

Auch Anleger tragen Verantwortung



*Von Prof. Dr. Erwin W. Heri
Professor für Finanztheorie
an der Universität Basel und
Verwaltungsratspräsident der
Valartis Group AG, Baar*

Im Moment ist man wieder einmal auf der Suche nach Schuldigen. Das ist man immer, wenn die Aktienmärkte korrigieren. Zunächst sucht man nach den Schuldigen für die vorherigen Übertreibungen. Dann sucht man die Schuldigen dafür, dass es plötzlich gedreht hat. Und schliesslich sucht man nach den Schuldigen für die Fehlbewertungen auf der anderen Seite.

Dass Übertreibungen auch und gerade an hochorganisierten Märkten irgendwie zur Normalität gehören, weiss man nicht erst seit uns der Analyse-zweig der Behavioral Finance die psychologischen Grundlagen von Herdenverhalten u.ä. dargestellt hat. Insofern wundert man sich schon ein wenig, wenn jetzt plötzlich allenthalben argumentiert wird, Finanzmarktblasen gäbe es nur deswegen, weil das heutige Bankensystem solche brauche.

Wenn die Welt nur so einfach wäre. Seit die Finanzmarkttheorie zum Standardlehrangebot an unseren Universitäten gehört, dozieren wir den Studen-

ten, dass Preise an den Finanzmärkten zu Übertreibungen neigen, und wir erklären auch, woher diese kommen. Sie sind ein inhärentes Phänomen des Preisbildungsprozesses an spekulativen Märkten. Das hat mit den Banken etwa gleich viel zu tun wie eine überlaufende Badewanne mit dem Badewannenhersteller.

Nun will ich nicht abstreiten, dass die gegenwärtige «Subprimekrise» etwas mit Kreditvergabe und in dem Sinne etwas mit dem Verhalten von Kreditgebern und deren Risikoappetit zu tun hat. Wenn man aber so tut, als wäre jegliche Blase an den Finanzmärkten immer und ausschliesslich eine Inszenierung des Bankensystems, dann greift das schon etwas kurz. Vor allem entlässt man dann einen wichtigen Akteur des Finanzmarktes in die Unschuldsvormutung, der gelegentlich doch auch eine gewisse Verantwortung übernehmen sollte: den Anleger. Nur allzuoft wird die Anlegergemeinde nach einer Korrektur einfach nur als Opfer hingestellt.

Aber irgend jemand wird ja wohl die Produkte kaufen, die so wundersam versprechen, man wäre «nach oben immer dabei, ohne nach unten etwas zu riskieren». Irgend jemand wird ja einmal entschieden haben, dass Pensionskassen einen Anlageertrag erwirtschaften müssen, der über der risikolosen Verzinsung zu liegen hat – und zwar auch kurzfristig. Und irgend jemand wird ja wohl den Tausenden von Hedge Funds das Geld gegeben haben, um auf völlig intransparente Art und Weise zu versuchen, eine eierlegende Wollmilchsau zu produzieren.

Immer nur positive Renditen?

Vielleicht sollte man sich einmal überlegen, wie denn die wundersamen Renditen entstehen sollen, die unabhängig von der Marktentwicklung immer nur positiv sein sollen. Natürlich lässt es sich theoretisch äusserst elegant darlegen, dass über sogenannte Portfolio-Insurance-Strategien (nomen omen est?) positive Erträge auch bei schlechter Aktienmarktentwicklung resultieren

können. Dies beispielsweise dadurch, dass der entsprechende Manager möglichst schnell aus allen Anlagen aussteigt, deren Preise zu sinken beginnen. Rette sich wer kann. Natürlich tun dann alle das Gleiche. Sie haben ja auch alle den gleichen Auftrag: dort zu investieren, wo «etwas läuft» und dort nicht zu sein, «wo es dunkel wird» – und das bitte jederzeit und kurzfristig, denn «in the long run we are all dead».

Solche Denkmuster haben ihren Preis. Das war schon immer so. Auch schon in der Tulpeneuphorie in Holland im Jahre 1636. Es sind nicht einfach nur «die Banken». Neben verschiedenen Argumenten, wie der nicht-existierenden Liquidität solcher Märkte in Stressphasen (ein Argument, das man in wundersamer Art und Weise zum x-ten Mal auch in der gegenwärtigen Krise wieder aus dem Hut zaubert) oder der unglückseligen Marktpreisbewertung für allen möglichen Aktiva, für die es noch nie wirklich einen vernünftigen Markt gegeben hat, sind es vor allem auch das Verhalten und die Denkmuster einer Anlegergemeinde, welcher man eine gewisse Verantwortung für Marktentwicklungen nicht absprechen darf.

Keiner kann sich aus der Verantwortung stehlen

Natürlich gehören die Banken mit in den Umzug. Letztlich stellen sie ja Anlageprodukte her, welche die entsprechenden Erwartungen aufkommen lassen, und die nicht selten auch auf eine Art und Weise verkauft wurden, die durchaus Fragen aufwirft, die durchaus Fragen aufwirft. Darum geht es nicht. Es geht um die Pauschalisierung. Um Schuld und Unschuld. Der Finanzmarkt ist Teil eines integrierten Wirtschaftssystems, in welchem gewisse Prozesse sich nach bestimmten Abläufen gestalten, und von Anlegern über Banken und ihre Berater bis hin zu Zentralbanken und staatlichen Regulatoren eine grosse Anzahl Teilnehmer interagieren. Keiner der Teilnehmer kann sich bei kurzfristigen Fehlentwicklungen vollständig aus der Verantwortung stehlen.

www.erwinheri.ch ●