

Eugene Fama, geboren 1939 in Boston, Massachusetts, lehrt seit vielen Jahren an der Universität von Chicago. Er sagt, die Märkte seien effizient, Informationen würden schnell und rational verarbeitet.



Vernünftig oder verrückt

Langfristig anlegen. Forschung für alle: Die Einsichten der Nobelpreisträger Eugene Fama und Robert Shiller helfen nicht nur Profis – jeder Anleger kann sie nutzen.

Da standen die Münder offen: Drei Preisträger für ein Fach, darunter zwei, deren Thesen sich widersprechen. So viel Aufregung um den Wirtschaftsnobelpreis war selten. Und selten berührten die Erkenntnisse der Preisträger so unmittelbar die Geldanlage ganz normaler Leute.

Der eine Preisträger, Eugene Fama von der Universität in Chicago, hat die sogenannte Effizienzmarkthypothese begründet. Salopp zusammengefasst bedeutet sie: „Der Markt hat immer recht.“ Fama sagt, Informationen über die Lage der Unternehmen würden rational verarbeitet und spiegelten sich umgehend in den Kursen ihrer Aktien wider.

Der andere Preisträger, Robert Shiller von der Yale University, New Haven, hat indes herausgefunden, dass Kursbewegungen von Aktien nicht rein rational begründet werden können. Vielmehr komme es zu irrationalen Übertreibungen an den Märkten.

Shiller hatte vor den Preisübertreibungen an der Technologiebörse und am US-Immobilienmarkt gewarnt, jeweils bevor die Marktpreise implodierten.

Der Dritte im Bunde der diesjährigen Preisträger, Lars Peter Hansen, hat vor allem die methodischen Grundlagen gelegt, mit deren Hilfe man Fragen, wie Shiller sie gestellt hat, empirisch untersuchen kann.

Der Markt als Ganzes

Eugene Fama gilt als der geistige Vater der Indexfonds, mit denen Anleger auf die Entwicklung eines Marktindex setzen. Klar: Wenn es nicht möglich ist, dauerhaft den Markt zu schlagen, liegt es nahe, gleich den ganzen Markt zu kaufen.

Stockpicking – das gezielte Heraussuchen vielversprechender Titel – kann sich nach Famas Theorie nicht lohnen. Denn unterbewertete Aktien, deren wahren Wert der Markt falsch einschätzt, gibt es danach

nicht. Kein Investor kann mehr wissen als ein anderer, weil alles Wichtige, was über eine Firma bekannt wird, sich sofort im Preis ihrer Aktie niederschlägt.

Beispiel deutscher Aktienindex Dax: Anleger, die deutsche Aktien kaufen wollen, können gezielt auf Einzelwerte setzen, weil sie sich von ihnen eine besonders gute Entwicklung versprechen. Das kann zwar gut ausgehen, doch in der Regel werden sie besser damit fahren, wenn sie den Dax als Ganzes kaufen. Mit einem Indexfonds oder einem ETF funktioniert das mit wenig Geld.

ETF ist die Abkürzung für Exchange Traded Funds, börsengehandelte Fonds. Profis investieren schon eine geraume Zeit in ETF. Mittlerweile werden diese Fonds auch bei privaten Anlegern immer beliebter – was unter anderem daran liegt, dass sie günstig und sehr bequem zu handhaben sind (siehe Kasten S. 41).

Rational oder irrational

Fama beschrieb Details seiner späteren Effizienzmarkthypothese bereits in jungen Jahren, zum Beispiel 1965 in der Abhandlung „Random Walks in Stock Market Prices“, deutsch: Zufallsbewegungen in Aktienkursen.

Ein paar hundert Kilometer östlich von Chicago, in New Haven, entwickelte einige Jahre danach ein junger Forscher Zweifel an der Idee effizienter Märkte. Das war Robert Shiller. Er konnte seine Zweifel belegen und veröffentlichte 1981 in der renommierten Zeitschrift „American Economic Review“ einen vielbeachteten Aufsatz. Er schrieb, dass Aktienkurse viel stärker schwankten, als es

Robert Shiller, geboren 1946 in Detroit, lehrt seit 1982 in Yale. Er wies nach, dass die Entwicklung von Aktienkursen nicht auf rein rationalen Überlegungen basierte.



Warum Anleger Fehler machen

Zu viele Gefühle, zu wenig Information

Private Anleger verlieren Geld, weil sie zu ängstlich sind oder zu euphorisch. Viele legen ihr ganzes Geld aufs Tagesgeldkonto, weil es dort scheinbar am sichersten ist. Es stimmt, Kursverluste gibt es beim Tagesgeld nicht. Solange die Anlagesumme die Einlagensicherungsgrenze nicht übersteigt, bleibt das Geld erhalten.

Was aber nicht zwingend erhalten bleibt, ist der Geldwert: Da die Zinsen häufig unter der Inflationsrate liegen, verlieren die Ersparnisse an Kaufkraft.

