

Dr. Alexis Eisenhofer

# ÜBERRENDITE

Einfach mehr verdienen

FBV

© des Titels »Überrendite« von Dr. Alexis Eisenhofer (978-3-95972-004-5)  
2017 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München  
Nähere Informationen unter: <http://www.finanzbuchverlag.de>

# Vorwort

In dem vorliegenden Buch sind Gedanken und Erfahrungen zusammengefasst, die ich in den letzten 25 Jahren als Student und Doktorand der Kapitalmarktforschung, als Investor und als Unternehmer am Kapitalmarkt gesammelt habe. Unser Unternehmen *financial.com* entwickelt und betreibt Wertpapierinformations- und Wertpapierhandelssysteme. Als Technologiepartner von *Thomson Reuters* arbeiten wir täglich mit den weltweit führenden Finanznachrichten und Daten.

Ausgangspunkt für dieses Buch war die Bitte meiner Kollegen, Finanzwissen unseren technischen Kollegen in einer Präsentation zu vermitteln. Schnell war klar, dass ich dies nur in einem Buch zusammenschreiben kann. Ich wäre sehr stolz, wenn ich mit diesem Buch bei vielen meiner Kolleginnen und Kollegen neben der Wissensvermittlung auch eine Leidenschaft für das Thema Börse entfachen kann. Ohne ihre technische Unterstützung wäre ich nichts, und hoffentlich kann ich ihnen mit diesem Buch etwas zurückgeben.

Die wichtigsten beiden Leser meines Buchs, für die alleine ich es bereits geschrieben hätte, sind unsere Kinder Franz (5 Jahre) und Elsa (3 Jahre). Zu wissen (oder zu hoffen), dass sie in 20 Jahren das Buch in die Hand nehmen werden und meine Gedanken zum Thema Kapitalmarkt lesen, ist mein größter Ansporn.

Ich bedanke mich bei allen Weggefährten, die mich in den letzten 25 Jahren begleitet haben. Viele werden bei der Lektüre auch ihre Erfahrungen wiederfinden, weil wir diese gemeinsam erlebt haben.

München, August 2016

# Einleitung

Die Aufgabe eines Portfoliomanagers besteht darin, durch kluge Anlageentscheidungen einen Mehrwert gegenüber einer passiven Anlage in einen Index zu erzielen. Welche Anlagestrategien gut sind und solche *Überrenditen* ermöglichen, ist das zentrale Thema einer ganzen Industrie sowie einer ganzen Wissenschaft. Es fällt auf, dass sich in der Finanzbranche sehr viele kluge Menschen bewegen, die größtenteils allerdings selbst nicht außergewöhnlich reich sind. Tatsächlich erzielen sie meistens nur gewöhnliche Renditen, die auch nicht besser als die Renditen von Privatanlegern sind.

Oft trifft man sehr gut ausgebildete Naturwissenschaftler, die komplexe Probleme mit mathematischen Formeln lösen können. Durch ihre Methodenstärke haben sie oft ein übersteigertes Selbstvertrauen und glauben an eine vollständige Kontrolle des Zufalls. Aufgrund ihrer Neigung zur analytischen Eleganz treffen sie manchmal Annahmen, die nicht real sind.

Der Glaube an besonders kluge Portfoliomanager veranlasst Millionen Kleinsparer weltweit, insgesamt 74 Billionen US-Dollar in 122.000 Fonds zu investieren. Dass es nur 52.000 börsennotierte Unternehmen gibt, von denen eigentlich nur 5.000 genügend Aktien für den Börsenhandel haben, zeigt das besondere Gewicht von Fondsmanagern in der Finanzbranche. Jeder Fondsmanager entwirft seine eigene Strategie, mit der er besser als alle anderen sein möchte.

