



Die Diskussionsteilnehmer (v. l.): Dominik Kremer (Pioneer Investments), Prof. Robert Merton (Universität Harvard), Prof. Nouriel Roubini (Universität New York), Prof. Stephen Ross (MIT Sloan School of Management), Peter Schwicht (JPMorgan Asset Management)

Blick in die Zukunft

Am Rande des Institutional Money Kongresses in Frankfurt hat FONDS professionell mit einer Reihe von ausgewiesenen Experten über Herausforderungen und Zukunft der Finanzberatung diskutiert.

Hans Heuser (FONDS professionell): **Ist die aktuelle Situation an den Kapitalmärkten aus Ihrer Sicht etwas Besonderes oder lediglich eine Art schärfere Version von ähnlichen Entwicklungen, wie wir sie schon mit der Savings- and-Loan-Krise in den USA, der Russlandkrise, dem LTCM-Desaster oder auch in Japan gesehen haben?**

Dominik Kremer (Pioneer Investments): Wenn man die Asset-Management-Industrie aus der Perspektive des Investors in Privat-

kunden und institutionelle Investoren aufteilt, stellt man schon fest, dass es speziell auf Seiten der Privatanleger so etwas wie einen Bruch gibt mit dem, was wir in den vergangenen mehr als 20 Jahren als normale Investmentmuster wahrgenommen haben. Es scheint einen deutlichen Vertrauensverlust zu geben, wenn man bedenkt, dass sich viele Anleger aus dem Markt zurückgezogen haben. Und es ist wirklich eine offene Frage, ob diese in absehbarer Zeit überhaupt zurückkehren werden. Vieles hat dabei sicher mit dem Thema Performance zu tun – sei es

im Hinblick auf versprochene Performance oder Performanceerwartungen –, aber auch mit den Gebührenstrukturen. Mit diesem strukturellen Wandel wird sich die Industrie jedenfalls auseinandersetzen müssen. Gleichzeitig beobachten wir auf Seiten der institutionellen Investoren eine ganz andere Reaktion als auf der Retailseite. Hier würde ich nicht von einem strukturellen Wandel sprechen, es handelt sich vielmehr um eine Art Überdenken der eigenen Positionierung für die Zukunft. Aber es ist keine komplette Abkehr vom Markt oder der Börse an sich.

Fotos: © Claudia EH-Morsi

Peter Schwicht (JPMorgan Asset Management): Im Vergleich zu früheren Krisen, die in erster Linie wirtschaftliche Krisen gewesen sind, befinden wir uns heute aus meiner Sicht in einer psychologischen Krise, in der Anleger nicht mehr investieren, Banken kein Geld mehr verleihen und Unternehmen nicht mehr investieren, einfach um jedwedes Risiko aus dem Weg zu gehen. In diesem Sinne ist die heutige krisenhafte Situation schon anders im Vergleich zu den Erscheinungen, die Sie eingangs erwähnt haben. Vor allem weil vieles, was derzeit auf den Märkten geschieht, einfach nicht mehr in den herkömmlichen Modellen enthalten zu sein scheint. Wir sind in der Regel von drei, vier oder vielleicht fünf Standardabweichungen ausgegangen. Was wir aktuell beobachten, ist eine Entwicklung, bei der sich herausstellt, dass die sogenannten „Fat Tails“ sehr viel größer sind als erwartet. Die heutige Situation ist bei Weitem extremer als das, was man in früheren Krisen beobachten konnte.

Robert Merton (Universität Harvard): Aus der Sicht eines Akademikers muss ich allerdings feststellen, dass sich im Prinzip am Universum der Finanzmärkte und deren Funktionsweise nicht sehr viel geändert hat. Natürlich ist die Ausprägung dessen, was wir zuletzt beobachten konnten, im Vergleich zu anderen Phasen enorm. Und wenn man die erheblichen Unterschiede in der Bewertung von Immobilienmarkt und Aktienmarkt in den USA in Betracht zieht, dann wird deutlich, dass es sich hier keineswegs um ein lokales Phänomen handelt, sondern um eine sehr viel breiter wirkende Erscheinung. In Bezug auf die Rolle und Funktionsweise der zugrunde liegenden Modelle, dem Phänomen der sogenannten Fat Tails und so weiter, habe ich immer den Standpunkt vertreten, dass diese Modelle gemacht wurden, um von entsprechend fachkundigen Anwendern bedient zu

werden. Wäre das nicht so, dann könnten Sie doch jedem ein solches Modell auf eine CD kopieren, und er würde damit arbeiten. Natürlich konnte niemand das Ausmaß der Krise und ihre Folgen erraten, aber ich kann auch nicht sehen, dass hier etwas passiert ist, was im Nachhinein nicht zu verstehen wäre. Missverstehen Sie mich bitte nicht, die jüngste Entwicklung ist sicher nichts, was einfach zu korrigieren sein wird, die Krise wird enorme Folgen nicht nur für die Finanzindustrie haben. Aber deshalb dürfen wir doch nicht aufgeben zu verstehen, wie es dazu kommen konnte.

