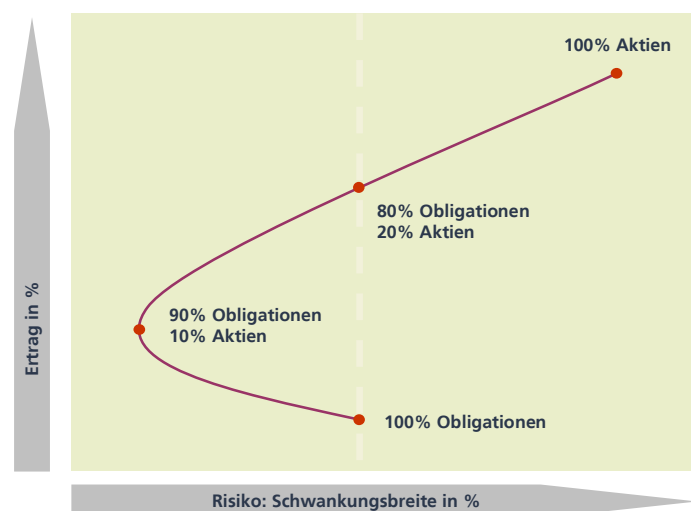


## ***Erfolgreich in Wertpapiere investieren***

von Peter E. Huber

Neben Immobilien spielen Wertpapiere eine tragende Rolle bei der Strukturierung großer Familienvermögen. Und wie bei Immobilien muss auch ein Wertpapier-Portefeuille professionell bewirtschaftet werden, wenn es den gewünschten Ertrag abwerfen soll. Dabei spielt das Postulat der Kapitalerhaltung oft eine wesentliche wichtigere Rolle als die Renditeoptimierung. Deshalb neigen viele vermögende Anleger dazu, den größten Teil ihres Wertpapiervermögens in festverzinsliche Wertpapiere anzulegen. Aktien spielen dagegen eine untergeordnete Rolle, da sie vielfach als zu riskant eingeschätzt werden und vielleicht auch schon schlechte Erfahrungen gemacht wurden. So haben zuletzt die Jahre 2000-2003 vielfach zu empfindlichen Vermögensverlusten geführt, die man künftig vermeiden will.

Damit sind wir beim Thema Risiko, dem Dreh- und Angelpunkt jeder Wertpapieranlage. Entgegen der allgemein verbreiteten Auffassung minimiert man nämlich sein Risiko nicht, wenn man sein Wertpapiervermögen einseitig auf vermeintlich sichere Anlagen (Anleihen, Festgeld etc.) konzentriert. Man geht im Gegenteil sogar beträchtliche Klumpenrisiken ein. So können steigende Zinsen zu Kursverlusten oder suboptimalen Erträgen führen (Zinsänderungsrisiko). Oder steigende Inflationsraten führen zu beträchtlichen Realwertverlusten. Unsere Untersuchungen haben ergeben, dass ein Wertpapiervermögen mit 10% Aktien und 90% Anleihen die geringsten Wertschwankungen aufweist. Mit einem Mix aus 20% Aktien und 80% festverzinslichen Papieren entspricht das Gesamtrisiko dem eines reinen Anleihendepots – bei einer allerdings deutlich höheren Ertragsersparnis.



Zusammenhang zwischen Risiko und Ertrag (Quelle: Huber Portfolio AG)

Welcher Aktienanteil ist also gut für ein Wertpapierdepot, welches ist der optimale Vermögensmix? Irrtümlicherweise wird oft die Meinung verbreitet, die Aktienquote sei abhängig von der persönlichen Risikostruktur des Vermögensinhabers. Abenteuerlich ist auch die Auffassung, die Aktienquote sei abhängig vom Alter. Oft wird dabei mit der Faustformel gearbeitet, die optimale Aktienquote ergebe sich, indem man von der Zahl 100 das Lebensalter des Anlegers abzieht. Ein Zwanzigjähriger verträge damit einen Aktienanteil von 80%, ein Achtzigjähriger dagegen nur von 20%. Tatsache ist, dass verzinsliche Anlagen kurzfristig die sicherste Anlage darstellen, langfristig aber von Steuern und Inflation sehr negativ beeinträchtigt werden. Aktien sind dagegen kurzfristig mit einem hohen Risiko behaftet, langfristig aber eine der sichersten und rentabelsten Anlagen. Weil man sich damit am Wachstum des wirtschaftlichen Produktivvermögens beteiligt, anstatt die Schulden Dritter zu finanzieren.

