direktanlagen wie Aktien und Obligationen besinnen. Diese sind transparent, kostengünstig und renditemässig attraktiv. Renditen werden schliesslich durch wirtschaftliche Leistungen respektive durch die Produktivität der Unternehmen und deren Arbeitnehmer generiert, nicht aber durch die Gilde noch so schlauer Finanzakrobaten.

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

