

Erfolgreich passiv investieren mit...

Wirtschaftsnobelpreis 2013

Den Nobelpreis für Wirtschaftswissenschaften erhalten in diesem Jahr Eugene F. Fama, Lars Peter Hansen und Robert J. Shiller. Die drei Amerikaner werden für ihre empirischen Analysen von Aktienkursen ausgezeichnet. Stand: 14.10.2013



Sie entwickelten unabhängig voneinander Methoden, um die Kursbildung an den Aktienmärkten zu beobachten.

Passiv investieren - Moderne Portfoliotheorie

1952 von Harry Markowitz formuliert, erst 1990 mit dem Wirtschaftsnobelpreis geehrt. Grundlage des modernen Portfolio-Managements.



Ziel: Konstruktion von Portfolios zur bestmöglichen Kombination von Risiko, Rendite und Liquidität. **Ergebnis: bestmögliche Renditen bei niedrigem Risiko.**

Über Jahrzehnte habe ich vielen Kollegen beim Diskutieren über die Grundsätze einfacher und effizienter Investmentstrategien zugehört. Dabei konnte ich viel lernen und letztlich meinen eigenen Standpunkt finden. Die nachfolgenden Konzepte sind die Top-Ten-Hits, zu deren Mix ich wiederum ein paar eigene Anmerkungen hinzugefügt habe. Die nachfolgenden Anregungen sind per Definitionem nicht neu. Deshalb wird in diesem Artikel lediglich versucht, diese in Form einer Erzählsequenz anzuordnen und zu arrangieren, wobei sich das Eine zum Nächsten fügt, anstatt nach Bedeutung oder Priorität eingeordnet zu werden. Trends und Modeerscheinungen kommen und gehen, aber erfolgreiches Investieren ist die Art von Musik, bei der die wahren Klassiker die Zeit überdauern und die lange, nachdem sie komponiert wurden, noch wunderbar anzuhören sind.

1) TRADITIONELLES DENKEN

Überlegen Sie sich, welche Fragen Ihnen regelmäßig gestellt werden, wenn Ihre Gesprächspartner herausfinden, dass Sie Finanzberater sind. „Welche Aktie soll ich kaufen?“ ist die häufigste Frage. Die Leute brennen darauf zu erfahren, ob Sie ihnen dabei helfen können, die nächste Appleaktie zu

... fünf Erfolgsfaktoren:

1. Ausschaltung aller vermeidbaren Kosten
2. Konsequente Buy-and-Hold-Strategie – Hin und Her macht Taschen leer!
3. Bestmögliche Streuung bei weitgehendem Ausschluss von Korrelationen
4. Jährliches Rebalancing
5. Disziplin

entdecken. Eine weitere häufig gestellte Frage ist: „In welche Richtung wird sich der Markt entwickeln?“ Dabei hoffen sie zu erfahren, ob es ein guter Zeitpunkt ist, um zu investieren oder ob sie aus dem Markt besser aussteigen sollten. Wenn Sie darauf selbst keine Antwort parat haben, dann wird von Ihnen erwartet, dass Sie bestimmt einen geheimen und angesagten Investmentmanager kennen, der all diese Fragen beantworten kann.

All diese Fragen haben etwas gemeinsam — Sie werden darum gebeten, eine Prognose abzugeben. Es wird

erwartet, dass Sie die Zukunft vorhersagen können! Im Zusammenhang mit dem Treffen von Anlageentscheidungen glaubt man traditionell, dass es Menschen gibt die mit ihrer Kristallkugel die Zukunft prognostizieren können, um dann zum richtigen Zeitpunkt die richtigen Anlageentscheidungen zu treffen.