Wer ein Unternehmen aufbaut, eine Lebensversicherung abschließt oder sich um seine Altersversorgung kümmert, plant in der Regel nicht kurz- sondern langfristig. Entsprechend sollte er auch bei der Strukturierung seines Wertpapiervermögens verfahren. Deswegen plädieren wir für eine ausgewogene Mischung aus Aktien und Anleihen. Wie überhaupt ein Vermögen langfristig am besten dadurch gesichert werden kann, dass es ausgewogen in verschiedene Anlageformen investiert wird, die wenig oder gar nicht miteinander korrelieren. Krisen wird es auch in Zukunft immer wieder geben und lassen sich nicht voraussehen. Deshalb schützt man sich am besten mit einer gut ausbalancierten Asset Allocation.

## **Grundregeln für gewinnbringende Aktieninvestitionen**

Zahlreiche Untersuchungen belegen, dass die große Masse der Privatanleger bei ihren Aktienanlagen grobe Fehler macht und sich damit um die ihr für den Einsatz von Risikokapital zustehenden Wertsteigerungen bringt. Dabei lassen sich diese Fehler durch die Einhaltung einiger einfacher Grundregeln weitgehend vermeiden. Die folgenden Ausführungen basieren auf mehr als 30jähriger Börsenerfahrung und haben sich in der Praxis bewährt.

*Nur antizyklisches Investieren bringt Erfolg.*

Ein asiatisches Sprichwort lautet: „Wer zur Quelle will, muss gegen den Strom schwimmen“ oder etwas drastischer formuliert: „Nur tote Fische schwimmen mit dem Strom“. Der größte und am meisten verbreitete Fehler überhaupt bei der Aktienanlage ist ein prozyklisches Verhalten. Man lässt sich von der allgemeinen Börsenstimmung mitreißen und galoppiert mit der Masse. Ursache dafür ist ein Phänomen, das man in der modernen Börsenpsychologie (Behavioral Finance) als „Repräsentativheuristik“ bezeichnet.

Anleger beurteilen das Rendite/Risiko-Profil einer Investition aufgrund ihrer persönlichen Erfahrungen in der letzten Zeit. Im Klartext: Je länger es an der Börse bereits bergauf geht, umso sicherer fühlt man sich bei seinen Aktienkäufen und umso optimistischer schätzt man die Chancen ein. Deshalb steigen viele in einer Euphoriephase ein und verkaufen in der Panik.

Mit einem solchen Herdenverhalten ist an der Börse kein Blumentopf zu gewinnen. Peter Lynch, einer der erfolgreichsten Fondsmanager aller Zeiten, hat einen Börsenaufschwung einmal in drei Phasen aufgeteilt. In der ersten Phase, wenn die Aktien billig sind, interessiert sich niemand für seine Arbeit und seine Empfehlungen. In der zweiten Phase wird er um Rat gefragt, welche Aktien interessant sind. Und in der dritten Phase sagen ihm die Anleger, was er kaufen soll. Nirgends ist die Selbstüberschätzung (Overconfidence) so verbreitet wie an der Börse!

Es ist sehr schwer, sich nicht prozyklisch zu verhalten, da wir alle Teil der Masse sind und uns von Stimmungen beeinflussen lassen. Es gibt jedoch gewisse Schutzmechanismen. So hilft beispielsweise die Erkenntnis, dass die Börsen sehr effizient sind. Alles was an guten oder schlechten Nachrichten am Markt verbreitet wird, ist in der Regel bereits in den Kursen enthalten. Seien Sie also auf der Hut, wenn die Zeitungen voll sind mit guten Nachrichten über steigende Unternehmensgewinne, Dividendenerhöhungen oder ein dickes Plus bei den Auftragseingängen. In einem solchen Umfeld sollte man auf keinen Fall längerfristige Aktienengagements aufbauen. Werden Sie dagegen wachsam, wenn auf den Titelblättern der Wirtschaftsgazetten von einer Rezession die Rede ist. Dann wird es Zeit, sich mit dem Aufbau von Aktienengagements zu befassen.

