



Der Zufall kann erbarmungslos sein: Freud und Leid an der New Yorker Börse.

Magie des Geldes

## Fünf Börsenregeln

Wer an das Ende der tiefen Zinsen glaubte, wurde in der jüngsten Vergangenheit eines Besseren belehrt. Der Anlagenotstand wächst weiter, und viele Anleger fragen sich, ob sie ihr Glück am Aktienmarkt versuchen sollen. Von Heinz Zimmermann

1 — Wie bei allen Tätigkeiten ergibt sich der Erfolg an der Börse aus einem Mix aus Können und Glück, Misserfolg entsprechend aus Unfähigkeit und Pech. Können steht stellvertretend für viele Qualitäten wie Versiertheit im Anlagegeschäft, Kenntnis wirtschaftlicher Zusammenhänge, Einschätzung des Anlageklimas, welche in ihrer Summe in eine Strategie einfließen. Die Börsengewinne wird man meistens seinem Können zuschreiben, die Verluste hingegen sind Pech. Der Grund dafür ist einfach: Welche Entscheidung in einer konkreten Situation richtig oder falsch ist, lässt sich meistens nur schwer feststellen, ausser im Nachhinein, wenn es nicht mehr relevant ist. Deshalb ist die Grenze zwischen Zufall und Können bei Anlageentscheidungen fließend und kann stets unschwer zum eigenen Vorteil interpretiert werden. Skepsis ist angezeigt!

Weil Glück und Pech an der Börse einen nicht genau feststellbaren Anteil am Erfolg darstellen, ist es besonders schwierig, vom erzielten Erfolg auf Können zu schliessen. So entstehen regelmässig falsche Erwartungen und böse Überraschun-

gen. Das ist im normalen Leben einfacher. Dem Walliser Ulrich Inderbinen, der in seinem Leben 371 Mal das Matterhorn bestieg, wird man nebst einer Portion Glück kaum bergsteigerisches Können absprechen. Diese vollkommene Gewissheit besteht selbst bei Jahrhundertinvesto-

### Der erzielte Anlageerfolg lässt nicht auf das Können des Investors schliessen.

ren wie Keynes, Soros oder Buffett nicht: Vielleicht haben sie doch einfach über lange Perioden mit ihrer Strategie Glück gehabt – denn irgendeine Strategie erweist sich natürlich rein statistisch immer als die beste von mehreren möglichen. Und dass die am längsten überlebende Strategie höchst erfolgreich ist, vermag nicht zu erstaunen: Es dürfte schwierig sein, jahrelang Geld zu verlieren und dabei zu überleben! Darum merke: Wer einen langen und erfolgreichen Track Record aufweist, muss seine Sache nicht zwingend besser machen. Eine Strategie (von

möglicherweise mehreren) hat einfach überlebt! Eine völlig andere, aber entscheidende Frage ist hingegen, ob dies vorausszusehen war.

Buffetts Erfolg als jahrzehntelange Glückssträhne? Das ist tatsächlich ziemlich unwahrscheinlich. Die Betonung der Aussage im letzten Abschnitt liegt auf dem Wort «selbst»: Der Zufall kann nie gänzlich ausgeschlossen werden, bei durchschnittlichem Erfolg erst recht nicht. Aber Zufall gilt als unpopuläre Erklärung. Aus der Sozialpsychologie weiss man, was der Mensch alles erfindet, um dem Zufall nicht in die Augen blicken zu müssen: Es muss doch etwas Übernatürliches im Spiel sein. Liest man nicht stets von der jährlichen Pilgerreise der Glaubensgemeinschaft zum «Orakel von Omaha»? Dabei wäre ein kühler Kopf die bessere Voraussetzung für eine Geldanlage.

2 — Gewinne als Gradmesser des Könnens sind auch aus einem anderen Grund gefährlich: Auch Mr Madoff galt lange Jahre als äusserst erfolgreicher Investor. Erfolg lässt sich im Finanzbereich nicht nur schlecht von Glück

unterscheiden, sondern auch von Betrug. Wer viel verspricht und die ersten Versprechungen einhält, dem fliegen nicht nur die Herzen zu, sondern auch das anlagesuchende Kapital. Das System perfektioniert hat Charles Ponzi vor knapp einem Jahrhundert, und wenn auch sein Leben als Pleitier in einem brasilianischen Gefängnis endete, bedeutete es nicht das Ende seines Geschäftsmodells.

