



Moden und Mythen an den Anlagemärkten

Warum Anleger und ihre Berater an der Börse immer wieder scheitern
Von Erwin W. Heri
Helbing & Lichtenhahn © 2005, 174 Seiten

Fokus

Führung & Management
Strategie
Marketing & Verkauf
Finanzen
Personalwesen
Technologie & Logistik
KMU
Wirtschaft & Politik
Branchen & Regionen
Karriere
▶ **Ihre Finanzen**
Verwandte Themen

Take-Aways

- Die meisten Börsenregeln sind reine Mythen und halten einer genauen Prüfung nicht stand.
- Aktien sind weder ein Königsweg zum schnellen Geld noch ein reines Glücksspiel.
- Ein ganzes Heer von Börsenexperten, Finanzberatern und Analysten lebt von kurz-sichtigen Tipps, die morgen schon überholt sind.
- Eine kluge Anlagestrategie ist langfristig, d. h. auf mindestens zehn Jahre ausgerichtet.
- Steil ansteigende Kurse und anschließende Crashes sind nichts Neues – alles begann schon mit der Tulpen-Manie im 17. Jahrhundert.
- Auf massive Einbrüche erfolgt fast sicher die erneute Erholung der Aktienkurse.
- Einzelaktien sind extrem risikoreich. Die sichersten Gewinne fahren Kollektivanlagen ein, die sich am Aktienindex orientieren.
- Teure Fondsmanager lohnen sich selten: Die meisten aktiv verwalteten Fonds werfen keine höheren Renditen ab als Indexfonds.
- Hedge Funds sind mit Vorsicht zu genießen: Intransparenz, kurze Lebensdauer und hohe Gebühren werden nicht immer durch überdurchschnittliche Renditen gerechtfertigt.
- Viele Anlageprodukte bringen eher dem Anbieter hohe Provisionen als dem Anleger gute Renditen.

Rating (bester Wert: 10)

Gesamt-Rating	Umsetzbarkeit	Innovationsgrad	Stil
9	9	8	9

Relevanz

Das lernen Sie

Nach der Lektüre dieses Abstracts wissen Sie: 1) wie Aktienkurse entstehen und beeinflusst werden, 2) warum Geheimtipps und Börsenregeln fragwürdig sind und 3) welche Art von Geldanlage die erfolgversprechendste ist.

Empfehlung

Ende der 90er Jahre war fast jedermann im Aktienrausch. Heute, nach drastischen Kurseinbrüchen, gilt die Aktienanlage vielen als reines Glücksspiel. Finanzexperte Erwin W. Heri wählt die Vogelperspektive auf die Historie, um zu zeigen, dass die Börse weder ein sicherer Weg zum schnellen Reichtum noch völlig unkalkulierbar ist. Der Blick auf die Aktienentwicklung der letzten Jahrzehnte beweist: Langfristig und bei breiter Streuung des Risikos sind Aktien anderen Anlageformen überlegen. Doch warum kommt es immer wieder zu massiven Über- und Unterbewertungen, zu kurzfristigen Extremausschlägen der Kurse, zu überzogenen Reaktionen auf Krisen? Was ist eine Aktie „wirklich“ wert? Was taugen beliebte Börsenregeln („Sell in May and Go Away“ etc.) tatsächlich? Mit einer Menge Daten, Zahlen und Fakten im Gepäck kommt Heri zu dem Schluss: Die (Börsen-)Geschichte wiederholt sich – doch die meisten Anleger lernen nichts daraus. *getAbstract.com* empfiehlt das Buch wärmstens allen Anlegern, die die Moden und Mythen der Börse durchschauen und ihr Geld klug investieren wollen.

