

Vermögen Schützen



Evidenz und Praxis

Lernen Sie

- **wie die Wertpapiermärkte funktionieren.**
- **welche Risiken sich am meisten lohnen.**
- **wie Sie sicherstellen können, dass in Ihrem Interesse gearbeitet wird.**

**Philipp P. Ochsner
Dr. med. H. Jakob Bräm**

English translation of cover:

Wealth protection
Picture
Evidence and Practice

Learn
- How markets work
- Which risks are worth taking
How you can ensure wealth is
managed in your best interest

Philipp P. Ochsner
Dr. med. H. Jakob Bräm

Impressum

Lektorat: Jonathan Crosby, James Ladner

Coverfoto: Die Linner Linde, aufgenommen von Michel Jaussi

Buchsatz & Umschlag: Erik Kinting

Dieses Buch ist geschrieben worden, um kompetente und verlässliche Informationen zu liefern, damit Sie gute Entscheidungen treffen können. Es ist hingegen nicht mit einer professionellen & massgeschneiderten Beratung gleichzusetzen. Investieren beinhaltet Risiken, inklusive der Möglichkeit Geld zu verlieren. Vergangenheitsrenditen sind keine Garantie für zukünftige Renditen. Die Anwendung der Empfehlungen geschieht auf eigenes Risiko, die Autoren lehnen jegliche Haftung ab.

Alle Rechte vorbehalten. Kein Teil dieses Buches darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der Autoren veröffentlicht oder vervielfältigt werden, ausser im Rahmen von Zitierungen.

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	5
Die Markttrendite	6
1. Die Entscheidung, wer die Gelder verwalten soll.....	12
1.1 Selber verwalten	12
1.2 Interessenskonflikte ausmerzen	18
1.3 Banken, Online-Broker.....	19
1.4 Unabhängige Honorarverwalter	21
1.5 Wie ein Honorarverwalter ausgewählt werden kann...	25
2. Die Entscheidung zwischen aktiv und passiv	30
2.1 Wie die Markttrendite entsteht.....	30
2.2 Marktpreise sind die beste Schätzung	34
2.3 Passiv schlägt aktiv.....	36
2.4 Gewinner heute, Verlierer morgen.....	38
2.5 Kosten.....	39
2.6 Aktives Management in passiven Kleidern	43
2.7 Einzeltitel vs. Indexfonds	46
2.8 Die Weisheit der passiven Anlage.....	52
3. Die Entscheidung zur Umsetzung.....	54
3.1 Die Wahl der Anlageklassen.....	55
3.2 Langfristige, emotionsfreie Verwaltung.....	85
3.3 Schützen Sie Ihr Vermögen	99
Über die Autoren.....	105
Quellenverzeichnis & Indexbeschreibungen.....	107
Indexbeschreibungen	112
Fachwortverzeichnis	117

Vorwort

Menschen verbinden Geld mit persönlichen Werten und haben spezifische Ziele im Auge, die sie erreichen wollen, wie z. B. finanzielle Sicherheit, einen bestimmten Lebensstil im Ruhestand zu genießen oder bereits für die Nachkommen vorzusorgen.

Wenn Sie an Ihre finanzielle Zukunft denken, fragen Sie sich wahrscheinlich, wie der beste Weg aussieht, um Ihre Ziele zu erreichen.

In diesem Büchlein haben wir Ihnen basierend auf Evidenz und Praxiserfahrung wichtige Informationen zusammengestellt, die Ihnen helfen sollen, die richtigen finanziellen Entscheidungen zu treffen.

Die Marktrendite

Im Zeitraum von 1926 bis 2015 rentierten Schweizer Aktien 7.8 % pro Jahr. In diesen 90 Jahren hat sich aus CHF 10'000 Aktienkapital ein Aktienkapital im Wert von CHF 8.7 Millionen entwickelt. Eine Million Aktienkapital hat sich in 870 Millionen vermehrt.

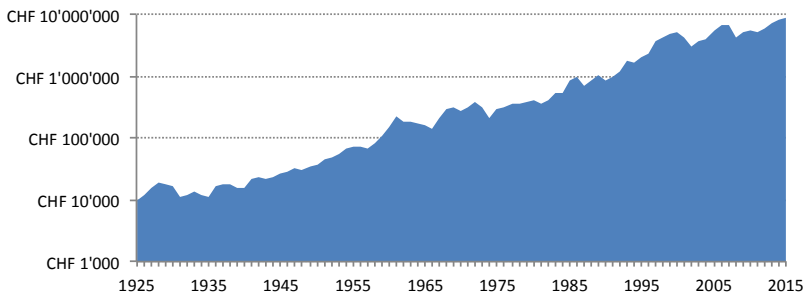


Abb.: Wertentwicklung von CHF 10'000 von 1926 bis 2015 im Schweizer Aktienmarkt, logarithmierte Abbildung (Datenquelle: Pictet 2016)

Interessant dabei ist, dass diese Wertentwicklung nicht durch einen besonders kenntnisreichen Anleger zustande gekommen ist, der zum richtigen Zeitpunkt ein- oder ausgestiegen ist oder nur die besten Aktien ausgewählt hat. Es handelt sich lediglich um die allgemeine Wertentwicklung der Schweizer Aktien. Trotzdem hat kaum ein Privatanleger diese Renditen erreicht. Tatsächlich haben viele Anleger mit ihren Anlagen nicht einmal die Inflation übertreffen können, welche über den gesamten Zeitraum betrachtet 2.2 % pro Jahr ausmachte.

Wir wollen in diesem Büchlein ergründen warum das so ist und wie wir unsere Vermögen deutlich besser schützen und wachsen lassen können.

Um Ihnen ein Bild zu vermitteln, warum wir dieses Büchlein geschrieben haben und woher wir kommen, möchten wir Ihnen kurz von unserem Werdegang erzählen. Dieser ist jeweils in der Ich-Form geschrieben:

Philipp Ochsner, lic. oec. HSG:

Mein Grossvater, ein erfolgreicher Unternehmer, hat mir Geld vererbt, worauf mein Vater mich zu seiner Bankberaterin geschickt hat. Ich bat diese mein Geld in Indexfonds anzulegen, da ich an der Universität gelernt hatte, dass Indexfonds die sinnvollste Anlageform sind. Ein Indexfonds ist ein Anlageprodukt, welches möglichst alle Aktien in einem Markt beinhaltet, z. B. alle Schweizer Aktien, mit dem Ziel die Rendite in der obigen Abbildung zu erreichen. Zuerst hiess es, die Bank habe keinen Indexfonds. Auf wiederholtes Fragen und den Hinweis, dass eine Grossbank wie die ihrige doch einen Indexfonds im Angebot haben müsste, wurde mir ein Indexfonds präsentiert. Dieser folgte aber keinem richtigen Index und war teuer. Auf mein Nachfragen hin hiess es, es gebe keinen anderen Indexfonds. Stattdessen wurde ein Termin mit dem Bankdirektor organisiert. Ich fühlte mich sehr geehrt. Ich als unwichtiger Student sollte den Bankdirektor treffen? Eine hübsche Assistentin begrüsst mich, die Inneneinrichtung war perfekt. Eine Treppe aus edelstem Holz führte hinauf zum Bankdirektor. Dieser erklärte mir, er würde für seine zwei Söhne auch investieren – und zwar in einen Hightech-Fonds. Die Rendite

des Fonds war beeindruckend, worauf ich das ganze Geld in diesen Fonds gesteckt habe.

Was folgte war der Technologie-Crash 2001 – 2003. Ein substanzieller Teil des Geldes ging verloren. Ich war sehr frustriert und fühlte mich von der Bank vom guten, indexierten Ansatz wegberaten. Später habe ich mich in die Materie und die entsprechende amerikanische wissenschaftliche Literatur vertieft, um mir selber ein Portfolio mit Indexfonds zusammenzustellen. Es hat mehrere Jahre gedauert, bis ich endlich mit einem passenden Indexfondsportfolio investiert war, da dieser Prozess deutlich komplexer war, als ich zunächst dachte. Je mehr ich mich mit der Materie auseinandergesetzt hatte, desto klarer wurde mir, wie gross die Auswirkungen des Interessenskonfliktes zwischen Banken und den Bedürfnissen der Kunden wirklich sind und wie wichtig es ist, dass sich Anleger für ihre eigenen Interessen einsetzen. Mit dem erworbenen Wissen habe ich Fortbildungen durchgeführt, Podiumsdiskussionen geleitet, Fachartikel geschrieben und im Jahr 2007 eine Vermögensverwaltungsgesellschaft gegründet, die nicht profitorientiert ist, sondern nur das Ziel hat, die Vermögen gut zu verwalten und kostendeckend zu sein, damit möglichst kein Interessenskonflikt entstehen kann.

Dr. med. Jakob Bräm, Radiologe und Unternehmer:

Schon als Student begleitete mich neben meinen beruflichen und fachlichen Interessen ein starkes Interesse für die Finanzmärkte, welches bis heute anhält. Als Autodidakt erarbeitete ich mir ein grosses Wissen über die Finanzmärkte und verschiedenste Finanzprodukte. Ich war überzeugt, dass es doch möglich sein müsste, den Markt zu schlagen. Nach über 25

Jahren Investments in diversen Bereichen und einigen herben Enttäuschungen, ist aus eigener Erfahrung und der Beobachtung anderer Investoren die Einsicht gewachsen, dass es praktisch unmöglich ist, den Markt langfristig zu schlagen. Ausgiebiges Studium der modernen wissenschaftlichen Finanzliteratur bewirkte die Abkehr vom aktiven hin zum passiven Anlagestil.

Das Ziel dieses Büchleins ist es, Ihnen zu ermöglichen, die Zügel selbst in die Hand zu nehmen, denn es wird sich niemand besser um Ihre Interessen kümmern als Sie selbst. Dieses Büchlein ist hingegen keine Anleitung, wie Sie Ihr Vermögen erfolgreich selber verwalten können. Es geht darum, wie Sie die Hebel stellen und die richtigen Direktiven geben können, damit in Ihrem Interesse gearbeitet wird.

Sie können sich Ihr Vermögen wie einen Baum vorstellen. Wir werden in diesem Büchlein betrachten, was wir tun können, damit es Ihrem Baum gut geht, damit er stärker wird und sich möglichst gut weiterentwickelt. Das Verständnis wie die Märkte funktionieren sind wie die Wurzeln Ihres Baumes. Es erlaubt Ihnen standhaft zu sein und Ihrem Baum Stabilität zu geben.

Wir wählen den evidenzbasierten Ansatz – weg vom Marketing der Finanzindustrie und weg von persönlichen Meinungen und Einschätzungen, hin zu geprüften wissenschaftlichen Untersuchungen. Ferner wollen wir ein paar einfache arithmetische Notwendigkeiten betrachten.

Wenn ein Patient von einem Arzt behandelt wird, erwartet er vom Arzt, dass er diejenige Behandlungsform wählt, die gemessen an wissenschaftlichen klinischen Studien die besten Erfolgsaussichten verspricht. Die gleiche Vorgehensweise wäh-

len wir, wenn es darum geht, Entscheidungsgrundlagen zur Vermögensanlage zu erarbeiten: Wir wollen uns auf wissenschaftlich fundierte und gut belegte Erkenntnisse beziehen. Die wissenschaftlichen Untersuchungen kommen teilweise zu deutlich anderen Ergebnissen, wie Vermögen am intelligentesten verwaltet werden als die Ansätze und Meinungen, die unter Privatanlegern weit verbreitet sind. Die Ergebnisse deuten eher darauf hin die Anlagen ähnlich zu verwalten, wie dies die grossen Pensionskassen tun. Der evidenzbasierte Ansatz ist für die Anleger deutlich erfolgsversprechender, wie wir sehen werden, jedoch für die Finanzindustrie deutlich weniger rentabel, darum wird in der Finanzindustrie normalerweise das evidenzbasierte Wissen nicht an die grosse Glocke gehängt. Für die Anleger ist es jedoch sehr wichtig sich damit auseinanderzusetzen. Am besten lesen Sie das Büchlein unvoreingenommen und mit einem offenen, kritischen Geist, indem Sie sowohl ihr bestehendes Wissen, wie auch das hier vermittelte kritisch hinterfragen.

Das Büchlein haben wir in drei Entscheidungsbereiche aufgeteilt – Entscheidungen, die jeder Anleger trifft, ob bewusst oder unbewusst, und die einen grossen Einfluss auf den Erfolg Ihrer Anlagen haben.

Der Umstand, dass Sie dabei sind, dieses Büchlein zu lesen, ist sehr positiv. Denn jedes Jahr, in welchem man gut angelegt ist, hat eine sehr grosse Auswirkung auf das zukünftige Gesamtergebnis, wie wir am Ende dieses Büchleins sehen werden.

