

Luis Pazos

# **BARGELD** STATT BUCHGEWINN

Mit Hochdividendenwerten  
zum passiven Monatseinkommen

**FBV** | **EDITION**  
**LICHTSCHLAG**

# 1. EINLEITUNG

Was treibt den Handel mit Aktien? Die weitaus überwiegende Mehrheit der mit dieser Frage konfrontierten Personen würde wohl antworten: Die Aussicht auf Gewinne! Und was sind Gewinne? Nichts anderes als die positive Differenz zwischen Verkaufspreis und Einkaufspreis. Hierauf weisen schließlich unzählige Börsenweisheiten hin.<sup>1</sup>

Schon der grundlegenden lexikalischen Definition nach dient die Börse »der zeitlichen und örtlichen Konzentration des Handels von fungiblen Gütern unter beaufsichtigter Preisbildung«. Was liegt demnach näher, als Börsenengagements mit der spekulativen Anlage zum Zweck eines gewinnträchtigen Wiederverkaufs gleichzusetzen? Derart disponierende Anleger setzen sich allerdings fast unabdingbar der stets lauernenden Kursgewinnfalle aus. Denn Kursgewinn-Investoren, klassische Spekulanten, die sich dem Wohl und Wehe des Differenzgeschäfts hingeben, stehen gleich vor mehreren Herausforderungen, die langfristig fast immer auf die Performance drücken. Die beiden wesentlichen sind dabei die Wahl des richtigen Kauf- und Verkaufszeitpunktes (Market-Timing) sowie die Titelauswahl (Stock Picking), flankiert von den damit einhergehenden arithmetischen Gesetzmäßigkeiten und emotionalen Fallstricken. Diese lassen sich letztlich kaum umgehen, da eine an Kursgewinnen orientierte Strategie die laufende Reflexion von Ziel- und Stoppmar-

ken beziehungsweise Einstiegs- und Ausstiegssignalen erforderlich macht. Allen kolportierten Börsenweisheiten zum Trotz scheinen die meisten Anleger diesen Schwierigkeiten nicht gewachsen zu sein, wie der Kapitalmarktexperte Claus Vogt nach Sichtung Dutzender Studien zum Thema feststellt: »Was die Finanzmärkte aber von den meisten anderen Lebensbereichen unterscheidet, ist die Tatsache, dass der Anteil der langfristig erfolglosen Anleger – gerade unter den Privatanlegern – ausgesprochen groß ist. Tatsächlich verlieren die meisten Privatanleger auf Dauer Geld an der Börse.«

Was dem Privatanleger recht ist, ist allerdings auch dem Experten billig. Die Tatsache, dass es eine Mehrheit der Fondsmanager nicht schafft, die ihren Wertpapierportfolios zugrunde liegenden Vergleichsindizes zu schlagen, ist fast schon ein Gemeinplatz. Das heißt, relativ betrachtet verlieren auch die Professionellen der Zunft auf lange Sicht und nach Kosten Geld. Dieser empirisch umfassend belegten und finanzmathematisch unausweichlichen Tatsache zum Trotz dominiert der latente Informationsbedarf potenzieller Kursgewinn-Investoren die Schlagzeilen einschlägiger Medien sowie die Buchtitel gängiger Finanzpublikationen.

Weitaus weniger Aufmerksamkeit wird in dieser Beziehung hingegen investiv orientierten Anlegern zuteil, die heute mehr denn je einer Alternative zu den klassischen Standards passiver Einkommenserzielung bedürfen, also der Möglichkeit, Arbeitszeit und Einkommen zu entkoppeln.

