

Warum wir an den Börsen immer wieder scheitern

Eine Buchbesprechung

Mit den «Moden und Mythen an den Anlagemärkten» lässt der Basler Wissenschaftler und vielbeschäftigte Finanzpraktiker Erwin W. Heri seinen «Acht Geboten der Geldanlage» aus dem Jahre 1999 eine weitere lesenswerte Anlagefibel folgen. Das Unterfangen ist deswegen interessant, weil das Anlageumfeld heute ein völlig anderes ist als vor fünf Jahren.

Während in den späten 90er Jahren der dröhnende Internetboom mit Traumrenditen und der entsprechenden Euphorie die Stimmung prägte und Bemerkungen über Aktienrisiken und historische Renditen zwischen 8 und 10% ein müdes Lächeln hervorriefen, befinden wir uns fünf Jahre später genau auf der gegenüberliegenden Seite des Stimmungszyklus. Kapitalgarantien, absolute Erträge und minimalste Risikotoleranz scheinen heute das Gebot der Stunde zu sein.

Die Erfahrungen der letzten vier Jahre sind es denn auch, die Heri dazu gebracht haben, sein neustes Buch zu schreiben. Die Frage beispielsweise, ob

die Historie nicht genügend studiert haben und uns in dem Sinn einmal mehr den Vorwurf von Nobelpreisträger Kahnemann anhören müssen, dass halt Investoren nicht im Stande seien, von der Geschichte zu lernen, und immer wieder die gleichen Fehler machten. Solchen Fragen versucht Heri nachzugehen und langfristige Muster in den Kursentwicklungen, aber insbesondere auch im Verhalten der Anlagecommunity, spricht: der Anleger, der Anlageberater und der Produktentwickler, zu identifizieren.

In der Tat scheint es so, dass die Kurssprünge der letzten Jahre durchaus in das Langfristmuster der Entwicklung der Aktienmärkte hineinpassen. Die historische Analyse wird anhand von Langfriststudien aus den USA, der Schweiz und Deutschlands entwickelt und in auch für Nicht-Spezialisten einfach zugänglicher Art und Weise dargestellt. Auch die Zyklizität im Verhalten der Anleger und der Entwickler von Anlageprodukten scheint ein Muster aufzuweisen, das sich in ähnlicher Art und Weise schon in früheren Phasen gezeigt hat. Entsprechend entstehen eben die

sprichwörtlichen Moden und Mythen, von denen dann zumindest implizit im Untertitel behauptet wird, sie seien dafür verantwortlich, dass «Anleger und ihre Berater immer wieder an den Börsen scheitern».

Die verschiedenen von Heri untersuchten Hypothesen werden an einem

ganzen Strauss von Themen untersucht. Neben einer Analyse der langfristigen Historie werden auch Modelle zur Untersuchung der offensichtlichen kurzfristigen Verwerfungen

präsentiert. Auch hier gelingt es dem Autor, in leicht verständlicher Sprache Zusammenhänge aufzuzeigen, die vielen Privatanlegern sonst nur schwer zugänglich sind. Sie gehen von rationalen Erwartungen über die Börsenpsychologie der Krise bis hin zur Rolle der Rechnungslegung von Versicherungsgesellschaften und deken damit ein weites Feld von Erklärungsmöglichkeiten für kurzfristige Volatilitäten ab, die sonst nur allzu schnell mit irgendwelchen Irrationalitäten abgetan werden.

Im Bereich der «Moden» werden neben «fundamentalen Anomalien», wie dem Small-Cap-Effekt oder den Value- versus Growth-Effekten, insbesondere auch saisonale Regularitäten wie «Sell in May and Go Away» oder die unterschiedlichsten Monateffekte untersucht. Die systematische Analyse dieser vermeintlichen Anomalien lässt diese in einem neuen Licht erscheinen. Die zeitlichen Effekte halten einer statistischen Analyse nicht stand, und die meisten fundamentalen Anomalien zeichnen sich selber durch eine starke Zyklizität aus.