Wir haben versucht, uns auf dasjenige Wissen zu beschränken, welches unbedingt notwendig ist, damit Sie Ihr Geld langfristig gut anlegen können. Das Büchlein haben wir zum besseren

Verständnis in möglichst einfacher Sprache formuliert. Zur besseren Lesbarkeit wird auf die gleichzeitige Verwendung männlicher und weiblicher Sprachformen verzichtet. Sämtliche Personenbezeichnungen gelten natürlich gleichermassen für beiderlei Geschlecht. Die Grafiken haben wir meist mit dem Startwert von einem Franken versehen. Jeder Anleger kann sich seinen eigenen Startbetrag ableiten, seien es 10'000 Franken, eine Million oder eine Milliarde. Es sei jedoch darauf hingewiesen, dass vergangene Renditen keine Garantie für zukünftige Renditen sind, was für alle Abbildungen zu historischen Entwicklungen gilt. Sie dienen lediglich zur Veranschaulichung, wie die Märkte funktionieren.

1. Die Entscheidung, wer die Gelder verwalten soll

1.1 Selber verwalten

1.1.1 Die Verhaltenslücke

Aktienmärkte haben historisch typischerweise zwischen 7 % und 8 % pro Jahr performt. Das ist eine sehr gute Rendite. Sie entspricht ungefähr einer Wertverdoppelung alle 10 Jahre. Das heisst doppelt so viel in 10 Jahren, viermal so viel in zwanzig Jahren und achtmal so viel in 30 Jahren usw. Zum Nachrechnen: $\text{Wert} = (1 + \text{Zins})^{\text{Anzahl Jahre}}$

Anleger versuchen zusätzlich die Marktrendite zu übertreffen, indem sie probieren im richtigen Moment zu investieren und im richtigen Moment wieder auszusteigen. Sie versuchen die richtigen Fonds auszuwählen, nutzen dazu professionelle Ratingagenturen, welchen Fonds beispielsweise 1-5 Sterne verleihen, lesen Zeitung, bilden Ihre Meinung, bemühen sich nur die besten Aktien auszuwählen, welche die besten Zukunftsaussichten haben und möglichst sicher sind. Nicht selten werden die Gelder in diejenigen Aktien und Fonds investiert, die besonders gut rentiert haben, während Anlagen, welche schlecht performt haben unter Beobachtung stehen und schliesslich abgestossen werden, wenn die Hoffnung auf einen Kursanstieg verloren geht.

Was bringen all diese Bemühungen besser zu sein als der Markt?

Sie bringen keinen Vorteil, sondern einen grossen Nachteil.

Eine Studie (Dalbar, 2015) misst, wie viel der amerikanische Aktienmarkt rentiert hat und wie viel der durchschnittliche

Fondsanleger an Performance erwirtschaftet hat. Die Wertentwicklung des Aktienmarktes wird mit Indizes gemessen. Ein Index wird aus der Wertentwicklung der Aktien in einem Markt berechnet. Der wichtigste Index in den USA ist der *S&P-500-Index*, welche 500 grosse und liquide Unternehmen enthält. Über einen Zeitraum von 20 Jahren, von 1994 bis 2014, beträgt die jährliche Aktienrendite des S&P 500 Index in CHF umgerechnet 8.4 % p. a.

Die Fondsanleger hingegen haben nur 3.7 % p. a. verdient, das sind 4.7 % p. a. weniger als der Index. Bei den Anleihen war das Ergebnis noch schlechter. Während Anleihen 4.7 % p. a. erzielt haben (Barclays Aggregate Bond Index in CHF), haben die Anleger 0.6 % Verlust gemacht. Das sind 5.3 % p. a. weniger als der Markt rentiert hat und unter dem Strich deutlich weniger als die Inflation. Diesen Unterschied zwischen der Rendite des Markts und der Rendite des Anlegers nennen wir *die Verhaltenslücke* (Richards, 2012).

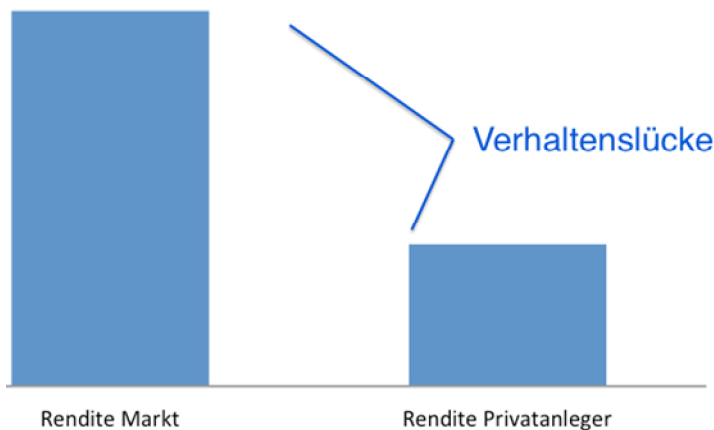


Abb.: Die Verhaltenslücke: Privatanleger erzielen deutlich tiefere Renditen als der Markt (Richards, 2012)

Die Hauptursachen für die *Verhaltenslücke* werden auf verschiedene emotionale Fehler zurückgeführt, welche Anleger machen. Die wichtigsten davon sind *Herdenverhalten* und *Verlust-Aversion* (Dalbar, 2015).

Die Existenz einer *Verhaltenslücke* bei Privatanlegern ist mehrmals bestätigt worden, je nach Studie unterschiedlich stark ausgeprägt. Nachfolgend eine Zusammenstellung mehrerer Studien und ihre Resultate:

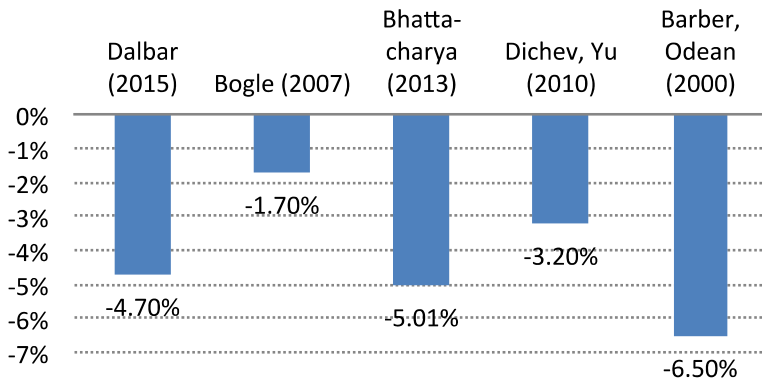


Abb.: Privatanleger schaden sich selber: Resultate von Studien zur Verhaltenslücke in Prozent pro Jahr

Die Studien von Bogle (2007) und von Bhattacharya (2013) messen spezifisch Resultate von Indexfonds- und ETF-Anlegern (ETF = börsengehandelte Indexfonds). Die Resultate zeigen, dass auch ein Investment in ETF und Indexfonds nicht von Fehlentscheidungen gefeit ist. Wer denkt, er sei emotionsfrei investiert, nur weil er ETF kauft, liegt also falsch.

»Das grösste Problem des Investors – und sein ärgster Feind – ist wahrscheinlich er selbst.«

Benjamin Graham (1973),
Investorenlegende und Mentor von Warren Buffet

1.1.2 Der Emotionszyklus

Die eigenen Emotionen vernichten bei den meisten Anlegern einen grossen Teil der Rendite. Wenn die Aktienpreise steigen, werden Anleger zuversichtlicher, dass die Preise weiter steigen werden. Oft investieren Anleger in Aktien, *nachdem* die Preise stark gestiegen sind. Wenn die Preise hingegen sinken, sind viele Anleger verunsichert und verkaufen ihre Aktien, da sie nicht noch mehr verlieren wollen.

Tatsächlich ist es so, dass wenn die Aktienmärkte langfristig z. B. 7 % p. a. rentieren und kürzlich stark gestiegen sind, die Ausgangslage bzw. die erwartete Rendite für die Zukunft eher schlechter ist. Wenn umgekehrt die Aktienmärkte eingebrochen sind und viele Anleger die Zukunft pessimistisch einschätzen, sind hingegen die erwarteten Renditen am höchsten.

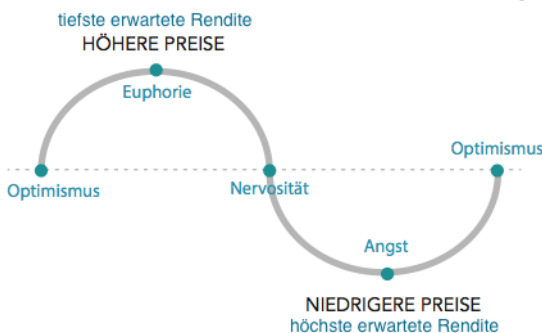


Abb.: Emotionszyklus (C. Richards, 2012)

»Und wenn sie [die Anleger] insistieren, ihre Aktieninvestitionen zu timen, sollten sie versuchen ängstlich zu sein, wenn andere gierig sind und gierig sein, wenn andere ängstlich sind.«

Warren Buffet 2004

Die meisten Anleger würden zwar zustimmen, dass die anderen Marktteilnehmer es nicht schaffen können systematisch den Markt zu übertreffen, selber trauen sie sich dies fälschlicherweise jedoch zu. Der Markt ist langfristig jedoch kaum zu schlagen. Auch die allermeisten professionellen Anleger scheitern an dieser Aufgabe. Wir machen immer wieder die Erfahrung, dass Anleger unterschätzen wie schwierig und unbefriedigend der Versuch ist, den Markt zu schlagen. Diese Fehleinschätzung führt zu der beschriebenen Verhaltenslücke. Beruflich erfolgreiche und intelligente Personen wie z. B. Ärzte und Unternehmer neigen besonders dazu, ihre Fähigkeiten in der Vermögensbewirtschaftung zu überschätzen. Wahrscheinlich schliessen sie aus beruflichem Erfolg in ihrem bestehenden Umfeld darauf, dass sie auch in der Vermögensverwaltung besonders erfolgreich sein müssten. Wenn man sich allerdings vor Augen hält, wie viel man für den Erfolg im angestammten Bereich hat studieren und arbeiten müssen, so sollte es einem schnell einleuchten, dass es sehr unwahrscheinlich ist, mit wenig Aufwand nebenbei, quasi nebenberuflich ein besonders guter Vermögensverwalter zu sein. Das ist so, als würde man sich als Nichtmediziner zutrauen, aufgrund von Google-Suchabfragen und Gesundheitsmagazinen eine komplexe Diagnose zu stellen und sich selber komplexe Therapiekonzepte zu verschreiben, ohne einen Arzt zu konsultieren. Diejenigen Per-

sonen, die denken, sie würden sich bezüglich Wissen um Anlagefragen nicht überschätzen, sind diejenigen, die am ehesten von Selbstüberschätzung und deren Folgen betroffen sind.

Jede Entscheidung hat eine emotionale Komponente. Emotionen sind meist der Ursprung jeder Entscheidung. Danach werden rationale Erklärungen gesucht, um die Entscheidung zu begründen. Dieser Vorgang nennt sich *rationalisieren*.

Anleger sind Menschen. Auch wenn das langfristige Kaufen und Halten von Indexanlagen tatsächlich phänomenale Resultate liefert, zeigt die Realität, dass nur die wenigsten Anleger die Baissen im Aktienmarkt tatsächlich durchstehen können, um diese Resultate zu erreichen. Aus diesem Grund haben die wirklich erfolgreichen Anleger eine klare Investmentphilosophie, der sie strikt folgen, um die Emotionen aus den Investitionen fernzuhalten.

»Wenn ich etwas gelernt habe in den 60 Jahren an der Börse, dann, dass die Leute keinen Erfolg haben vorherzusagen, was beim Aktienmarkt passieren wird.«

Benjamin Graham

Finanzmärkte sind komplex, viele Anleger verlieren Geld. Dabei geht es um viel: *Es geht um Ihre finanzielle Zukunft, die Sicherheit Ihrer Pension, Ihres Familienvermögens oder Ihrer Firmenvermögen*. Die meisten Leute würden keine wichtigen medizinischen Entscheidungen treffen, ohne einen Arzt aufzusuchen. Wir empfehlen Ihnen, sich um Ihre finanzielle Gesundheit ebenso zu kümmern, wie um Ihre physische Gesundheit, mit einem Berater an Ihrer Seite, der Ihnen hilft Ihr Vermögen zu schützen und wachsen zu lassen. Am besten mit

einem sorgfältig ausgewählten unabhängigen Honorarverwalter, der nur von Ihnen bezahlt wird.

Das eigene Verhalten des Anlegers ist das wichtigste in der Vermögensverwaltung. Wir sind der Meinung, eine persönliche Beziehung mit einem geeigneten unabhängigen Vermögensverwalter kann helfen die Emotionen aus den Entscheidungen zu nehmen. Wenn wichtige Entscheidungen zuerst besprochen werden, anstatt in einer Krise nach grösseren Verlusten mit zwei Klicks alles zu verkaufen, kann der Anleger dabei unterstützt werden, sich vernünftig und rational zu verhalten und auch in schwierigen Zeiten beim langfristig definierten Investitionsplan zu bleiben, um die Ziele schliesslich zu erreichen.