Oftmals werden Fondsmanagern durch Gesetze zu enge Grenzen gesetzt, weswegen eine Zielverfehlung nicht zwangsläufig mit einer schlechten Leistung gleichzusetzen ist. Komplexe Anlagerichtlinien, die in guter Absicht getroffen wurden, stehen aber einer Überrendite im Weg. An der Börse ist Flexibilität sehr wichtig. Gerade hier haben Privatanleger einen großen Vorteil gegenüber institutionellen Anlegern. An der Börse fressen nicht die Großen die Kleinen, sondern die Schnellen fressen die Langsamen.

Immer mehr Privatanleger vertrauen passiven Produkten (Indexfonds) oder nehmen die Kapitalanlage selbst in die Hand, insbesondere infolge des Booms von Social-Trading-Plattformen im Internet. Hier kopieren Privatanleger die Strategien anderer Investoren.

Außerdem verlieren Ansätze, die historisch gut funktionierten, aufgrund von hoher Nachahmung ihren Wert. Was nutzt der Nobelpreis von Harry Markowitz zur Berechnung optimaler Portfolios, wenn jeder diese Vorgehensweise anwendet?<sup>21</sup> Nichts! »Wenn die Vergangenheit der beste Maßstab für die Zukunft wäre, wäre die Forbes-Weltrangliste der reichsten Menschen voller Bibliothekare.« (Zitat von Warren Buffett)

Der beste Anleger der Welt ist Warren Buffett, der mit seiner Beteiligungsholding Berkshire Hathaway seit 1965 im Mittel pro Jahr 21,6% Rendite erwirtschaftet hat. Aus Sicht der Finanzwissenschaft ist dieser Anlageerfolg ein Rätsel. Wie später in einem eigenen Kapitel gezeigt wird, sind die Erfolge jedoch sehr systematisch und (allerdings sehr schwer) reproduzierbar. Warum lässt ein 86-jähriger Mann einen Großteil der Finanzwissenschaft verzweifeln und warum übertrifft er einen Großteil kluger Universitätsabsolventen, die mit den neusten Erkenntnissen der Finanzwissenschaft vertraut sind?

Buffett selbst freut sich, dass unzählige Studenten ihren Universitäten viel Geld bezahlen, um dort etwas von effizienten Märkten zu lernen. Auf effizienten Märkten sind alle Informationen bereits in den Kursen verarbeitet. Folglich unternehmen sie nämlich wenig Anstrengung, um neue eigene Wege zu Überrenditen zu suchen. Wie später gezeigt wird, ist eine Überrendite harte Arbeit und verlangt viel Fleiß und Disziplin.

Dieses Buch zeigt, dass man zudem mit der nötigen Distanz und ohne Hektik langfristig viel bessere Entscheidungen treffen kann, als dies viele hochmotivierte Fondsmanager machen, die im Tagesgeschäft aufgrund von Stress, Rechtfertigungsdruck und gesetzlichen Vorschriften den Wald vor lauter Bäumen nicht sehen (dürfen). Ein Großteil des Anlageerfolgs stammt nicht daher, dass man der Klügste ist. Meistens reicht es aus, wenn man nicht der Dümme ist. Emotionale Stabilität ist beim Investieren viel wichtiger als Intelligenz. Viele der gezeigten Forschungsergebnisse sind intuitiv und bereits mit einem gesunden Menschenverstand zugänglich.

Selbst dann, wenn man als Privatanleger keine Erfahrungen bei Finanzentscheidungen hat, sollte man ein gesundes Misstrauen behalten und Empfehlungen von anderen Marktteilnehmern kritisch hinterfragen. Wie später gezeigt wird, sind viele Aussagen mit Eigeninteressen belegt, die nicht deckungsgleich mit den Interessen des Anlegers sind.

Wissenschaftliche Aussagen und empirische Ergebnisse werden so präsentiert, dass ein Privatanleger nach der Lektüre pro Jahr zwischen 2% und 3% mehr Rendite erwirtschaften und deshalb eine doppelt so hohe Rente erwarten kann – wenn er hoffentlich den Großteil seines Anlegerlebens noch vor sich hat.