Zahlreiche Geldwerte innerhalb wie außerhalb der Eurozone sind durch den politisch eingeschlagenen Pfad einer (Staats-)Schuldenreduktion mittels finanzrepressiver Maßnahmen zumindest mittelfristig der Realzinssklerose anheimgefallen.<sup>2</sup> Dies umfasst aus dem Spektrum der noch als relativ sicher geltenden Anlagen einerseits sämtliche Spareinlagen wie Tages- und Festgeld sowie Sparbücher, die aber ohnehin eher der Reservebildung und Liquiditätshaltung dienen.<sup>3</sup> Andererseits sind jedoch auch Investitionszwecken dienende kurz-, mittel- und selbst langfristige Staatsanleihen hochgradig

infinziert<sup>4</sup>, welche direkt und indirekt über Kapitalsammelstellen gehalten werden. Zu Letzteren zählen dabei nicht nur Rentenfonds, sondern aufgrund der gesetzlichen Rahmenbedingungen de facto auch Kapitallebens- beziehungsweise Rentenversicherungen, Riesen- und Rürupverträge, Betriebsrenten respektive sämtliche Durchführungsformen der betrieblichen Altersvorsorge (bAV) sowie Versorgungswerke, welchen zudem in aller Regel eine unvorteilhafte Kostenstruktur sowie ein Mangel an Transparenz anhaftet. Höhere Anleiherenditen müssen innerhalb der Eurozone mit einem zum Teil auch politisch unkalkulierbaren Emittentenrisiko und außerhalb derselben zudem noch mit einem Fremdwährungsrisiko erkaufte werden. Alternative Anlageformen wie etwa das Crowd-Investing oder P2P-Kredite sind relativ junge Erscheinungen, denen es (noch) an einer aussagekräftigen Datenbasis und langfristigen Performance-Historie mangelt.

Selbst auf Kapitalerhalt abzielende Anleger kommen daher um sachwertorientierte Anlageklassen wie Rohstoffe, Aktien und Immobilien kaum herum, wobei vor allem die beiden Letzteren für die Erwirtschaftung akzeptabler Ausschüttungsrenditen prädestiniert sind (wie noch zu zeigen sein wird, ist dies allerdings auch bei Rohstoffen möglich). Allerdings weisen auch hier zahlreiche klassische Investitionsmöglichkeiten ein wenig vorteilhaftes Rendite-Risiko-Profil auf. So ist direktes Immobilieneigentum mit hohen Transaktionskosten beziehungsweise Standortrisiken behaftet und stellt je nach Objekt und Region selbst für relativ wohlhabende Anleger ein Klumpen- und Kostenrisiko dar. Ferner ist die Bereitschaft zur Aufnahme von Fremdkapital meist ebenso unabdingbar wie die Furchtlosigkeit gegenüber den damit einhergehenden großen Zahlen. Dem mit diesem Renditehebel verbundenen Haftungsrisiko mag sich vermutlich nur eine Minderheit aussetzen, gleiches gilt für die Aneignung des recht umfassenden Know-hows. Die in Deutschland jahrzehntelang äußerst beliebten offenen Immobilienfonds durchlebten in jüngerer Zeit die schwerste Krise ihrer Geschichte und bescherten ihren Anteilseignern teils herbe Verluste. Zahlreiche der einst über 30 Fonds mussten seit Beginn

der Finanzkrise im Jahr 2007 mit zum Teil horrenden Einbußen liquidiert werden. Geschlossene Sachwertanlagen wie Immobilien-, Schiffs- oder Flugzeugfonds wiederum operieren meist mit hohem Fremdkapitaleinsatz, sind intransparent und oft hochkomplex, in der Regel nur mit erheblichen Abschlägen vor Laufzeitende veräußerbar und bringen hohe Verwaltungs- und Vertriebskosten in Abzug, welche die Einlage unmittelbar schmälern. Zudem erweist sich die Güte des über die Laufzeit prognostizierten Zahlenwerks immer wieder als problematisch.

Zu guter Letzt sollte bei Beherzigung des kaufmännisch gebotenen Niederstwertprinzips je nach Alter bestenfalls mit Zahlungen in Höhe der Grundsicherung aus dem als Ponzi-Schema konzipierten und nie gegengezeichneten »Generationenvertrag« kalkuliert werden. Neben der Rentenhöhe sind die Mitglieder der gesetzlichen Rentenversicherung zudem hinsichtlich sämtlicher bedeutenden Parameter dem politischen Willensbildungsprozess auf Gedeih und Verderb ausgeliefert. Letzteres gilt übrigens auch für alle oben aufgeführten Varianten steuerbegünstigter Spar- und Altersvorsorgeverträge, deren Klauseln unter Missachtung des Bestandsschutzes bereits öfter mit richterlichem Segen rückwirkend modifiziert wurden – vor allem zu Ungunsten der Kunden versteht sich.