1.2 Interessenskonflikte ausmerzen

Die Komplexität der Finanzmärkte bringt es mit sich, dass Anleger auf die Einschätzung von Experten angewiesen sind. Sei es in der Beurteilung der Chancen und Risiken in den Finanzmärkten, in der Finanzplanung oder bei der Wahl der geeigneten Anlagen. Ihr Berater hat Ihnen gegenüber einen Informationsvorsprung. Für die Anleger ist es oft schwierig zu beurteilen, ob die Produkte, welcher der Berater empfiehlt wirklich die besten sind oder ob er vor allem auch seine eigenen Profite maximieren will. Es gibt einen sehr effektiven Weg, wie Sie sicherstellen können, dass Ihr Berater primär in Ihrem Interesse arbeitet. Dies ist dann der Fall, wenn er die gleichen Interessen hat wie Sie. Wenn Ihr Anlageberater die gleichen Interessen hat wie Sie, müssen Sie ihn nicht ständig kontrollieren. Dann wird sich er sich für Ihr finanzielles Wohlergehen einsetzen. Eine

der wichtigsten Aufgaben des Anlegers ist darum sicherzustellen, dass es in der Verwaltung seiner Gelder möglichst keine Interessenskonflikte gibt.

1.3 Banken, Online-Broker

1.3.1 Depotbank

Um die Vermögenswerte zu deponieren benötigen wir eine Depotbank. Dies ist eine wichtige Funktion der Banken. Auch andere Dienstleistungen der Bank sind wichtig, wie z. B. Buchhaltung, Finanztransaktionen und Hypotheken. Diese typischen Bankgeschäfte bringen dem Kunden Mehrwert und sind für den Kunden transparent und verständlich.

Interessenskonflikte in der Beratung

Wenn es um Finanzberatung geht, steigt die Komplexität und es ergeben sich bei einer Beratung durch eine Bank einige Interessenskonflikte, die man nicht vergessen sollte (Goldie, Murray, 2010).

- Die Bank verdient mehr, wenn der Kunde mehr Transaktionen tätigt.
- Die Bank verdient an einigen Produkten mehr als an anderen.
- Der Bankberater darf Ihnen nur diejenigen Produkte empfehlen, welche durch seine Bank autorisiert sind.

Der Bankberater wird von der Bank bezahlt und nicht von Ihnen. Der Bankberater wird darum in erster Linie im Interesse

der Bank handeln, wenn er seine Anstellung behalten will.

Die Bank wiederum hat ein Interesse möglichst viel Ertrag zu erwirtschaften und den Bankmitarbeitern angemessen zu entlohnen.

Der schlechteste Kunde einer Bank ist derjenige, der kaum Transaktionen tätigt und stetig in kostengünstigen Indexfonds investiert bleibt. Genau das ist objektiv betrachtet jedoch die sinnvollste Anlageform, wie wir später noch sehen werden. Selbst wenn eine Bank diese Anlageform anbietet muss sie ein Interesse daran haben, Sie allmählich wieder davon wegzuberauten. Die hohen Gehälter und Boni bei den Bankern lassen vermuten, dass sie darin recht erfolgreich sind.

1.3.2 Online-Broker

Online-Broker sind oft deutlich günstiger als herkömmliche Banken. Deren Geschäftsmodell besteht darin, mit vielen günstigen Transaktionen Geld zu verdienen. Damit haben Online-Broker ein komplett anderes Interesse als die Anleger. Viele Transaktionen sind für die Vermögenssicherung des Anlegers tendenziell nicht dienlich, Online-Broker hingegen haben ein Interesse, dass Anleger möglichst viele Trades durchführen. Oft bieten sie Tools an, um Aktien etc. zu analysieren, mit welchen die Anleger den Markt vermeintlicherweise schlagen können, was typischerweise nicht funktioniert und zu Frustrationen führt. Durch die Möglichkeit, mit zwei Klicks Wertpapiere zu kaufen und zu verkaufen, wird der Kunde viel eher *mehr* Transaktionen durchführen, was in vielen Fällen zu einer grossen *Verhaltenslücke* und höheren Kosten führt.

1.3.3 Depotbank und Beratung trennen

Aufgrund der Interessenskonflikte bei den Banken trennen ein Grossteil der institutionellen Anleger und immer mehr Privatanleger die Funktionen Depotbank und Beratung.

Es ist die Verantwortung des Anlegers sicherzustellen, dass er unabhängig beraten wird. Sie können dies sicherstellen, indem Sie einen Berater auswählen, der nur von Ihnen bezahlt wird und nicht mehr verdient, wenn er mehr Transaktionen tätigt oder teurere eigene Produkte verwendet. Nur dann können Sie eine unabhängige Beratung erwarten. Es ist für den Privatanleger sehr schwierig gute Anlageentscheidungen von schlechten zu unterscheiden. Indem Sie die Funktionen Beratung und Depotbank trennen, können Sie sicherstellen, dass ausschliesslich in Ihrem Interesse gearbeitet wird und Sie werden folglich mit hoher Wahrscheinlichkeit ein deutlich besseres Investitionserlebnis haben.

1.4 Unabhängige Honorarverwalter

Unsere Empfehlung ist, mit einem geeigneten unabhängigen Honorarverwalter langfristig zusammenzuarbeiten. Ein Honorarverwalter ist ein Vermögensverwalter, der ausschliesslich von Ihnen bezahlt wird und keine weiteren Kommissionen von Fonds, Banken o. ä. kassiert oder diese ungeschmälert an den Kunden weiterleitet. Ein Honorarberater hat den Vorteil, dass der Interessenskonflikt zwischen Vermögensverwalter und Kunde minimiert wird. Wenn man betrachtet, wie viel Zeit man selber investieren muss, um das eigene Vermögen professionell

zu verwalten und wie viel Lehrgeld man auf dem Weg dorthin bezahlt, dann ist ein solcher Schritt zu empfehlen. Eine Studie (F. Kinniry, C. Jaconetti, M. Joseph, und Y. Zilbering, 2015) beziffert den Mehrwert eines Vermögensverwalters auf ca. 3 % pro Jahr. Diese Studie wurde von *Vanguard* finanziert. *Vanguard* ist ein Indexfondsanbieter, der eine spezielle Eigentumsstruktur hat: Die Fondsanleger sind die Eigentümer von *Vanguard*. Damit stellen sie sicher, dass Kunden und *Vanguard* die gleichen Interessen teilen und *Vanguard* stets im Interesse der Kunden agiert.

Im folgenden Kapitel werden die einzelnen Punkte der Studie und der quantifizierte Mehrwert durch den Vermögensverwalter, angegeben im Titel in Klammern, gemäss dieser Studie zusammengefasst:

1.4.1 Kosteneffiziente Implementierung (+ 0.45 %)

Vermögensverwalter haben Zugang zu institutionellen Indexfonds. Diese sind in vielen Fällen besonders kostengünstig und bei Schweizer Domizil entfällt zusätzlich die Stempelsteuer. Nur eine ausgewählte Gruppe von Vermögensverwaltern hat zusätzlich Zugang zu *Dimensional Fund Advisors*. Dies sind passiv verwaltete Fonds, welche die Risikoprämien besonders gezielt und kosteneffizient abbilden können. Weiter haben Vermögensverwalter oft ausgehandelte Spezialkonditionen bei der Bank für Ihre Kunden, z. B. tiefere Wechselkursspreads und niedrigere Courtagen und Depotgebühren.

1.4.2 Finanzplan, Verhaltenscoaching (+ 1.5 %)

Ein geeigneter Vermögensverwalter kann Ihnen helfen, die *Verhaltenslücke* zu schliessen. Er kann Ihnen helfen, einen langfristigen Plan auszuarbeiten, langfristig anzulegen und Sie dabei unterstützen in kritischen Phasen investiert zu bleiben. Dadurch dass Entscheidungen mit dem Vermögensverwalter gemeinsam getroffen werden, kann eine Entscheidung sachlich beurteilt und aus wissenschaftlicher Sicht betrachtet werden. Damit wird die emotionale Komponente deutlich reduziert.

Die Finanzplanung ist wichtig. Familienvermögen können innerhalb von einigen Jahren komplett verschwinden, wenn z.B. eine Person über die Verhältnisse lebt oder einige schlechte Anlageentscheidungen trifft. Durch einen geeigneten Finanzplan kann die Ertragskraft realistisch eingeschätzt werden, so dass die Vermögen langfristig sicher sind.

Jede vernünftige Investitionsentscheidung sollte mit einem Business-Plan beginnen. Es ist wichtig, einen professionellen Finanzplan mit sinnvollen Zielen zu erstellen, zu dem sich sowohl Anleger als auch Vermögensverwalter bekennen. Wer einen guten Plan hat, lässt sich von den Turbulenzen am Aktienmarkt weniger beeinflussen. Die Wahrscheinlichkeit, dass die Ziele erreicht werden steigt somit stark an. Auch erfahrene Investoren, welche ihre Gelder selbst verwalten, können von einem Berater profitieren. Des Weiteren ist die realistische Einschätzung der Risikopräferenzen des Kunden wichtig. Es sollen weder zu hohe noch zu geringe Risiken eingegangen werden. Wenn z. B. ein Kunde all sein Geld bei der Bank deponiert hat und unterinvestiert ist, jedoch aufgrund seiner finanziellen Situation prinzipiell Risiken eingehen könnte, bezahlt er diese

Passivität mit verpasstem, zukünftigem Ertrag (Opportunitätskosten).

Weiter können Vermögensverwalter auf einige hilfreiche Tools für die Erstellung von Investitions- und Pensionsplänen zugreifen und einem in schwierigen Zeiten Sicherheit geben, die gewählte Strategie beizubehalten, was langfristig einen grossen Einfluss auf eine erfolgreiche Vermögenssicherung und Vermögenswachstum haben kann.

1.4.3 Rebalancing (+ 0.35 %)

Rebalancing bedeutet nach Wertverschiebungen im Portfolio, beispielsweise wenn sich die Aktien stark aufwerten oder abwerten, das Portfolio wieder auf das ursprüngliche Ziel auszurichten. Mit dem Rebalancing arbeitet man gegen die Emotionen. Tendenziell verkauft man dann diejenigen Titel, die besonders gut performt haben, und kauft solche, die schlecht performt haben. Durch ein systematisches *Rebalancing* kann eine Zusatzrendite erwirtschaftet werden. Die wenigsten Privatanleger schaffen es jedoch, ein Rebalancing konsequent umzusetzen, weil dies emotional schwierig ist. Ein Vermögensverwalter kann dieses systematisch durchführen.

1.4.4 Steueroptimierungen (+ 1.45 %)

Beim Investieren fallen unterschiedliche Steuern an, die berücksichtigt werden sollten. Einige davon sind *Einkommenssteuern*, *Stempelsteuern*, *Quellensteuern*, *Verrechnungssteuern*. Eine wichtige Rolle spielen auch Steuerdomizile der Finanzprodukte und Doppelbesteuerungsabkommen, die berücksich-

tigt werden sollten. Durch einen sachkundigen Vermögensverwalter kann in vielen Fällen die Steuerbelastung beträchtlich reduziert werden.

1.4.5 Weitere Dienstleistungen

Ein *Vermögensverwalter* kann einige weitere Dienstleistungen erbringen oder über sein Netzwerk anbieten, die wertvoll sein können. Dazu gehören Steuern zu reduzieren, treuhänderische Dienstleistungen zu erbringen, sich um die Nachfolge zu kümmern und sicherzustellen, dass Vermögen nicht unberechtigt entnommen wird.

In der Schweiz gibt es mehr als 2400 unabhängige Vermögensverwalter. Darum erhalten Sie nachfolgend einige sinnvolle Auswahlkriterien, die Ihnen die Suche etwas erleichtern sollten.

1.5 Wie ein Honorarverwalter ausgewählt werden kann

Nicht selten werden Vermögensverwalter nach Äusserlichkeiten und Förmlichkeiten ausgewählt oder zumindest wird die Auswahl stark dadurch beeinflusst, da viele Anleger nicht wissen, anhand welcher Fakten die Entscheidung getroffen werden sollte. Das hat oft sehr negative Folgen. Um Ihnen die Möglichkeit zu geben, sich auf das zu fokussieren, was wirklich wichtig ist, haben wir Ihnen eine Liste der nach unserer Meinung wichtigen Auswahlkriterien zusammengestellt.

1.5.1 Anlagephilosophie

Eine gute Anlagephilosophie gibt Ihnen Sicherheit und Strategietreue in schlechten Zeiten, was für eine langfristig erfolgreiche Vermögensbewirtschaftung sehr zentral ist. Es gibt sehr viele unterschiedliche Ansätze Vermögen zu verwalten. Wir werden in diesem Buch basierend auf langfristigen wissenschaftlichen Erkenntnissen besprechen, was in der Vergangenheit funktioniert hat und was nicht, sodass Sie sich ein Urteil darüber bilden können, welche Anlagephilosophie Ihnen zusagt. Zentral für eine gute Anlagephilosophie ist, wie gut die Emotionen aus dem Investmentprozess herausgenommen werden und dass sie wissenschaftlich fundiert ist. Die Anlagestrategie sollte durchdacht sein, sodass Sie auf alle Eventualitäten vorbereitet sind. Sie wollen agieren statt reagieren.