# Haushalte, Unternehmen und das Finanzsystem

Grob gesprochen kann man das Wirtschaftsleben in 3 Sektoren einteilen. Private *Haushalte* erzielen Ersparnisse, die sie dann *Unternehmen* für reale Investitionsprojekte zur Verfügung stellen. Streng genommen gibt es noch den Staat und das Ausland, die sich Geld für ihre Vorhaben leihen. Weil die Unternehmen bezüglich der Projekte Insider sind und die Risiken und Chancen besser als außenstehende Privatanleger kennen, gibt es das *Finanzsystem*, das mit seinen Analysten und Fondsmanagern für eine effiziente Kontrolle sorgen soll.

Unternehmen kommen dann mit Börsengängen an den Markt, wenn die Manager der Meinung sind, dass der Markt mehr als den tatsächlichen Wert für ihre Aktien bezahlt.<sup>2</sup> Genauso kaufen sie Aktien zurück, wenn der Marktpreis unter dem fundamentalen Wert liegt. Derartige Informationen sind übrigens sehr gute Indikatoren für eine Überhitzung von Märkten. Tatsächlich sind Aktienrückkäufe auch ein sehr guter Indikator für steigende Kurse.<sup>3</sup>

In den letzten 3 Jahrzehnten ist das »*Delegated Portfolio Management*« (die indirekte Anlage über Fonds) extrem angestiegen. Im Jahr 2014 wurden weltweit 74 Billionen USD verwaltet.<sup>4</sup> Privatanleger halten inzwischen mehr Investmentfonds als Direktinvestitionen in Aktien oder Anleihen. Diese

immer wichtiger gewordene Auftragsbeziehung hat die Kapitalmärkte deutlich verändert. Während Fondsmanager nach vermeintlich rationalen Kriterien Chancen an den Märkten suchen, sind sie tatsächlich abhängig von der Stimmung der Privatanleger. Wenn die Wirtschaftsnachrichten so schlecht sind, dass sie selbst Boulevardzeitungen erreichen und damit Privatanleger zur Flucht aus ihren Anlagen treiben, nützen keine klugen Modelle. Die Fondsmanager müssen Positionen verkaufen, um die Auszahlungen der Privatanleger bedienen zu können.

Durch die großen Mittelflüsse in Investmentfonds haben die Wechselbeziehungen (»*Korrelationen*«) der Aktien stark zugenommen.<sup>5</sup> Früher waren Aktien oftmals unabhängig oder sogar gegenläufig voneinander. Deswegen konnte man gemäß der *Portfolio-Selection-Theorie* des Nobelpreisträgers Harry Markowitz durch kluge Portfoliogewichte das Risiko erheblich reduzieren.<sup>6</sup> Heute werden Portfolios von den Fondsmanagern nach den gleichen Modellen auf- und abgebaut, was gerade in Fluchtphasen von Privatanlegern eine hohe Gleichläufigkeit der Aktien bewirkt. Kapitalmärkte haben heute daher ein viel höheres *Refinanzierungsrisiko*.<sup>7</sup>

In der Wissenschaft gibt es zahlreiche Studien, die Mittelflüsse von Investmentfonds untersuchen. Aufgrund der prozyklischen Mittelflüsse – Privatanleger kaufen (verkaufen) Fondsanteile bei guter (schlechter) Stimmung – kann das Finanzsystem seine Kontrollfunktion nicht richtig ausüben.<sup>8</sup> Wenn die Börse eingebrochen ist und sich wieder viele Chancen auftun, können Fondsmanager nicht mehr handeln, weil die Privatanleger das Geld abgezogen haben. Dagegen bekommen die Fondsmanager viel Geld anvertraut, wenn die Kurse bereits stark gestiegen und die Bewertungen nicht mehr attraktiv sind.



Aufgrund der eingeschränkten Kontrollfunktion durch das Finanzsystem gewinnen die Unternehmen im Mittel, weil sie ihren Informationsvorsprung teilweise ausnutzen können. Privatanleger verlieren relativ gesehen Geld, und das Finanzsystem verdient seine Provisionen.