Es verbleiben mithin im Wesentlichen Aktienengagements. Tatsächlich greift die Auffassung der (Aktien-)Börse als Plattform für Differenzgeschäft historisch wie auch funktional viel zu kurz. Über die längste Zeit ihrer Existenz wurden Aktien vor allem deshalb gehandelt, um ein laufendes Einkommen zu generieren. Allerdings ist diese Erkenntnis heute weitestgehend verblasst, zumal sich im kollektiven Gedächtnis leider nur die historischen Exzesse, allen voran der niederländische Tulpenwahn (1636/1637), die englische Südseeblase (1720), der französische Mississippi-Schwindel (1719/1720), der Dotcom-Crash (2000 bis 2003) sowie die Weltfinanzkrise (2008 bis 2009), haben festsetzen können. Sie alle stellen jedoch die berüchtigten wie punktuellen Ausnahmen von der historischen Regel dar. Die Tatsache, dass Börsen und Wert-

papierhandel über eine lange Zeit und jenseits der augenfälligen Kurskapriolen als Instrument eines regelmäßigen Einkommensbezugs dienten, hatte hingegen ganz handfeste Gründe: Sie stellten schlichtweg eine effiziente und kostengünstige sowie oftmals die einzige Möglichkeit der selbstbestimmten (Alters-)Vorsorge dar. Historisch lassen sich entsprechende (Versorgungs-)Einrichtungen sowohl für die Antike als auch erneut ab dem Frühmittelalter in Europa nachweisen.

Dieses Konzept der Einkommenserzielung rückte mit dem Aufkommen der Sozialversicherung im 19. Jahrhundert – im Deutschen Reich fast parallel zum Gründer- beziehungsweise Börsenkrach von 1873 – erstmals und wohl kaum unbeabsichtigt ein Stück weit in den Hintergrund. Dennoch sollten die durchschnittlichen Dividendenrenditen für weitere gut 100 Jahre regelmäßig über denen entsprechender Anleihen notieren. Ihren Einkommens- respektive Versorgungscharakter verlor das börsennotierte Produktivkapital weitestgehend zu Beginn des letzten großen Boom-Zyklus in den frühen 1980er-Jahren. Er läutete bezeichnenderweise nicht nur den Fall der Dividendenrenditen und die Ära der Konzentration auf Kursgewinne, sondern auch eine Phase ausgeprägter Volatilität ein, also spektakulärer Höhenflüge, gefolgt von ebenso plötzlichen wie dramatischen Abstürzen. Der stille Abschied von der dividendenorientierten Unternehmenspolitik wurde dabei durch ökonomische, steuerrechtliche sowie regulatorische Anreize forciert. An dieser Stelle sei exemplarisch zum einen auf die (empirisch widerlegte) Annahme verwiesen, die Auszahlung von Dividenden könne nur auf Kosten des Unternehmenswachstums erfolgen, zum anderen auf die langjährige Ungleichbehandlung von Dividenden und Kursgewinnen sowie schließlich auf die Deckelung der Managementgehälter in den USA in Verbindung mit Einführung der erfolgsabhängigen Vergütung per (Aktien-)Optionen.

Allen Widrigkeiten zum Trotz widersetzen sich an den internationalen Börsen bis heute zahlreiche Instrumente und Wertpapiere dem Trend der letzten drei Jahrzehnte. Gemein ist ihnen allen, unabhän-

gig von Rechtsform, Branche und Region, die selbst auferlegte Verpflichtung, einen anhaltend hohen Cashflow zu generieren und an ihre Anteilseigner auszuschütten. An diesem Punkt, dem Transfer der alten Börsentradition in die Moderne, will die vorliegende Publikation anknüpfen. Hierzu ist es freilich notwendig, überwiegend fern der heimischen Aktienmärkte und abseits bekannter Finanzpfade alternative, laufend Einkommen erzeugende und uneingeschränkt handelbare Wertpapiere ausfindig zu machen.