Stephen Ross (MIT Sloan School of Management): Ich muss zunächst einmal feststellen, dass ich mit keiner der bisherigen Positionen übereinstimme, zumindest nicht vollkommen. Ich würde schon sagen, dass es sich bei der jüngsten Entwicklung um eine – unter qualitativen Aspekten – Ausnahmeerscheinung handelt. In den vergangenen zwölf Monaten sind Dinge passiert, die ich beim besten

»Vieles, was derzeit auf den Märkten geschieht, scheint einfach nicht mehr in den herkömmlichen Modellen enthalten zu sein.«

Peter Schwicht, JPMorgan A.M.

Willen nicht hätte vorhersagen können, Die meisten Leute hätten sicher nicht angenommen, dass ein Rückgang von Vermögenswerten eine solche Ausstrahlung auf die Gesamtwirtschaft haben würde. Aus meiner Sicht außergewöhnlich war die Tatsache, dass der Commercial-Paper-Markt vollkommen eingefroren war. Dass man Commercial Papers nicht handeln konnte, wirkte extrem lähmend auf Wirtschaft und Industrie, und ich müsste wahrscheinlich Hunderte von Jahren in der Geschichte zurückgehen, um überhaupt Analogien zu der jüngsten Entwicklung zu finden. Im Prinzip stimme ich Robert Merton schon zu, dass das grundsätzliche Paradigma nicht gebrochen ist. Allerdings sind eine ganze Reihe von Aspekten zusammengekommen, auf die das herkömmliche Paradigma nicht vorbereitet war. Wir müssen heute einfach feststellen, dass Finanzinstitute von entscheidender Bedeutung für die Gesamtwirtschaft sind. Und diese

Finanzinstitute sind aktuell aus den verschiedensten Gründen angeschlagen, aus regulatorischer Sicht, unter Kapitalisierungsaspekten und vielem mehr. Was den Privatanleger angeht, so glaube ich weniger an psychologische Gründe, die dazu führen, dass die Leute sich aktuell aus dem Markt heraushalten. Der wahre Grund ist: Die armen Anleger haben 25 Prozent und mehr ihres gesamten Vermögens verloren. Deshalb kommen diese Menschen derzeit nicht mit Enthusiasmus an den Markt zurück. Und es ist ja nicht nur die Enttäuschung über einen Verlust von 25 Prozent des Ersparthen. Ich glaube, viele Anleger sind derzeit einfach verwirrt. Vor zwei Jahren hat man ihnen erzählt, sie sollen mehr sparen für die eigene Altersvorsorge, heute sagt man ihnen, sie sollen lieber einen neuen Kühlschrank kaufen und überhaupt mehr konsumieren. Das ist doch verrückt. Zudem steht natürlich jetzt die Erwartung oder die Forderung im Raum, die Regierung müsse nun gut durchdachte und möglichst umfangreiche Maßnahmen zur Stützung des Finanzsystems ergreifen. Doch die erforderlichen Maßnahmen gehen weit über das hinaus, was wir bisher dazu gesehen haben. Ich glaube, wir brauchen etwas noch sehr viel Stärkeres.

Nouriel Roubini (Universität New York): Aus meiner Sicht muss man hier schon von einem qualitativen Unterschied sprechen. Wir befinden uns immerhin in der schwersten Finanzkrise seit der großen Depression, deren Auswirkungen sich unter Umständen noch deutlich verschlimmern werden. Aber wir müssen doch zunächst die Frage stellen, wie es überhaupt dazu kommen konnte. Wir kennen eigentlich alle die Kette der Entwicklung, die im Prinzip mit der Pleite einiger kleinerer Broker begonnen hat, sich dann mit der Übernahme von Bear Stearns und der Insolvenz von Lehman Brothers fortsetzte und schließlich dazu geführt hat, dass Merrill Lynch gezwungen war, mit der Bank of America zu fusionieren. Und Institute wie Goldman Sachs und Morgan Stanley mussten sich in Banken-Holdings verwandeln und unterstehen seither der Aufsicht durch die US-Notenbank. Schon vor dieser Entwicklung war es zu einer zunehmenden Regulierung der Banken gekommen, um dem Problem des sogenannten „Moral Hazard“ entgegenzuwirken. Diese stärkere Regulierung hat aber dazu geführt, dass mehr und mehr Institute einen großen Teil ihrer Ge-



