

IKONEN DER FINANZINDUSTRIE

PROF. ROBERT C. MERTON



Robert C. Merton wurde am * 31. Juli 1944 in New York geboren. Merton ist Professor der Ökonomie an der MIT Sloan School of Management und der Harvard University. 1997 erhielt er den Nobelpreis in Wirtschaftswissenschaften.

Während einer Konferenz von Dimensional Fund Advisors in Frankfurt hatte Detlef Glow, Leiter der Fondsanalyse von Lipper für die Region EMEA, die Gelegenheit, für Mein Geld ein Interview mit Professor Robert C. Merton zu führen.

WIE SEHEN SIE DIE DERZEITIGEN BESTREBUNGEN, DIE FINANZMÄRKTE ZU REGULIEREN?

MERTON: Finanzinstitute sind anders als andere Unternehmen. Ihre Vermögensgegenstände und Verbindlichkeiten sind im Normalfall aufeinander abgestimmt, aber in manchen Fällen kann das Risiko auf der einen oder anderen Seite stark zunehmen, weil ein Marktteilnehmer gezwungen ist, ein bestimmtes Wertpapier zu kaufen oder zu verkaufen. Dies kann dann zu einer starken Veränderung in der Bewertung des Wertpapiers führen, was gleichzeitig auch dessen Risikobewertung verändert. Diese Veränderung des Risikos kann dann dazu führen, dass sich der Vermögensgegenstand bewertungstechnisch komplett von der entsprechenden Verbindlichkeit, die er besichern sollte, löst. Dies führt dann zu den Problemen, die wir in der Vergangenheit gesehen haben.

Auch mit den neuen Regulierungen werden die Risiken nur auf dem Papier abgesichert, ohne dass dabei berücksichtigt wird, was passiert, wenn eine Gegenpartei ausfällt. Sollte der Ernstfall eintreten, ist es wichtig, dass neben dem Finanzsystem auch die Kunden geschützt werden. Dies hat aber zur Folge, dass auch die Investoren geschützt werden, denn es ist nicht möglich, diese beiden Gruppen zu trennen.

Es ist allerdings möglich, die Entscheidungsträger der entsprechenden Institutionen, also das Management und die Aktionäre, haftbar zu machen und somit eine Selbstschutzfunktion zu etablieren, da niemand sein Privatvermögen verlieren möchte.

WIE SOLLTEN INVESTOREN DAS RISIKO IN IHREN PORTFOLIEN MESSEN?

MERTON: Diese Frage ist nicht so einfach zu beantworten, denn es gibt verschiedene Arten von Risiko, die zum

Die Finanzkrise hat gezeigt, Investoren sollten mögliche Risiken niemals unterbewerten.

Teil an den Vorgaben des individuellen Investors hängen. Für einen Privatanleger, der für seine Rente spart, ist das größte Risiko, dass sein Vermögen am Ende nicht ausreicht, um ein Zinseinkommen zu erwirtschaften, das seine Lebenshaltungskosten abdeckt. Somit sind für diesen Anleger nicht die Schwankungen des Portfoliowertes, sondern die Schwankungen des daraus resultierenden Einkommens die relevante Größe. Anders formuliert: Während der Portfoliowert gleich bleibt, können die daraus erzielten

Zinserträge stark schwanken. Wir erleben in dem derzeitigen Niedrigzinsumfeld gerade eine solche Situation, in der viele Anleger ihre Portfolios anpassen müssen, um die von ihnen benötigten Erträge zu erzielen. Um ihr Ziel zu erreichen und das jeweilige Risiko beurteilen zu können, brauchen Investoren ein klar definiertes Sparziel. Hierbei ist es auch wichtig, dass die Investoren das Ziel in der für sie relevanten Währung festlegen, denn was nützt es, wenn man sein Ziel zum Beispiel in US-Dollar erreicht, aber seine Kosten in Euro bezahlen muss. In einem solchen Fall kann es passieren, dass die Währungsbewegungen dazu führen, dass der Investor, trotz eines gewissen Vermögens, seine Verbindlichkeiten oder seinen Lebensunterhalt in der Zielwährung nicht mehr bedienen kann. In dem beschriebenen Fall kommt es für den Investor darauf an, ein stabiles regelmäßiges Einkommen in der richtigen Währung zu erzielen und nicht einen stabilen Wert seines Vermögens.

Wenn wir über das allgemeine Marktrisiko sprechen, glaube ich, dass die herkömmlichen Risikomaße wie zum Beispiel die Volatilität völlig ausreichend sind. Bei der Auswahl dieser Risikomaße ist jedoch wichtig, dass die gewählte Kennzahl auch zu dem Risiko des jeweiligen Wertpapiers passt, also die echten Risikofaktoren des Papiers erfasst.