Abstract

Ein Blick zurück: Die Geschichte der Aktien- und Rentenmärkte

Auf die Börseneuphorie der späten 90er Jahre folgte spätestens im Jahr 2000 der Katzenjammer der Anleger: Die New Economy wurde zur Dotcom Bubble. Nach herben Verlusten verbreitete sich die Auffassung, die Börsenentwicklung sei unkalkulierbar, nennenswerte Gewinne seien auf längere Sicht nicht mehr zu erzielen. Der Blick in die Geschichte der Aktien- und Rentenmärkte belehrt jedoch eines Besseren: Die langfristige Entwicklung der Aktienindizes in den USA, in Deutschland und in der Schweiz weist steil nach oben. In den Vereinigten Staaten stieg der Index zwischen 1800 und 2003 von 1 auf rund 10 Millionen, in Deutschland zwischen 1949 und 2003 von 100 auf rund 38 000, in der Schweiz zwischen 1925 und 2003 ebenfalls auf rund 38 000. Dabei hat sich die Aktie der Anlage in festverzinslichen Wertpapieren als deutlich überlegen erwiesen: Die durchschnittlichen Jahresrenditen der Aktien lagen in diesen Zeiträumen zwischen 8 und 15 %, die im Rentenbereich zwischen 4,5 und 7 %. Diese Überlegenheit bleibt auch dann bestehen, wenn man die Zahlen um die Inflation bereinigt: Während Wertpapiere vereinzelt Verluste einfuhren, trifft dies auf die Aktienindizes nicht zu.

Bricht man diese sehr langen Zeitperioden auf überschaubare Anlagehorizonte herunter, ergeben sich für kurze Anlageperioden von ein bis fünf Jahren hohe Verlustrisiken und exorbitante Gewinnchancen gleichermaßen. Doch bereits ab einer Dauer von zehn Jahren geht die Wahrscheinlichkeit, mit Aktien Verluste einzufahren, gegen null. Gleichzeitig verringert sich aber auch die Chance riesiger Gewinne; die Schwankungsbreite zwischen dem „best case“ und dem „worst case“ sinkt. Wer Ende der 90er Jahre Aktien gekauft hat und noch in der Verlustzone ist, hat die empfehlenswerte Zehn-Jahresfrist noch nicht überstanden. Bei der Betrachtung von Renditeentwicklungen sollten

„Wiederholt sich die Geschichte wirklich? Vielleicht. Bisher hat sie es fast immer getan und es gibt keinen Hinweis, dass sie diesmal eine Ausnahme machen wird.“

„Kurzsichtigkeit vernebelt in der Regel den Blick für die wirklich relevanten Fragestellungen.“

„Anlagestrategien, die hyperaktiv allen möglichen ‚heißen Tipps‘ nachrennen, bringen nichts außer hohen Kommissionen.“

„Die drei wichtigsten Prinzipien der Geldanlage lauten: Diversifikation, Diversifikation, Diversifikation.“

„Im täglichen Leben würde niemand größere Risiken eingehen, ohne dafür einen höheren Ertrag erwarten zu können. In der Geldanlage tun die Leute dies aber laufend.“

„Die Argumente für oder gegen eine Aktie sind oft schon veraltet, bevor die Drucker-schwärze trocken ist.“

sich kluge Anleger nicht irreführen lassen. Beliebt sind nichtlogarithmische Darstellungen langfristiger Aktienmarktentwicklungen, die aufgrund der Zinseszinsfunktion explodierende Renditen suggerieren. Auch die Vermischung von Preisindizes und Total-Return-Indizes ist häufig: Preisindizes verfolgen die Kursentwicklung, Total-Return-Indizes berücksichtigen darüber hinaus Ausschüttungen und Dividenden und zeichnen ein realistischeres Bild.

Ursachenforschung: Wie Aktienkurse entstehen

Funktioniert die Börse wirklich so irrational, wie in Krisenzeiten gern behauptet wird? Nein, denn langfristig bilden Kurstendenzen durchaus die wirtschaftliche Entwicklung ab. Diese Grundtendenz wird allerdings vom „Lärm“ der kurzfristigen Preisschwankungen übertönt. Dabei darf nicht übersehen werden, dass Medien, Banken und Berater vom meist kurzfristigen Getöse der Börsenkommentare kräftig profitieren.