Im Produktbereich werden im sechsten Kapitel die Hedge Funds unter eine kritische Lupe genommen. Dabei wird zunächst aufgezeigt, dass viele der vollmundigen Versprechungen der Protagonisten der Hedge-Fund-Industrie in der Praxis nur selten erreicht werden, und dass viele der Hedge Funds auch gar nicht die Eigenschaften besitzen, die ihnen in den wunderschön farbigen Broschüren gelegentlich zugewiesen werden. Immerhin wird aber auch darauf aufmerksam gemacht, dass das Konzept, *alternative Risiken* in ein diversifiziertes Portfolio aufzunehmen, aus Risikomanagement-Überlegungen durchaus Sinn machen kann, dass dies aber etwas

Im Westen nichts Neues

In der Tat scheint es so, dass die Kurssprünge der letzten Jahre durchaus in das Langfristmuster der Entwicklung der Aktienmärkte hineinpassen.

die Entwicklung der Aktienmärkte seit dem Platzen der Internetblase in einem historischen Kontext wirklich so aussergewöhnlich ist, wie oft und gerne behauptet wird. Oder ob wir einfach

völlig anderes ist, als Hedge Funds deswegen auszuwählen, weil man hier nur mehr geniale Manager vermutet. Das Bild des genialen (Alpha-)Portfoliomanagers verwirft der Autor grundsätzlich über das ganze Buch hinweg, und er ist der Meinung, dass, wenn man im Hedge-Fund-Bereich genialere Leute als bei den traditionellen Anlagen antrifft, dies eher im Marketing als im Management der Fall sei. Die genialen Money Manager, die es «dort draussen» geben mag – alternativ oder traditionell –, würden wahrscheinlich kaum den Geldern irgendwelcher Privatanleger nachrennen, sondern ihren Genius für die Verwaltung der eigenen Vermögen einsetzen – so die Meinung des Autors, welcher schwer zu widersprechen ist.

Auf die Frage, warum die Hedge Funds in den letzten Jahren trotzdem einen so grossen Zustrom aufweisen, wird indirekt im letzten Kapitel eingegangen. Dieses trägt den Titel: *Und was kostet der Spass? Machen Sie die Rechnung nicht ohne den Wirt*. Das Kapitel gibt einen vertieften Einblick in das von vielen Anlegern allzulange stiefmütterlich behandelte Gebiet der Gebühren und Kommissionen. Ein Gebiet, das sich notabene auch nicht gerade als Vorzeigekandidat für Transparenz eignen würde. Wenn man sich allerdings vor Augen führt, dass wir vielleicht in den nächsten Jahren eher mit etwas geringeren Wertschriftenrenditen als in der Vergangenheit werden rechnen müssen – also beispielsweise mit um die 6% anstelle der historischen 8 bis 10% im Aktienbereich –, dann wird es schon bedeutsam, ob wir Gebühren und/oder Kommissionen zahlen, die bereits 2 bis 4% davon verzehren.

Im abschliessenden Kapitel des Buches werden sowohl die Gebührenstrukturen traditioneller als auch alternativer Anlagevehikel – wie eben beispielsweise der Hedge Funds – analysiert. Es wird auf die Bedeutung der sogenannten Total Expense Ratio (TER) für die Transparenz im Anlagefondsgeschäft aufmerksam gemacht, aber gleichzeitig auch davor gewarnt, zu meinen, mit der TER seien alle Kosten aufgelistet, die dem Anleger aufgebürdet werden.

Und bei der Gebührenzusammenstellung der Hedge Funds bzw. der immer populärer werdenden Funds-of-Hedge-Funds (FoF) wird indirekt dann auch eine Erklärung für deren immer grösser werdende Popularität angegeben. Nicht selten erreichen nämlich die finalen Kosten und Gebühren solcher Anlagevehikel Grössenordnungen, die über dem liegen, was man längerfristig beispielsweise mit Aktien verdienen kann. Aber natürlich werden diese Kosten nicht einfach transparent auf den Tisch gelegt. Immerhin handelt es sich bei solchen Vehikeln ja oft um nur schwach (wenn überhaupt!) regulierte Anlagen. Eine vernünftige Kosten- und Gebührenzusammenstellung ist deswegen oft ein mühsames Unterfangen, das aber oft erstaunliche Zahlen zu Tage fördert. Ob es nach all den anfallenden Kosten dann wirklich allen Hedge-Fund-Managern gelingen wird, die entsprechenden Renditen zu erarbeiten, damit für den Anleger am Ende des Tages auch noch etwas übrig bleibt, mag man füglich bezweifeln. Es ist nämlich nicht selten, dass Manager, denen es bis anhin nicht gelungen ist, mit traditionellen Anlagen die Indizes zu schlagen, plötzlich an anderer Stelle als Hedge-Fund-Manager auftauchen.