2) KAPITALMÄRKTE FUNKTIONIEREN

Es gibt einen komplett anderen Ansatz, über den sich alle Investoren zumindest im Klaren sein sollten und der nicht von den großen Banken oder den Maklerfirmen der Wall Street entwickelt wurde. Er entstand und entwickelte sich in den Hallen der Wissenschaft und auf einem Berg von Beweisen, dass der freie Markt funktioniert, da das Preissystem ein effektiver Mechanismus zur Vermittlung von Informationen ist. F.A. Hayek betonte in seiner Nobelpreisrede, dass „wir gerade erst beginnen, zu verstehen, wie subtil und effizient dieser Kommunikationsmechanismus ist, den wir Markt nennen. Er sammelt, umfasst und verbreitet weit verstreute Informationen besser und schneller als jegliches andere System, das extra entwickelt wurde.“¹

Was bedeutet denn hart umkämpftes Kapitalmarktumfeld? Einfach nur, dass die Preise fair sind. Der Wettbewerb zwischen den profitstrebenden Investoren hat zur Folge, dass sich die Kurse als Reaktion auf neue Informationen sehr schnell verändern und weder der Käufer noch der Verkäufer öffentlich gehandelter Wertpapiere einen systematischen Vorteil haben. Deshalb reflektiert der aktuelle Kurs immer den Preis, den der Markt bereit ist zu diesem Zeitpunkt dafür zu bezahlen.

3) NUR MEINE MEINUNG

Obwohl Kapitalmärkte nachweislich funktionieren, glauben vielen Investoren für eine erfolgreiche Investmentstrategie die Zukunft errahnen zu müssen und wenden sich dafür sehr häufig an ihren Finanzberater. Wenn Sie sich als Finanzberater allerdings dazu entscheiden, eine Prognose über die Zukunft abzugeben, sollten Sie Ihren Gesprächspartner unbedingt darauf hinweisen, dies nicht als Basis für eine Anlageentscheidung zu nutzen, um den Markt schlagen zu können — egal ob es sich nun um Ihre Prognose oder die eines Anderen handelt. Wenn

der Drang Ihres Kunden, aufgrund einer vermeintlichen Information handeln zu müssen, zu stark ist, um zu widerstehen, sollten Sie ihn fragen, ob er wirklich glaubt als Einziger im Besitz dieser Information zu sein. Falls die Antwort „Nein“ lauten sollte und die Information allgemein bekannt ist, warum sollten sich diese dann noch nicht in den Kursen widerspiegeln? Die Aussage „jeder weiß doch, dass die Zinsen steigen werden“ sollte grundsätzlich mit starker Zurückhaltung begegnet werden. Denn wenn diese Prognose wirklich eintreffen sollte, wird diese bereits jetzt in den Kursen reflektiert! Mit dem Wissen, dass freie Märkte funktionieren, können alle Prognosen oder Meinungen der selbsternannten Börsenspezialisten mit gutem Gewissen ignoriert werden.

4) MENSCH VS. MARKT

Dieser Zusammenhang ist nicht nur beeindruckend, sondern die damit verbundenen Beweise sind ebenfalls absolut überzeugend. Wenn freie Märkte wirklich nicht funktionieren würden, dann wäre es für Investoren sehr einfach, den Markt systematisch zu schlagen. Die Realität zeigt aber immer wieder, dass der Kampf Investor versus Markt in den meisten Fällen zugunsten des Marktes verläuft. Die Lehre für Investoren daraus muss sein, nicht mehr länger zu versuchen den Markt schlagen zu wollen, sondern diesen als Verbündeten zu betrachten. Es gibt eine große Anzahl an Studien, in der die Ergebnisse professioneller Investmentmanager analysiert werden. Diese reichen über vier Jahrzehnte zurück bis zur ersten Studie ihrer Art, die 1968 von Michael Jensen durchgeführt wurde. Die Untersuchungen wurden mehrere Male mit besseren Modellen, für die umfangreichere und verlässlichere Daten angewendet wurden, wiederholt. Allerdings bestätigten die Resultate immer wieder die ursprünglichen Schlussfolgerungen: Wie erwartet, sind einige wenige Investmentmanager dazu in der Lage, den Markt auf risikobereinigter Basis zu schlagen. Dies ist aber mehr auf deren Glück, als auf nachweisbare Fähigkeiten des Managers zurück zu führen.