Warum schwanken Börsenkurse überhaupt? Vor allem, weil der Preis einer Aktie stark von der Erwartung künftiger Gewinne mitbestimmt wird. Gewinnrelevante Informationen gelangen oft mehr oder weniger zufällig an die Öffentlichkeit und führen zu einem ständigen Auf und Ab der Kurse. Hinzu kommt, dass ein niedriges Zinsniveau in der Regel zu steigenden Aktienkursen führt. Eine weitere Triebfeder der Börsenkurse ist die Entwicklung der Unternehmensgewinne. Eine realistische Bewertung der Aktienindizes beruht darauf, ob sich Unternehmensgewinne, Zinsen und Börsenkapitalisierung in einem akzeptablen Gleichgewicht befinden.

Warum kommt es immer wieder zu drastischen Über- und Unterbewertungen? Dafür gibt es vielfältige Erklärungen, die von abrupten Änderungen wirtschaftlicher Erwartungen über buchhalterische Aspekte bis zu psychologischen Faktoren reichen. Irrationale Preisblasen, von der Tulpen-Manie im 17. Jahrhundert, wo für einzelne Tulpenzwiebeln ganze Vermögen gezahlt wurden, bis zur Dotcom-Bubble der New Economy, zeigen, dass immer die Letzten (meist die Kleinanleger) von den Hunden gebissen werden: Wer früh einsteigt, kann horrende Gewinne einstreichen. Die folgende Überhitzung der Kurse trifft dann all jene, die zu spät aussteigen. Bilanzierungsvorschriften der Konzerne zwingen zudem die Versicherungsgesellschaften als Halter der weltweit größten Aktienpakete zu ebenso kurzfristigen wie kurzfristigen Aktienverkäufen. Hintergrund: Der überwiegende Teil des Anlageportfolios als Aktivseite der Bilanz muss zu den jeweiligen Marktwerten bilanziert werden. Dies führt zu massiven Aktienverkäufen in Krisenzeiten – was wiederum die Kurse noch mehr unter Druck bringt. Auch psychologische Faktoren, Gegenstand der „Behavioral Finance“, sind nicht zu unterschätzen. Beispielhaft seien hier genannt: Kurzsichtigkeit, d.h. die Neigung, Erfahrungen der jüngeren Vergangenheit in die Zukunft zu übertragen, der Glücksspieleffekt, d.h. die Neigung, mühelos erzielte Gewinne besonders risikoreich zu investieren, und das Herdenverhalten, d.h. die Neigung, das zu tun, was alle anderen tun.

Daneben führen Krisensituationen, von der Ölkrise über den Golfkrieg bis zum Terroranschlag vom 11. September 2001, regelmäßig zu drastischen Kurseinbrüchen, die ebenso regelmäßig einige Monate später wieder aufgefangen werden. Offensichtlich fällt es Laien wie Fachleuten schwer, in Krisenzeiten den nüchternen Blick auf die Gesamtentwicklung zu bewahren. Folge: Die Extremsituation wird verallgemeinert, es kommt zu Panikverkäufen.

„Ein breit diversifiziertes Portfolio ist einer Einzelanlage immer überlegen.“

„Strategien, die längerfristig ausgerichtet sind, sind dem kurzfristigen Hecheln nach den neuesten Moden und dem blinden Nachbeten hartnäckiger Mythen bei weitem überlegen.“

„Bei 10-jähriger Haltdauer wird die Wahrscheinlichkeit sehr gering, mit Aktien Geld zu verlieren.“

„Bevor an den Aktienmärkten 2 plus 2 eine 4 gibt, geht der Markt zuerst auf 5, dann auf 3 und erst dann (vielleicht) ins Ziel.“