Denn wenn immer ein Geschäft schneller wächst als die versprochenen Zinsen, schafft dies den Nährboden für Ponzi-Pyramiden, die früher oder später zusammenbrechen. Tiefzinsphasen sind deshalb besonders prädestiniert für ihr Funktionieren. Regelmässig werden Renditen über der risikolosen Verzinsung nicht nur garantiert, sondern anfänglich auch tatsächlich ausgeschüttet. Dies schafft Vertrauen, und das Geschäft kommt in Schwung. Das Wachstum findet irgendwann ein Ende, und je später man einsteigt, umso grösser ist die Gefahr eines Totalverlustes.

Staatlich regulierte Versicherungs- und Rentensysteme mit kapitalmarktfernen Leistungsgarantien funktionieren nach demselben Muster. In den Worten der Finanzmarktaufsicht (Finma): «Im System der beruflichen Vorsorge werden Altersrenten ausbezahlt, die sich durch vorsichtige Anlagen am Kapitalmarkt und durch Beiträge allein nicht finanzieren lassen» (NZZ, 6.9.2014). Kurzfristig profitiert man natürlich davon, langfristig – wenn das Wachstum der beitragszahlenden Bevölkerung abnimmt – führt's in die Pleite, wie bei der Pyramide. Deshalb: Man investiere nur in Dinge, deren zugrundeliegende Konstruktion man wirklich durchschaut. «Wunder» bergen hohe Risiken.

3 — Zurück zur Frage: Sind Gewinne an der Börse wirklich nur vom Glück abhängig? Das wurde nicht behauptet: Nur der Umkehrschluss, dass Erfolg auf Können schliessen lässt, ist unzulässig. Unverkennbar haben mit der Verbreitung der Portfolio- und Finanzmarkttheorie Modelle als Entscheidungsgrundlage für Anlageentscheidungen an Bedeutung gewonnen, vor allem für institutionelle Investoren. Liefern sie bessere Anlageerfolge? Modelle sind keine Geldautomaten; in erster Linie formalisieren sie das Wissen über grundlegende ökonomische Zusammenhänge und machen diese empirisch testbar. So tragen sie dazu bei, die Risiken sowie die Verarbeitung von Informationen im Finanzsystem besser zu verstehen.

Wer an der Börse investiert, muss über eine minimale Risikofähigkeit und Risikobereitschaft sowie über eine gute Nase verfügen. Die Sache mit der Nase wird meist unterschätzt, denn sie muss nicht nur gut, sondern überdurchschnittlich gut sein. Wer lediglich Gerüchte und Informationen aufspürt, auf welche alle anderen Nasen bereits gestossen sind, oder daraus keine neuen Schlüsse ableitet, kann nicht

mit Erfolg rechnen. Dies wird die meisten Leute nicht davon abhalten, sich als überdurchschnittlich zu betrachten, und das ist auch ganz gut so, denn der Markt wird im Durchschnitt umso effizienter bei der Verarbeitung von Informationen, je mehr Leute sich überschätzen. Es handelt sich um einen relativen, nicht absoluten Wettbewerb um Informationen: Es ist wie bei Klausuren, wo die Notenskala so angesetzt wird, dass immer die Hälfte der Klasse eine ungenügende Note erhält. Genau dieses Um-die-Wette-Rennen findet an der Börse bei der Verarbeitung pri-

---

## Überschätzen Sie sich ruhig, ärgern Sie sich über die Dummheit der Massen.

---

vater Informationen statt. Die Hälfte wird leer ausgehen, aber der Durchschnitt wird dafür umso höher ausfallen. Die Logik des Spiels besteht darin, dass sich ex ante alle als überdurchschnittlich betrachten. Darum: Überschätzen Sie sich ruhig, ärgern Sie sich über die Dummheit der Massen – Sie erweisen damit der Allgemeinheit einen Dienst, wenn auch nicht unbedingt sich selbst. Der Allgemeinheit schaden Sie bloss, wenn Sie dafür fremdes Geld verwenden.

Ein wichtiger Unterschied besteht allerdings zwischen Klausur und Börse: Bei Letzterer kann man sich nämlich von vornherein dem Wettbewerb entziehen und sich eine Vier (den angenommenen Durchschnitt) gutschreiben lassen. Weniger abstrakt: Die durchschnittliche Performance der Börse lässt sich immer nahezu gratis erwirtschaften, indem man in einen passiven Marktindex investiert.