1.5.2 Persönliche Verbindung und Vertrauen

In der Zusammenarbeit mit Ihrem Vermögensverwalter werden Sie persönliche Informationen austauschen, einerseits bezüglich Ihrer finanziellen Situation, andererseits bezüglich Ihrer persönlichen Situation. Ihr Vermögensverwalter sollte Sie kennen, um eine gute Dienstleistung anbieten zu können. Darum empfiehlt es sich darauf zu achten, dass Sie dieser Person vertrauen können und gerne mit ihm zusammenarbeiten. Weiter sollte der Vermögensverwalter selber so investiert sein, wie er es seinen Kunden empfiehlt. Vorteilhaft ist auch, wenn er selber einen hohen Aktienanteil besitzt und diesen durch stürmische Zyklen gehalten oder ausgebaut hat und somit seinen Kunden ein gutes Vorbild sein kann.

1.5.3 Bezahlung nur durch Sie

Wenn sich ein Vermögensverwalter als unabhängig bezeichnet, heisst das leider noch lange nicht, dass er auch unabhängig ist. Jede Bank darf sich als unabhängig bezeichnen, sofern sie nicht nur ihre eigenen Produkte verkauft. Um sicherzustellen, dass es bei der Produktauswahl keine unnötigen Interessenskonflikte gibt, lohnt es sich darauf zu achten, dass keine *Retrozessionen* verrechnet werden. Bei *Retrozessionen* bezahlt der Herausgeber des Finanzprodukts den Vermögensverwalter dafür, dass dieser sein Produkt für die Kunden verwendet. Wir haben immer wieder gesehen, dass aus Eigeninteresse des Vermögensverwalters Produkte verwendet wurden, die hohe *Retrozessionen* bezahlten. Dies führte dazu, dass der Kunde Produkte im Portfolio hatte, die für ihn nicht optimal waren.

Trotz der starken Gegenbewegung in den letzten Jahren sind *Retrozessionen* leider immer noch stark verbreitet und weiterhin eine wichtige Einnahmequelle für die meisten Vermögensverwalter. Synonyme für *Retrozessionen* sind z. B. Leistungen Dritter, *Kickbacks*, *Rabatte* und Vermittlungsentschädigungen. Auch Vermögensverwalter, die *Retrokommissionen* annehmen, dürfen sich *unabhängig* nennen. Es ist darum wichtig zu überprüfen, dass dieser keine *Retrozessionen* annimmt oder diese zumindest dem Kunden vollständig weitervergütet, falls es sich um ein sinnvolles Produkt handelt. Es ist anzumerken, dass *Retrozessionen* nicht nur auf Produkte, sondern auch auf Transaktionen und Depotgebühren leider immer noch weit verbreitet sind. Wir empfehlen Ihnen den Vermögensverwalter zu fragen, ob er nur durch Sie bezahlt wird und sicherzustellen, dass dies im Vermögensverwaltungsvertrag schriftlich festgehalten ist.

1.5.4 Tiefe Kosten

Tiefe Kosten sind für den langfristigen Anlageerfolg wichtig. Es empfiehlt sich darum einen Vermögensverwalter zu wählen, der niedrige Kosten verrechnet und auch darauf achtet, dass die Gesamtkosten beim Kunden möglichst gering sind, z. B. die Kosten der Depotbank, der Anlageprodukte, Einsparung von Transaktionskosten durch Handelsexpertise, Sonderkonditionen bei der Depotbank wie z. B. bessere Wechselkurse, Courtagen etc.

1.5.5 Ausbildung und Erfahrung

Zu wissen, wo ein Finanzberater ausgebildet wurde und wie er sich weitergebildet hat, lässt darauf schliessen, wie qualifiziert er ist. Die Information, wie lange eine Vermögensverwaltung bereits existiert, lässt darauf schliessen, wie langfristig sie angelegt und wie viel Erfahrung vorhanden ist.

1.5.6 Eigentumsstruktur

Die Interessen der Finanzindustrie und die der Kunden sind nicht immer deckungsgleich. Seit ca. 50 Jahren ist wissenschaftlich erwiesen, dass die passiv verwalteten Vermögen langfristig besser performen. Trotzdem wird die überwiegende Mehrheit der Gelder immer noch aktiv verwaltet. Mit aktiver Vermögensverwaltung wird auf Anbieterseite häufig viel mehr Geld verdient. Wir sind der Meinung, dass es besser ist, wenn die Vermögensverwaltungsgesellschaft so strukturiert ist, dass die Kunden Miteigentümer der Vermögensverwaltung sind.

Dadurch kann langfristig sichergestellt werden, dass die Vermögensverwaltung im alleinigen Interesse der Kunden agiert. Vermögensverwaltungen mit einer derartigen Eigentumsstruktur sind allerdings sehr selten.

2. Die Entscheidung zwischen aktiv und passiv

»Es gibt zwei Situationen im Leben eines Mannes, wo er nicht spekulieren sollte: Wenn er es sich nicht leisten kann und wenn er es sich leisten kann.«

Mark Twain

2.1 Wie die Marktrendite entsteht

Bevor wir betrachten, welcher Anlagestil am erfolgversprechendsten ist, wollen wir betrachten, wo die Renditen herkommen. Der Umstand, dass es in der Vergangenheit gute Renditen gegeben hat ist schön. Wir wollen jedoch wissen, ob es auch in Zukunft gute Renditen geben wird. Es ist sehr wahrscheinlich, dass dies so sein wird, auch wenn es diesbezüglich einige Unsicherheiten und Wertschwankungen gibt, wie es diese auch in der Vergangenheit gegeben hat.

Anleger scheuen Risiken. Wenn ein Anleger zwischen zwei Investmentalternativen wählen kann, wobei beide die gleiche erwartete Rendite aufweisen, die eine aber mehr Risiko beinhaltet, wird sich der Anleger normalerweise für die Alternative mit weniger Risiko entscheiden. Der Anleger ist nur dann bereit mehr Risiken zu tragen, wenn der erwartete Gewinn höher ist.

Es ist in der Natur der Aktien, dass sie riskant sind, denn es ist schwierig eine Aktie korrekt zu bewerten. Es gibt sehr viele Elemente, welche nicht vorhersehbar sind, welche den Wert

einer Unternehmung beeinflussen. Ein sehr wichtiger Faktor ist der Gewinn einer Unternehmung. Der Gewinn von Unternehmen ist wiederum von vielen Faktoren abhängig. Deshalb besteht bei den Anlegern eine grosse Unsicherheit wie viel die Unternehmen überhaupt Wert sind. Eine kleine Änderung der erwarteten Gewinne in der Zukunft kann zu einer grösseren Anpassung des Aktienpreises führen, denn wenn wir eine kleine Änderung auf viele Jahre rechnen, dann ergibt sich ein grosser Betrag. Nur schon aus dem Element der Unsicherheit sind Aktien teils beträchtlichen Wertschwankungen unterworfen. Aufgrund dieser Unsicherheiten werden Anleger nur in diejenigen Unternehmen investieren, bei welchen eine hohe Rendite wahrscheinlich ist. Ist dies nicht der Fall, kann sich eine Firma kaum Kapital beschaffen. Dies betrifft insbesondere Unternehmen, die besonders riskant sind. Insgesamt gilt darum tendenziell, dass bei höheren Risiken höhere Renditen erwartet werden können.

Aus diesem Grund ist die Marktrendite kein Geschenk, sondern die Anleger werden dafür vergütet, dass sie die Marktrisiken tragen. Es ist nicht angenehm, diese Risiken zu tragen. Risiken zu tragen ist somit eine Leistung, eine Flexibilität seitens des Anlegers und wird entsprechend vergütet. Man spricht von einer Risikoprämie – der Anleger wird dafür vergütet, ein Risiko zu tragen. Je ängstlicher und pessimistischer die Anleger insgesamt sind, desto tiefer fallen die Aktienpreise und damit steigt die erwartete Rendite. Solange es an den Märkten Risiken gibt und Anleger Risiken scheuen wird es auch Risikoprämien geben. Die Märkte sind relativ effizient bewertet, das heisst die allgemeinen Erwartungen sind bereits in den heutigen Wertpapierpreisen enthalten. Die Marktpreisveränderungen

basieren auf den nicht vorhersehbaren Teil der Entwicklungen und sind unvorhersehbar (Samuelson, 1965), somit werden wir immer im Ungewissen sein, ob die Aktienmärkte kurz und mittelfristig steigen oder fallen werden. Dies ist der unangenehme Teil am Investieren. Doch genau diese Unsicherheit lässt gute Renditen entstehen und ermöglicht es denjenigen Anlegern, die verstanden haben wie die Märkte funktionieren und einen guten Plan haben, die Risikoprämien zu ernten. Diejenigen Anleger hingegen, die glauben zum richtigen Zeitpunkt in den Aktienmarkt ein- oder aussteigen zu können, tatsächlich aber aus emotionalen Gründen im falschen Moment kaufen und verkaufen, sind genau diejenigen, welche das Mantra des *gefährlichen Aktienmarkts nähren* und damit diese Risikoprämien fördern.

Wenn Sie in Aktien investieren, gehört Ihnen ein Teil der Wirtschaft und Sie sind berechtigt, an den Gewinnen der Unternehmen teilzuhaben. John Bogle (2007) hat aufgezeigt, dass die Renditen am Aktienmarkt langfristig den Dividenden und dem Gewinnwachstum entsprechen. Dies ist eine sehr plausible Erklärung. Wir erhalten als Anleger die Dividenden und können vom Gewinnwachstum profitieren. Die Frage ist also, ob es in Zukunft auch Dividenden und Gewinnwachstum bei den Unternehmen geben wird. Es spricht wenig dagegen. Natürlich kann es passieren, dass in Rezessionen Dividenden schrumpfen oder ganz ausbleiben oder es rückläufige Gewinne gibt und wenn man statt des ganzen Aktienmarktes einzelne Aktien hält, kommen noch die Risiken von Einzelaktien hinzu. Mittel bis langfristig sollten jedoch Dividenden und Gewinnwachstum vorhanden sein.



Abb: Die Marktrendite entspricht langfristig der Summe der Dividenden und des Gewinnwachstums (US-Aktienmarkt 1900-2005 in USD, Quelle: Bogle, 2007)

Wenn jedoch die Aktien im Vergleich zu den über 10 Jahre gemittelten Gewinnen der Unternehmen hoch bewertet sind, dann ist die Rendite in den nächsten Jahren tendenziell unterdurchschnittlich und wenn sie tief bewertet sind tendenziell überdurchschnittlich (Asness 2012). Da die Aktien beim Zeitpunkt des Schreibens dieses Büchleins eher hoch bewertet sind, ist in den nächsten Jahren tendenziell mit tieferen Renditen zu rechnen. Auch bei den Anleihen sind die Zinsen sehr tief, was ein starkes Indiz dafür ist, dass in den nächsten Jahren die Erträge bei den Anleihen tiefer sein werden als im langfristigen Durchschnitt. Das bedeutet aber nicht, dass die kurz- und mittelfristigen Renditen schlecht sind. Aufgrund der Risikokomponente können wir jedoch keine kurz bis mittelfristigen Prognosen machen. Es kann auch sein, dass die Aktienrenditen kurz bis mittelfristig sehr gut sind.

2.2 Marktpreise sind die beste Schätzung

Weltweit kaufen und verkaufen Millionen von Investoren täglich Wertpapiere an den Finanzmärkten. Hinter jedem Wertpapierhandel stehen verschiedene Abwägungen, die mit Investments verbunden sind. Diese beinhalten unter anderem die Balance zwischen Chancen und Risiken. In den meisten Fällen wird ein Marktteilnehmer eine Transaktion nur dann ausführen, wenn seiner Meinung nach die erwarteten Vorteile oder Renditen eines Wertpapierhandels die damit verbundenen Kosten oder Risiken übertreffen.

Da der Marktpreis eines Wertpapiers die Summe aller dieser einzelnen Entscheidungen ist, beinhaltet er wertvolle Informationen über die Erwartungen aller Marktteilnehmer.

Eine Veränderung des Wertpapierkurses spiegelt daher Veränderungen in den Erwartungen der Investoren wieder. Der Marktpreis ist daher eine sehr wertvolle und differenzierte Information. Es ist nicht möglich, dass ein einzelner Anleger mehr weiss als der Markt, unabhängig davon, wie gross die Research-Abteilung ist. Denn der Markt enthält die Meinungen aller Research-Abteilungen.