Ernüchterung: Warum aktives Fondsmanagement wenig abwirft

Jährlich veranstaltet das *Wall Street Journal* einen Wettbewerb, in dem die Performance eines Expertenportfolios mit dem eines zufälligen (per Pfeilwurf auf die Kursseite der Zeitung ermittelten) Aktienpakets verglichen wird. Die schockierende Bilanz: In 30 Jahren siegte 16 Mal das Expertenportfolio, 14 Mal das Zufallsportfolio. Heißt das, dass die immer ausgeklügelteren Analyse- und Informationssysteme völlig sinnlos sind? Nein, aber in einem transparenten, „effizienten“ Markt geht die Vielzahl der Informationen zwangsläufig unmittelbar in den Aktienkurs ein. Da jede Information am Aktienmarkt Erwartungen auslöst und unmittelbar den Preis mitbestimmt, sind kurzfristige Preisentwicklungen ebenso zufällig wie die jeweiligen Infos. Mittelfristig geht also eine Unzahl von Informationen in die Aktienkurse ein und macht paradoxerweise eben jene Analysten und Experten überflüssig, die für diese Informationsflut gesorgt haben. Daher erzielen reine Indexfonds, die sich exakt am Aktienindex orientieren, vielfach eine ähnliche oder sogar bessere Rendite als aktiv verwaltete Fonds. Teure Fondsmanager erübrigen sich damit. Viele Versicherungen oder Pensionskassen (etwa die Publica als größte Pensionskasse der Schweiz) vergeben daher inzwischen verstärkt Indexmandate. Kundige Analysten können aber vor allem auf Spezialgebieten, in denen keine umfassenden Informationen vorliegen, einen nennenswerten Mehrwert erwirtschaften, beispielsweise auf den Aktienmärkten von Schwellenländern oder bei Einzelunternehmen, die noch nicht im Fokus zahlreicher Analysten stehen.

Beliebte Börsenregeln und was dahinter steckt

Jahr für Jahr werden in Zeitungskolumnen und Börsensendungen die immer gleichen Börsenregeln ausgegeben: Da ist vom „Januareffekt“ die Rede, da der Jahresanfang im statistischen Mittel überdurchschnittliche Renditen bringe. Da wird „Sell in May and Go Away“ propagiert, da die Sommermonate traditionell schwach seien. Oder es werden solide „Substanz“-Titel verklärt und die glamourösen „Growth“-Werte junger, schnell wachsender Unternehmen verteufelt. All dies wird statistisch mit Durchschnittswerten belegt. Ein kritischer Blick auf die Zahlen indes entlarvt alle Regeln als bloße Börsenmythen. Der Knackpunkt: Hinter den Durchschnittswerten lauert eine enorme Schwankungsbreite, und oft genug reichen wenige Anomalien (z.B. ein oder zwei extrem schlechte oder extrem gute Januarmonate in den letzten Jahrzehnten) aus, um statistische Artefakte zu produzieren. Zusätzlich tragen die vermeintlichen Regeln selbst dazu bei, die beschworenen Wirkungen in ihr Gegenteil zu verkehren: Je mehr Anleger einer Maxime folgen, desto eher sind Über- oder Unterbewertungen wahrscheinlich, die über kurz oder lang korrigiert werden müssen. Beispiel: Wenn alle glauben, dass kleinere Unternehmen profitabler sind als die großen („Small-Cap-Effekt“), werden deren Aktien irgendwann unweigerlich zu hoch gehandelt und die Kurse brechen ein. Auch dieses zyklische Moment macht Börsenregeln zu einer untauglichen Basis für durchdachte Anlagestrategien.

Die Gretchenfrage: Welche Aktie?

Die tägliche Börsensendung im Fernsehen, die Börsenkolumne in der Tageszeitung, die immer neuen Tipps der Experten schüren die Hoffnung, durch kurzfristige Einzelkäufe von Aktien viel Geld machen zu können. Diese Hoffnung trügt, denn erstens ist ein „Geheimtipp“ schon keiner mehr, wenn er veröffentlicht wird, und zweitens belegen alle Zahlen, dass man mit einem breit diversifizierten Portfolio am besten fährt. „Breit“ meint hier 20 bis 30 Titel. Das Schwankungsrisiko solcher Anlagen nähert sich dem des Aktienindex („systematisches Risiko“), während titelspezifische („unsystematische“) Risi-

„Eine Börsenprognose, die auch nur annähernd so erfolgreich sein möchte wie eine Wetterprognose, würde bedingen, dass man unerwartete Ereignisse voraussehen kann.“

„Hedge Funds sind nicht die eierlegende Wollmilchsau der Investment-Industrie, mit der es in jeder Marktsituation nur noch Geld zu verdienen gibt.“

„Nicht selten gibt es einfache Erklärungen für vermeintliche Anomalien, die oft genug dazu missbraucht werden, Scharlatanerie zu verkaufen.“

ken sich kaum durch höhere Renditen auszahlen. Wer auf Einzeltitel setzt, geht also ein höheres Risiko ein, ohne dafür im Regelfall einen höheren Ertrag zu bekommen. Eine Kollektivanlage (etwa ein Indexfonds oder ein aktiver Publikumsfonds) ist daher das vernünftigste Anlageinstrument. Dies spart nicht nur Nerven, sondern auch die Mühe der täglichen umfassenden Beobachtung der Märkte. Wer diese nicht scheut, kann im Sinne einer „Core-Satellite-Philosophie“ einzelne Zusatztitel ins Portfolio aufnehmen.

