

2

Im Kern geht es um Information, um sonst nichts

Bei aller Unterschiedlichkeit der Ansätze, in einem Punkt sind sie alle gleich. In der Grundüberzeugung nämlich, *dass* es nützlich sei, mehr und bessere Informationen zu haben als die anderen, mehr zu wissen, mehr Gespür und mehr Erfahrung zu haben, über mehr Menschenkenntnis zu verfügen u.v.m. Seit unseren Kindertagen sind wir dahingehend erzogen worden, dass unser Erfolg im Leben davon abhinge, wie viel wir gelernt haben, wie viel wir wissen, wie sehr wir uns einsetzen, wie gut wir drauf sind. Stets wurde uns eingebläut, dass wir uns umso besser behaupten würden, je härter wir arbeiteten und je besser wir informiert wären. Als eherner Grundsatz unserer Gesellschaft gilt daher: *Wissen ist Macht*. Auch in den Finanzmärkten geht es primär um Wissen, um nützliche Information, wobei mehr davon niemals von Nachteil sein könne.

Wie tief diese Überzeugung nicht nur im Alltagsleben, sondern auch in der Wissenschaft verwurzelt ist, mögen die folgenden beiden Sätze zeigen, die aus zwei früheren Auflagen des renommiertesten und wichtigsten Grundlagenwerks der deutschsprachigen Betriebswirtschaftslehre, dem *Handwörterbuch der Betriebswirtschaftslehre* (HdB), stammen:

Informationen sind die Rohstoffe der Entscheidungen. Je besser der Entscheidende informiert ist, desto besser ist seine Entscheidung.
(HdB 1975)

Zur Vorbereitung von Entscheidungen benötigt man Wissen. Je höher der Wissensstand [...], desto besser die Qualität der Entscheidung. (HdB 1993)

Die Sätze klingen zunächst überzeugend und sind für die meisten Leser rein intuitiv auch ohne weiteres nachvollziehbar. Manchem mögen sie sogar als trivial und als so selbstverständlich erscheinen, dass sie auszusprechen nachgerade als Peinlichkeit empfunden wird. Vielleicht war das der Grund dafür, dass die Herausgeber der neuesten Auflage dieses Werks vollends auf das Stichwort „Information“ verzichtet haben. Dennoch: Für das Verständnis von Kapitalmärkten sind dies ganz zentrale Aussagen und wir sollten uns schon die Mühe machen, ein wenig genauer darüber nachzudenken. Allzu oft hat sich nämlich das, was auf den ersten Blick als selbstverständlich erschien, bei näherem Hinsehen als trügerisch erwiesen.

Vielleicht ist die folgende kleine Überlegung geeignet, erste Zweifel an der Sinnhaftigkeit solch glatter Aussagen zu wecken. Der DAX (Deutscher Aktienindex) deckt den wichtigsten Teil des deutschen Aktienmarkts ab: In diesem bekanntesten deutschen Aktienindex sind alle großen und international bedeutenden Unternehmen der deutschen Volkswirtschaft erfasst.

Der DAX ist ein *Performanceindex* (total return index), d. h. er gibt an, mit welcher *Rendite* ein Kapitalanleger im Schnitt hätte rechnen können, der Aktien aus diesem Marktsegment gekauft hätte. Zu diesem Zweck werden nicht nur die Kursänderungen erfasst, sondern auch die erhaltenen Dividenden, Boni etc. Demgegenüber beschränken sich *Preisindices* (wie z. B. der FAZ-Index) auf die bloße Erfassung der Kursbewegungen und unterschätzen somit die im jeweiligen Markt erzielte Rendite. Das kleine Beispiel in Tab. 2.1 möge den Unterschied verdeutlichen. Betrachten wir einen Markt, der aus den vier Aktien A, B, C und D besteht. Gebildet wird ein Index (Berechnung nach der Methode von *Laspeyres*), gewichtet nach der

