

# Lustvoll Aktien kaufen

Endlich gibt es eine Anlagestrategie, die sich wirklich lohnt: Machen Sie an der Börse, was Ihnen Spaß macht, es kostet Sie nichts. Diese Strategie „lustvollen Anlegens“ folgt aus der Standardtheorie effizienter Märkte, wenn man sie konsequent zu Ende denkt.

Die gängige Interpretation der Theorie effizienter Märkte ist, dass der Markt nicht zu schlagen ist. Auf den Finanzmärkten versuchen unzählige Akteure die zukünftigen Kurse vorauszusagen und durch geschicktes Kaufen und Verkaufen Gewinne zu erzielen. Deshalb spiegeln die heutigen Kurse all diese Aktivitäten und alle heute verfügbaren Informationen und Erwartungen. Die Kurse bewegen sich nur, wenn neue Informationen verfügbar werden oder die Anleger sie neu interpretieren. „Neu“ heißt dabei immer auch „nicht prognostizierbar“. Folglich ist auch die Kursentwicklung nicht prognostizierbar und zufällig – halt eben ein „Random Walk“, eine Zufallsbewegung.

Viele Anleger und Berater weisen diese Theorie zurück und versuchen, den Markt mittels aktiver Anlagestrategien zu schlagen. Falls sie nicht über Insiderwissen verfügen, scheitern sie mit größter Wahrscheinlichkeit über kurz oder lang und haben auch noch hohe Informations- und Transaktionskosten zu tragen. Natürlich kann eingewendet werden, Markteffizienz sei blanke Theorie. Das ist zwar richtig, aber nicht wichtig. Selbstverständlich sind die heutigen Finanzmärkte nicht vollständig effizient. Für Anleger zählt jedoch nur, inwiefern Kurse systematisch prognostizierbar sind. Die für reale Märkte typischen Phänomene wie Moden, Panik oder Herdenverhalten sind leider genauso wenig prognostizierbar wie effiziente Märkte. Im Nachhinein erblickt man in der Kursentwicklung immer Muster, die systematisch und nicht zufällig wirken. Sie im Vorhi-

Weil niemand die Zukunft kennt, können Anleger den Markt niemals schlagen. Das ist kein Schaden: Denn dafür kann man um so ungenierter nach Lust und Laune spekulieren.

*Von Reiner Eichenberger und Marco Portmann*

nein zu prognostizieren ist aber kaum möglich. Und wenn doch ein Wissenschaftler ein systematisches und prognostizierbares Muster und damit eine Marktanomalie entdeckt, mit der Geld verdient werden kann, verschwindet sie alsbald, weil unzählige Akteure versuchen, sie auszunutzen, und sie dadurch „wagspekulieren“.

Anleger und Berater, die immer noch glauben, sie könnten den Markt systematisch schlagen, sollten noch Folgendes bedenken: Erstens schlagen bei rein zufälliger Marktentwicklung und unter Vernachlässigung der Transaktionskosten jedes Jahr die Hälfte der aktiven Anleger den Markt. Ein Viertel der Anleger schlägt den Markt zwei Jahre hintereinander, ein Achtel drei Jahre, und knapp jeder tausendste Anleger sogar 10 Jahre hintereinander – aus purem Zufall.

Solche Glückspilze erliegen oft einer Kontrollillusion. Sie meinen, sie hätten ein System entdeckt, mit dem sie den Markt schlagen können. Dabei bedeuten ihre zufälligen Erfolge überhaupt nichts für die Zukunft. Die ebenso vielen Pechvögel hingegen, die mehrere Jahre hinter dem Markt zurückbleiben, vertrauen ihr Vermögen oft Beratern an, die dann mit 50-prozentiger Wahrscheinlichkeit alsbald den Index schlagen. Solche Anleger entwickeln leicht übermäßiges Vertrauen in ihre Berater und werden regelrecht beratergläubig.

Zweitens gibt es ja vielleicht tatsächlich Menschen, die Marktentwicklungen richtig prognostizieren können. Nur sie sind sehr selten. Es ist viel wahrscheinlicher,

selbst einer Kontrollillusion zu unterliegen, als ein Marktgenie zu sein. Genauso ist es auch wahrscheinlicher, dass vermeintliche Superberater in Wahrheit keine Superprognostiker, sondern ganz normale Menschen oder, noch schlimmer, Scharlatane sind. Das ist so ähnlich wie mit der Wiedergeburt. Selbst wenn ab und zu Menschen wiedergeboren werden sollten, gibt es sehr viel mehr Leute, die nur meinen oder sagen, sie seien wiedergeboren worden. Beratern, die Marktentwicklungen vorhersagen, sollte man deshalb etwa so stark vertrauen wie angeblich Wiedergeborenen.