Grundsätzlich sollten Investoren mögliche Risiken niemals unterbewerten, denn wie die Finanzkrise uns gezeigt hat, können die Auswirkungen eines vernachlässigten Risikos dramatische Folgen für ein Portfolio haben. »

**VIELE PORTFOLIOMANAGER
SCHAUEN AUF DIE GLEICHEN
RISIKOPARAMETER. GLAUBEN
SIE, DASS DIESES VERHALTEN
EIN SYSTEMATISCHES RISIKO
FÜR DIE FINANZINDUSTRIE
SEIN KANN?**

MERTON: Es kann immer zu Risiken führen, wenn sich zu viele Menschen beziehungsweise Marktteilnehmer nach den gleichen Parametern ausrichten und ein sogenanntes Herdenverhalten zeigen. Das heißt aber nicht, dass die Herde immer nur das Falsche macht, denn die Entscheidungen der Masse können durchaus richtig sein. Heutzutage werden Investmentstrategien im Nachhinein dafür gefeiert, wenn sie eine andere Meinung als die Masse hatten und diese dann auch noch zutreffend war. Diesen „Prophezen“ dann in der Zukunft zu folgen, kann sehr gefährlich sein, denn wer weiß, ob sie beim nächsten Mal auch wieder richtig liegen. Ich glaube nicht an die „Contrarian-Theorie“, denn kleine Unterschiede bei der Einschätzung können große Auswirkungen haben und so im Portfolio zum Erfolg oder Misserfolg führen.

Meiner Erfahrung nach werden Informationen immer in verschiedenen Schichten präsentiert, so dass eigent-

Kleine Unterschiede bei der Einschätzung können große Auswirkungen haben und im Portfolio zum Erfolg oder Misserfolg führen.

lich niemand zur gleichen Zeit alle Informationen besitzt. Der Markt, oder besser die Börse, ist dann der Ort, an dem alle diese Informationen zusammenkommen und wo sich aufgrund der unterschiedlichen Informationslage und den daraus resultierenden Kauf-/Verkauforders dann ein Preis für das jeweilige Papier bildet. Das heißt, dass die Börse der Ort ist, wo die Bewertung eines Unternehmens aus Sicht der Marktteilnehmer am ehesten die Realität widerspiegelt. Bei diesem Prozess kann ein irrationales Herdenverhalten zu erheblichen Fehlbewertungen führen und stellt damit ein nicht vernachlässigbares Risiko dar.

Allerdings kann der Markt hier als korrektiv wirken, denn die Unternehmen reagieren auf steigende beziehungsweise fallende Preise mit einer entsprechend hohen/niedrigen Ausgabe von Wertpapieren. Konkret bedeutet dies, wenn die Zinsen fallen, kommen die Unternehmen oftmals leicht und günstig an Fremdkapital und begeben entsprechend mehr Unternehmensanleihen. Das gleiche gilt für den Aktienmarkt, wenn die Märkte steigen und sich ein freundliches Klima für Aktien einstellt, wagen mehr Unternehmen einen Börsengang als in einem negativen Marktumfeld.

ROBERT C. MERTON – Nobelpreisträger der Wirtschaftswissenschaften ▶

Detlef Glow (li.) im Interview mit **ROBERT C. MERTON** (re.) ▼



**IN LETZTER ZEIT WIRD VIEL
ÜBER DAS THEMA AKTIVES
VS. PASSIVES INVESTIEREN
GESPROCHEN. KÖNNEN
AKTIVE MANAGER IHRER
ANSICHT NACH ÜBERHAUPT
NOCH EINEN MEHRWERT
FÜR ANLEGER SCHAFFEN?**

MERTON: Passives Investieren bedeutet, dass der Investor einfach einen Markt oder Index kauft. Das ist soweit in Ordnung, denn viele Märkte sind effizient und stellen somit ein gutes Investment dar.

Allerdings glaube ich, dass aktive Manager sehr Mehrerträge erzielen, wenn:

1. der Markt nicht effizient ist und sich diese Schwächen in der Allokati-

on des Portfolios nutzen lassen. Diese Ineffizienzen entstehen zum Beispiel daraus, dass verschiedene Marktteilnehmer automatisch auch unterschiedliche Ansichten zu den einzelnen Wertpapieren haben und diese durch ihre Kauf- und Verkaufentscheidungen zum Ausdruck bringen.

2. der aktive Manager keinen Restriktionen unterliegt und er so den Marktteilnehmern Dienstleistungen wie zum Beispiel Swaps oder Wertpapieranleihen anbieten kann, mit denen sich Zusatzerträge erzielen lassen.

**WIE FÜHLTEN SIE SICH, ALS DAS
NOBELPREISKOMITEE SICH BEI
IHNEN MELDETE, UM IHNEN MIT-
ZUTEILEN, DASS SIE DEN NOBEL-
PREIS FÜR WIRTSCHAFTSWISSEN-**

SCHAFTEN ERHALTEN WÜRDEN?

MERTON: Ich hatte nicht erwartet, für meine Arbeit einen Nobelpreis zu erhalten, aber die Medien hatten bereits darüber spekuliert. Als der Anruf des Nobelpreiskomitees kam, war ich gerade auf dem Weg zum Flughafen. Ich kann Ihnen sagen, dass ich über diese Nachricht im ersten Moment schockiert war. Aus heutiger Sicht kann ich sagen, dass der Gewinn des Nobelpreises ein unbeschreibliches Gefühl ist, das bis heute, also seit 17 Jahren, anhält. Was mich nach dem Gewinn am meisten überrascht hat, war, wer mich plötzlich alles treffen wollte, um mit mir zu reden, nachdem ich den Nobelpreis gewonnen hatte.

VIELEN DANK FÜR DAS GESPRÄCH.