

# Plädoyer für lustvolles Anlegen

Kursentwicklungen an der Börse beruhen auf Zufälligkeiten und sind damit nicht prognostizierbar. Der Anleger sollte demnach gemäss seinen persönlichen Präferenzen handeln, braucht die beratende Bank aber dennoch. **REINER EICHENBERGER**

Die USA haben gewählt, die EU steckt in der Krise, China und damit unsere Luxusindustrie boomen wohl weiter, und die UBS fokussiert neu ganz auf «wealth management». Was bedeutet all das für die optimale Anlagestrategie? Fast nichts, nur die UBS ist wichtig. Entscheidend bleibt, die Theorie effizienter Märkte konsequent zu Ende zu denken.

Auf Finanzmärkten versuchen unzählige Akteure, die zukünftigen Kurse vorauszusagen und durch geschicktes Kaufen und Verkaufen Gewinne zu erzielen. Die heutigen Kurse spiegeln diese Aktivitäten und damit alle heute verfügbaren Informationen und Erwartungen. Die Kurse bewegen sich nur, wenn neue Informationen verfügbar werden oder die Anleger sie neu interpretieren. «New» heisst dabei immer auch «nicht prognostizierbar». Wenn prognostizierbar wäre, welche Informationen neu auftauchen, wären sie ja nicht wirklich neu und schon in den heutigen Kursen eingepreist. Folglich ist auch die Kursentwicklung nicht prognostizierbar und muss zufällig sein, also ein sogenannter «random walk». Zufälle kann aber niemand systematisch prognostizieren. Deshalb ist der Markt nicht zu schlagen. Was sollen Anleger daraus schliessen?

Erstens können die Anleger diese Standardtheorie akzeptieren und ihre wichtigste Empfehlung umsetzen: passiv anlegen, also der «buy and hold»-Strategie folgen und die Risiken möglichst breit diversifizieren. Zweitens können sie die Theorie zurückweisen und versuchen, den Markt doch zu schlagen. Über kurz oder lang wird ihre aktive Strategie jedoch mit grösster Wahrscheinlichkeit scheitern, zudem fallen Informations- und Transaktionskosten an. Natürlich kann dagegen argumentiert werden, Markteffizienz sei blanke Theorie. Das ist zwar richtig, aber nicht wichtig.

## Finanzmärkte nicht völlig effizient

Selbstverständlich sind die heutigen Finanzmärkte nicht vollständig effizient. Für Anleger zählt jedoch nur, inwiefern Kurse systematisch prognostizierbar sind. Das sind sie in den heutigen realen Märkten genauso wenig wie in völlig effizienten Märkten. Denn auch die für reale Märkte typischen Phänomene wie Moden, Panik oder Herdenverhalten sind kaum prognostizierbar. Im Nachhinein erblickt man in der Kursentwicklung immer Muster, die nicht nach Zufall aussehen. Im Vornherein kann man aber die Muster nicht prognostizieren. Und wenn doch ein Wissenschaftler eine Marktanomalie findet, mit der systematisch Geld verdient werden kann, verschwindet sie bald, weil unzählige Akteure rasch versuchen, sie auszunutzen und sie dadurch «wegspekulieren».

Bekanntlich glauben trotzdem viele Anleger und Berater, sie könnten systematisch den Markt schlagen. Dabei sollten sie zweierlei bedenken: Zum einen schlagen selbst bei rein zufälliger Marktentwicklung, und von Transaktionskosten abgesehen, die Hälfte der aktiven Anleger den Markt. Ein Viertel der Anleger schlägt den Markt zwei

Jahre hintereinander, ein Achtel drei Jahre, ein Sechzehntel vier Jahre, etc. Knapp jeder tausendste Anleger schlägt den Markt aus purem Zufall sogar zehn Jahre hintereinander. 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% Wahrscheinlichkeit alsbald den Index schlagen. Solche Anleger entwickeln leicht übermässiges Vertrauen in ihre Berater.



*Es ist wahrscheinlicher, dass man einer Kontrollillusion unterliegt, als dass man ein Marktgenie ist.*

Zum anderen gibt es wohl schon Menschen, die Marktentwicklungen richtig prognostizieren können. Aber sie sind sehr selten. Deshalb ist es viel wahrscheinlicher, dass man einer Kontrollillusion unterliegt als dass man selbst ein solches Marktgenie ist. Genauso ist es auch wahrscheinlicher, dass ein Anlageberater kein Superprognostiker sondern ein ganz normaler Mensch oder, noch schlimmer, ein Scharlatan ist. Das ist so ähnlich wie mit der Wiedergeburt. Selbst wenn ab und zu mal Menschen wiedergeboren werden sollten, gibt es sehr viel mehr Leute, die nur meinen oder sagen, sie seien wiedergeboren worden. Deshalb sollte man Beratern, die Marktentwicklungen vorhersagen, etwa so stark vertrauen wie angeblich Wiedergeborenen.

Der dritte und richtige Ansatz im Umgang mit der Theorie effizienter Märkte ist, sie konsequent zu Ende zu denken. Daraus folgt: Man kann den Markt nicht schlagen – aber man kann auch nicht schlechter als der Markt sein, abgesehen von den Transaktionskosten! Meine These des lustvollen Investierens sagt deshalb: Mach, was Dir Spass macht, es kostet nichts!