Was also tun? Ganz einfach. Man muss die Theorie der Markteffizienz und des „Random Walks“ konsequent zu Ende denken! Man kann den Markt nicht schlagen – aber man kann auch nicht schlechter als der Markt sein, abgesehen von den Transaktionskosten. Unsere Anlagestrategie ist deshalb das „lustvolle Investieren“: Machen Sie an der Börse, was Ihnen Spaß macht, es kostet Sie nichts.

Aktien von gut geführten, hochprofitablen Firmen oder aus Erfolgsländern bieten risikobereinigter keine besseren Renditen als Aktien von schlecht geführten Firmen mit Verlusten oder aus Krisenländern. All die positiven und negativen Erwartungen stecken schon in den heutigen Aktienpreisen. Es ist deshalb nicht nur unmöglich, besonders gute Anlagemöglichkeiten zu identifizieren, sondern auch besonders schlechte systematisch zu meiden. Anderenfalls könnte der Markt mittels Leerverkäufen, Termin- und Optionsgeschäften ein-

fach geschlagen werden. Folglich lohnt es sich schlicht nicht, zu überlegen, welches besonders gute oder schlechte Firmen, Branchen oder Länder sind, sondern einzig, in welche man gerne investiert.

Wie bei jedem lustvollen Spiel gibt es allerdings grundlegende Sicherheitsregeln zu beachten: Erstens gilt es weiterhin, die Risiken gut zu diversifizieren und Klumpenrisiken zu vermeiden, falls man risikoavers ist. Zweitens sollte die Lust nur mit börsengehandelten Papieren ausgelebt werden. Abseits der Börse drohen Gebührenfallen, Scharlatane und Berater, die Finanzprodukte verkaufen und als besonders „lustvoll“ preisen, welche in Tat und Wahrheit aber nur ihrer eigenen Lust an hohen Gebühren dienen.

Drittens sollten auch lustvolle Anleger ihre Papiere möglichst lange halten, um die Transaktionskosten zu minimieren. Deshalb ist gut, zu überlegen, für welche Anlagen das Herz auch langfristig schlägt. Viertens sollte man möglichst persönliche Gelüste ausleben. Wenn viele Anleger die gleichen Gelüste haben, treibt das die Kurse der betreffenden Papiere in die Höhe und die erwarteten Renditen nach unten.

Das Verhalten vieler Banken bestätigt das Obengesagte vollumfänglich. Viele haben sich aus dem Eigenhandel zurückgezogen, weil sie trotz riesigem Aufwand nicht fähig waren, damit richtig Geld zu verdienen. Trotz enormem Wissensvorsprung und größter Marktnähe konnten sie die Märkte nicht systematisch schlagen. Geld verdienen sie leichter

mit der Beratung anderer Anleger als mit dem Umsetzen der eigenen Beratungsinhalte.

Braucht es überhaupt noch Banken, wenn die Anleger vermehrt lustvoll anlegen? Für traditionelle passive Anlagestrategien ist die Hauptrolle guter Kundenbetreuung – das richtige Diversifizieren. Für erfolgreiches lustvolles Investieren ist Beratung noch wichtiger und anspruchsvoller. Lustvolles Anlegen bedeutet oft Engagement in besonderen Branchen oder Ländern. Natürlich gibt es da verschiedene Finanzprodukte zur Auswahl, die mit größeren oder tieferen Gebühren und Steuerfolgen verbunden sind, und größere lustvolle Investments verlangen nach gezielter kompensierender Risikodiversifikation. Noch interessanter ist, dass das lustvolle Investieren das enge Korsett der Markteffizienz sprengen kann. Deren wichtige Implikation, dass die erwartete risikobereinigte Rendite jeder Anlage gleich ist, gilt nur, wenn die Anleger keine Freude am gezielten Anlegen haben. Wenn hingegen viele Anleger die gleichen Anlagen bevorzugen, sind ihre Preise hoch und die finanziellen Renditen tief. Die Anleger haben ja neben den finanziellen auch psychische Erträge. Die Kunst guten Anlegens ist dann, die Summe aus finanziellen und psychischen Erträgen zu maximieren. Dazu aber müssen die Berater die Gelüste und Ängste ihrer Kunden sehr gut kennen. Genau das tun manche gute Privatbanker. Doch es dürfte nicht die Kernkompetenz der Großbanken sein.

Glauben Sie trotzdem noch, Sie könnten den Markt schlagen, vielleicht sogar dank so etwas wie Chartanalyse? Macht nichts. Ob Chartanalyse, Voodoo oder Premium Banking: Solange Sie sich an die obigen Regeln halten, sind die erwarteten Renditen gleich. Also Hauptsache, Sie haben Spaß dabei.

Reiner Eichenberger ist Professor für Finanzwissenschaften an der Universität Fribourg/Schweiz. Marco Portmann ist Oberassistent.