



Nicht besser als ein Pfeile werfender Affe

Von ROLAND HOFMANN

Finanzratgeber, Medienbeiträge und auch viele in der Finanzberatung tätige Fachleute argumentieren oft sinnig, es würde sich nicht lohnen, seine Anlage- und Vorsorgegelder in aktiv verwalteten Anlageinstrumenten zu investieren. Auch Investmentprofis seien kaum in der Lage, über längere Perioden hinweg Geld so anzulegen, dass die Rendite über einem vergleichbaren Index liege. Es könne somit nur selten ein „Alpha“ erzielt werden. Ebenso sei es für Laien kaum möglich, erfolgreiche und weniger erfolgreiche Anlageinstrumente und Manager auseinanderzuhalten. Man illustriert dies mit dem häufig verwendeten Bild von Burton Malkiel: Die professionelle Titelauswahl eines Experten oder einer Expertin bei Anlageentscheidungen sei nicht besser als die Zufallsauswahl eines Affen, der Pfeile auf ein Kursblatt werfe. Die höheren Vermögensverwaltungskosten für eine aktive Portfolioverwaltung seien daher nicht gerechtfertigt und würden nur die Performance der Anlage schmälern. Also Finger weg!

Es lohnt sich, über diese Metapher nachzudenken und einige Präzisierungen vorzuschlagen. Die Argumente basieren im Wesentlichen auf einer bekannten Studie von Brinson, Hood und Beebower aus dem Jahr 1986. Man interpretiert die Resultate üblicherweise so, dass etwa 90 Prozent der Performanceniveaus eines Portfolios durch die Festlegung der Asset Allocation bestimmt werde, nicht durch eine besonders sorgfältige Auswahl einzelner Finanztitel. Die drei Studienautoren befassten sich jedoch nur mit der Performance-**Varianz**. Heute geht man eher davon aus – dazu sei zum Beispiel auf Ibbotson mit einer Publikation aus dem Jahr 2010 verwiesen –, dass etwa drei Viertel der Variation der Renditen durch **allgemeine Marktbewegungen** entstehen, das heißt durch die Entscheidung, überhaupt am Markt aktiv zu sein oder Bargeld zu halten (was man allerdings wiederum als Asset-Allocation-Entscheidung verstehen kann).

Das restliche Viertel der Renditevariation erklärt sich etwa zu gleichen Teilen mit der jeweils verfolgten spezifischen Asset Allocation und mit aktivem Management.

Daraus lassen sich wichtige Erkenntnisse ableiten. Für die Anleger ist es vor allem wichtig, überhaupt zu investieren. Der Fokus auf die Kosten beim Vermögensaufbau ist zweifelsfrei wichtig, verstellt aber den Blick darauf, woher die Rendite einer Anlage stammt. **Kosten vermindern zwar die Rendite, doch wer gar nicht investiert, erzielt überhaupt keine Rendite.** Die grundlegende Entscheidung ist daher, ob man am Markt teilnimmt oder nicht, also ob man investiert. Tut man dies, so bestimmt die Asset Allocation, das heißt die Mischung verschiedener Anlageklassen (flüssige Mittel, Geldmarkt, Obligationen, Aktien, Immobilien, Edelmetalle und so weiter) einen wesentlichen Teil der Performance eines Anlageportfolios.

Um eine Rendite zu erzielen, muss man investieren. Wenn man Geld für den privaten Vermögensaufbau und für die langfristige Vorsorge auf dem Konto hält, ist die Anlage zwar (annähernd) risikolos, aber entsprechend auch (annähernd) renditelos. Die tiefen Zinsen und die anziehende Inflation führen derzeit gar zu einem Kaufkraftverlust. Insofern ist die oft gehörte Empfehlung, das langfristig zu investierende Vorsorge- und Anlagegeld nicht auf dem Konto liegen zu lassen, sondern anzulegen, folgerichtig und zweckmässig. Wenn man jedoch aus Kostenüberlegungen auf eine ertragreichere Anlage verzichtet (und aktive Aktienfonds sind gegenüber Kontoeinlagen ertragreicher, auch wenn sie im Vergleich mit passiven Instrumenten teurer sind und möglicherweise gar keine Überrendite erzielen), dann vergibt man viel höhere Ertragschancen, als man an Kosten einspart. Es ist eine ökonomisch unsinnige Entscheidung, deshalb überhaupt nicht zu investieren, weil aktive Anlagegefässe zu teuer seien.