Aktien mit tollen Gewinnerwartungen von gut geführten Firmen oder aus bisherigen Erfolgsländern bieten keine besseren Renditen als Aktien mit tiefen Gewinnerwartungen von schlecht geführten Firmen oder aus bisherigen Krisenländern. All die positiven und negativen Erwartungen stecken schon in den heutigen Aktienpreisen. Auch besonders schlechte Anlagemöglichkeiten können nicht erkannt werden, sonst könnte der Markt mit Leerverkäufen oder Termingeschäften einfach geschlagen werden.

Deshalb muss man nicht überlegen, welches besonders gute oder schlechte Firmen, Branchen oder Länder sind, sondern, in welche man gerne investiert. Dabei sind

vier Aspekte zu bedenken: Erstens gilt es weiterhin, die Risiken gut zu diversifizieren. Das wird schwieriger, denn lustvolles Anlegen kann Klumpenrisiken verursachen. Zweitens sollte die Lust nur mit börsengehandelten Papieren ausgelebt werden. Sonst läuft man Gefahr, dass einem Berater Produkte verkaufen, die sie als besonders «lustvoll» preisen, die aber nur ihrer eigenen Lust an hohen Gebühren dienen. Drittens sollten auch lustvolle Anleger ihre Papiere möglichst lange halten, um die Transaktionskosten zu minimieren. 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 damit die erwarteten Renditen nach unten.

## UBS als Bestätigung

Aber weshalb ist die Neufokussierung der UBS auf das «wealth management» für Anleger so bedeutungsvoll? Sie bestätigt das oben Gesagte vollumfänglich. Selbst die UBS mit ihrem riesigen Aufwand war nicht fähig, mit dem Eigenhandel und eigenen Anlagen richtig Geld zu verdienen. Trotz enormem Wissensvorsprung und grösster Marktnähe konnte sie die Märkte nicht systematisch schlagen. Geld verdienen sie leichter mit der Beratung anderer Anleger als mit dem Umsetzen der eigenen Beratungsinhalte.

Braucht es 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. Da stehen verschiedene Produkte zur Auswahl, die mit grösseren oder tieferen Gebühren und Steuerfolgen verbunden sind, und grössere Investments verlangen nach kompensierender Risikodiversifikation. Noch interessanter ist, dass das lustvolle Investieren das Korsett der Markteffizienz sprengen kann. Deren wichtige Implikation – die erwartete risikobereinigte Rendite jeder Anlage ist gleich – gilt nur, wenn die Anleger keine Freude am gezielten Anlegen haben. Wenn hingegen viele Anleger die gleichen Anlagen bevorzugen, sind ihre Preise hoch und finanziellen Renditen tief. Die Anleger haben ja neben dem finanziellen auch einen psychischen Ertrag. Die Kunst guten Anlegens ist dann, die Summe aus finanziellen und psychischen Erträgen zu maximieren. Dazu müssen die Berater die Anlagepräferenzen ihrer Kunden gut kennen. Ob das jedoch wirklich die Kernkompetenz der vielen heutigen UBS-Kundenberater ist?

*Reiner Eichenberger ist Professor für Theorie der Finanz- und Wirtschaftspolitik an der Universität Freiburg i. Üe.*



**KONRAD KOCH**  
stv. Chefredaktor  
zum Thema  
Immobilienzyklen

## Überhitzung und Abkühlung

**Die Schweiz ist kein Sonderfall mehr – auch nicht was den Immobilienmarkt betrifft.** Sie ist aber noch wenig vertraut mit dem Phänomen von Immobilienmarktzyklen und der Disparität zwischen Immobiliensegmenten. Während in vergleichbaren Staaten wie etwa den Niederlanden der Markt von Schwankungen – Preissteigerungen wurden durch wiederkehrende Korrekturphasen gemässigt – geprägt ist, zeigen Schweizer Immobilien mit Ausnahme der Neunzigerjahre eine kontinuierliche Preisentwicklung nach oben.

Vor und nach der kreditinduzierten Immobilienkrise der Neunzigerjahre haben weder konjunkturbedingte inländische Gründe noch internationale, exogene Schocks zu sinkenden Preisen geführt. Globalisierung der Wirtschaft, ein zuwanderungsgetriebenes Bevölkerungswachstum, niedrige Zinsen und der durch die Finanzkrise verschärfte Investitionsdruck in Sachwerte setzen nun aber den einheimischen Immobilienmarkt dem gleichen Wechselspiel aller Märkte aus: Preisschwankungen.

**Die Wertschwankungen werden erratischer für Liegenschaften, Immobilienaktien und Immobilienfonds.** Der Markt ist bereits gespalten. Während im Wohnbereich der Immobilienblasenindex der UBS in den Krisenbereich vorstösst, drohen im Geschäftsbereich Überangebot, Leerstand, sinkende Mieten.

Gleichzeitige Überhitzung und Abkühlung führt zu Spannungsbrüchen: auch im Immobiliengeschäft. Der Regulator kann über Finanzierungsvorschriften Spekulation und Preisübertriebung eindämmen. Der Markt wird die harte Umsetzung machen. Das gilt auch für kommerzielle Immobilien. Wenn die niedrigeren Geschäftsmieten im nächsten Jahr in die Bewertung einfließen, werden die Marktwerte der Liegenschaften so wie die Kurse der kotierten Gesellschaften und Fonds sinken. Was keine Krise ist, sondern einfach die Normalität des Marktes.