Zuvor werden in Kapitel 2 und 3 kurz die Vor- und Nachteile möglicher Kapitalgewinn- und Einkommenserzielungs-Strategien diskutiert. In den Kapiteln 4 bis 16 wird ein breites Instrumentarium börsennotierter und im deutschen Sprachraum zum Teil weitgehend unbekannter »Cashgeneratoren« ausführlich behandelt. Das abschließende Kapitel 17 thematisiert schließlich die für einen praxisorientierten Investmentratgeber unerlässlichen Aspekte der Depotbankauswahl, der Recherchequellen und der Titelauswahl, der Portfoliostrukturierung und Anlagestrategie sowie der wichtigsten steuerrechtlichen Aspekte.

# 2. DAS ELEND DER ARBITRAGE

## 2.1 Das Kursgewinndilemma

Was nun kann sich als problematisch erweisen, wenn Privatanleger Differenzgeschäfte mit dem Ziel praktizieren, billig zu kaufen und teuer zu verkaufen? Sobald sich ein Anleger einmal darauf festgelegt hat, ist er einer permanenten Doppelwahlsituation ausgesetzt. Er muss zum einen beschließen, ob er in den (Aktien-)Markt investiert oder nicht (Metawahl). Möchte er investieren, muss er sich zudem für ein konkretes Wertpapier entscheiden (Objektwahl). Möchte er nicht investieren oder investiert bleiben, muss er weiter Kasse halten beziehungsweise seine bestehenden (Aktien-)Positionen mit Gewinn oder Verlust verkaufen. Hierzu gesellen sich unausweichlich die sogenannten Opportunitätskosten oder Schattenpreise, die Erträge alternativer Anlagemöglichkeiten. Diese umfassen freilich auch jene der Liquiditätshaltung bei steigenden Kursen; eine der emotional schwersten Bürden, die der Finanzmarkt einem Investor auferlegen kann.

Nun kommt aber noch eine Tatsache erschwerend hinzu: Spekulationsgeschäfte benötigen der Spiegelbildlichkeit ihrer Natur we-

gen immer einen Käufer, dem ein Konterpart gegenübersteht, ein gleichgewichtiger, aber umgekehrt zu agieren gewillter Verkäufer. Beide eint notwendigerweise die deckungsgleiche Vorstellung sowohl hinsichtlich der Menge als auch des Preises eines bestimmten Wertpapiers, sie haben jedoch genau gegensätzliche Vorstellungen bezüglich der Renditeerwartung. Wäre das nicht der Fall, käme keinerlei Wertpapierhandel zustande. Erst wenn also der Wunsch eines Käufers mit dem eines Verkäufers exakt übereinstimmt, ist eine Börse überhaupt liquide und kann ihrer Rolle als Institution gerecht werden, die zu minimalen Transaktionskosten Finanzaktiva vermittelt.<sup>5</sup>

Genau diese unterschiedlichen Erwartungen von Käufer und Verkäufer sind es jedoch auch, die bei Kursveränderungen nach Abschluss des jeweiligen Handels relativ und gewichtet betrachtet zu jedem Zeitpunkt stets genau einen Gewinner und einen Verlierer ausweisen: Entweder liegt der Käufer mit seiner Prognose steigender Kurse oder aber der Verkäufer mit seiner Prognose fallender Kurse falsch. Einer der beiden Parteien werden also laufend Kosten auferlegt, sei es in Form von Buchverlusten oder in Form von Schattenpreisen, weil diese Partei – in der Rückschau – die falsche Entscheidung getroffen hat.<sup>6</sup> Jeder einzelne Handel erhöht damit im Zeitverlauf die Gesamtwahrscheinlichkeit, irgendwann einmal auch Verluste verbuchen zu müssen.