Privatanleger sollten bei einer Fondsanlage Emotionen ausblenden und Fonds langfristig über Börsenzyklen hinweg halten. Wenn sie sich für einen Fondsmanager entschieden haben, sollten sie zudem auch längerfristig investiert bleiben. Bei einer Direktanlage lohnt sich ein Blick auf das Verhalten von Unternehmensinsidern, um eine Bewertung des Gesamtmarkts ableiten zu können.

# Besonderheiten der institutionellen Kapitalanlage

Wer Kapitalmärkte verstehen will, muss sich unbedingt in die Perspektive der großen institutionellen Anleger hineinversetzen. Diese Großanleger agieren in einem hochgradig regulierten Umfeld und können Anlageentscheidungen nicht immer frei treffen. Die Regeln sind öffentlich bekannt, weswegen sich Privatanleger die Kenntnisse dieser »Leitplanken« zu Nutze machen können.

Zuerst muss man wissen, dass große Kapitalsammelstellen keine klassischen »*Asset Manager*« wie Privatanleger sind. Vielmehr sind sie »*Asset-Liability-Manager*« und müssen neben der Aktivseite auch die Passivseite ihrer Bilanz berücksichtigen: Auf der Passivseite stehen die Verbindlichkeiten wie zum Beispiel Pensionsansprüche, die sie mit ihrem Vermögen auf der Aktivseite und ihren Anlageentscheidungen bedienen müssen.

Sie versuchen, bei ihren Anlageentscheidungen vermehrt solche Risiken einzugehen, die auch auf der Passivseite bei ihren Verpflichtungen eine Rolle spielen.<sup>9</sup> Warum ist dies so wichtig? Die Pensionskassen müssen dafür sorgen, dass ihr Puffer zwischen Vermögen und Schulden immer ausreicht und möglichst wenig schwankt. Wenn dieser nämlich mehr

schwankt, muss der Sponsor eines Pensionsplans – meistens der Finanzvorstand eines großen Konzerns – mehr Mittel zur Verfügung stellen.

Die Beteiligten haben also ein Interesse daran, dass die mittlere Zinsbindung (»Duration«) auf beiden Seiten der Bilanz möglichst übereinstimmt. Weil Pensionsansprüche eine sehr lange Zinsbindung von bis zu 30 Jahren haben, Staatsanleihen aber meist unter 10 Jahren Laufzeit aufweisen, gibt es hier Spannungen. Die Finanzbranche hat mit Hilfe von Derivaten sogenannte »Liability Driven Investments« geschaffen, deren schlechte Rendite eigentlich egal ist, weil die Fristenkongruenz mit der Aktivseite im Vordergrund steht.

Im Februar 2005 hatte Frankreich erstmals eine 50-jährige Anleihe emittiert, deren Rendite nur 0,03% über der 30-jährigen Anleihe liegt. Trotz offensichtlich unattraktiver Rendite war die Anleihe mehrfach überzeichnet, weil sie eine entsprechend hohe Duration-Kennzahl aufwies.<sup>10</sup> Die Ziele von Pensionskassen stimmen nicht immer mit den Zielen ihrer Anleger überein.

Ganz besonders deutlich wird dies auch bei der aktuellen Diskussion über eine *finanzielle Repression*: Der Staat versucht sich über einen negativen Realzins zu entschulden, indem er eine Inflation anstrebt und die Zinsen in Richtung Nullzins senkt.<sup>11</sup> Normalerweise würde man einen Aufschrei der großen Kapitalsammelstellen erwarten. Warum sind aber die Zeitungen nicht voll von derartiger Kritik? Dies liegt vermutlich daran, dass Lebensversicherungen – die mit Abstand größten Kapitalsammelstellen – von Inflation profitieren.