Tab. 2.1 Preisindex und Rendite

	Aktien- umlauf	Kursin t_0	Kapitalisie- rung in t_0	Index	Div/St	Div/gesamt	Kursin t_1	Kurswert in t_1	Portfolio- wert in t_1
A	8.000	34	272.000	27,2	1	8.000	36	288.000	296.000
B	10.000	32	320.000	32,0	3	30.000	33	330.000	360.000
C	6.000	24	144.000	14,4	2	12.000	25	150.000	162.000
D	12.000	22	264.000	26,4	1	12.000	26	312.000	324.000
M			1.000.000	100,0				1.080.000	1.142.000
								8,0 %	14,2 %

jeweiligen Börsenkapitalisierung. Wir betrachten die Zeitspanne t_0 (1.6.) bis t_1 (31.5. des Folgejahres) mit den jeweiligen Börsenkursen. Die Dividenden (angegeben unter Div/St) werden Ende Mai gezahlt, somit können Zinsen auf die Veranlagung der Dividendenerlöse vernachlässigt werden.

Die Börsenkapitalisierung des Gesamtmarkts (M) ist in diesem Jahr von einer Million auf 1,08 Mio. gewachsen. Somit ist der Preisindex um 8 % gestiegen: Der Aktienbestand ist in t_1 8 % mehr wert als er es in t_0 war. Angesichts der gezahlten Dividenden weist das in t_0 gebildete und bis t_1 gehaltene Portefeuille (bestehend aus den Aktien und einem Konto, auf das die Dividendenerträge geflossen sind) allerdings eine Performance von 14,2 % auf. Dies entspricht der Rendite auf der Basis eines Performanceindex.

Für einen Investor, der in t_0 fünf A-Aktien, vier B-Aktien, drei C-Aktien und sechs D-Aktien gekauft hat, stellt sich die Situation nach einem Jahr wie in Tab. 2.2 gezeigt dar.

Da in seinem privaten Portefeuille (P) der dividendenstärkste Titel B gegenüber dem Index deutlich unterrepräsentiert ist (25,5 % statt 32 %), konnte der Investor zwar den Preisindex übertreffen, blieb aber in der Gesamtpformance hinter dem Markt zurück. Die Unterscheidung in Preis- und Performanceindices ist somit sehr bedeutsam bei der Performanceberechnung von Aktienfonds.

Tab. 2.2 Preisindex und Performancemessung

Aktien	Kursin	Portffolio-	Anteil	Div/St	Div/	Kursin	Kurswert	Portfoliowert
Kauf	t_0	wert in t_0			gesamt	t_1		in t_1
A	5	34	170	33,9	1	5	36	180
B	4	32	128	25,5	3	12	33	132
C	3	24	72	14,3	2	6	25	75
D	6	22	132	26,3	1	6	26	156
P			502	100,0				543
							8,2%	13,9%

Kapitalanleger, die sich im Markt der deutschen Standardwerte engagieren wollen, wählen in aller Regel mit Bedacht und nach reiflicher Überlegung, meist auch erst nach Einholung von fachlichem Rat bei ihrem Vermögensberater oder bei ihrer Bank diejenigen Aktien aus, von denen sie in der nächsten Zeit eine besonders gute (= überdurchschnittliche) Rendite erwarten. Wertpapiere, von denen sie annehmen, dass sie eher hinter dem Markt zurückbleiben oder gar im Kurs fallen, werden sie zu vermeiden suchen oder, sollten sie sich in ihrem aktuellen Portefeuille befinden, verkaufen. Allerdings wird erst die Zukunft erweisen, ob ihre Entscheidungen richtig waren oder nicht: Sie waren richtig, wenn sie überwiegend Wertpapiere gekauft haben, die tatsächlich besser rentiert haben als der Markt, sie waren falsch, wenn das Gegenteil eingetreten ist. Wie lange diese *Zukunft* ist, hängt vom jeweiligen Anlagehorizont des Kapitalanlegers ab. Für einen kurzfristig denkenden Spekulanten mögen das nur wenige Minuten, wenige Tage oder wenige Wochen sein, für jemanden, der auf seine Altersversorgung hin spart, können es Jahre oder Jahrzehnte sein. Der Verwalter eines großen Familienvermögens möge über mehrere Generationen hinweg planen. Für unsere weiteren Überlegungen ist diese Frage von nur untergeordneter Bedeutung.