Der Markt spiegelt die gesamten Bestände aller Investoren wider, sodass der Wertgewichtete durchschnittliche Ertrag der Investoren der Markttrendite abzüglich Gebühren entsprechen muss. Diese Aussage ist keine Vermutung,

1. Friedrich August von Hayek, „Die Anmaßung von Wissen“ (Rede zur Erinnerung an Alfred Nobel, 11. Dezember 1974), http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/1974/hayek-lecture.html/ (abgerufen am 6. Juli 2012).

sondern beruht auf simpler Arithmetik. Den Versuch den Markt zu schlagen verursacht hohe Kosten, was bedeutet, dass der Investor in solchen Strategien in den meisten Fällen immer schlechter abschneiden wird, als der Marktdurchschnitt.

Diese Tatsache lässt Investoren glauben, dann doch einfach immer nur den jeweiligen Investmentmanager zu nutzen, der in der Vergangenheit trotz Kosten besser als der Markt abgeschnitten hat. Aber lassen sich im Voraus schon wirklich die Investmentmanager identifizieren, die im nächsten Jahr den Markt schlagen werden? Investoren fällt es sehr schwer zu glauben, dass Investmentmanager die den Markt im vergangenen Jahr geschlagen haben, dies nur aus purem Glück bewerkstelligten.

Investmentmanager aufgrund ihrer Leistung in der Vergangenheit als auch in der Zukunft herausragende Manager zu bezeichnen, ist wie die Vorhersage von Sportergebnissen auf Basis der Ergebnisse vom Vortag. Es gibt keine Regel den "besten" Investmentmanager von morgen vorab zu identifizieren. Daher ist in allen Verkaufsprospekten folgender Satz zu lesen "DIE ANGABEN ÜBER DIE HISTORISCHE WERTENTWICKLUNG LASSEN KEINE HINWEISE AUF DIE ZUKÜNFTIGE WERTENTWICKLUNG ZU" - und dies mit gutem Grund. Leider wird dieser eindeutige Warnhinweis mit regelmäßiger Leichtfertigkeit von den Investoren ignoriert.

All diese Fakten bedeuten aber nicht, dass es keine respektablen Investmentmanager gibt! Viele Manager arbeiten täglich mit größter Überzeugung daran, ihren Kunden überdurchschnittliche Rendite zu liefern. Aber der Markt ist eben mehr als schwer zu bezwingen und daher schaffen es am Ende immer nur sehr wenige.

5) JEDER KANN PROFITIEREN

Es muss nicht die Regel sein als Investor immer erst schmerzliche Erfahrungen am Kapitalmarkt erleiden zu müssen, um danach die Regeln zu verstehen die es einzuhalten gilt, um erfolgreich an der Funktionsweise der Kapitalmärkte zu partizipieren. Kapitalmärkte schulden Investoren eine positive Rendite. Die Herausforderung

besteht darin, dass wir nie wissen, wann und in welcher Höhe der freie Markt positive Renditen entstehen lässt.

Die zu erwartenden Renditen sind ungewiss, da der freie Markt nur die Kurse reflektiert, die aktuell erkennbar sind. Das Unbekannte sind per Definitionem neue Informationen die in der Zukunft den Markt beeinflussen werden. Wenn die zukünftigen Informationen als schlechte Nachrichten interpretiert werden oder die Risikoaversion zunimmt, dann werden die Kurse fallen. Dieser Marktmechanismus bringt auf der anderen Seite die Kurse wieder ins Gleichgewicht, wenn aufgrund neuer folgender Informationen, die erwartete Kapitalrendite positiv bleibt und der Risikoaversion auf dem Markt entspricht. Das Gegenteil wäre der Fall, wenn neue Informationen als gute Nachrichten eingestuft werden würden und die Risikoaversion abnimmt. Auf diese Weise behalten gut funktionierende Kapitalmärkte ein starkes und durchgängiges Verhältnis zwischen Risiko und erwarteten Renditen bei.

"There is no free lunch." (Es gibt auch auf den Kapitalmärkten nichts geschenkt.)