Oder lieber Hedge Funds?

Die Finanzindustrie preist Hedge Funds als besonders lukrative Anlagealternative an. Anders als bei traditionellen Aktienfonds sind Hedge-Fund-Manager in der Wahl der Anlageinstrumente und Märkte völlig frei. Die Hedge-Fund-Industrie boomt: 1990 wurden 40 Milliarden US-Dollar in Hedge Funds verwaltet, 2002 waren es 700 Milliarden. Infolge des Investitionsmodernisierungsgesetzes können seit 2004 auch in Deutschland Privatanleger zumindest in Dachfonds investieren. Doch der Blick auf die Zahlen ernüchtert: Zwar waren Hedge Funds in den Krisenjahren 2001 und 2002 den Aktienindizes in Deutschland, der Schweiz und den USA deutlich überlegen, mit klassischen Bonds (Anleihen oder Obligationen) hätte man jedoch eine höhere Rendite erzielt. Schon 2003 war mit Indexfonds wieder mehr Geld zu verdienen als mit Hedge Funds. Hinzu kommt, dass Hedge Funds sehr intransparente, heterogene und kurzlebige Anlageinstrumente sind: Die Hälfte aller Funds ist nach zweieinhalb Jahren wieder verschwunden. Um eine eigenständige Anlageklasse handelt es sich entgegen massiver Marketinganstrengungen der Finanzindustrie ebenso wenig wie um ein Wundermittel. Nicht vergessen sollte man, dass Hedge Funds zudem relativ hohe Gebühren fordern.

Vorsicht Abzocke: Die Gebühren

Die hohen Renditen der letzten 30 Jahre sind mittelfristig nicht mehr zu erwarten. Realistisch sind Durchschnittserträge um die 6%. Umso ärgerlicher ist die Tatsache, dass etliche Finanzinstitute kräftig an der Gebührenschaube drehen: Was bei 15% Rendite verschmerzbar ist, tut bei erheblich schlechterer Performance richtig weh. Nicht ohne Grund charakterisiert eine McKinsey-Studie die Vermögensverwalter als „Gänse, die die goldenen Eier legen“. Die Gesamtkosten eines Anlagefonds zu ermitteln ist schwierig, bei den Hedge Funds ist es fast unmöglich. Zu unterscheiden sind einmalige Kosten (wie Ausgabe- und Rücknahmekommissionen) und laufende Kosten (z. B. Depotgebühren, Fondsadministration). Letztere werden in der Total Expense Ratio (TER) zusammengefasst. Hinzu kommen weitere Kosten wie z. B. performance-abhängige Kommissionen. Nimmt man die Bankkosten hinzu, kann ein Fonds im ersten Jahr schnell 5–6%, ab dem zweiten Jahr 4% Gebühren kosten. Bei Hedge Funds sind die Kostenstrukturen noch intransparenter, die Gebühren noch höher. Eine attraktive, da kostengünstige Anlageform sind Exchange Traded Funds (ETF), die von den Banken allerdings kaum beworben werden, da sie weniger Provisionen einbringen.

Über den Autor

Erwin W. Heri ist außerordentlicher Professor für Finanzmärkte an den Universitäten Basel und Genf, Chairman der OZ Bankers AG und Präsident der Anlagekommission der schweizerischen Bundespensionskasse. Zuvor hatte er leitende Funktionen in der Wirtschaft inne, u. a. in der Konzernleitung der Winterthur Versicherung und als Chief Investment Officer der CS Financial Services. Heri ist auch Autor des Buches *Die acht Gebote der Geldanlage*.