Andere, die riskantere Anlagen wie Aktien kaufen, gehen oft zu viel Risiko ein, entweder weil sie von der Hochstimmung an den Märkten getragen werden oder weil sie schlicht nicht wissen, wie hoch das Risiko in ihrem

Depot überhaupt ist. Letzteres hat eine Untersuchung von Finanztest über die Depotberichte von Banken ergeben. Die Banken geben nur in wenigen Fällen an, wie groß das Gesamtrisiko ist, das der Kunde mit seinen Wertpapieren eingeht (siehe Finanztest 7/2013, S. 25 oder test.de/thema/wertpapierdepots). Für Anleger ist das fatal. Wer nicht weiß, dass er riskanter als gewollt anlegt, wird das kaum ändern.

Tipp Wer sein ganzes Geld in Zinsanlagen bei Banken stecken hat, kann der Niedrigzinsfalle ziemlich einfach entfliehen, indem er einen Teil seiner Ersparnisse in Aktienfonds überträgt (siehe Kasten S. 41). Voraussetzung: Die Anlagedauer sollte mindestens sieben, besser zehn Jahre betragen.

die Veränderungen der künftigen Dividendenzahlungen erwarten ließen. Wenn aber nicht allein die Gewinnerwartungen eines Unternehmens dessen Aktienkurs beeinflusst, dann musste es noch etwas anderes geben, etwas, das nicht rational war, die Angst und die Gier der Anleger etwa.

Von Angst und Gier

Shiller ist der Ansicht, dass die Anleger sich bei ihren Entscheidungen oft von Gefühlen leiten lassen. Sie ließen sich zum Beispiel dazu verlocken, das Verhalten anderer nachzuahmen. Erst wollen alle dabei sein beim

dicken Reibach, und wenn der Markt dann dreht und die Kurse fallen, bewegt sich die gesamte Herde in die andere Richtung und verkauft, was das Zeug hält.

Gier und Angst sind nur zwei von vielen Verhaltensweisen, die Entscheidungen der Anleger beeinflussen. Eine typische Falle, in die nicht nur private Anleger laufen, ist zum Beispiel die besondere Liebe zum heimischen Aktienmarkt. Der ist vertrauter, aber doch riskanter als der breiter aufgestellte Weltmarkt. Oder die Selbstüberschätzung. Wer es ein paar Mal gut getroffen hat bei der Auswahl von Wertpapieren, fühlt

Lars Peter Hansen, geboren 1952 in Champaign, Illinois, ist Professor in Chicago. Er hat methodische Grundlagen entwickelt, mit denen sich wichtige ökonomische Fragen empirisch untersuchen lassen.

sich stark. Kein Gedanke daran, dass es auch mal schiefgehen könnte. Das erhöht die Gefahr von Enttäuschungen.

Ein weiterer häufiger Fehler ergibt sich aus dem Widerwillen, sich eine falsche Entscheidung einzugestehen: Viele Anleger halten lange an Verlustbringern fest, in der Hoffnung, es würde schon wieder werden (siehe Finanztest 9/2013, S. 25).

Das Problem der Blasen bleibt

Auch wenn Fama und Shiller sich teilweise widersprechen – an den Schlussfolgerungen aus Famas Hypothese herrscht kein Zweifel: Indexfonds sind für viele Anleger eine gute und vernünftige Art, in Fonds zu investieren. Denn dass es nur schwer gelingt, dauerhaft den Markt zu schlagen, ist inzwischen unstrittig. Nur wenige aktiv gemanagte Fonds zum Beispiel schneiden über längere Zeit hinweg besser ab als ihr Vergleichsindex.

Über das Problem der irrationalen Überreibungen helfen Indexfonds aber nicht hinweg. Kommt es an den Märkten zu Spekulationsblasen, folgen Anleger mit Indexinvestments dem teils heftigen Auf und Ab zwangsläufig im selben Maß. Um diese Schwankungen abzumildern, ist es zum einen wichtig, langfristig anzulegen – über viele Jahre. Zum anderen sollten Anleger ihr Geld passend auf riskante und sichere Anlagen verteilen.

Depot mit börsengehandelten Indexfonds

Bequem, preisgekrönt und für jeden geeignet

Eine einfache Methode, die Idee des Nobelpreisträgers Eugene Fama umzusetzen, bietet unser Pantoffelportfolio. Eine pflegeleichte Mischung aus börsengehandelten Indexfonds, sogenannten ETF.

Für Einsteiger am besten geeignet ist das Weltportfolio. Es besteht aus einem breit gestreuten Aktienfonds, der weltweit investiert, und einem Rentenfonds Euro mit Staatsanleihen als Sicherheitsbaustein.

Wie der Anleger sein Geld auf Aktien- und Rentenfonds verteilt, hängt davon ab, wie viel Risiko er sich zumuten will und kann. Für eine längerfristige Anlage von mindestens sieben, besser zehn Jahren ist das ausgewogene Portfolio eine gute Empfehlung. Es besteht aus 50 Prozent Aktien- und 50 Prozent Rentenfonds. Sicherheitsbedürftige Anleger können den Aktienanteil senken, risikobereite können ihn erhöhen.