Es wäre aber auch eine völlig andere Vorgehensweise denkbar. Ein Kapitalanleger könnte die Kaufentscheidungen seinem

Hund überlassen, indem er ihm alle im DAX erfassten Aktien vorliest und immer dann das Papier kauft, wenn sich bei der Nennung der jeweiligen Aktie der Schwanz des Hundes nach rechts bewegt. Geht der Schwanz nach links, wird das Papier nicht gekauft (oder, sofern vorhanden, verkauft). Die Rendite, die dieser Kapitalanleger im kommenden Jahr erzielen wird, ist zwar wie bei seinem überlegenden Kollegen unsicher, aber eine Aussage über ihre Höhe ist durchaus erlaubt: In der statistischen Erwartung wird sie gerade so groß sein wie die des DAX selbst. Da der Hund absolut nichts von Aktien versteht, werden seine *Anlageentscheidungen* unabhängig von irgendwelchen wirtschaftlichen Einschätzungen, Unternehmensdaten, Bilanzkennziffern, Charts etc. getroffen werden. Er wird mit gleicher Wahrscheinlichkeit die einen oder die anderen Aktien gewählt haben: Diejenigen Papiere, die sich als besser erweisen als der DAX, oder diejenigen, die schlechter abschneiden werden.

Mit dem gleichen Erwartungsergebnis (= einer DAX-Rendite) würde derjenige rechnen können, der sein Portefeuille genau so zusammenstellt, wie es dem Index entspricht und der alle Aktien, die im DAX enthalten sind, gemäß der ihren zukommenden Anteile kauft. Ende des Jahres 2014 wären dies gewesen: 9,46 % Siemens, 8,76 % BASF, 3,54 % BMW, 1,25 % Infineon etc. Gegenüber dem *Hundeinvestor* hat er zudem den Vorteil eines wesentlich geringeren Risikos. Seine Rendite wird nämlich in jedem Fall ziemlich genau der DAX-Rendite entsprechen (in finanzwirtschaftlicher Diktion: Sein Portefeuille enthält, bezogen auf den DAX, nur noch systematisches aber kein unsystematisches Risiko mehr). Da in den letzten Jahren die Zahl der Kapitalanleger, die genau eine solche Strategie verfolgen wollen, gewaltig zugenommen hat, bieten die Banken mittlerweile eine Fülle von Instrumenten an, mit denen solche *passiven* Investments einfach und kostengünstig durchgeführt werden können: Indexfonds (ETFs), Indexaktien, Indexzertifikate, Indexfutures etc. auf alle bekannten Indices der Welt.

Würde jetzt wirklich gelten, was oben gesagt wurde, nämlich dass die Qualität einer Entscheidung umso besser ist, je höher das Informations- und Erfahrungsniveau des Entscheiders ist, so müssten alle, deren Wissen höher ist als das des Hundes, längerfristig mit Ergebnissen rechnen können, die besser sind als der Marktdurchschnitt, besser als die Indexrendite. Dass dies offenkundigen Unsinn darstellt, liegt auf der Hand. Es mögen zwar alle mehr wissen als ein Hund (d. h. mehr als nichts) aber es können nicht alle über dem Durchschnitt liegen, genauso wie es mir als Hochschullehrer unmöglich wäre, allen meinen Studenten überdurchschnittlich gute Noten zu geben (ich würde es allerdings selbst dann nicht tun, wenn ich es könnte).

Die Kernfrage der Finanzmärkte war schon immer die nach dem Zusammenhang zwischen Information, Erfahrung und Wissen auf der einen Seite und Renditen auf der anderen Seite. Nahezu alle Bücher über Wertpapieranalyse und -prognose, fast alle Fachseminare, Vortragsveranstaltungen und Fachzeitschriften etc. beschäftigen sich mit diesem Problem: Was muss ein Investor wissen, um besser zu sein als andere, um nachhaltig bessere Entscheidungen (im Sinne guter Renditen bei begrenzten Risiken) treffen zu können? Welche Fertigkeiten sollte er sich anzueignen versuchen? Welcher Informationsquellen sollte er sich bedienen? Welche Methoden sollte er anwenden?