Robert Merton: „Ein Anleger, der einen Berater gefunden hat, der alle notwendigen Parameter einer guten Asset Allocation erfolgreich zu steuern weiß, sollte sich glücklich schätzen.“

schäfte außerhalb des Bankensystems abgewickelt haben – über spezielle Instrumente außerhalb der Bankbilanzen, sogenannte CDOs oder Conduits und so weiter. Das gemeinsame Problem, das alle hatten: Diese Institute haben kurzfristige Gelder dazu benutzt, um – meistens noch zusätzlich gehebelt – langfristige Kredite zu gewähren. Das musste geradezu zu Liquiditätsengpässen am Markt führen, wodurch zunächst die Geldmarktfonds, später dann auch Hedgefonds und aktuell der Bereich Private Equity unter Druck gerieten. In diesem Zusammenhang macht es aus meiner Sicht keinen Unterschied, ob ein Unternehmen Citibank, Goldman Sachs oder AIG heißt oder ob es sich um ein kleines Brokerhaus oder einen Hedgefonds handelt. Wer kurzfristige Gelder hebelt und sie langfristig verleiht, sollte das Ganze natürlich sinnvoll überwachen wie andere Marktteilnehmer auch. Sonst kommt es zu einer Instabilität, wie wir sie aktuell beobachten.

Kurt Becker (FONDS professionell): In diesem Zusammenhang stellt sich die Frage, ob größere Asset Manager die Krise besser meistern werden als kleine Asset-Management-Boutiquen?

Roubini: Das weiß ich natürlich auch nicht endgültig zu beantworten. Aber ich glaube,

»Ich glaube in diesem Zusammenhang, dass die aktuelle Krise sogar so etwas wie ein positiver Verstärker für aktive Investment Manager sein kann.«

Dominik Kremer, Pioneer Investments

die Frage, die man in diesem Zusammenhang viel eher stellen sollte, ist die nach dem Sinn von aktivem Asset Management. Ich bin schon lange der Ansicht, dass aktives Management aus der Perspektive eines Anlegers nicht wirklich sinnvoll ist, für ihn ist ein passiver Investmentansatz im Prinzip die bessere Option. Einmal abgesehen von der Entwicklung im vergangenen Jahr, als ohnehin nahezu alle Assetklassen zunehmend miteinander korrelierten, gilt das aus meiner Sicht auch generell, wenn man alle Aspekte wie Steuern und Gebühren mit einrechnet.

Heuser: Das schreit ja geradezu nach dem Widerspruch der aktiven Asset Manager hier in der Runde ...

Kremer: Die Diskussion um die Frage, wie viel Alpha ein aktiver Manager eigentlich zu erzielen in der Lage ist und wie hoch die Gebühren sein dürfen, die er dafür berechnet,

flammt am Markt ja immer wieder einmal auf. Wobei ich glaube, dass die Frage nach aktiv oder passiv derzeit von den Entwicklungen an den Finanzmärkten überlagert wird. Aber ich möchte einmal das Beispiel eines Anlegers anführen, der in diesen Zeiten in Unternehmensanleihen investieren möchte. Es ist für ihn ja zurzeit keineswegs immer die bessere Option, einen Index zu kaufen, statt auf einen aktiven Asset Manager zu setzen. Nicht nur das Ausfallrisiko gilt es derzeit sehr genau im Auge zu behalten, auch der Aspekt der Risikostreuung allgemein muss ausreichend berücksichtigt werden. Ich glaube in diesem Zusammenhang, dass die aktuelle Krise sogar so etwas wie ein positiver Verstärker für aktive Investment Manager sein kann. Wenn speziell institutionelle Investoren bisher oft gedacht haben, dass sie vieles auch selbst erledigen können, um entsprechende Gebühren zu sparen, dann scheint mir aktuell ein Umdenken im Gange zu sein, das dazu führt, dass viele Anleger erkennen, dass sie in dieser Hinsicht auf die Hilfe und die Erfahrung eines aktiven Asset Managers zurückgreifen sollten. Das spricht aus meiner Sicht durchaus für die Daseinsberechtigung von aktivem Management.