Paul Samuelson postulierte in Jahr 1965 die These, dass die Marktpreise die beste Schätzung für den Wert einer Wertschrift darstellen, dafür erhielt er 1970 den Wirtschaftsnobelpreis. Darauf formulierte Eugene Fama die *Theorie der effizienten Märkte*. Diese besagt, dass sämtliche verfügbaren Informationen im Marktpreis enthalten sind und neue Informationen sehr schnell im Marktpreis eingepreist werden (Fama, 1970). Dies bedeutet allerdings nicht, dass die Marktpreise korrekt sind. Die Marktpreise sind wohl praktisch immer *falsch*. Dennoch

spiegelt der Marktpreis stets die beste verfügbare Schätzung für den tatsächlichen Wert wieder. Es reicht übrigens schon, wenn die Märkte unvorhersehbar sind, dass es sich nicht lohnt aktiv zu handeln.

Wenn man sich diese Situation vergegenwärtigt, kann einem die Lust vergehen gegen einen übermächtigen Gegner, nämlich den Markt zu wetten, denn die Chancen gegen den Markt zu gewinnen stehen wirklich schlecht.

So gut Ihre Informationsquellen auch sind, der Markt weiss trotzdem immer mehr als jeder Einzelne. Dazu ein Beispiel (Arnäck, Pavitt 2011): Dominique Strauss Kahn war Geschäftsführer des Internationalen Währungsfonds (IWF) und wurde vom *Time Magazin* als siebteinflussreichste Führungspersönlichkeit der Welt eingestuft. In dieser Position hatte er Zugang zu den Ressourcen der renommiertesten Wirtschaftswissenschaftler und ein sehr gutes Informationsnetzwerk. Er konnte sich beispielsweise direkt mit Obama, der europäischen Zentralbank oder mit den chinesischen Funktionären unterhalten. Was prognostizierte dieser Wirtschaftswissenschaftler im Sommer 2008? »Die Krise liegt hinter uns.« (FMI, 2008) Anschließend stürzte der Markt sechs Monate ab. Am Jahresende verkündete Strauss-Kahn: »Das Schlimmste kommt noch!« (Le Figaro, 2008) Nach dieser Erklärung sahen wir eine der grössten Erholungsrallys, die der Markt je gesehen hat.

2.3 Passiv schlägt aktiv

Aktive Investoren versuchen, die Wertpapiere mit eigener Analyse zu bewerten, um eventuelle Abweichungen vom Marktpreis und Unterbewertungen aufzustoßern. Sie bevorzugen nur eine selektive Auswahl an Wertpapieren und wetten damit gegen die Marktmeinung. Passive Anleger hingegen sind stetig und möglichst breit diversifiziert investiert, um die Risikoprämien zu erwirtschaften. Aktive Vermögensverwalter betonen immer wieder, welche grossen Vorteile ihr aktives Management habe, dies mündet dann in Aussagen wie *Unsere Experten wählen die vielversprechendsten Aktien aus.* oder *Wir können ansteigen, wenn die Märkte nach unten tendieren.* oder *Wir halten Cash bereit, damit wir Opportunitäten nutzen können.* Solche Argumente können überzeugend klingen. Weiter sollten professionelle Anleger die besseren Chancen haben den Markt zu übertreffen als private Anleger, denn diese kümmern sich hauptberuflich darum. Wenn wir jedoch nachprüfen, wie gut die aktiven Anlagefonds performt haben, dann zeigt sich, dass ein grosser Teil der Fonds trotz ihrer scheinbar guten Argumente nicht besser rentiert als der Markt, sondern schlechter.

Vanguard hat die in der Schweiz zugelassenen Fonds daraufhin untersucht, ob sie ihren Vergleichsindex übertroffen haben. Die Bilanz ist ernüchternd: In fast allen Kategorien haben über einen Zeitraum von 10 Jahren mehr als 80 % der Fonds die Markttrenditen nicht erreicht.

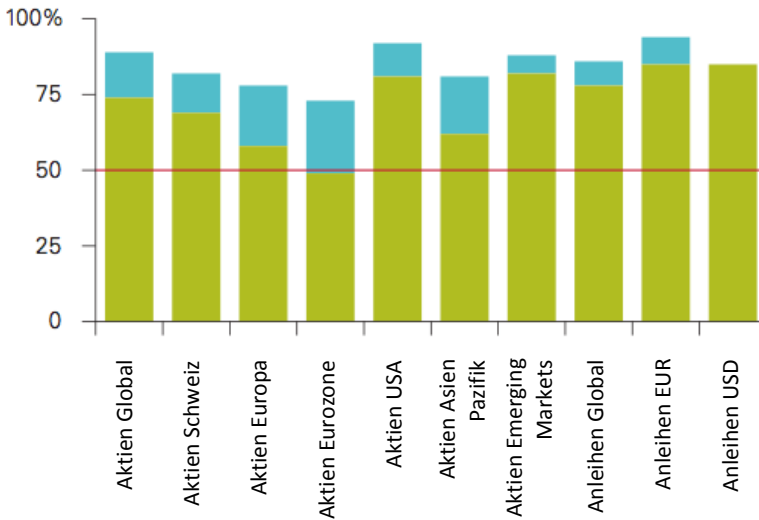


Abb.: Prozentsatz unterperformender Fonds, die in der Schweiz zum Vertrieb zugelassen sind, im Zeitraum 2004 – 2014 (Vanguard, 2015); in Grün die Fonds, welche überlebt haben, in Blau mit Einschluss der Fonds, welche es inzwischen nicht mehr gibt

Es gibt eine eindruckliche Studie zum amerikanischen Fondsmarkt über den Zeitraum von 1970 – 2005 (Bogle, 2007). Von ursprünglich 355 Fonds im Jahr 1970 existierten am Ende der Untersuchungsperiode 223 Fonds nicht mehr. Diese sind aus verschiedenen Gründen verschwunden, z. B. weil sie zusammengelegt oder aufgelöst wurden. Es ist anzunehmen, dass diese Fonds nicht sonderlich gut performt haben. Insgesamt waren von den 355 Fonds nur 9 Fonds pro Jahr 2 % oder mehr besser als der Index. Bei einigen Fonds war die Performance jedoch nicht nachhaltig – sie war in einer Zeitperiode sehr gut

und in einer anderen Zeitperiode wiederum schlechter. Insgesamt haben nur drei Fonds nachhaltig um 2 % oder mehr besser performt als der Index. Das ist weniger als 1 % aller Fonds. Das heisst die Auswahl eines aktiven Fonds birgt ein grosses Risiko den falschen auszuwählen. Dieses Risiko kann mit einer passiven Anlagephilosophie reduziert werden.

2.4 Gewinner heute, Verlierer morgen

Eine unter Anlegern sehr weit verbreitete Selektionsmethodik besteht darin, diejenigen Fonds zu wählen, welche in den letzten Jahren den Index geschlagen oder besonders gut performt haben. Die Anleger nehmen bei einer solchen Vorgehensweise implizit an, dass diese Fonds auch in Zukunft besser performen werden. Es gibt Firmen, die darauf spezialisiert sind, die besten Fonds zu evaluieren. Den Fonds werden dann z. B. ein bis fünf Sterne verliehen, je nachdem wie gut sie abgeschnitten haben. Das Problem dabei ist, dass Fonds, die in der Vergangenheit gut abgeschnitten haben, keine grössere Wahrscheinlichkeit haben, auch in der Zukunft besser zu performen als der Durchschnitt. Es ist sogar so, dass 5-Sterne-Fonds im Anschluss tendenziell eher schlechter sind als die 1-Sterne-Fonds (Philips, Kinniry, 2010). Wenn man in einen Fonds einsteigt, dessen Aktien besonders gut performt haben, ist die Wahrscheinlichkeit kleiner, dass die Performance auch über die nächsten fünf Jahre besser sein wird. Aktienfonds, die besonders schlecht performt haben, sind dann relativ gesehen in günstigeren Aktien investiert und haben darum eine höhere Wahrscheinlichkeit anschliessend besser zu performen.

Während es einfach ist, die Gewinner von gestern herauszufinden, ist es sehr schwierig bis unmöglich, die Gewinner von morgen zu identifizieren. Die Frage, die man sich als Privatanleger stellen sollte, ist: wenn schon professionelle Ratingfirmen die zukünftigen Gewinner nicht vorhersehen können, wie sollen dies private Anleger schaffen?

2.5 Kosten

Kritiker mögen sagen, mit Studien lässt sich alles beweisen. Dass aktive Anleger schlechter performen als passive ist hingegen eine arithmetische Notwendigkeit. Es kann gar nicht anders sein.

Die Marktrendite kann mit einem Kuchen verglichen werden. Man kann den Kuchen so verteilen wie man will, er wird nicht grösser dabei. Wenn der Schweizer Aktienmarkt eine Jahresrendite von 8 % aufweist, kann nicht jeder aktive Anleger eine bessere Rendite als der Markt erreichen. Damit einige besser sind, müssen andere schlechter sein. Wenn wir in Betracht ziehen, dass aktive Anleger höhere Kosten haben als passive Anleger, dann können die aktiven Anleger in ihrer Gesamtheit nur schlechter performen als die passiven Anleger (Sharpe 1991). Das heisst, je aktiver investiert wird, desto kleiner ist die erwartete Rendite.

Beim Investieren fallen verschiedenste Arten von Kosten an. Das Gesamtmass an anfallenden Kosten ist den wenigsten Anlegern bewusst. Hier eine Zusammenstellung der Kostenarten:

- *Management Fees*: Gebühren für die Vermögens- und Fondsverwaltung.

- *Handelskosten*: Die Kosten, die bei Finanztransaktionen anfallen, setzen sich aus mehreren Komponenten zusammen:
 - *Courtage*, die Transaktionsgebühr, welche von der Bank verlangt wird,
 - *Spread*, die Differenz von Kaufpreis und Verkaufspreis,
 - *Stempelsteuern, Steuerabgaben auf Börsengeschäfte*
 - Kosten aufgrund von Markteinfluss (wenn die Transaktion den Preis beeinflusst, wirkt sich das negative auf den Transaktionspreis aus.)
- *Depotkosten*: Kosten für die Depotführung.

Da passive Fonds viel weniger umschichten und die Verwaltungsgebühren viel niedriger sind, ist durch eine passive Verwaltung eine grosse Kostenersparnis möglich. Die meisten Anleger sind sich nicht bewusst wie viel sie an sichtbaren und unsichtbaren Gebühren für die Vermögensverwaltung bezahlen. Oft können beim Wechsel von einer aktiven zu einer passiven Vermögensverwaltung insgesamt ca. 2 %-Punkte an sichtbaren und unsichtbaren jährlichen Gebühren eingespart werden.

Es ist sehr schwierig für aktive Anleger diese Mehrkosten wettzumachen. Oft wird argumentiert, dass in illiquideren Märkten der aktive Ansatz dem passiven Ansatz überlegen sei, es ist jedoch genau das Gegenteil der Fall, dann da sind die Kosten noch höher und es ist für die aktiven Manager noch schwieriger eine Outperformance zu erzielen.

Die Investorenlegende Benjamin Graham hat in seinem Leben mit einem recht passiven Anlagestil und seinem *Value-Ansatz* pro Jahr etwas mehr als 2 % Mehrperformance p. a. erwirtschaftet. (*Value* bedeutet für möglichst wenig Geld möglichst viel Buchwert und möglichst viel Profitabilität zu erwerben.) Das heisst, wenn Sie das Geld mit 2 % Mehrkosten aktiv verwalten, müssen Sie schon fast eine *Investorenlegende* zur Hand haben, die Ihr Geld verwaltet, damit sich die Mehrkosten lohnen. Dies zeigt wie schwierig es ist, langfristig diese Mehrkosten wettmachen zu können.

Während es über ein Jahr noch etwa 40 % der aktiven Fonds gelingt den Markt zu übertreffen, schaffen es über 10 Jahre gerade noch ca. 15 %, über 25 Jahre 5 % und über 50 Jahre nur noch 1 % den Index zu übertreffen. Die Chancen, einen langfristigen Outperformer zu erwischen, sind darum sehr gering.

Aktives Management und der Versuch eine Outperformance zu erwirtschaften kann nicht nur dazu führen, dass keine Outperformance erfolgt. Meistens ist es so, dass durch den Versuch eine Mehrperformance zu erwirtschaften eine niedrigere Performance resultiert. Aktives Management ist ein Risiko mit einer negativen erwarteten Rendite, also ein Risiko, das sich nicht lohnt.

2 % jährliche Kosteneinsparung mag nach wenig klingen, wenn man aber langfristig vergleicht, dann zeigt sich, dass diese 2 % sehr relevant sein können, wie folgende Abbildung illustriert.