Der unausweichlichen Arithmetik des Börsenhandels sind dabei nicht nur einzelne Handelspartner unterworfen, sondern auch die Gesamtheit der Anleger. Sie alle teilen sich die Gesamtpformance des jeweiligen Aktienmarktes über eine bestimmte Periode, welche die Benchmark, also der entsprechende Aktienindex, reflektiert. Das heißt, jeder investierten Geldeinheit, die sich besser als ein Vergleichsindex entwickelt, entspricht notwendigerweise eine spiegelbildliche Geldeinheit, die in exakt demselben Ausmaß niedriger als dieser rentiert. In der Hälfte aller geldgewichteten Fälle ist damit die Realisierung überdurchschnittlicher (Kurs-)Gewinne allein aus mathematischen Gründen schlichtweg nicht möglich. Zudem ist

jede Marktinteraktion mit Kosten belastet. Von der Bruttoperformance sind daher sämtliche Transaktionskosten abzuziehen, was in logischer Konsequenz bedeutet, dass die Indexperformance für jedwede Betrachtungsperiode immer die Nettoperformance der Anlegergesamtheit übersteigen muss.<sup>7</sup> Sowohl jeder einzelne Handelsabschluss als auch die relative Performance pro Zeiteinheit ist immer ein Nullsummenspiel und setzt den aktiven Kursgewinn-Investor unausweichlich einem Verlustrisiko von mindestens 50 Prozent aus.<sup>8</sup>

Gerade bei realisierten wie nicht realisierten Kursverlusten schlägt zudem die asymmetrische Gewinn-Verlust-Arithmetik unbarmherzig zu: Ein prozentualer Verlust kann stets nur mit einem höheren prozentualen Gewinn ausgeglichen werden; mit der Höhe des Verlustes steigt der zum Verlustausgleich notwendige Gewinn exponentiell an.<sup>9</sup> Der Kursgewinn-Investor gerät damit automatisch in ein Wechselbad aus Lustgewinn (Gier) und Leidensvermeidung (Angst), was die Erzielung systematischer (Kurs-)Gewinne zusätzlich erschwert. Wie viele Anleger mag es geben, die wiederholt eine Aktie in der Nähe eines zyklischen Hochs verkauft und anschließend, auf dem Liquiditätspolster sitzend, deren Kurs im freien Fall beobachtet haben, um dann im Dunstkreis des zyklischen Tiefs wieder einzusteigen?

Ein weiterer Faktor wurde hierbei noch gar nicht berücksichtigt, nämlich das schlichte Verstreichen von Zeit. Die Knappheit dieser Universalressource gibt in unausweichlicher Härte einen (Performance-)Takt vor, der selbst temporären Kursverlusten innerhalb eines Anlegerlebens enge Toleranzgrenzen setzt. Für Kursgewinn-Investoren ist Zeit allein über den Kurs unmittelbar ans Geld gekoppelt, eine Langfristperspektive daher meist wenig tröstlich. Für sie trifft allemal John Maynard Keynes' berühmt-berüchtigtes Diktum zu: »In the long run we are all dead.« Dies gilt umso mehr für Spekulationen auf Kredit, bei denen Verluste aufgrund des laufenden Kapitaldienstes kaum dauerhaft ausgesessen werden können.