Schwicht: Um auf die Frage von Dr. Becker nach der Größe eines Investment Managers



Stephen Ross: „Aus meiner Sicht wird es zwei Gewinner dieser Krise geben: Zum einen werden Transparenz und gute Beratung der Anleger nicht ausreichen, um Marktanteile und neue Assets zu gewinnen. Die andere Möglichkeit, zu den Gewinnern zu gehören, sind ganz einfach gute Investmentergebnisse.“

zurückzukommen: Ich glaube nicht, dass Größe den entscheidenden Faktor darstellt. Aus meiner Sicht ist das, was man gemeinhin als Business Excellence bezeichnet, viel wichtiger. Anders gesagt: Wer in der aktuellen Krise zeigen kann, dass er in der Lage ist, Alpha zu erzielen, wird mit Sicherheit besser durch diese schwierige Zeit hindurchkommen als andere. Allerdings möchte ich auch auf einige andere Aspekte hinweisen, die die Gewinner von den Verlierern dieser Krise unterscheiden werden. Eine Erkenntnis, die wir aus der Krise ziehen konnten, lautet doch: Investment Management ist keineswegs unabhängig von der Kapitalausstattung des jeweiligen Unternehmens zu betreiben. Viele Asset Manager haben miserable Ergebnisse berichten müssen, nicht zuletzt weil sie verschiedene Fondsprodukte stützen mussten. Ein weiterer Punkt ist der Mix im eigenen Businessmodell. Wer sich beispielsweise in erster Linie auf Aktienprodukte konzentriert hatte, musste in den vergangenen zwölf Monaten einen Marktrückgang um 50 Prozent verkraften. In Verbindung mit massiven Mittelabflüssen bedeutet das unter Umständen einen Rückgang bei den Assets unter Management um 75 Prozent im Vergleich zum Vorjahr. Hinzu kommt noch zunehmender Druck von der Kostenseite, weil Fondsmanager, Vertrieb und Infrastruktur auch weiterhin bezahlt werden müssen. Und viele

»Fischer Black und Eugene Fama haben uns gelehrt, dass wir schätzen müssen, wie hoch das Exposure in unterschiedlichen Assetklassen sein sollte. Hierin sehe ich die Rolle eines Beraters.«

Prof. Robert Merton, Harvard University

Asset Manager sind eben immer noch Produzenten, Vertrieber und Verwalter zur gleichen Zeit. Deshalb ist es nicht die Größe allein, die entscheidet, sondern vielmehr eine Kombination vieler verschiedener Aspekte, die darüber entscheiden werden, ob ein Investmenthaus vergleichsweise gut durch die Krise kommen wird oder ob es ein Teil der Branchenkonsolidierung sein wird, möge sie nun in den nächsten sechs Monaten oder erst in den nächsten sechs Jahren stattfinden.

Ross: Aus meiner Sicht wird es zwei Gewinner dieser Krise geben: Zum einen werden Transparenz und eine gute Beratung der Anleger nicht ausreichen, um Marktanteile und neue Assets zu gewinnen. Daher glaube ich schon, dass die Größe und die Reichweite eines Asset Managers hier Vorteile bieten werden, weshalb mancher Große noch viel größer werden wird. Die andere Möglichkeit, zu den Gewinnern zu gehören, sind ganz ein-

fach gute Investmentergebnisse. Hier kommt die aktuelle Marktverfassung den verschiedenen Playern geradezu entgegen, denn die Möglichkeit, über Alpha gute Erträge zu generieren, hat doch gerade in der aktuellen Situation erheblich zugenommen. Wer in einer Zeit illiquider Märkte in der Lage ist, entsprechendes Alpha zu generieren, wird auch eine höhere Prämie dafür erwarten dürfen. Das bedeutet gleichzeitig, dass die Chancen für einen Privatanleger aktuell günstig sind, mit dem richtigen Berater auch wieder gute Investmentergebnisse zu erzielen.

Heuser: Ich würde gern auf die Frage zurückkommen, welche Konsequenzen die jetzigen Ereignisse für einen Finanzberater und seine Kunden haben werden.