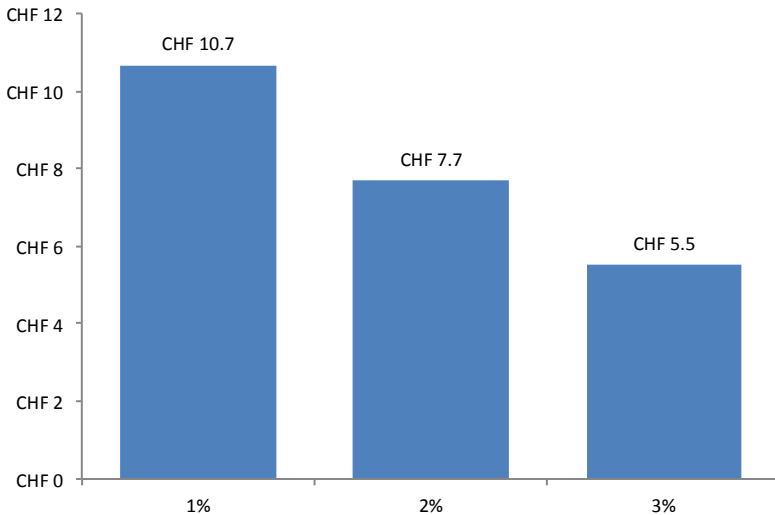


Abb.: Vermögensentwicklung bei 8 % jährlicher Markttrendite über 35 Jahre bei 1 %, 2 % und 3 % Kosten

Aus arithmetischen Überlegungen und gemessen an den Erfolgswerten, schlägt passive Vermögensverwaltung die aktive Vermögensverwaltung klar. Bei passiver Vermögensverwaltung ist die erwartete Rendite höher und die Risiken sind kleiner. Dies ist schon seit den 1960er Jahren wissenschaftlich belegt. In der akademischen Forschung ist dieses Thema längst abgehandelt.

Normalerweise werden wissenschaftliche Erkenntnisse möglichst zügig in der Praxis angewendet. Wenn z. B. ein neues Medikament entdeckt wird, wird es so schnell wie möglich patentiert und zur Marktreife gebracht. Nicht so in der Finanzindustrie. Dies liegt vielleicht daran, dass die Finanzindustrie an aktiver Vermögensverwaltung viel mehr Geld verdient.

»Wenn Sie die Resultate nach Kosten und Steuern über einen vernünftig langen Zeithorizont betrachten, dann ist die Chance den Index zu übertreffen praktisch inexistent.«

D. Swensen,
Chief Investment Officer, Yale University Fund

2.6 Aktives Management in passiven Kleidern

Ein Versuch, die Vorteile des passiven und des aktiven Managements zu verbinden, mündet im aktiven Management von passiven Produkten. Statt zu überlegen, ob man *Syngenta* oder *Givaudan* kaufen soll wird überlegt, ob man in den schweizerischen oder den amerikanischen Aktienmarkt investiert. Wir haben gesehen, dass es schwierig bis unmöglich ist, Einzeltitel besser zu bewerten als der Markt. Dasselbe gilt noch ausgeprägter für gesamte Aktienmärkte. Das Problem bei diesem Ansatz ist, dass, wenn es schon nicht möglich ist einzelne Aktien besser bewerten können als der Markt, es noch viel schwieriger sein muss, einen ganzen Markt korrekt bewerten zu können, denn die Bewertung eines gesamten Marktes ist um ein Vielfaches komplexer. Die Fehleinschätzung bezüglich der Einzeltitel wird von einer noch grösseren Fehleinschätzung abgelöst, nämlich der, einen ganzen Markt besser bewerten zu können. Wer nun entscheidet, er möchte mehr USA und weniger China und weniger Japan etc., der tut aber genau dies. Die Kapitalmärkte sind sehr liquide. Es kann darum davon ausgegangen werden, dass Kapital immer dahin fließt, wo das Verhältnis von Chancen und Risiken am besten ist, sodass sich die

Marktpreise anpassen. Es ist darum überhaupt nicht klar, ob in Zukunft der amerikanische Aktienmarkt besser als z. B. der japanische oder chinesische entwickeln wird, auch wenn die amerikanische Wirtschaft robuster ist, denn diese Information ist in den Marktpreisen längst enthalten. Eine Studie, welche spezifisch die Erfolge von ETF-Anlegern misst (Bhattacharya, Loos, Meyer Hackethal, Kaesler, 2013) zeigt, dass ETF-Anleger deutlich weniger gut performen als die Indizes, weil sie versuchen zur richtigen Zeit den richtigen Index auszuwählen. Die Performanceeinbuße beträgt in dieser Studie 5.01 % pro Jahr. *Aktives Indexing* ist daher ein Unwort. Die Indexfonds- und ETF-Anleger verdienen also deutlich weniger als die Produkte, in welchen sie zeitweise investiert sind, weil sie versuchen, aktiv den richtigen Zeitpunkt zu finden um ein- und auszusteigen. Aktives Management mit passiven Produkten ist entgegen der gängigen Meinung kein Fortschritt, sondern ein Rückschritt in alte Verhaltensmuster. Ein Vermögensverwalter der suggeriert, er könne zur richtigen Zeit die richtigen Märkte auswählen, hat das Konzept des *Indexings* nicht verstanden oder will es nicht verstehen. Besser Sie wenden sich an jemanden, der keine aktiven Wetten mit Ihrem Geld eingeht. Wenn Sie einen Vermögensverwalter auswählen fragen Sie ihn, wie er die Investments auswählt, dann werden Sie schnell merken, ob er nicht doch eigene Prognosen anwendet. Typischerweise bringt es niemand fertig die Märkte zu timen. Eine Ausnahme bildet der Effekt *Regression zum Mittelwert*, der langfristig tendenziell funktioniert, jedoch viel Disziplin und Ausdauer benötigt. Vermögensverwalter, die aktives Management propagieren und suggerieren, sie könnten in turbulenten Marktphasen etc. einen Mehrwert generieren, haben zwei gewichtige

Nachteile: Erstens wird es ihnen nicht gelingen das Versprochene zu halten, und zweitens fördern sie damit die *Verhaltenslücke*, denn der Kunde wird enttäuscht sein und im falschen Moment aussteigen. Oft tendieren Anleger dazu ihr Geld dahin zu verschieben, wo sie sich sicherer fühlen. Der Kapitalmarkt belohnt aber nicht den Komfort, sondern belohnt umgekehrt diejenigen Anleger, die unkomfortable Situationen überstehen können.

Viel besser ist es, wenn ein Vermögensverwalter von Beginn an keine Andeutungen macht, er könne die Märkte voraussagen oder übertreffen, sondern sich auf die interessantesten Risikoprämien fokussiert. Dies fördert eine langfristige und erfolgreiche Zusammenarbeit. Wir empfehlen darum einen Vermögensverwalter zu wählen, der ein passives, wissenschaftlich fundiertes Modell anwendet, ohne jegliche situative Prognosen, und sein Modell langfristig umsetzt.

Auch regelbasierte Strategien und sogenanntes *Smart-Beta* funktionieren meistens nur in der Vergangenheit und, wenn es der Zufall will, auch in der Zukunft. *Smart Beta*, auch *Strategisches Beta* genannt, ist der Versuch, intelligenter zu sein als der Markt. Es gibt immer mehr solcher Ansätze. Diese sind für die ETF-Anbieter interessant, weil sie damit oft höhere Verwaltungsgebühren rechtfertigen können, da ein angeblicher Mehrwert bestehen soll. Ähnlich wie bei den aktiven Fonds werden dann diejenigen Produkte verkauft, die zufälligerweise gut performt haben. Ein Anleger, der verstanden hat, dass er den Markt nicht schlagen kann, hat einen grossen Schritt vorwärts gemacht. Wenn er allerdings dann wieder versucht den Markt zu timen, oder die Strategien zu timen, bedeutet dies wieder einen grossen Rückschritt und die Emotionen werden erneut

eine grosse Rolle spielen, was zu besagter *Verhaltenslücke* führt. Mit passivem Management mit passiven Produkten kann eine deutlich bessere Rendite und ein besseres Investormenterlebnis erwartet werden.

2.7 Einzeltitel vs. Indexfonds

Das Halten von Einzeltiteln ist in der Schweiz weit verbreitet. Oft begründen die Anleger diese Vorgehensweise so, dass Sie nur Aktien von einzelnen Unternehmen kaufen, die sie kennen. Wenn jedoch die erreichte Rendite mit einem passenden Index verglichen wird, übertrifft langfristig praktisch niemand den Index, obwohl meistens einzelne Aktien im Portfolio spektakulär performt haben. Um zu verstehen, warum das so ist, wollen wir das Halten von Einzeltiteln im Vergleich zum Halten von Indexfonds genauer betrachten.

2.7.1 Diversifikation

Mit *Diversifikation* lässt sich das Risiko reduzieren und gleichzeitig die Rendite erhöhen. Oder anders herum formuliert: Wer schlecht diversifiziert trägt Risiken, die keine erwartete Rendite beinhalten und sich darum nicht lohnen. Kauft man nur eine einzelne Aktie, ist es so, dass im Konkursfall dieser Firma ein Totalausfall resultiert. Dies ist auch bei *Bluechip-Aktien*, sogenannten *sicheren Aktien* möglich, wie der Totalausfall der *Swissair* gezeigt hat. Jede Firma hat einen Anfang und ein Ende. Das gilt auch für die grossen Unternehmen. Diese Risiken

lassen sich durch Diversifikation stark reduzieren. Ein breit diversifiziertes Aktienportfolio wird nicht auf null gehen, auch wenn ein paar Aktien einen Totalausfall erleiden.

Dieser Diversifikationsvorteil geht nicht auf Kosten der Rendite. Ganz im Gegenteil: Diversifikation reduziert nicht nur die Risiken, sondern erhöht die Rendite. Dies kann mit einem einfachen Beispiel (W. Bernstein, 2001) gezeigt werden:

Angenommen wir werfen eine Münze und nehmen das Resultat des Münzwurfs stellvertretend für unsere Jahresperformance. Legen wir fest, dass bei Kopf eine Rendite von 30 % erfolgt und bei Zahl ein Verlust von 10 %. Der jährliche erwartete Gewinn kann folgendermassen berechnet werden: $\sqrt{(0.9 \cdot 1.3)} - 1 = 8.17 \%$. Die Standardabweichung (das Risiko) beträgt 20 %.

Verwenden wir hingegen gleichzeitig zwei Münzen, um die Jahresperformance zu bestimmen, so gibt es neben den Möglichkeiten von 30 % Gewinn und 10 % Verlust auch noch die zwei Möglichkeiten, dass eine Münze 30 % Gewinn zeigt und die andere 10 % Verlust und umgekehrt, was in jeweils 10 % Gewinn resultiert. Der jährliche erwartete Gewinn beträgt dann $\sqrt[4]{(0.9 \cdot 1.3 \cdot 1.1 \cdot 1.1)} - 1 = 9.08 \%$ und die Standardabweichung beträgt nur noch 14.14 %. Das ist das wichtigste Konzept der *Portfoliotheorie*: je breiter die Diversifikation, desto tiefer das Risiko und desto höher die erwartete Rendite.

In der Schweiz gibt es ca. 210 Aktien, die gekauft werden können, weltweit sind es rund 10.000 Aktien, die mit ausreichender Liquidität an den Börsen gehandelt werden können. Es ist sehr empfehlenswert von den Möglichkeiten der Diversifikation Gebrauch zu machen, denn der Markt vergütet nur diejenigen Risiken, die nicht wegdiversifiziert werden können.

2.7.2 Kosten

Ein Portfolio mit Einzeltiteln zu unterhalten ist meist teurer als eine Anlage mit kostengünstigen Indexfonds, weil bei Einzeltiteln mehr Transaktionen mit kleinerem Transaktionsvolumen stattfinden und die Depotgebühren höher sind. Dies treibt die Handelskosten in die Höhe. Indexfonds investieren die Gelder von vielen Anlegern gleichzeitig und haben typischerweise viel niedrigere Transaktionskosten, darum ist die Indexfondsvariante kosteneffizienter. Dazu kommt, dass Indexfonds eine Massenware geworden sind. Wenn fünf Indexfonds den SMI abbilden, dann herrscht eine fast perfekte Wettbewerbssituation, denn die Differenzierungsmöglichkeiten der Indexfondsanbieter sind klein, dadurch fallen die Preise typischerweise auf ein Minimum. Die Indexfonds sind mittlerweile teilweise unglaublich kostengünstig geworden, bei hoher Sicherheit und sehr grossen Investitionsvolumen.