Auf der Passivseite der Bilanz stehen feste nominale Zahlungsverpflichtungen für Todesfälle, deren realer Wert sich mit Inflation reduziert. Auf der Aktivseite haben diese

Institute auch reale Anlagen wie Immobilien und Aktien, die von Inflation weitgehend verschont bleiben. Der Gewinn von Lebensversicherungsunternehmen steigt also bei Inflation. Die Interessen von Versicherten und Versicherungen sind somit nicht immer deckungsgleich.<sup>12</sup>

Außerdem haben institutionelle Anleger sehr enge gesetzliche Vorgaben im Hinblick auf ihre Portfolios. Zur Begrenzung von Systemrisiken müssen die institutionellen Anleger stets ausreichend Eigenkapital bei ihren Anlagen hinterlegen. Im Zuge der *Baseler Eigenkapitalregulierung* wurden 1988 Vorschriften für das Kapitalerfordernis einzelner Anlageklassen getroffen: Weil Politiker ihren eigenen Absatz von Staatsanleihen nicht benachteiligen wollen, müssen Staatsanleihen von OECD-Ländern mit 0% Eigenkapital unterlegt werden, gefolgt von Interbank-Krediten in OECD-Ländern (1,6%), Immobiliendarlehen (4%) und Unternehmensdarlehen (8%).<sup>13</sup>

Die Weiterentwicklung der Baseler Richtlinien sollte sinnvollerweise die Bonität der Schuldner sowie Risikodiversifizierung berücksichtigen. Dorothea Schäfer zeigte, dass die hierdurch gewonnenen Risikobudgets von den Banken durch eine Verdreifachung der Verschuldung wieder aufgezehrt wurden.<sup>14</sup> Den Politikern erzählte man, dass man nun das Risiko besser messen könne, aber tatsächlich nutzte man nun die schönere Kennzahl, um das Geschäft weiter mit Fremdkapital hochzufahren. Die guten Absichten der Politiker erwiesen sich als Bumerang, der das Risiko im Finanzsystem deutlich vergrößert hat.

Weil manche Banken eine Eigenkapitalquote von 1% bis 2% aufweisen, wurde mit der *Kernkapitalquote* eine neue Kennzahl gefunden, damit wieder eine Zahl in der Größenordnung von 10% bis 20% ausgewiesen werden kann. Hierzu

werden diverse Korrekturen vorgenommen, insbesondere werden dabei »risikolose« Staatsanleihen herausgerechnet.<sup>15</sup>

Im Jahr 2013 war die Deutsche Bank mit einer Bilanzsumme von 2.880 Milliarden USD das größte Unternehmen der Welt.<sup>16</sup> Damals betrug die Marktkapitalisierung der Bank 43 Milliarden USD, was einer Eigenkapitalquote von 1,5% entsprach. Diese Bilanzsumme war zugleich das 1,13-Fache der deutschen Staatsschulden. Das größte Industrieunternehmen der Welt (bzw. die größte Nichtbank) war General Electric mit 694 Milliarden USD – auf Platz 23. Weil die Zinsen und damit auch die Zinsmarge über Jahrzehnte gesunken sind, haben die weltweiten Banken das Geschäft durch eine massive Ausweitung der Bilanzsummen kompensiert. Während deutsche Banken ihre Bilanzsumme reduzieren, liegen chinesische Banken inzwischen an der Weltspitze – aktuell ist dies die Industrial and Commercial Bank of China mit 3.435 Milliarden USD.

Aktienanlagen erfordern besonders viel Eigenkapital, weswegen sie tendenziell vermieden werden und bei kapitalschwachen Instituten erst gar nicht mehr möglich sind. Im Rahmen von sogenannten *Portfolio-Insurance*-Strategien werden Risikobudgets überwacht und bei entsprechenden Verlusten Positionen konsequent liquidiert, weil das jährliche Budget aufgebraucht ist.<sup>17</sup> Wenn der Aktienmarkt bereits im Januar -10% oder -15% verliert, müssen große Anleger verkaufen und dem Markt bis zum Geschäftsjahresende fernbleiben. Privatanleger können damit rechnen, dass große Käufer für das restliche Jahr ausbleiben.