Merton: Aus Sicht des Anlegers ist es in erster Linie zunächst einmal ein erheblicher Verlust an Vermögen. In diesem Zusammenhang würde ich schon die Idee des passiven Investments, wie sie eben bereits angeklungen ist, unterstützen. Aber schon Fischer Black und Eugene Fama haben uns gelehrt, dass wir dann immer noch schätzen müssen, wie hoch das Exposure in den unterschiedlichen Assetklassen zu einem bestimmten Zeitpunkt tatsächlich sein sollte. Hierin sehe ich die Rolle und die Notwendigkeit eines Beraters. Anleger brauchen in diesen Belangen die Unterstützung eines



Nouriel Roubini: „Es wird vor allem darauf ankommen, dass die Finanzindustrie sich Gedanken darüber macht, wie es künftig zu verhindern sein wird, dass Investoren ein solches Desaster, wie wir es in der jüngsten Krise gesehen haben, noch einmal erleben.“

Experten und zwar nicht nur im Hinblick auf die Frage nach der individuellen Risikoaversion eines Investors, sondern – und das ist gerade in der jüngsten Zeit extrem relevant geworden – auch in der Frage der notwendigen Liquidität des Gesamtportfolios. Deshalb ist die Alpha-Generierung sicher nicht alles. Ein Anleger, der einen Berater gefunden hat, der alle notwendigen Parameter einer guten Asset Allocation erfolgreich zu steuern weiß, sollte sich glücklich schätzen.

Heuser: Prof. Ross, Sie meinten eben, dass die Chancen für die Anleger derzeit gar nicht einmal schlecht stehen. Gilt das auch für deren Berater?

Ross: Es ist insgesamt natürlich eine furchtbare Zeit für einen Berater, der seinem Kunden erklären muss, warum er sehr viel Geld verloren hat. Da hilft es natürlich nur wenig, auf andere Anleger hinzuweisen, denen es in der Regel auch nicht anders ergangen ist. Vor allem bewegen wir uns aktuell ja nicht in einer Zeit, in der es schon wieder Positives zu berichten gäbe, es ist vielmehr kaum zu erwarten, dass sich die Aussichten für die Wirtschaft in den nächsten Monaten aufhellen werden, im Gegenteil. Andererseits eröffnet diese Zeit natürlich auch die Chance, den Kontakt zum Kunden auf- und auszubauen, um ihn auf die

»Es ist insgesamt natürlich eine furchtbare Zeit für einen Berater, der seinem Kunden erklären muss, warum er sehr viel Geld verloren hat.«

Prof. Stephen Ross

eine oder andere Chance hinzuweisen, die sich eventuell auftut.

Heuser: Was genau meinen Sie?

Ross: Nun, ich halte es zum Beispiel für eine interessante Entwicklung, dass die Rolle der US-amerikanischen Regierung wie auch anderer Staaten innerhalb der Finanzmärkte enorm zugenommen hat und noch weiter zunehmen wird. Einfach weil der Politik nichts anderes übrig bleiben wird, als die sogenannten toxischen Assets, die nach wie vor in vielen Anlegerdepots und in den Bilanzen vieler Finanzdienstleister zu finden sind, zu übernehmen. Allein die Finanzierung dieses Vorhabens eröffnet auf der anderen Seite für Investoren gute Chancen auf gute Gewinne. Der Staat übernimmt gewissermaßen die Risiken, während die Anleger die Chancen mitnehmen können.

Schwicht: Allerdings muss man in diesem Zusammenhang auf einen erheblichen

Unterschied zwischen der Finanzberatung in den USA und etwa in Deutschland oder Österreich hinweisen. In den Vereinigten Staaten besteht allein schon durch die seit Langem eingeführten und gemeinhin als 401(k)-Pläne bekannten Altersvorsorgeprodukte eine Art formelle Aufklärung des Anlegers, wie wir sie hierzulande noch nicht kennen. Hier sehe ich durchaus eine Ansatzmöglichkeit für die Arbeit eines Beraters. Das gilt im Übrigen auch für das Thema Honorarberatung, bei dem die USA ebenfalls sehr viel weiter sind als Deutschland oder Österreich. Vor diesem Hintergrund halte ich es für extrem wichtig, dass wir als Asset Manager dem Vermittler entsprechende Tools an die Hand geben, mit denen er seine Kunden wirklich besser beraten kann.