### *Börsenprognosen sind blanker Unsinn*

Wenn man lange Jahre systematisch Börsenprognosen gesammelt und ausgewertet hat, stellt man fest, dass diese Vorhersagen absolut nichts taugen und für die Aktienanlage völlig wertlos sind. So wurde zum Beispiel von den führenden Banken und Vermögensverwaltern für das Jahr 2002 ein Anstieg des DAX-Index auf 5800 Punkte vorhergesagt. Tatsächlich hat dieses Börsenbarometer das Jahr bei 2800 Punkten beendet. Fakt ist, dass niemand voraussagen kann, wo die Siemens-Aktie in zwei Wochen steht oder der Dow Jones am Jahresende. Ganz unsinnig wird es, wenn von den Research-Abteilungen großer Banken versucht wird, mittels Konjunkturprognosen den künftigen Börsenverlauf zu bestimmen. Nicht umsonst geht das geflügelte Wort um, dass gute Volkswirte meist schlechte Börsianer sind. Hier wird das Pferd von hinten aufgezäumt, denn die Börsen antizipieren den künftigen Konjunkturverlauf so früh, dass sie sich als Leading Indicators für die Wirtschaftsentwicklung eignen – und nicht umgekehrt.

Andre Kostolany hat dies mit einer schönen Geschichte beschrieben. Ein Mann geht mit seinem Hund spazieren. Der Hund läuft einmal weit voraus, ein andermal springt er hinterher. Am Schluss kehrt er aber immer wieder zu seinem Herrn zurück. Der Mann verkörpert den fairen Wert der Unternehmen, der sich aus der Entwicklung der Gewinne, der Zinsen und vieler anderer Faktoren aus dem historischen Kontext ergibt. Der Hund verkörpert die Börse. Börsenprognosen stellen also eine Wette darauf dar, wohin der Hund als nächstes springt – ein schier aussichtsloses Unterfangen. Ein chinesisches Sprichwort besagt: „Wer Wissen besitzt, trifft keine Vorhersagen. Wer Vorhersagen trifft, der besitzt kein Wissen“.

#### *Gewinne muss man laufen lassen, Verluste begrenzen*

Anleger neigen dazu, bei erfolgreichen Aktienengagements früher oder später die Gewinne mitzunehmen. Meist eher früher als später, denn an Gewinnmitnahmen ist ja noch niemand gestorben. Läuft ein Engagement dagegen in die Verlustzone, wird es durchgehalten oder man kauft sogar noch zu. Denn man ist von dieser Anlage ja überzeugt und so liegt es nahe, die Position zu verbilligen. Haben die Verluste dann eine kritische Marke überschritten, hält man die Aktie durch und hofft, wenigstens den Einstandskurs wieder zu erreichen. Frei nach dem Motto: „Und was man nicht verkaufen kann, das sieht man als Investment an“. Über kurz oder lang hat dieses Verhalten eine verheerende Wirkung auf die Wertentwicklung eines Aktienportfolios. Mit rationalen Entscheidungen hat dies sicher nichts mehr zu tun sondern gehört zu den Anomalien menschlichen Verhaltens.

Für eine Aktie sollte man sich entscheiden, wenn man auch das gesamte Unternehmen kaufen würde. Solange sich dieses positiv entwickelt, sollte man es möglichst lange behalten. Stellt sich ein Kauf dagegen als Fehlentscheidung heraus, sollte man möglichst schnell einen Schlusstrich ziehen, solange es noch nicht so weh tut. Es kostet Geld, wenn man von seiner Meinung zu überzeugt ist und unbedingt recht behalten will. Oder wenn man sich emotional an seine Aktienanlagen bindet und sie nicht mehr kritisch hinterfragt. Es gehört zur Depot-Hygiene, sich in regelmäßigen Abständen von den Beständen zu trennen, die die Erwartungen nicht erfüllt haben.