## 2.2 Börsentheorie und Handelsstatistik

Aktien zu finden, die sich mittel- bis langfristig besser entwickeln als der Gesamtmarkt beziehungsweise eine durchschnittsbasierte Referenzgröße, was ja noch nicht einmal heißt, dass die Performance positiv sein muss, ist keineswegs so leicht, wie es einschlägige Ratgeber suggerieren. Dies belegt nicht zuletzt eine aufschlussreiche Untersuchung und Analyse der Einzelperformance von über 8054 US-amerikanischen Aktien, welche die Vermögensverwaltungsgesellschaft Blackstar Funds im Jahr 2008 durchgeführt hat. Die Messung erfolgte dabei inklusive reinvestierter Dividenden und umfasste den Zeitraum 1983 bis 2007. Demnach rentierten 39 Prozent der Papiere über diese Periode betrachtet negativ, die Hälfte von ihnen, also knapp 20 Prozent aller Aktien, verlor dabei mindestens 75 Prozent ihres Wertes. Fast zwei Drittel der in die Betrachtung eingeflossenen Aktien schaffte es dabei nicht, den Vergleichsindex, hier den Russell 3000, welcher die 3000 Unternehmen mit der höchsten Marktkapitalisierung in den USA umfasst, zu schlagen. Lediglich 20 Prozent der Papiere performten über den Gesamtzeitraum betrachtet mit einem Plus von mindestens 300 Prozent signifikant überdurchschnittlich. Genau diese Minderheit, also lediglich eine von fünf Aktien, war damit für den Großteil der Gesamtmarktrendite verantwortlich.<sup>10</sup>

Dieser Umstand schlägt sich auch in der Performance professioneller Anleger wie Fondsmanager und Aktienexperten nieder. Diese wurde systematisch erstmals durch die Cowles Commission for Research in Economics ab 1932 untersucht. Dem Gremium, benannt nach ihrem Gründer, dem US-amerikanischen Ökonom Alfred Cowles, ging es dabei zunächst vor allem um die Frage, warum so gut wie kein Experte den Crash des US-Aktienmarktes von 1929 prognostiziert hat. Hunderte weitere Studien wurden seither zum Thema verfasst. Ihr Tenor ist eindeutig: Langfristig gelingt es faktisch niemandem, durch überlegenes Stock Picking den Markt systematisch zu schlagen. Der legendäre und im wahrsten Sinne des

Wortes unvergleichliche Warren Buffett ist eine berühmte Ausnahme, welche die Regel bestätigt.<sup>11</sup> Er und einige wenige mehr teilen sich als relativen Gewinn die entsprechenden Verluste der Masse der aktiven Anleger, wobei die Vertreter beider Gruppen im Zeitverlauf munter das Lager wechseln und sich, wie ebenfalls zahlreiche Studien über unterschiedliche Perioden belegen, einer systematischen Zuordnung entziehen.

Das sollte zu denken geben. Weltweit trachten Fondsmanager, Analysten, Börsenbriefschreiber, Hedgefondsmanager und sonstige Kursgewinn-Investoren rund um die Uhr ausschließlich danach, besser zu sein als der Durchschnitt und den Markt zu schlagen. Dazu werfen sie eine ganze Armada an Ressourcen in die Waagschale. Sie verfügen über Hochleistungsrechner mit Echtzeitzugang zu allen weltweit verfügbaren Marktdaten. Sie können auf gigantische Datenbanken mit historischen, teils über 100 Jahre zurückreichenden Zahlenreihen zurückgreifen. Mit ausgefeilter Individualsoftware spüren sie jeden mutmaßlichen Trend, jede identifizierbare Korrelation auf und versuchen, diese durch automatisierten Handel auszubeuten. Ferner haben sie Zugang zu allen offiziellen und einer Vielzahl inoffizieller Unternehmenspublikationen sowie zu speziellen Programmen zur computergesteuerten Auswertung derselben. Ganze Analystenteams großer Kapitalanleger reisen zudem permanent um die Welt, besuchen avisierte Unternehmen und verschaffen sich gründliche Erkenntnisse über deren Produkte, Management und Belegschaft. Die Arbeitgeber der Analysten wiederum bauen über die Zeit ein engmaschiges Netzwerk zu privaten wie öffentlichen Institutionen auf, sodass sie wichtige Informationen unverzüglich erhalten, die der Privatanleger gewöhnlich erst vorgesetzt bekommt, wenn sie bereits (Börsen-)Geschichte sind. Dennoch schaffen es all diese Leute langfristig und nach Kosten nicht, den Markt zu schlagen.

Das kann aufgrund der oben beschriebenen relativen Handels- und Performance-Arithmetik zwangsläufig auch gar nicht anders sein. Charles D. Ellis stellt hierzu ergänzend fest: »[Ein Index] bildet den