Merton: Wobei ich ein Fragezeichen dahinter setzen würde, ob im Zusammenhang mit den angesprochenen 401(k)-Plänen eine wirkliche Aufklärung oder Erziehung des Anlegers erfolgt ist. Wenn man sich anschaut, wofür die entsprechenden Produkte kreiert wurden, dann sind es Lösungen für die Masse der Anleger, die sich eben nicht im Einzelnen analysieren und kategorisieren lassen. Deshalb bleibt ja gerade bei Produkten wie den 401(k)-Plänen das grundsätzliche Problem bestehen, dass sich eben die Bedürfnisse etwa aller 35jährigen nicht über ein und denselben Kamm scheren las-



Peter Schwicht, JPMorgan A.M.: „Man wird festhalten müssen, dass – gemessen an den Mittelabflüssen – schon offensichtlich wird, dass die Anleger in den USA im Umgang mit Finanzinstrumenten und -märkten offenbar einen Schritt weiter sind als jene in Europa.“

sen. Die Frage, welchen Anteil seines Einkommens ein Individuum tatsächlich in welcher Assetklasse ansparen sollte, ist nun mal eine äußerst komplexe Fragestellung, die hinter dem Aspekt der Gesundheit wahrscheinlich die zweitgrößte Bedeutung für das Leben der meisten Menschen haben dürfte. Aber würde irgendjemand auf einen medizinischen Rat hören, der ihm via Internet nur auf der Basis einer Altersangabe und sogar ohne Berücksichtigung des Geschlechts erteilt wird? Sicher nicht! Deshalb kann ich Ihnen nur raten: Meinetwegen nehmen sie den 401(k)-Plan als Ausgangspunkt, aber entwickeln sie die nächste Generation daraus.

Schwicht: Das mag stimmen, dennoch wird man festhalten müssen, dass – gemessen an den Mittelabflüssen – schon offensichtlich wird, dass die Anleger in den USA im Umgang mit Finanzinstrumenten und -märkten offenbar einen Schritt weiter sind als jene in Europa. Anders ist es für mich nicht zu erklären, dass die Mittelabflüsse in Europa deutlich höher waren als in den USA.

Ross: Ich glaube, dass sich die Inhalte der Beratung generell ändern werden müssen. Die meisten Anleger brauchen doch niemand, der ihnen die optimale Asset Allocation für ihr Portfolio vorrechnet. Vergleichen Sie es mit einem Arzt. Natürlich erwartet

»Ich glaube, dass sich die Inhalte der Beratung generell ändern werden müssen. Die meisten Anleger brauchen doch niemand, der ihnen die optimale Asset Allocation für ihr Portfolio vorrechnet.«

Prof. Stephen Ross, MIT

man von ihm, dass er einen darüber informiert, ob man nun Grippe oder nur eine starke Erkältung hat. Aber eine weitergehende und tiefer greifende Beratung erwarten die meisten doch gar nicht. Vielmehr wollen die meisten Menschen von ihrem Mediziner wissen, was sie nach dem Arztbesuch unternehmen beziehungsweise welche Medikamente sie schlucken sollen. Ähnlich sehe ich die Rolle des Finanzberaters. Die meisten Menschen erwarten keine ausführliche Analyse darüber, welchen Anteil ihres Portfolios sie in Anleihen investieren sollen oder wie hoch ihr Aktienanteil maximal sein sollte. Für das Gros ist das sogar eher Anlass für Verwirrung und Misstrauen. Die meisten Menschen erwarten von einem guten Berater vor allem, dass er ihnen hilft, das richtige Produkt zu finden, mit dem sie beispielsweise ihr Altersvorsorgeproblem lösen können. Und hier setzt auch die Verantwortung der Produzenten ein, um das Vertrauen der

Anleger wieder zurückzugewinnen. Sie werden nämlich genau solche Produkte kreieren müssen.

Roubini: Wobei es meiner Ansicht nach nicht ausreichen wird, eine Reihe von Produkten zu schaffen, aus denen ein Berater dann für seine Kunden wählen kann. Es wird vor allem darauf ankommen, dass die Finanzindustrie sich Gedanken darüber macht, wie es künftig zu verhindern sein wird, dass Investoren ein solches Desaster, wie wir es in der jüngsten Krise gesehen haben, noch einmal erleben. Für einen 50-Jährigen beispielsweise ist es doch eine Katastrophe, wenn er wenige Jahre vor seinem geplanten Ruhestand innerhalb kürzester Zeit die Hälfte seiner Altersvorsorge verloren hat.