Gerade im Kontext der langfristigen Altersvorsorge eignen sich risikoreichere Anlagen, die auch eine entsprechend höhere Renditeerwartung aufweisen. Über eine Ansparphase von über 40 Jahren – wenn man bereits in jungen Jahren mit dem Vorsorgesparen beginnt – können Wert- und Ertragsschwankungen „durchgehalten“ werden, ohne das Vorsorgeziel zu gefährden. Der Kernvorteil jedes kapitalgedeckten Vorsorgesystems, auch des individuellen Sparens auf ein Sparziel hin, sind die Anlageerträge als „zusätzlicher Beitragszahler“. Man muss nicht alles selbst durch Konsumverzicht beiseitelegen. Sparen auf dem Konto ist somit kein eigentliches Vorsorgesparen und keine Anlage auf ein längerfristiges Sparziel hin, sondern reine Konsumverschiebung.

Welche Erkenntnisse lassen sich daraus für die Anleger ziehen?

Anlegen ist in einem ersten Schritt wichtiger als die Kostenoptimierung. Für den langfristigen Vermögensaufbau und besonders für das Vorsorgesparen ist das Konto ungeeignet. Nutzen Sie das Potenzial der Kapitalmärkte und legen Sie das Geld mit hohem Aktienanteil an. Ihre Beraterin oder Ihr Berater wird Ihnen helfen, ein geeignetes Lifecyclekonzept zu entwerfen, das auch dann überzeugt, wenn Sie das Rentenalter erreichen. Ein aktiver und damit teurerer Anlagefonds ist immer noch besser, als gar nicht zu investieren (vorausgesetzt, dass die Rendite abzüglich Gebühren die Inflationsrate übersteigt und höher liegt als auf dem Sparkonto, was immerhin anzunehmen ist). Lassen Sie sich nicht davon abhalten, zumindest einmal mit dem Anlegen zu beginnen. Und wenn Sie sich später eingehender mit der Materie beschäftigen wollen, werden Sie feststellen, dass es Anbieter gibt, die Vorsorge- und Anlageangebote mit passiv verwalteten, kostengünstigen und breit diversifizierten Finanzinstrumenten im Sortiment führen.

Und welche Erkenntnisse lassen sich daraus für die Finanzdienstleistungsbranche ziehen?

Man darf hoffen, dass die Finanzdienstleister sich dazu durchringen können, großflächig kostengünstige, passive Anlageinstrumente für das Vorsorgesparen und für den langfristigen Vermö-

gensaufbau zu propagieren, Nicht unbedingt (aber auch) wegen tieferer Kosten, sondern vor allem, um ein Argument zu entkräften, dessentwegen viele auf das Anlegen verzichten („Das ist mir zu teuer ...“). Dies würde das Vorsorgesparen und das Anlegen vermutlich stärker fördern als Marketingmassnahmen und Informationskampagnen.

Man kann sich dabei am schwedischen staatlichen Pensionsfonds orientieren, der ein überwiegend passiv verwaltetes Portfolio hält und vollständig global diversifiziert in Aktien investiert, bis die Vorsorgenehmerin beziehungsweise der Vorsorgenehmer das Alter von 55 Jahren erreicht. Laut Medienberichten hat der Fonds in den vergangenen 20 Jahren eine Rendite von durchschnittlich über 10 Prozent jährlich erwirtschaftet, trotz teilweise markanter zwischenzeitlicher Kursverluste. Dies wohlgermerkt zu laufenden Kosten von mittlerweile weniger als 0,1 Prozent. (So gut wird es nicht immer laufen, und vergangene Renditen sind keine Indikation für die Zukunft. Aber es zeigt durchaus das Renditepotenzial auf, das man passiv investiert mit tiefen Gebühren erreichen kann.)

Gerade für Finanzplaner ist hier eine zentrale Rolle denkbar, die Kundschaft als Coach zu begleiten und bei ihren Finanzentscheidungen zu unterstützen. Um auf die eingangs erwähnte Affenmetapher zurückzukommen: Vorsorgesparen und langfristiger Vermögensaufbau sind nicht nur (aber auch) eine Frage der Kosten. Man muss vor allem investieren. Das heißt, Pfeile werfen sollte man auf jeden Fall. Affen können das auch. ■

DR. PHIL. ROLAND HOFMANN, CFP®, CAIA®, ist Dozent für Banking und Finance und Leiter des Studiengangs Master of Advanced Studies in Financial Consulting an der Zürcher Hochschule für Angewandte Wissenschaften, School of Management and Law, in Winterthur (Schweiz). Er lehrt und forscht unter anderem zu den Themen Vorsorge und Vermögensstrukturierung.