#### *Diversifikation senkt das Risiko*

Viele Anleger unterliegen bei ihren Aktienanlagen einem „Home Bias“, d.h. sie haben heimische Aktien in ihrem Depot stark übergewichtet. Weil sie sich hier besser informiert

und „näher am Ball“ glauben und sich damit einer Kontrollillusion hingeben. Dieses Gefühl der Sicherheit ist rational nicht begründbar. Es lässt sich wissenschaftlich leicht nachweisen, dass gerade eine breite internationale Streuung der Anlagen das Risiko entscheidend senkt. Selbst Engagements in den Emerging Markets, die ja subjektiv und objektiv wegen ihrer größeren Schwankungen als riskanter eingestuft werden, erhöhen die Sicherheit eines Depots.

## Deutscher Aktienindex vs. MSCI Russland Index (Wertentwicklung von 2000-2003, alle Angaben in Euro)



DAX 30 im Vergleich zum MSCI Russland von 2000-2003 in Euro (Quelle: Market Maker).

Der Grund liegt darin, dass diese in ihrer Wertentwicklung nur gering mit den etablierten Märkten korrelieren. So konnte etwa in den Jahren 2000 bis 2003, als es an allen großen Börsen massiv bergab ging, in vielen Schwellenmärkten mit Aktien gutes Geld verdient werden. Ein ausgewogenes Aktien-Mix aus verschiedenen Börsen, Branchen und Bereichen, die in ihrer Wertentwicklung möglichst wenig voneinander abhängen, ist deshalb ein absolutes Muss! Neben den Emerging Markets führen auch Rohstoff- und Goldminentitel und Aktien aus dem Energiebereich (Versorger, Ölwerte) oft ein starkes Eigenleben.

### *Value oder Growth, Substanz oder Wachstum?*

Viele Anleger begeistern sich für Wachstumswerte, weil hier eine tolle Story dahinter steckt. Wer träumt nicht davon, frühzeitig in eine Google, Microsoft, SAP oder Solarworld einzusteigen. Wachstumsunternehmen sind dadurch gekennzeichnet, dass sie weit überdurchschnittliche Umsatz- und Gewinnzuwächse aufweisen und in zukunfts-trächtigen Märkten operieren. Diese Wachstumsfantasie wird an der Börse mit einem entsprechend hohen Kurs/Gewinn-Verhältnis bezahlt. Dabei wird gerne übersehen, dass der größte Teil der Wachstumswerte auf der Strecke bleiben. Von den gescheiterten Hoffnungsträgern, deren Kurse sich pulverisiert haben (Internetaktien, Windkraftanlagen, Neuer Markt) spricht man nicht gerne.

Sieht man sich wirklich erfolgreiche Investoren wie John Neff oder Warren Buffet an, so stellt man fest, dass sie ihr Vermögen mit vergleichsweise langweiligen Substanzwerten gemacht haben. Als Warren Buffet sich bei Coca Cola oder Gillette engagierte, schüttelte man an der Wallstreet den Kopf. Diese Unternehmen galten als niedrig bewertete Konsumgüterbuden ohne Wachstumsappeal. Die Musik spielte damals im Computerbereich und Unternehmen wie Digital Equipment, Hewlett Packard oder Honeywell waren die Favoriten. Wie sich die Zeiten ändern. Das Problem ist, dass Wachstum die Konkurrenz anzieht, wie Mist die Fliegen. Dies setzt die Margen unter Druck und führt trotz hoher Nachfrage zu einer enttäuschenden Gewinnentwicklung. Man denke nur an die PC's oder die aktuelle Entwicklung bei den Flachbildschirmen. Von Warren Buffet stammt folgende Aussage: " Value wird sich langfristig immer gegen Wachstumswerte durchsetzen, da Wunschdenken und Gier vieler Investoren im Durchschnitt dazu führen, dass das Wachstumspotential überschätzt und damit zu teuer gekauft wird."