***Heuser:* Damit schließt sich eine Frage an die Asset Manager hier in der Runde an: Können Sie mit dieser Reduzierung auf die Rolle eines reinen Produktdesigners leben?**

Kremer: Ich glaube, es geht gar nicht um Reduzierung der Rolle von Asset Managern. Die Industrie ist insgesamt aufgefordert, über die Art und Weise des Produktdesigns nachzudenken. Das könnte zum einen darauf hinauslaufen, dass die Produktentwicklung insgesamt sehr viel deterministischer werden muss, um noch eindeutiger zu kommu-



Dominik Kremer, Pionier: „Die Investment-industrie ist insgesamt aufgefordert, über die Art und Weise des Produktdesigns nachzudenken. Das könnte zum einen darauf hinauslaufen, dass die Produktentwicklung insgesamt sehr viel deterministischer werden muss, um noch eindeutiger zu kommunizieren, was ein Produkt tatsächlich zu leisten imstande ist.“

nizieren, was ein Produkt tatsächlich zu leisten imstande ist. Wahrscheinlich werden wir mit Blick auf die jüngste Krise künftig auch sehr viel deutlicher machen müssen, wie hoch der Anteil liquider beziehungsweise illiquider Assets in einem bestimmten Produkt tatsächlich ist. Schließlich war es die Mischung von beidem innerhalb eines Produktes, die zum Teil zu Problemen geführt hat, zumindest in den vergangenen zwei Jahren. Die wirkliche Herausforderung besteht aber darin, dass die Modelle, mit denen man in der Vergangenheit versucht hat, eine Art „Wir lösen alles“-Produkt zu schaffen, erstens sehr teuer waren und zweitens gezeigt haben, dass sie so nicht funktionieren. Daher werden wir schon sehr intensiv darüber nachdenken müssen, auf welche Weise wir zu Produkten kommen, wie sie eben beschrieben wurden. Die Versuche dazu sind ja auch schon am Markt, vielleicht waren unsere Erwartungen an bereits vorhandene Produkte auch zu hoch. Auf der anderen Seite wird es auch künftig immer sehr stark spezialisierte Produkte geben müssen, gewissermaßen Bausteine, aus denen sich die optimale Allokation für einen bestimmten Investor zusammensetzen lässt. Die Herausforderung besteht darin zu bestimmen, wie diese Bausteine für den jeweiligen Investor zusammengesetzt sein müssen.

Schwicht: Dem kann ich nur zustimmen.

»Wir werden sehr viel eindeutiger sein müssen im Hinblick auf die Transparenz eines Produktes und die Art und Weise, wie es tatsächlich funktioniert.«

Peter Schwicht, JPMorgan A. M.

Wobei die meisten Asset Manager das ja auch schon in der Vergangenheit so praktiziert haben, indem sie direkt für den Privatanleger als Endkunden vielleicht insgesamt zehn Produkte angeboten haben, für größere Vertriebe, Vermögensverwalter und Dachfondsmanager, die bestimmte Kombinationen von Produkten selbst vornehmen, sind es vielleicht 150, und für den institutionellen Investor, der eine noch stärkere Möglichkeit zur Spezialisierung benötigt, sind es vielleicht 250 Produkte. An dieser grundsätzlichen Ausrichtung im Produktdesign wird sich meiner Meinung nach auch künftig nicht sehr viel ändern. An anderer Stelle wird es allerdings sehr große Veränderungen geben: Wir werden sehr viel eindeutiger sein müssen im Hinblick auf die Transparenz eines Produktes und die Art und Weise, wie es tatsächlich funktioniert, da stimme ich Herrn Kremer zu.

Heuser: In diesem Zusammenhang wird

in jüngster Zeit auch immer öfter über eine stärkere Regulierung von Banken und anderen Finanzdienstleistern diskutiert. Wie passt das eigentlich zusammen mit dem zugleich lauter werdenden Ruf nach einer notwendigen Verstaatlichung von Banken? Braucht man wirklich mehr Regulierung, wenn der Staat selbst ohnehin die Verantwortung übernimmt?

Roubini: Ich glaube, von niemandem wird eine langfristige Eigentümerschaft des Staates im Finanzsektor favorisiert. Wenn mittlerweile selbst Alan Greenspan, gewissermaßen der Hohepriester der freien Märkte, die Forderung nach einer – zumindest teilweisen – Verstaatlichung unterstützt, dann ist damit meistens wohl die Vorstellung einer nur vorübergehenden Eigentümerschaft verbunden. Es geht darum, die angeschlagenen Institute zu übernehmen, die zugrunde liegenden Modelle zu bereinigen und die sogenannten „Bad Assets“ auszusondern, einfach um die enormen Probleme, vor denen der Finanzsektor steht, zu lösen. Ich glaube, wir sollten dem Beispiel Schwedens folgen, um nicht schlussendlich wie Japan zu enden mit all den Konsequenzen für einen Wachstumsverlust der Wirtschaft. Vor diesem Hintergrund gilt es zu entscheiden, wie Märkte künftig zu regulieren sind. Das angelsächsische Modell der sich selbst regulierenden Märkte hat in



FONDS professionell hat zur aktuellen Lage im Finanzvertrieb mit einer Reihe von ausgewählten Experten diskutiert.

einem Umfeld irrationaler Übertreibung jedenfalls nicht funktioniert. Auch das Verlassen auf interne Risikomanagementmodelle war keine geeignete Strategie, weil am Ende alle gesagt haben, man muss tanzen, so lange die Musik spielt. Im Prinzip ist damit schon jede Säule von Basel II gescheitert, noch bevor sie umgesetzt war.