Das Buch endet mit einer Zusammenfassung und mit Tips für den Privatanleger, die sich in ihrer Diktion nicht wesentlich von dem unterscheiden, was Heri schon in den «Acht Geboten» zu transportieren versucht hat: Um längerfristig von den höheren Renditen von Aktien versus festverzinslichen Anlagen profitieren zu können, braucht es:

- Einen langen Anlagehorizont, um sich die kurzfristige Volatilität leisten zu können. Wer die zehn Jahre, die den «langfristigen Horizont» charakterisieren, nicht investiert sein will oder kann, sollte keine Aktien kaufen.
- Einen starken Magen, guten Schlaf und vernünftige Buchführungskonzepte, um die kurzfristigen Schwankungen auszuhalten. Die Hoffnung, Schwankungsbreiten würden in der Zukunft kleiner werden als in der Vergangenheit, ist absurd. Die leicht

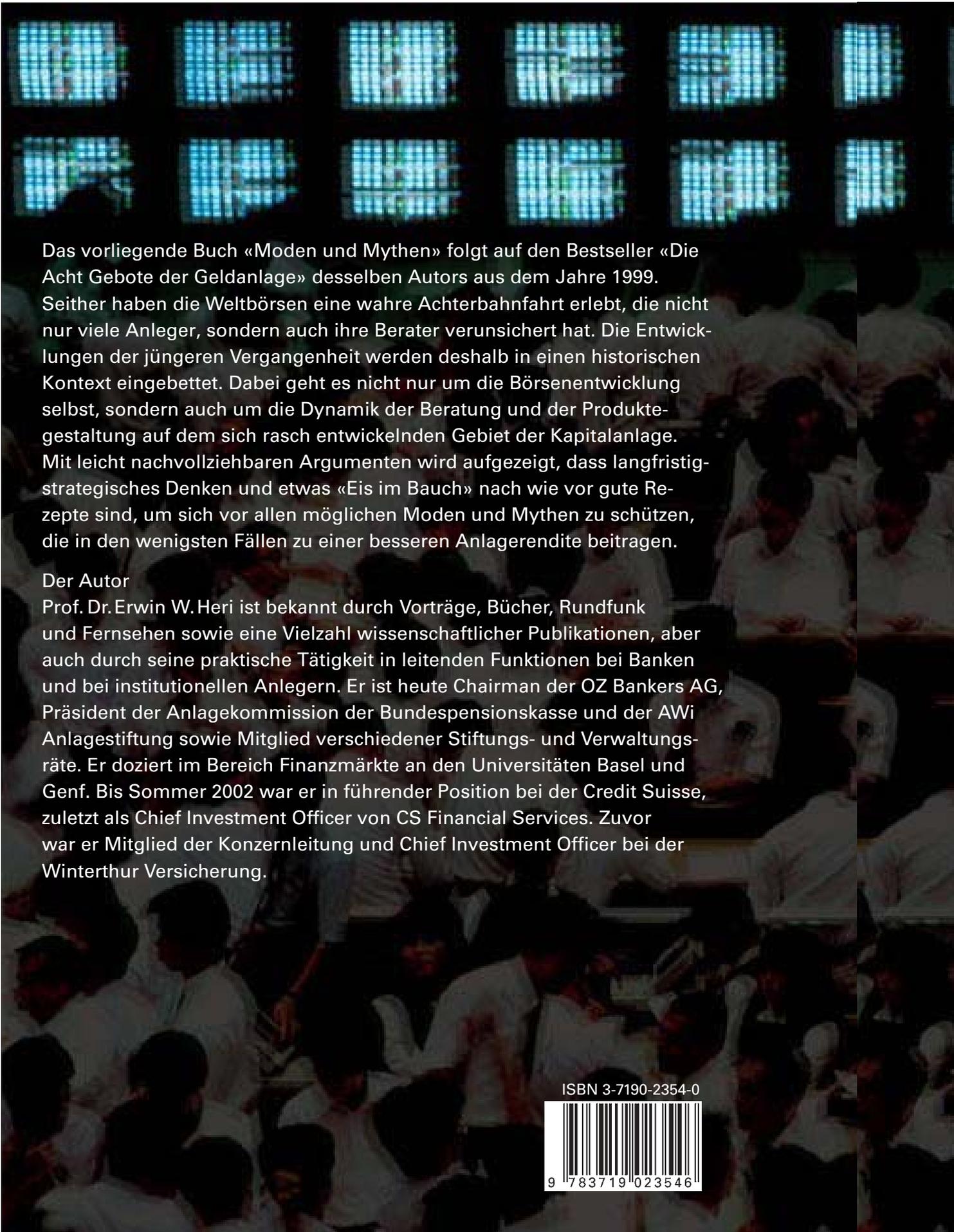
Bewährtes Erfolgsrezept

Wer sein Geld erfolgreich investieren will, braucht einen langfristigen Anlagehorizont, eine durchdachte Kaufen-und-Halten-Strategie, ein breit diversifiziertes Portfolio – und gute Nerven.

höhere Rendite von Aktien gegenüber festverzinslichen Papieren wird auch in der Zukunft schmerzhaft erlitten werden müssen.

- Eine Strategie des Kaufens-und-Haltens (Buy-and-Hold), die, entgegen allen Unkenrufen, kurzfristigem Aktivismus vorzuziehen ist, weil Timing und das Setzen auf irgendwelche Phantasiewetten nur einen Haufen Geld kostet und im Zweifelsfall nichts bringt.
- Eine breite Diversifikation, am besten mit Indexprodukten, um unsystematische Risiken zu vermeiden, für die man im Normalfall nicht durch zusätzliche Erträge belohnt wird.

Anlagestrategisch nichts Neues – mit Ausnahme vielleicht der Betonung der Gebührenstrukturen und des Votums nach viel grösserer Transparenz auf diesem Gebiet. Ob das vorgeschlagene Anlageverhalten der Psychologie des durchschnittlichen Anlegers gerecht wird, ist eine ganz andere Frage, auf die Heri aber eine klare Antwort hat: «Nein, es entspricht eben gerade *nicht* der Psychologie des Anlegers! Und gerade deswegen scheitern ja auch so viele Anleger immer wieder an den Börsen!» ■