### *Renten-Management bedarf der Professionalität*

Viele Vermögensinhaber und Family Offices glauben, die Steuerung des Anleihen-Portefeuilles selbst vornehmen zu können. Schließlich ist es keine Kunst, sein Kapital mit der gewünschten Laufzeit in Anleihen oder Bundesobligationen anzulegen. Sie verzichten damit unbewusst auf die eigentlich interessanten – weil steuerfreien – Erträge, die man mit einem Rentendepot erwirtschaften kann. Da sind zum einen die Möglichkeiten, die eine aktive Zinsstrategie bietet. Die Höhe der Zinsen und damit die Kurse von Anleihen sind nicht stabil sondern unterliegen im Zeitablauf starken zyklischen Schwankun

gen, abhängig unter anderem vom Konjunkturverlauf und der jeweiligen Notenbankpolitik. Diese Kursschwankungen lassen sich nutzen zur Erzielung steuerfreier Kursgewinne.

Dies funktioniert am besten, wenn man auch hier antizyklisch handelt. In Hochzinsphasen verlängert man sukzessive die Laufzeit des Rentenportfolios, um die hohen Renditen langfristig zu sichern und von später rückläufigen Zinsen zu profitieren. Entsprechend verkürzt man in Niedrigzinsphasen die durchschnittliche Laufzeit sukzessive, um das Zinsänderungsrisiko zu vermeiden und keine Verluste bei später steigenden Zinsen zu erleiden. Eine weitere Möglichkeit für das aktive Zinsmanagement ergibt sich aus der Höhe der Zinsen in unterschiedlichen Laufzeitbereichen. Sind die langfristigen Zinsen deutlich höher als die kurzfristigen, empfiehlt sich ein Ritt auf der Zinsstrukturkurve. Ist diese flach, empfehlen sich eher kürzer laufende Anleihen.

Schöne zusätzliche Kursgewinne können sich durch die Beimischung von Emittenten mit geringerer Bonität ergeben. Dies lohnt sich vor allem, wenn die Renditedifferenz zwischen erstklassigen Staatsanleihen und Anleihen mit schlechterer Bonität wie zum Beispiel Emerging Market Bonds oder Unternehmensanleihen (corporate bonds) extrem hoch ist. Dies lässt sich am besten über systematische Spread-Analysen feststellen. Von erheblichem Einfluss auf die Ergebnisse eines Rentendepots ist auch ein aktives Währungsmanagement. Dabei sollte von dem Grundsatz ausgegangen werden, dass größere Anlagen in Fremdwährungen nur dann einen Sinn geben, wenn daraus ein deutlicher positiver Beitrag für die Gesamrendite zu erwarten ist. Eine weitere Stellgröße ist das eingesetzte Instrumentarium. Je nach Marktlage kann es durchaus sinnvoll sein, neben den normalen straight bonds zum Beispiel Zerobonds, Floater, Reversed Floater, Linker (inflationsgeschützte Anleihen) oder andere Kapitalmarktinstrumente einzusetzen.

### *Auch Wandelanleihen und Zertifikate haben ihre Reize*

Wandelanleihen verbinden die Chancen einer Aktienanlage mit der Sicherheit einer Anleihe. Denn durch das Wandelrecht profitiert man von steigenden Aktienkursen, der garantierte Rückzahlungskurs und die laufende Verzinsung bieten Sicherheit bei rückläufigen Börsen. Besonders attraktiv sind diese Convertibles in Phasen niedriger Volatilität, weil dann die Wandelprämien gering sind. Oder wenn man Aktien nach starken Kurssteigerungen in Wandelanleihen tauscht und damit sein Portefeuille defensiver gestaltet. Man sollte darauf achten, dass der Kurs dieser Anleihen nicht zu weit über dem Rückzahlungskurs und dem Bondfloor liegt, die Wandelprämie moderat und die Partizipation an der Entwicklung des Underlyings akzeptabel ist.

Ebenfalls hochinteressant in einer Phase geringer Volatilität sind Bonuszertifikate. Sie bieten einen teilweise erheblichen Risikopuffer für Verluste der zugrunde liegenden Aktie oder eines Aktienindex. Nach oben ist man dagegen in der Regel ohne Begrenzung voll dabei. Dafür opfert man die Dividenden. Durch den Bonuslevel muss man aber nicht auf eine attraktive Seitwärtsrendite verzichten. Da es sich bei Bonuszertifikaten um nachrangige Schuldverschreibungen handelt, sollte man immer auch die Bonität des Emittenten im Auge behalten.

Oberursel, April 2006