

## DIE BÖRSEN ZWISCHEN EUPHORIE UND PANIK

## Konsequenzen für Anleger

Hans-Peter  
Sigrist

Jeder, der sich schon mit Aktien beschäftigt hat, weiss, wie schwierig es ist, die richtigen Anlageentscheide zu treffen. Es gilt

nämlich nicht nur, die Herkulesaufgabe der Titelauswahl zu lösen, sondern auch, die möglicherweise noch schwierigere Frage nach dem optimalen Timing zu beantworten. Je grösser die Erfahrung des Investors, desto dringender stellt sich ihm in der Regel die Frage, ob eine systematische Beeinflussung des Anlageerfolgs, ähnlich wie beim Spielcasino, überhaupt möglich ist. Die auf Eugene Fama zurückgehende Theorie der effizienten Märkte (1970) beantwortet dies jedenfalls mit einem klaren Nein.

**Zufall dominiert**

Trotz vielfältiger Kritik ist die Theorie heute im Wesentlichen unbestritten. Sie besagt, dass die Finanzmärkte in dem Sinne effizient sind, als dass alle vorhandenen Informationen jederzeit in den Kursen enthalten sind und es demnach nutzlos ist, sich den Kopf darüber zu zerbrechen, welche Aktien wann gekauft werden sollen. Ein möglicher Anlageerfolg beruht demnach

**Hans-Peter Sigrist**, Sigrist Lugaresi Partner AG, Basel, [www.finanz-experten.ch](http://www.finanz-experten.ch)  
Der FPVS hat den Artikel nicht auf die fachliche Richtigkeit überprüft; die fachliche Verantwortlichkeit liegt beim Autor.

Eine systematische Beeinflussung des Anlageerfolgs ist nicht möglich. Doch wer Irrationalitäten erkennt, kann **Chancen nutzen**.

## HANS-PETER SIGRIST

nicht auf einer ausgeklügelten Analyse, sondern auf reinem Zufall.

Bei so radikalen Konklusionen regt sich beim Anleger natürlich instinktiv Widerspruch. Der Theorie von Fama in der reinen Form stehen denn auch einleuchtende Einwendungen gegenüber. So lassen insbesondere die jüngeren Erfahrungen im Zusammenhang mit der New-Economy-Blase oder US-Immobilienkrise kaum den Schluss zu, die Marktpreise hätten in diesen Extremphasen von Über- und Untertreibungen jederzeit den wahren Wert der dahinterliegenden Unternehmen repräsentiert. Vielmehr spricht vieles dafür, dass die Börsen zumindest phasenweise zu irrationalen Selbstläufern geworden sind.

Paradoxerweise sind es gerade diese Phasen von Panik und Euphorie, die dem Investor grosse Chancen eröffnen, wenn er die Irrationalitäten erkennt und sich Marktmeinung entgegenstellt, indem er in der Anlagepolitik konsequent an seinen Beurteilungs- resp. Bewertungskriterien festhält. Mit einem solchen Anlageverhalten lässt sich auch erklären, dass es trotz Fama immer wieder Investoren

wie Warren Buffet gibt, denen es nachweislich gelingt, langfristig deutlich besser als die Märkte abzuschneiden.

**Grosses Gewinnpotenzial**

Gleichzeitig lässt sich aber nicht leugnen, dass die meisten Analysten und Portfoliomanager die Benchmarks mit einem aktiven Verwaltungsansatz nicht schlagen können. Aufgrund von Globalisierung, Internet und Online-Trading hat sich die Markteffizienz in den letzten Jahren in normalen Marktphasen eher noch erhöht. Ereignisse irgendwo auf der Welt schlagen sich heute unmittelbar in den Kursen nieder, was sich in einer generell deutlich höheren Marktvolatilität äussert. Und gerade diese hohen Marktschwankungen sind es, die bei den Anlegern Panik und Gier auslösen und die Märkte in Ineffizienz abgleiten lassen. Diese wahrscheinlich eher seltenen Phasen gilt es, wie oben bereits erwähnt, zu erkennen, denn sie beinhalten grosses Gewinnpotenzial. Der einzige sichere Weg, den Anlageerfolg langfristig systematisch positiv zu beeinflussen sind allerdings die Anlagekosten. Auf einen

Anlagehorizont von 20 Jahren können sich hohe Gesamtkosten gegenüber einer kostengünstigen Strategie problemlos in einem 30 Prozent tieferen Depotwert niederschlagen. Die zunehmende Popularität der kostengünstigen passiven Anlageinstrumente wie z.B. der ETF (Exchange Traded Funds) ist ein Indiz dafür, dass sich diese Erkenntnis langsam durchzusetzen beginnt. Auf der anderen Seite stellt der Trend zu ETF natürlich einen Risikofaktor für die Erträge der Banken dar. Diese versuchen sich dem zu entziehen, indem sie rentablere Produkte wie aktive verwaltete Fonds, strukturierte Produkte und neuerdings auch komplexere Formen von ETF fördern. Ob dies wirklich im Interesse des Kunden ist, muss bezweifelt werden, steht doch im Allgemeinen den hohen Produktkosten kein entsprechender Added Value in Form von höheren Erträgen gegenüber. Eine Garantie für den einen Anlageerfolg gibt es nicht. Aber es gibt eine Anlagepolitik die im uneingeschränkten Interesse des Kunden liegt. Neben der konsequenten Ausrichtung der Anlagestrategie auf das Risikoprofil und der ausreichenden Diversifikation der Anlagen achtet eine solche Anlagepolitik vor allem auf die Kontrolle der Anlagekosten. Und wenn die Vermögenswerte zusätzlich von einem Portfoliomanager verwaltet werden, der die Marktineffizienzen erkennt und entsprechend handelt, dann hat der Kunde mehr, als er in der Regel erwarten kann.