6) EXZELLENT VS. NICHT EXZELLENT

Aktien und Anleihen haben aber nicht alle dieselbe zu erwartende Rendite. Es wird immer wieder empfohlen, sich nach gesunden und profitablen Unternehmen an der Börse umzuschauen, um hohe Börsengewinne zu erhalten. Mit anderen Worten: Aktien und Anleihen dieser „exzellenten“ Unternehmen, sollen aufgrund ihrer besseren Kennzahlen wie z. B. Jahresgewinn oder Kursgewinnverhältnis höher zu erwartete Renditen aufweisen, als Aktien und Anleihen von „nicht exzellenten“ Unternehmen. Dies impliziert fälschlicher Weise, dass ein „exzellentes“ Unternehmen welches für Investoren weniger Risiko birgt, höhere Zinssätze zahlt, als ein "nicht exzellentes" Unternehmen, wenn es sich bei Investoren Geld leiht. Genau das Gegenteil ist der Fall. "Nicht exzellente" Unternehmen haben für Investoren einen höher zu erwartenden Ertrag als dies für "exzellente" Unternehmen gilt, den sie gehen ein viel größeres Risiko ein. Risiko und Ertrag sind untrennbar miteinander verbunden und dies gilt auch für die Börse.

Der Kapitalmarkt ist ein in sich geschlossenes System. Zu jedem Käufer eines Wertpapiers gibt es auf der anderen Seite einen Verkäufer. Es gibt keine Wertpapiere ohne Inhaber. Risikoreichere (nicht exzellente) Unternehmen müssen Investoren Anreize bieten, damit diese ihre Aktien und Anleihen kaufen oder diese weiterhin behalten. Dieser Anreiz erfolgt in Form von höher zu erwarteten Renditen. Deshalb haben "nicht exzellente" Unternehmen höhere Kapitalkosten, die der zu erwartenden Rendite des Investors entspricht.²

7) WIRKSAME DIVERSIFIZIERUNG

Allerdings werden nicht alle Risiken in Form von höheren Renditen entlohnt. Freie Märkte entlohnen Investoren nur für „systematische“ Risiken, die nicht weiter entschärft werden können. Der FC Bayern München würde seinen Stars nicht mehr Geld zahlen, nur weil diese ohne Schienbeinschoner spielen wollen. Dies ist eine Form von Risiko, das leicht zu beseitigen ist, indem alle Spieler Schienbeinschoner tragen müssen. Das Prinzip gilt auch für Investoren die nur in wenige Einzeltitel oder Sektoren investieren und damit nicht diversifiziert sind. Das Risiko das eine fehlende Diversifizierung mit sich bringt, wird nicht vom Markt entlohnt, da dieses leicht durch eine breite Diversifizierung über Märkte hinweg, eliminiert werden kann.

Für eine wirklich wirksame Diversifizierung streuen erfolgreiche Investoren ihr Kapital über alle globalen Anlageklassen und können so die Anlagestrategie ihren individuellen Zielen anpassen. Die Verteilung des Anlagevermögens auf mehrere unterschiedliche Investmentmanager und ein hohe Anzahl an verschiedenen Produkten sind Kennzeichen für eine nicht wirksame Diversifizierung.

8) MEHR ALS NUR DIE BEDINGUNGSANLEITUNG

Erfolgreich von der Funktionsweise der Kapitalmärkte zu profitieren, erfordert weitaus mehr als nur die richtige Bedienungsanleitung. Das für sich richtige Portfolio zu erstellen ist die eine Sache, die notwendige Disziplin auch in turbulenten Marktphasen investiert zu bleiben, ist die andere und auch schwerere Aufgabe. Die Hände fest am Steuer und die Augen auf das Ziel gerichtet zu halten, erfordert enorme emotionale Disziplin. Erschwert wird dies durch den täglichen entfachten Informationslärm der Investmentbranche, der den Anleger sehr häufig dazu bringt, die falschen Entscheidungen zu treffen.

Investoren werden mit Informationen bombardiert, die nur dazu dienen, sie vom Weg abzubringen und neue Anlageentscheidungen zu treffen, die mit hohen Kosten für den Anleger verbunden sind. Die hohen Kosten für den Anleger sind die hohen Erträge für die Investmentbranche.