2.7.3 Emotionen und Markteffizienz

Ein weiterer Punkt sind die Emotionen. Jede Entscheidung hat eine emotionale Komponente. Wenn wir neue Aktien dazukaufen, müssen wir uns für einzelne Unternehmen entscheiden. Sollen wir mehr *Novartis* oder mehr *Roche* nehmen? Investitionen in Einzeltitel enthalten jeweils mehrere Wetten gleichzeitig. Sie müssen entscheiden wann (1. Wette) in welchem Land (2. Wette) in welchem Sektor (3. Wette) in welchem Unternehmen in diesem Sektor (4. Wette) investiert werden soll. Wie wir gesehen haben, gelingt es den Anlegern häufig nicht, die richtigen Titel zur richtigen Zeit auszuwählen; im Gegenteil machen einem die Emotionen oft einen Strich durch

die Rechnung. Indem man den gesamten Markt kauft, kann man solche emotionalen Komponenten reduzieren. Man kann davon ausgehen, dass, auch wenn man ein Unternehmen kennt, man es wahrscheinlich trotzdem nicht besser kennt als der Markt, also der Summe aller anderen Anleger und Analysten zusammen, welche ebenfalls versuchen diese Unternehmung korrekt zu bewerten. Informationen, wie z. B. ein neues Medikament einer Pharmafirma, welches sehr viel Profit abwerfen wird und bald auf den Markt kommt, oder dass eine Fusion geplant ist oder dass ein Unternehmen rosige Zukunftsaussichten hat etc. sind längst im Marktpreis enthalten. Auch wenn der Markt nicht immer effizient ist, sollte man sich dennoch so verhalten wie wenn der Markt effizient wäre. Die Wahrscheinlichkeit, basierend auf Informationen aus Zeitungsartikel oder Neuigkeiten erfolgreich zu spekulieren, ist sehr gering. Die einzige Ausnahme sind Insider Informationen, an die Sie nicht herankommen können oder selbst wenn Sie diese hätten diese nicht verwenden dürften. Selbst wenn Sie an Insiderinformation kommen können ist es nicht sicher ob es sich bei diesen Informationen nur um ein Gerücht handelt. Vielleicht werden Sie ja nur dazu benutzt den Aktienkurs in die Höhe zu treiben. Einige Unternehmen versuchen beispielsweise ihren Aktienkurs mit der Freigabe gewisser Informationen gezielt zu steuern.

2.7.4 Warum Indexieren funktioniert

Neben dem Kostenargument und jenem, dass Märkte effizient oder zumindest nicht gewinnbringend prognostizierbar sind, gibt es noch eine dritte, eine mathematische Erklärung, warum so viele Portfolios mit Einzeltiteln underperformen. Dies hat damit zu tun, dass die Indexperformance nur durch wenige Ak-

tien entscheidend beeinflusst wird, wie folgende Untersuchungen zeigen:

Betrachtet man die Aktien in den USA im Zeitraum von 1926 bis 2009 (CRSP-Index), so haben die Aktien pro Jahr 9.6 % performt. Wenn man die 10 % besten Aktien nicht dabei gehabt hätte, dann hätte die Performance noch 6.2 % betragen. Wenn man die 25 % besten Aktien nicht gehabt hätte, dann wäre die Rendite mit -0.6 % gar negativ gewesen (Swedroe, 2015).

- Der *S&P-500-Index*, welcher jeweils 500 grosse und liquide Unternehmen in den USA beinhaltet (vergleichbar mit dem *SMI* in der Schweiz) hat im Jahr 2014 mit 13.7 % performt. Die 10 besten Aktien aus diesem Index haben hingegen 62.4 % und mehr performt (Swedroe, 2015). (Swedroe, 2015).
- Untersuchungen im Zeitraum 1990 – 2000 zeigen, dass von den 1990 im *S&P-500-Index* enthaltenen 500 Aktien 10 Jahre später nur noch 302 übrig waren, der Rest ist aus dem Index herausgefallen, übernommen worden oder in Konkurs geraten. Nur 78 (26 %) der Aktien haben besser als der Index performt (Swedroe, 2015). Im Zeitraum 1957 – 1998 sind vom *S&P-500-Index* nur noch 74 Aktien aus dem Jahre 1957 im Index von 1998 erhalten, davon zeigen nur 12 der ursprünglichen Aktien eine Outperformance (Foster, Kaplan, 2001).
- Werden von der Datenserie von *Fama/French* für die *Value-und-Small-Cap-Aktien* die besten 1 % der Aktien weggelassen, verschwindet der *Value-und-Small-Cap-Effekt* vollständig (Knez, Ready, 1997).

Wenn einige wenige Titel einen Grossteil der Gesamtperformance ausmachen, besteht für die aktiven Anleger, welche sich einzelne Titel herauspicken, das Risiko, die besten Titel nicht

im Portfolio zu haben und dadurch weniger gut zu performen als der Markt. Dies kann durch folgendes Modell illustriert werden (Heaton, Polson und Witte, 2015):

- Man stelle sich der Einfachheit halber einen Index mit nur 5 Aktien vor. Eine Aktie weist dabei eine Rendite von 50 % auf und 4 Aktien je 10 % Rendite.
- Aktive Anleger wählen aus den 5 Aktien jeweils 1 oder 2 Aktien aus. Dies ergibt 15 mögliche Portfolios.
- 5 Portfolios enthalten die Aktie mit 50 % Rendite (1 Portfolio erreicht 50 %, 4 erreichen 30 %).
- Alle Portfolios zusammen müssen die Indexrendite erreichen (Sharpe, 1991), hier 18 %.
- Die mathematische Chance der Outperformance beträgt nur 33 %.

2.7.5 Steuereinsparungen

Bei ausländischen Aktien fallen in vielen Fällen Quellensteuern an. Ein Teil davon kann aufgrund von Doppelbesteuerungsabkommen zurückgefordert werden. Die Rückforderung dieser Quellensteuern ist aufwendig und viele Privatanleger fordern aufgrund des Aufwands nicht alles zurück, was sie rückfordern könnten. Wird jedoch nur in der Schweiz investiert, wird auf eine wichtige Möglichkeit zur Diversifikation verzichtet. Indexfonds hingegen können für ein viel grösseres Vermögen die Quellensteuern systematisch zurückfordern. Weiter kann durch die Wahl eines Indexfonds mit geeignetem Fondsdomizil die Quellensteuer weiter reduziert werden, da das Fondsdomizil mit den vorteilhaftesten Doppelbesteuerungsabkommen gewählt werden kann.

2.7.6 Schlussfolgerung

Das Wetten auf einzelne Aktien ist die (schöne) alte Welt. Seit einigen Jahren kann man Indexfonds kaufen, die einige gewichtige Vorteile aufweisen. Es ist etwa so, wie man früher mit dem Traditionsflugzeug namens *Super Constellation* über den Atlantik geflogen ist und heute reist man mit *Airbus* oder *Boeing*. Ein Flug mit der *Super Constellation* ist heute eher ein Abenteuerflug. Ein Flug mit einem *Airbus* ist günstiger, sicherer und schneller. Weiter kann der passive Anleger sich zurücklehnen. Er braucht nicht den Markt ständig zu verfolgen. Wenn er einmal verstanden hat, dass die Märkte ihren Job von alleine verrichten und es unsinnig ist einzugreifen, dann hat er wieder mehr Zeit sich auf andere Dinge zu fokussieren, die entweder wichtiger sind oder mehr Freude bereiten.

2.8 Die Weisheit der passiven Anlage

Wir fassen zusammen. Passives Anlegen ist sicherer als aktives Anlegen. Durch passive Anlage können Sie das Vermögen viel breiter diversifizieren, wodurch die Risiken abgeschwächt werden. Weiter entfällt das Risiko, einen schlechten Manager auszuwählen, der schlechte spekulative Geschäfte tätigt und so eine grosse Abweichung vom Referenzindex verursachen kann. Langfristig werden Aktien nach oben tendieren. Es wird sich eine Risikoprämie einstellen, ganz ohne aktive Entscheidungen.

Dabei können Sie sich bei der passiven Anlage deutlich besser entspannen. Das passive Anlegen fördert eine emotionsfreie Investitionsweise und reduziert somit die Verhaltenslücke. An-

ders als beim aktiven Management brauchen Sie nicht ständig auf dem letzten Stand der Marktentwicklung zu sein oder blitzschnell zu reagieren etc. Denn wenn der Markt mehr weiss als man selbst, dann können Sie sich die Mühe und die Kosten sparen einzugreifen, da dies eher kontraproduktiv wäre. Man kann also breit diversifiziert investieren und sich entspannen. Der Markt verrichtet die Arbeit für Sie. Sie brauchen sich auch nicht um Einzeltitel zu sorgen. Ein Index kann nicht Konkurs gehen, sondern erneuert sich – die einen Unternehmen fallen aus dem Index, neue Unternehmen kommen hinzu. Die Indexfonds regeln die Umsetzung. Sie brauchen keine schlechten Investitionen auszumisten, der Index regelt dies von selber. Die Märkte verrichten ihre Arbeit und mittel – bis langfristig ist ein positiver Ertrag sehr wahrscheinlich. Die passive Anlage ist nicht nur deutlich bequemer als die aktive, sie ist auch viel kostengünstiger. Viele aktive Anleger halten sich für besonders intelligent. Tatsächlich ist passives Anlegen deutlich intelligenter, denn man lässt andere für sich arbeiten. Der passive Anleger versucht nicht mit Spekulationen an den anderen Anlegern Geld zu verdienen, sondern akzeptiert, was der Markt hergibt. Wir können wiederum mit dem Baum vergleichen. Der Baum ist standhaft, er bleibt stets am gleichen Ort. Dies gibt ihm eine unglaubliche Stabilität. Auch die passive Anlage ist standhaft. Es wird nicht hin- und her gewechselt und dennoch gibt es ein Erneuerungsprozess. Der passive Ansatz ist zeitlos. Mit einer passiven Anlagephilosophie werden Sie mit hoher Wahrscheinlichkeit langfristig besser abschneiden, das ist eine arithmetische Notwendigkeit. Durch passive Vermögensverwaltung ist Ihr Vermögen sehr stabil aufgestellt und kann selbst über Generationen hinweg wachsen und Wohlstand stiften.

3. Die Entscheidung zur Umsetzung

»Der passive Investor ist natürlich nicht passiv. Er hat nur einfach verstanden, dass er den Markt weder vorher-sagen noch kontrollieren kann.«

Tim Hale 2009

Jeder Anleger trifft die Entscheidung, wie er seine Anlagestrategie umsetzt. Das Geld auf dem Konto liegen zu lassen ist auch eine Entscheidung, allerdings nicht unbedingt eine besonders gute. Wenn die Inflation 2 % beträgt und das Geld zinslos auf dem Konto liegt, dann ist es nach 35 Jahren nur noch halb so viel Wert, unter Voraussetzung, dass es die Bank auf der es deponiert war überhaupt noch gibt.

Immer mehr institutionelle und auch private Anleger wechseln zu einem passiven Anlagestil. In den USA sind die Anleger bereits viel weiter als in der Schweiz. Dort sind bereits 40 % der Fondsvermögen mittels Indexfonds investiert (Bogle, 2016). Weltweit sind USD 2.8 Billionen in ETF investiert. Davon sind USD 473 Milliarden in europäischen ETF investiert (ETFGI, 2016). Weiter sind ca. USD 396 Milliarden in passiven Dimensional Funds investiert (Dimensional Fund Advisors, 2016).

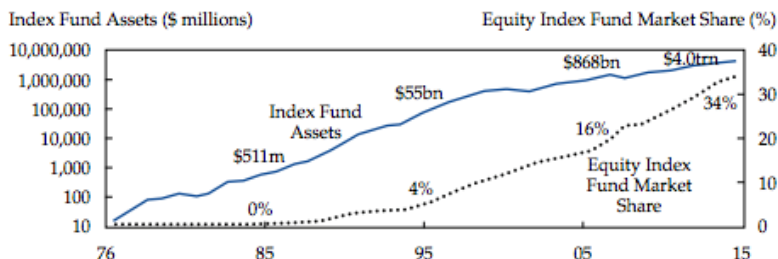


Abb: Wachstum der in Index Fonds verwalteten Vermögen (Bogle, 2016)

Wir wollen im Folgenden betrachten, wie eine passive Anlage-
lösung umgesetzt werden kann, und welche Hürden es dahin-
gehend zu meistern gilt. Die Idee des passiven Anlegens ist
einfach. Die Umsetzung ist jedoch nicht so einfach.

3.1 Die Wahl der Anlageklassen

Die Wahl der Anlageklassen hat den grössten Einfluss auf die
Risiko- und Ertragsseigenschaften Ihrer Vermögensanlage.

Während es praktisch unmöglich ist, langfristig einen Markt
mit der Selektion von Einzeltiteln zu schlagen, so verhalten
sich dennoch nicht alle Wertpapiere gleich. Wertpapiere lassen
sich in unterschiedliche *Anlageklassen* einteilen, die unter-
schiedliche Risiko- und Ertragsseigenschaften haben. Eine An-
lageklasse ist eine Gruppe von Wertpapieren, die ähnliche
Eigenschaften aufweisen, wie z. B. *Aktien Schweiz*, *Aktien
Welt*, *Aktien Emerging Markets*, *Staatsobligationen Schweiz*
etc. Drei führende US-amerikanische Anlageexperten haben
eine Studie durchgeführt, bei der die Auswirkung von Anlage-

klassen auf die Schwankungsbreite der Wertentwicklung von Portfolios gemessen wurde (Brinson, Hood, Beebower, 1986). Sie untersuchten die Ergebnisse von 91 betrieblichen Pensionskassenfonds über einen Zeitraum von zehn Jahren. Die Ergebnisse zeigen, dass im Durchschnitt 94 % der Renditeänderungen durch die langfristige, strategische Assetallokation, also der Wahl der Anlageklassen erklärt werden. Lediglich die restlichen 6 % sind der Einzeltitelauswahl (4 %) sowie dem Markt-timing (2 %) zuzuordnen, mit einem negativen Beitrag.