Die Finanzmarktregulierung ist vielfach prozyklisch und zwingt Unternehmen zunehmend zu riskanten Strategien: Waren Staatsanleihen früher tatsächlich die risikolose Zinsanlage, sind sie allerspätestens seit der Eurokrise die *zinslose*

*Risikoanlage* geworden. Menschen mit gesundem Menschenverstand können nicht nachvollziehen, warum knapp die Hälfte aller Euro-Staatsanleihen inzwischen einen negativen Zins erwirtschaftet. Die massiven Ankäufe der Staatsanleihen durch die Europäische Zentralbank verzerren den Markt. Es ist sehr wahrscheinlich, dass die nächste Krise eine der größten Finanzblasen werden wird. Niemand kann jedoch sagen, wann diese Blase platzen wird.

Durch die gesetzlichen Vorschriften für die Großanleger und die Verzerrung des Marktes durch die Zentralbank kann der Markt allerdings sehr viel länger irrational bleiben, als man selbst solvent ist. Deswegen sollten Privatanleger vorsichtig bei makroökonomischen Wetten sein, insbesondere wenn dies einen kurzen Zeithorizont betrifft.

Die vielfach verwendete Duration-Kennzahl misst das Zinsänderungsrisiko einer Anleihe: Steigen die Zinsen, werden alte Anleihen mit niedrigeren Zinskupons unattraktiver und verlieren entsprechend an Wert. Die Kennzahl bewertet das Verhältnis aus Marktwertveränderung und Zinsänderung. Es wird jedoch nicht das Systemrisiko gemessen, das im Zeitverlauf immer größer wird: Je länger die Zinsen niedrig bleiben, umso mehr Schulden werden auf dem niedrigen Zinsniveau erneuert. Die absolute Fallhöhe wird daher immer größer. Die Situation ist vergleichbar mit einem Stausee, der immer voller wird und den Druck auf das Ventil stetig erhöht.

Neben all den komplexen Kennzahlen ist der beste Krisenindikator aber ganz einfach: Ein vernünftiger Mensch sieht sofort, dass die Differenzen in der beruflichen und der privaten Allokation von professionellen Portfoliomanagern wachsen. Wenn ein Fondsmanager einer Pensionskasse nur 2% Aktien für seine Kunden kauft (beziehungsweise kaufen darf), privat aber 90% Aktien in seinem Portfolio hält, gibt es

offensichtlich Grund zur Sorge. Professionelle Marktteilnehmer wissen sehr wohl, dass die Systemrisiken steigen. Allerdings sind auch hier die gesetzlichen Rahmenbedingungen ein Hindernis für eine bessere Kapitalallokation. Ein Arzt, der seine Kinder nicht im eigenen Krankenhaus behandeln lässt, weil er die schlechten Hygienestandards kennt, würde von jedem Laien als eine rote Ampel gesehen werden.

An dieser Stelle soll explizit betont werden, dass die Finanzbranche genauso viele oder wenige kluge und anständige Manager beschäftigt wie alle anderen Branchen. Dass im Zuge der Finanzkrise Bankmitarbeiter in der öffentlichen Diskussion oftmals pauschal als gierig, unfähig oder unmoralisch bezeichnet werden, ist völlig falsch. Viele Verhaltensweisen sind durch Vorschriften vorgegeben.

Ein Grund für das besonders schlechte Image der Banken könnte höchstens darin begründet sein, dass die Auswirkungen von Missmanagement bei Banken größer als in anderen Branchen sind und schwarze Schafe viel schneller auffallen: Während bei allen Industrieunternehmen zunächst Kosten für die Produktentwicklung anfallen, die (hoffentlich) später durch den Verkauf der Produkte gedeckt werden können, funktioniert die Buchhaltung in der Bank genau *andersherum*: Zunächst entsteht bei der Kreditvergabe ein Umsatz, der erst dann später Kosten verursacht, wenn der Schuldner ausfällt. Ein schlechtes Quartal kann schnell überbrückt werden, wenn besonders großzügig Kredite an Schuldner mit schlechter Bonität vergeben werden. Die Schäden entstehen erst in der Folgezeit, meist beim nachfolgenden Geschäftsführer.