Ross: Dem kann ich so nicht zustimmen. Das tatsächliche Versagen, das wir gesehen haben, war kein Versagen auf der institutionellen Seite oder im Bereich der hoch vermögenden Investoren. Das wirkliche Versagen hat in einem Bereich stattgefunden, den wir für ausreichend reguliert hielten, nämlich auf Seiten des privaten Kleinanlegers. Wenn man Kredite an Leute vergibt, die diese eigentlich gar nicht stemmen können, und ihnen auch noch suggeriert, sie müssten diese gar nicht zurückzahlen, dann hat man damit im Prinzip das Rezept zum Desaster kreiert. Wobei wir andererseits nicht so tun sollten, als sei der Staat vollkommen unschuldig an der gesamten Entwicklung. Es war immerhin eine Forderung der Regierung, dass 55 Prozent der Kredite, die Agenturen wie Freddie Mac und Fannie Mae ausgegeben haben, an Menschen mit geringem Einkommen vergeben werden sollten.

Heuser: Zum Abschluss die Frage: Können Sie sich ein neues Konzept für die Finanzindustrie vorstellen, in dem der Staat als Eigner fungiert und ein privater

»Das angelsächsische Modell der sich selbst regulierenden Märkte hat in einem Umfeld irrationaler Übertreibung jedenfalls nicht funktioniert.«

Prof. Nouriel Roubini, Universität New York

Manager das Tagesgeschäft übernimmt mit dem Ziel, statt auf eine Gewinnmaximierung auf eine optimale Versorgung der gesamten Wirtschaft mit Kredit hinzuarbeiten?

Ross: Aus meiner Sicht eine grausame Vorstellung ...

Schwicht: ... zumal das ja im Prinzip kein neues Konzept ist, wenn man an die Funktion etwa der Sparkassen in Deutschland denkt. Insgesamt aber würde ich sagen, sind Staaten oder Regierungen wohl kaum die besseren Banker.

Merton: Ich glaube, es gibt nicht die eine Lösung für alle Probleme, sei es der Staat, die Privatwirtschaft oder eine Kombination aus beidem als Eigner der Banken. Aus Sicht eines Wirtschaftswissenschaftlers kommt es darauf an, die nicht zu verleugnenden Fortschritte, die das genannte Financial Engineering in den vergangenen Jahren erzielt hat, weiter zu verbessern. Deshalb ist es von be-

sonderer Bedeutung, dass den entsprechenden Ingenieuren auch der gesamte Baukasten an modernen Instrumenten und Technologien zur Verfügung steht, der notwendig ist, um dieses Ziel – eine sinnvolle Regulierung eingeschlossen – zu erreichen. Wobei die Vergangenheit uns lehrt, dass immer wenn der Staat angetreten ist, ein bestimmtes Problem zu lösen, ein Verwaltungsapparat in Gang gekommen ist, der dafür gesorgt hat, dass an anderer Stelle neue Probleme aufgetaucht sind, die gelöst werden mussten – inklusive aller möglichen Entschuldigungen für eine schlechte Performance.

Ross: Außerdem ist das angesprochene schwedische Modell mit Sicherheit auch nicht die Lösung der aktuellen Probleme. Es gibt genügend Belege dafür, dass jene Banken im Staatsbesitz der schwedischen Regierung sich am Ende extrem risikoavers gezeigt haben, was dazu geführt hat, dass diese Banken deutlich weniger Kredite vergeben haben als private Banken. Staatsbanken haben einfach keine Motivation, den Trade-off zwischen einzugehendem Risiko und erzielbarer Rendite optimal zu steuern. Deshalb will im Grunde niemand den Staat als langfristigen Eigentümer von Banken sehen, es geht lediglich darum, diesen Prozess der massiven Insolvenzen im Finanzsektor zu stoppen.

Heuser: Vielen Dank an alle Teilnehmer für die interessante Diskussion.