Das vorliegende Buch «Moden und Mythen» folgt auf den Bestseller «Die Acht Gebote der Geldanlage» desselben Autors aus dem Jahre 1999. Seither haben die Weltbörsen eine wahre Achterbahnfahrt erlebt, die nicht nur viele Anleger, sondern auch ihre Berater verunsichert hat. Die Entwicklungen der jüngeren Vergangenheit werden deshalb in einen historischen Kontext eingebettet. Dabei geht es nicht nur um die Börsenentwicklung selbst, sondern auch um die Dynamik der Beratung und der Produktgestaltung auf dem sich rasch entwickelnden Gebiet der Kapitalanlage. Mit leicht nachvollziehbaren Argumenten wird aufgezeigt, dass langfristiges Denken und etwas «Eis im Bauch» nach wie vor gute Rezepte sind, um sich vor allen möglichen Moden und Mythen zu schützen, die in den wenigsten Fällen zu einer besseren Anlagerendite beitragen.

Der Autor

Prof. Dr. Erwin W. Heri ist bekannt durch Vorträge, Bücher, Rundfunk und Fernsehen sowie eine Vielzahl wissenschaftlicher Publikationen, aber auch durch seine praktische Tätigkeit in leitenden Funktionen bei Banken und bei institutionellen Anlegern. Er ist heute Chairman der OZ Bankers AG, Präsident der Anlagekommission der Bundespensionskasse und der AWi Anlagestiftung sowie Mitglied verschiedener Stiftungs- und Verwaltungsräte. Er doziert im Bereich Finanzmärkte an den Universitäten Basel und Genf. Bis Sommer 2002 war er in führender Position bei der Credit Suisse, zuletzt als Chief Investment Officer von CS Financial Services. Zuvor war er Mitglied der Konzernleitung und Chief Investment Officer bei der Winterthur Versicherung.

ISBN 3-7190-2354-0



Heri Moden und Mythen an den Anlagemärkten



Erwin W. Heri

Moden und Mythen an den Anlagemärkten

Warum Anleger und ihre Berater
an der Börse immer wieder scheitern



HELBING & LICHTENHAHN