Es gilt sich stets daran zu erinnern, dass die Medien zur Unterhaltungsbranche gehören und ihr Ziel nicht darin besteht, profunden Rat zu vermitteln, sondern nur die Einschaltquoten zu erhöhen.

Den Lärm zu ignorieren wird allerdings noch schwieriger, wenn er durch eine Investmentbranche mit Vorliebe verstärkt wird, die sich durch Komplexität und Verwirrung auszeichnet. Einfache aber effiziente Anlagelösungen werden bewusst den Anlegern vorenthalten. Denn die lukrativsten Produkte für den Anbieter sind die, bei denen die Investoren häufig nicht wirklich wissen, wie sie funktionieren.

2. Das Beispiel von exzellent vs. nicht exzellent liefert eine einfache Erklärung für die Preisbildung (z. B. erwartete Renditen) auf Grundlage von Risiken, wobei Risiken nicht das Risiko des Unternehmens selbst sind, sondern die des Unternehmens im Kontext des Gesamtportfolios. Wenn Sie z.B. eine Bank wären und viele Darlehen an viele exzellente Unternehmen einer Branche vergeben haben, dann könnten Sie für dieselbe Rate einem anderen exzellenten Unternehmen derselben Branche ein Darlehen genauso gewähren wie einem nicht exzellenten Unternehmen einer anderen Branche.

9) UNDISZIPLINIERT

Anleger müssen ihren Plan regelmäßig überprüfen und sich strikt daran halten. Aber eine besonnene Investmentstrategie beizubehalten, erscheint in einer Welt voll ständig neu eingehender Nachrichten und komplexer Investmentprodukte oft schwer erreichbar. Diese Einflüsse können menschliche Emotionen oft überwältigen und Investoren auf Abwege bringen. Wir werden undiszipliniert.

Zahlreiche Forschungen über die Vernetzung des menschlichen Gehirns belegen Tendenzen, die als Verhaltensneigungen bekannt sind. Diese Verhaltensmuster machen sogar hochintelligente Investoren besonders empfänglich für den traditionellen Wall-Street-Ansatz und die von den Medien verbreiteten irritierenden Botschaften. Ein ganzer Forschungsbereich, der unter dem Begriff „Behavioral Finance“ bekannt ist, einer Mischung aus Wirtschaftswissenschaften und Psychologie, hat Verhaltensmuster entdeckt, die die Investmententscheidungen beeinflussen. Diese Neigungen tragen Fachbegriffe wie Selbstüberschätzung, Mental Accounting (Mentale Buchführung), Regret Avoidance (Verhinderung von Enttäuschung), Extrapolation und Selbstzuschreibung. Was bedeuten diese? Zusammengefasst lässt sich dazu sagen, dass Investoren nicht immer rational handeln, sondern dass sie auch normale Menschen sind. Der grösste Feind für einen erfolgreichen Investmentansatz ist der Mensch den wir am Morgen in unserem Spiegel sehen.

10) EINFACH, ABER NICHT LEICHT

Ein effizienter Investmentansatz, der all diesen Grundsätzen folgt, ist wie eine ständige Diät, bei der man sich disziplinieren muss, das Richtige in der richtigen Menge zu essen. Der Erfolg einer Diät wird zudem durch die Ausdauer bestimmt. Ein oder zwei Wochen Diät zu üben bringt zwar einen schnellen Effekt, wird sich aber langfristig in einer Zunahme des Gewichtes äußern. Den gleichen Effekt erreiche ich, wenn ich glaube durch Stock Picking und Market Timing ein erfolgreicher Investor zu werden. Dies kann kurzzeitig funktionieren, langfristig wird dieser Ansatz aber verhindern seine Anlageziele zu erreichen. Der langfristige Erfolg liegt in einem über Anlageklassen breit diversifizierten, kosteneffizienten und diszipliniert geführten Portfolio. Es klingt ganz einfach, ist es aber nicht.

Autor

Ulrich von Spannenberg

Dipl. Betriebswirt (FH)

Wirtschaftsjournalist – Fachbuchautor – Finanzcoach