4 — Das zentrale Thema der Kapitalanlage liegt im Umgang mit Risiken. Der Grundsatz lautet bekanntermassen: Diversifikation. Man denkt dabei meistens an Einzeltitel, Staaten oder Währungen. Aber in einer globalen Wirtschaft sind vermehrt ganze Sektoren makroökonomischen oder regulatorischen Einflüssen unterworfen, so dass die Diversifikation auch diese Dimension zu berücksichtigen hätte. Aber man kann es auch übertreiben: Es ist wenig sinnvoll, nur zur Risikodiversifikation in ein Anlagensegment zu investieren, das einen nicht interessiert und dessen Ertragsquellen man nicht versteht. Pflegen Sie die Mode bei Ihrer Garderobe, nicht bei der Geldanlage. Für die reine Risikoreduktion ist es effizienter, einen Teil des Vermögens in risikoarme Geldmarktfonds zu investieren.

Es gibt auch Missverständnisse bei der Diversifikation, insbesondere im Zusammenhang mit der Länge des Anlagehorizonts. Wenn ich plane, in einem halben Jahr eine Immobilie zu erwerben und dazu meine Wertschriften zu verkaufen, werde ich diese kaum in Aktien investieren. Das sähe anders aus, wenn der Verkauf in zehn oder zwanzig Jahren geplant wäre. Bedeutet dies, dass Aktien über einen

längeren Planungshorizont ein tieferes Risiko aufweisen? In gewisser Weise ja, in anderer Hinsicht nein. Häufig wird ein zeitlicher Diversifikationseffekt geltend gemacht – das Auf und Ab der Börse gleiche sich langfristig aus. Man beachte: Diversifikation bedeutet, dass ein Risiko auf mehrere Einzelrisiken aufgeteilt wird; ein Portfolio wird auf mehrere Teilsegmente (Märkte, Sektoren, Titel) alloziert.

Ein zeitlicher Diversifikationseffekt würde beim *Dollar-cost averaging* vorliegen: Eine zu erwerbende Investition wird nicht an einem einzigen Datum getätigt, sondern tranchenweise in zeitlichen Abständen. Aber bei einer Ausdehnung des Anlagehorizonts verhält es sich anders: Die Risiken werden kumuliert, nicht unterteilt. Jedes Börsenjahr lässt sich mit dem zufälligen Wurf eines Würfels vergleichen: Man erhöhe die Zahl der Würfel und addiere die Augenzahlen.

Entsteht der Eindruck, dass die kumulierte Augenzahl bei zehn Würfeln ein kleineres Risiko repräsentiert als bei einem einzigen Wurf? Natürlich hängt dies von der Risikodefinition ab. Im einfachsten Fall ist es die Abweichung des schlechtesten und des besten Ergebnisses vom Durchschnitt; dann nimmt das Risiko mit der Anzahl Würfel zu. Betrachtet man die Standardabweichung, nimmt das Risiko ebenfalls zu – aber nur mit der Quadratwurzel der Anzahl Würfel. Eben doch nicht linear, sondern unterproportional! Man könnte sich weiter fragen, ob die Marktschwankungen langfristig wirklich dem Zufallsmechanismus eines Würfels folgen oder nicht viel mehr zyklischer Natur sind.

Ein langer Zeithorizont bietet eine wesentlich grössere Flexibilität als ein kürzerer, Fehler oder Fehlerwartungen zu korrigieren und die Strategie – möglicherweise auch den Lebensstandard – anzupassen. So lässt es sich rechtfertigen, bei einem langen Horizont einen höheren Teil des Vermögens in Aktien zu investieren: aber nur in Verbindung mit einer langfristigen Finanzplanung! Als grobe Richtschnur für die Aufteilung des Vermögens zwischen Anleihen und Aktien halte ich es mit der «Fünf-plus-Regel»: Die prozentuale Aktienquote ergibt sich aus der Fünf plus der Zahl der Jahre bis zur geplanten Pensionierung.

5 — Diese Richtschnur lässt vieles ausser Acht: vor allem, dass man bei der Beschäftigung mit der Börse Erfahrungen sammelt, ja vielleicht sogar daran Spass hat und gerade im Zeitpunkt der Pensionierung nicht auf langweiligen Anleihen sitzen möchte. Hier wäre jedoch zu empfehlen, das Hobby strikt von der Finanzplanung zu trennen. Oder wie Keynes es formuliert hat, drei separate Kassen zu führen: eine für die täglichen Ein- und Auszahlungen, eine für die sichere Vorsorge und eine für die Börsenspekulation. Und Keynes war ein höchst erfolgreicher Investor, ohne jeden Zweifel.

Heinz Zimmermann ist Ordinarius für Finanzmarkttheorie an der Universität Basel.