Internationale Aktien

Für den Aktienteil sind Fonds auf den Weltindex MSCI World erste Wahl. Der Index der US-Firma MSCI listet mehr als 1 600 Unternehmen aus 24 Ländern – breiter gestreut geht fast nicht. Fonds auf den MSCI World gibt es von mehreren Gesellschaften, etwa von db x-trackers, iShares oder Lyxor.

Der db x-trackers MSCI World Ucits ETF (Isin LU 027 420 869 2) zum Beispiel bildet den Index künstlich ab. Statt die Aktien aus dem MSCI World tatsächlich zu kaufen, schließt er ein

Tauschgeschäft ab – einen Swap. Wer das nicht mag, kann statt des ETF von db x-trackers den iShares MSCI World ETF nehmen (DE 000 A0H GZR 1). Der kauft wirklich Aktien aus dem Index. Was die Risiken angeht, unterscheiden sich beide Nachbildungsmethoden nicht erkennbar. Letztlich ist die Wahl Geschmackssache.

Staatsanleihen aus dem Euroraum

Für den Sicherheitsbaustein eignen sich Rentenfonds Euro, zum Beispiel der db x-trackers iBoxx Sovereigns Eurozone Ucits ETF (LU 029 035 571 7). Hinter dem sperrigen Namen verbirgt sich eine einfache Geldanlage mit verschiedenen Staatsanleihen mehrerer Euroländer. Es sind nur die sichersten Länder im Portfolio. Wer das dennoch zu unsicher findet, der kann auch einen Indexfonds nur mit deutschen Staatsanleihen kaufen, zum Beispiel den iShares eb.rexx Government Germany (DE 000 628 946 5).

Manchmal nervt das Finanzamt

Eine weitere Feinheit bei der Auswahl der ETF ist die Art, wie die Erträge verwendet werden. Einige ETF schütten diese Erträge, Zinsen oder Dividenden, an den Anleger aus. Andere ETF thesaurieren die Erträge. Das heißt, sie behalten sie im Fondsvermögen.

Für Anleger ist die thesaurierende die bequemere Variante, weil sie sich nicht um die Wiederanlage dieser Erträge kümmern müssen – was im Übrigen auch ordentlich ins Geld gehen kann.

Sind diese Fonds im Ausland aufgelegt, haben Anleger mit thesaurierenden Fonds allerdings einen höheren Aufwand bei der Steuererklärung. Das Problem ist, dass es zu einer Doppelbesteuerung kommen kann. Die Erträge werden zwar im Fonds behalten, trotzdem müssen Anleger sie jährlich in ihrer Steuererklärung angeben. Verkaufen sie den Fonds später, zieht ihnen die Bank noch einmal Steuern ab. Anleger bekommen die zu viel gezahlte Steuer wieder, wenn sie dem Finanzamt ihre bisherigen Zahlungen nachweisen.

Kauf über die Börse

Kaufen können Anleger ETF, wie der deutsche Name „börsengehandelte Indexfonds“ verrät, über die Börse. Sie brauchen dazu ein Wertpapierdepot bei einer Bank. Ohne das können sie keine Aufträge an eine Börse geben. Für die Order benötigen Anleger die Wertpapierkennnummer oder Isin des ETF, und sie müssen wissen, wie viele Anteile – in Stück – sie kaufen wollen. Der iShares MSCI World ETF kostete Ende Oktober rund 25 Euro je Anteil. Das ergäbe bei einer Anlagesumme von 1 000 Euro dann 40 Anteile. Bruchstücke von Anteilen gibt es an der Börse nicht.

Wer mehr wagt, der kann auch mehr gewinnen

Die Grafik zeigt die Jahres- und die Gesamtrenditen des Welt-Pantoffelportfolios in drei Varianten. Die Gesamtrenditen unterscheiden sich kaum, die Jahresrenditen zeigen klar die alte Finanzregel: Höheres Risiko, höhere Renditechancen.

Welt-Pantoffel	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Gesamt
Sicherer Typ: 75 % Renten	7,7	3,1	1,4	-1,3	6,1	7,3	10,8	1,5	1,0	-4,1	9,1	5,8	1,7	11,8	4,3
Ausgewogener Typ: 50 % Renten	20,7	-0,3	-1,7	-12,3	8,1	7,0	16,4	4,1	0,9	-14,9	14,2	10,4	0,2	12,6	4,2
Riskanter Typ: 25 % Renten	32,1	-3,9	-7,0	-22,5	9,1	6,7	21,1	5,8	-0,9	-27,1	20,4	15,2	-1,0	13,3	3,1

Wertentwicklung (Prozent p. a.)

Verwendete Daten: Monatsendwerte in Euro der Indizes MSCI World Net Return und iBoxx € Sovereigns Eurozone Total Return. Transaktionskosten sind in Höhe von 1 Prozent pro Order berücksichtigt. Anpassung: Schwellenwertmethode (siehe test.de/pantoffel-portfolio).
Quelle: Thomson Reuters, historische Simulationen