Informationsverarbeitung ist die Haupttätigkeit der meisten Menschen, die mit Finanzmärkten zu tun haben, sei es als Vermögensberater, als Portfoliomanager, als Finanzanalysten oder auch als private Kapitalanleger: Es werden Kurslisten studiert, die Tages- und Wochenpresse gelesen, Rundfunk und Fernsehen verfolgt, das Internet und die elektronischen Informationsdienste konsultiert, Gespräche mit Freunden und Kollegen geführt usw.

Auf die Kernfrage nach dem Zusammenhang zwischen Mühe- und Erfolg im Finanzmarkt gibt es allerdings nur zwei mögliche Antworten, zwei Weltbilder, die mit den Regeln des simplen Hausverstands (und der formalen Logik) vereinbar sind:

Weltbild eins: Da die Marktteilnehmer jede, auch noch so gering erscheinende Möglichkeit, Gewinne zu erzielen ausnutzen werden, dürfte in den Kursen bereits alles, was man über die Zukunft wissen kann, korrekt verarbeitet sein. Die Kurse weisen keine Fehler auf, sondern stellen den besten Schätzer für die den Wertpapieren innewohnenden Werte dar. In diesem Fall wird niemand realistischerweise mit besseren als durchschnittlichen Renditen rechnen können, aber auch niemand (auch der *Hund* nicht) Gefahr laufen, sich langfristig mit unterdurchschnittlichen Ergebnissen zufrieden geben zu müssen.

Weltbild zwei: Die Kurse weisen mehr oder minder ausgeprägte *Fehler* (im Sinne von Unter- bzw. Überbewertungen) auf, die man grundsätzlich mit den geeigneten Methoden und unter Aufbietung eines gehörigen finanzwirtschaftlichen Sachverstands aufspüren könnte. In diesem Fall werden die Märkte den Spreu von Weizen trennen: Die besser informierten (fähigen, cleveren, erfahrenen) Investoren erzielen im Schnitt überdurchschnittliche Renditen, die schlechter informierten (unterdurchschnittlich fähigen, unterdurchschnittlich interessierten, unterdurchschnittlich erfahrenen) Investoren zahlen die Zeche und bleiben hinter dem Markt zurück. Dies gilt selbst dann, wenn ihr Informationsniveau, absolut gesehen, durchaus als „hoch“ bezeichnet werden darf. Der Hund (oder Indexinvestor) jedoch, der buchstäblich nichts weiß, gehört im Finanzmarkt nicht zu der zweitgenannten Gruppe: Er wird langfristig mit einer durchschnittlichen Rendite und damit mit einem besseren Ergebnis rechnen können als viele andere Investoren, die zwar ein unterdurchschnittliches, aber vielleicht doch ein recht beachtliches Wissen über die Märkte aufweisen. Für einen Großteil der Investoren muss somit gelten: Besser informiert zu sein als der Hund, mehr zu wissen als nichts, ist schädlich!

Nicht mit den Regeln des gesunden Hausverstandes und erst recht nicht mit einfachen Regeln der Logik vereinbar ist *Weltbild*

drei, obgleich es gerade das ist, wovon die Verfasser der meisten finanzwirtschaftlichen Schriften ausgehen.

Weltbild drei: Im Finanzmarkt kommt es letztlich nur darauf an, besser zu sein als der andere. Wer mehr von den Märkten weiß und versteht, wird besser abschneiden als diejenigen, die weniger oder sogar gar nichts davon verstehen. Da der interessierte Investor oder der Anlageberater einer durchschnittlichen Bank mit Sicherheit mehr weiß als der Hund, kommt er im Schnitt auch zu besseren Ergebnissen als dieser. Da aber der Hund wie der Indexinvestor mit einem dem Markt entsprechenden Ergebnis rechnen kann, folgt daraus, dass alle anderen mit einem Ergebnis über dem Marktdurchschnitt rechnen können.

Dass dies offenkundigen Unsinn darstellt, liegt auf der Hand. Die beiden Hauptkapitel des Buchs werden sich daher mit *Weltbild eins* und *Weltbild zwei* befassen. Auf *Weltbild drei* werden wir, begleitet von staunendem Kopfschütteln, nur mit knappen Worten zurückkommen.

Den Finanzmarkt verstehen

Anlagestrategie und Börse: Warum der Hund es besser kann

Schredelseker, K.

2015, XIV, 338 S. 20 Abb., Softcover

ISBN: 978-3-658-08702-9