3.1.1 Markt, Value und Small Cap

Ironischerweise haben Sie mit passiver Vermögensverwaltung die beste Wahrscheinlichkeit den Markt zu übertreffen. Wie soll das gehen? Nicht alle Aktien haben die gleichen Risiko- und Ertragseigenschaften. Wissenschaftlich gesehen macht es Sinn, Aktien in drei Dimensionen zu betrachten. Das sind die Dimensionen *Markt*, *Small Cap* und *Value*. Prof. Eugene Fama und Prof. Kenneth French haben herausgefunden, dass der grösste Teil der Aktienperformance durch diese drei Dimensionen erklärt werden kann (Fama, French 1993). Eugene Fama hat im Jahr 2013 für seine *Theorie der effizienten Märkte* und seine weiteren Beiträge den Nobelpreis erhalten. Wenn wir den Gesamtmarkt in diese drei Teilmärkte unterteilen, sehen wir, dass die Ertrags- und Risikoeigenschaften unterschiedlich sind. Im Folgenden eine Abbildung. Die Daten gehen nur bis 1982 zurück, da wir für *Small Cap Value* keine längerfristigeren Daten zur Verfügung haben.

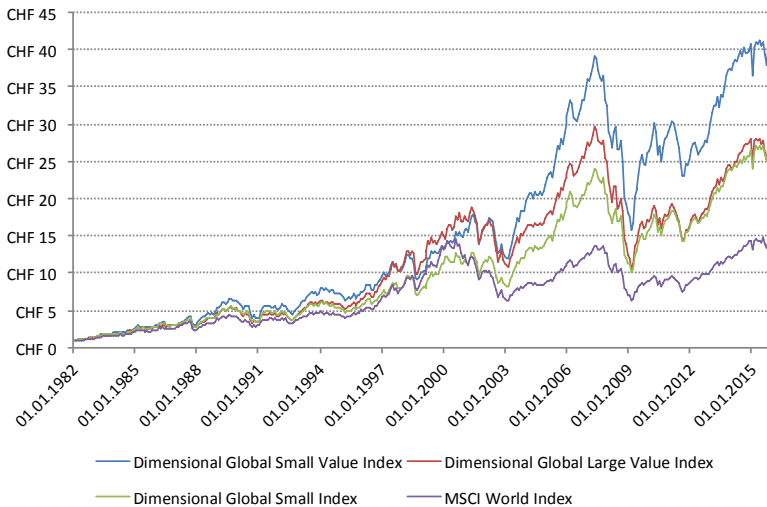


Abb.: Wertentwicklungen 1982 – 2015 in CHF

Der Vergleich dieser Aktienkategorien über 33 Jahre zeigt, dass *Value* und *Small Cap* mehr Ertrag und auch etwas mehr Risiken aufgewiesen haben, während die Kombination von *Small Cap* und *Value* (Global Small Cap Value) die höchsten Risikoprämien beinhalteten. Wenn Sie also mehr *Small Cap* und mehr *Value* im Portfolio haben als der Gesamtmarkt, so werden Sie mittel- bis langfristig mit grosser Wahrscheinlichkeit eine höhere Rendite als der Gesamtmarkt erwirtschaften. Im Folgenden wollen wir darauf eingehen, für was die Begriffe stehen und warum diese Prämien existieren.

3.1.2 Marktrisikoprämie

Die *Marktrisikoprämie* ist die Risikoprämie, die man erhält, wenn man im Gesamtmarkt investiert ist. Die Begriffe *Risiko*

und *Prämie* sind miteinander verknüpft. Es wird nicht gelingen, nur die *Prämie* zu erwirtschaften und das *Risiko* zu vermeiden. *Risiko* bedeutet, dass wir nicht wissen, was mit dem Aktienmarkt kurz bis mittelfristig passiert. Wenn es möglich wäre zu wissen, was mit dem Markt passiert, dann wäre kein Risiko mehr vorhanden. Wenn es kein Risiko mehr gäbe, würde auch die Prämie verschwinden. Der Fakt, dass wir nicht wissen was mit den Märkten passiert, bedeutet ironischerweise, dass die Märkte funktionieren. Denn in diesem Zustand kann man davon ausgehen, dass sämtliches neue Wissen von den Marktteilnehmern sehr schnell in die Marktpreise eingebracht wird und sich die Preise unmittelbar anpassen, sodass nur noch der Teil des unvorhersehbaren Risikos übrig bleibt, welches nicht prognostizierbar ist. *Prämie* bedeutet, dass wir für das Tragen des Risikos vergütet werden. Während kurz- und mittelfristig aufgrund der Risikokomponente die Prämie nicht immer sichtbar ist, so ist es langfristig sehr wahrscheinlich, dass sich die Prämie durchsetzt.

Dies wollen wir wie folgt illustrieren: Wenn wir eine Münze werfen, haben wir jeweils 50 % Chance für Kopf oder Zahl. Wenn wir die Münze nur einmal werfen, haben wir entweder Glück oder Pech. Wenn wir die Münze jedoch tausendmal werfen, werden wir ca. fünfhundertmal Zahl und fünfhundertmal Kopf als Resultat erhalten (Gesetz der grossen Zahlen). Abgeleitet auf eine Risikoprämie folgt, dass wir zwar kurz- bis mittelfristig Pech oder Glück haben können, langfristig wird hingegen immer mehr die Prämie zum Vorschein kommen.

3.1.3 Small-Cap-Prämie

Kleinere Unternehmen sind tendenziell riskanter als grosse. Wenn eine kleine Firma wie z. B. *Swissmetal* bei einer Bank einen Kredit aufnimmt, dann muss sie einen höheren Zins bezahlen als eine Grossfirma wie z. B. *Nestlé*. Das Gleiche zeigt sich bei den Aktien: kleinere Unternehmen haben eine höhere Risikoprämie als die grossen Unternehmen. Die *Small-Cap-Risikoprämie* ist in der akademischen Forschung mehrfach belegt (z. B. Banz, 1981, Heston, Rousenhorst, Wessels 1995). In den letzten 45 Jahren (1970-2015) haben *Small-Cap-Aktien* gegenüber *grossen und mittleren Unternehmen (Large und Mid Cap)* über einen Zeitraum von 5 Jahren in 75 % der Fälle stärker performt (Ochsner, 2015).

3.1.4 Value-Prämie

Die dritte Komponente des *Fama-French-Dreifaktorenmodells* beschreibt, dass Unternehmen, die preislich günstiger sind, eine höhere Risikoprämie aufweisen. *Preislich günstig* bedeutet insbesondere, dass das *Marktwert-Buchwert-Verhältnis* günstig ist und die Profitabilität im Vergleich zum Buchwert hoch ist. Der *Value-Ansatz* wurde insbesondere durch Benjamin Graham und durch Warren Buffet geprägt.

Die *Value-Prämie* ist historisch gesehen die verlässlichste Risikoprämie. Gemessen über 36 Jahre ist die Rendite von *Value-Aktien* in 87 % der Fünfjahresperioden höher als beim Gesamtmarkt (W. Bernstein, 2001). Es gibt verschiedene Methoden zur Bestimmung von *Value*. Leider gibt es nur ganz wenige institutionelle Indexfonds, welche eine korrekte Bestimmung

von *Value* verwenden, die meisten ETF gehen eher nach populistischen Kriterien vor, typischerweise werden diejenigen Selektionskriterien bevorzugt, die in den letzten Jahren vor der ETF-Lancierung am besten performt hatten.

3.1.5 Small-Cap-Value-Prämie

Die *Small-Cap-Value-Prämie* verbindet alle drei Risikoprämien, nämlich die *Marktpremie*, die *Small-Cap-Prämie* und die *Value-Prämie*. Damit hat diese Prämie die höchste erwartete Rendite. Es gibt bisher allerdings keine Indexfonds oder ETF, die diese Risikoprämie abbilden. Die kleinen günstigen Unternehmen sind die illiquidesten Titel, die an den Börsen gehandelt werden.

Es gibt aber die Möglichkeit über einen passiven Fonds in diesen Markt zu investieren. Der Fonds versucht nicht, einen Index nachzubilden, sondern möglichst viele günstige und kleine Unternehmen mit möglichst geringen Transaktionskosten zu kaufen und zu verkaufen. Aufgrund des grossen Universums der kleinen und günstigen Unternehmen (der Fonds enthält über 4000 Titel), ist die Liquidität gegeben. Diese Art von Fonds kann allerdings nur von speziell dafür zertifizierten Vermögensverwaltern erworben werden, welche eine langfristige Anlagephilosophie haben.

3.1.6 Wie interessant sind die Risikoprämien?

Langfristige Zeitreihen zeigen, dass die *Marktrisikoprämie* eine interessante Prämie ist. Noch interessanter sind jedoch die *Small-Cap-* und *Value-Prämien*, am interessantesten ist die *Small-Cap-Value-Prämie*.

Index (inkl. Dividenden)	Jährliche Rendite %	Gesamtrendite %	Standardabweichung p.a. %
Dimensional Global Small Value Index	11.5	3897.8	17.9
Dimensional Global Large Value Index	10.2	2595.2	18.6
Dimensional Global Small Index	10.1	2575.7	17.6
MSCI World Index	8.2	1352.8	17.0

Abb.: Vergleich Rendite und Risiko (Standardabweichung)

Beim Vergleich der Standardabweichungen, welche als Risikomass dienen, fällt auf, dass die Risiken bei diesen Prämien nur leicht höher waren. Es ist jedoch anzufügen, dass die Standardabweichungen kein komplettes Risikomass darstellen, sondern dass gewisse Risiken nicht an der Standardabweichung abgelesen werden können. Es stellt sich die Frage, ob *Value* und *Small Cap* nicht über Gebühr besser gestellt sind, das heisst, dass sie für das zusätzliche Risiko übermässig gut entschädigt werden. Aus Betrachtung eines effizienten Marktes dürfte es diese Situation eigentlich nicht geben. Aus verhaltens-technischer Perspektive gibt es allerdings eine nachvollziehbare Erklärung, warum diese Prämien interessanter sein könnten: Anleger präferieren normalerweise Grossunternehmen wie *Nestlé*, die als sicher gelten, während kleine günstige Unternehmen als besonders riskant gelten. Das führt dazu, dass die Aktien von Grossunternehmen, gemessen an den Fundamentaldaten, besonders teuer sind, während kleine günstige Titel eventuell zu günstig sind, weil sich die Anleger nicht dafür interessieren. Wenn *Nestlé* schlechte Zahlen ausweist, kann der Kurs stark einbrechen, da er bereits in luftigen Höhen ist. Wenn jedoch ein günstiges Unternehmen schlechte Zahlen ausweist, passiert wenig beim Aktienkurs, da dies alle erwartet haben. Wenn es jedoch gute Neuigkeiten gibt, dann können die

Aktienpreise von *Charles Vögele* überproportional stark steigen. Daraus folgt der eigentlich widersprüchliche Schluss, dass gute Unternehmen schlechte Aktien sind und schlechte Unternehmen gute Aktien (Graham, 1973).

Wenn wir nun weltweit möglichst alle günstigen und kleinen Unternehmen mit einem passiven Fonds kaufen, so können wir die Risiken sehr stark abschwächen und trotzdem von den sehr interessanten Risikoprämien profitieren.

3.1.7 Anleihen

Anleihen sind ein Finanzierungsinstrument, beispielsweise für Unternehmen und für den Staat. Der Herausgeber der Anleihe ist verpflichtet den Anleihekäufern den Betrag am Ende der Laufzeit zurückzubezahlen, normalerweise begleitet von einer jährlichen Zinszahlung.

Bei Anleihen bestimmen hauptsächlich zwei Dimensionen die langfristigen Risiko- und Renditeeigenschaften: Laufzeit und Bonität. Anleihen mit längerer Laufzeit reagieren auf unerwartete Änderungen der Zinssätze empfindlicher als solche mit kürzerer Laufzeit. Deshalb weisen langfristige Anleihen typischerweise mehr Ertrag und mehr Risiko auf. Anleihen mit niedrigerer Bonität haben ein höheres Ausfallrisiko als solche mit höherer Bonität. Staatsobligationen haben meist eine höhere Bonität, da der Staat zur Tilgung seiner Schulden die Steuern erhöhen oder Geld drucken kann. Diese Möglichkeiten steht Unternehmen nicht zur Verfügung. Auch in der heutigen Zeit, in der Zeitungen immer wieder versuchen eine grosse Story daraus zu machen, dass Länder bankrottgehen könnten, sind trotzdem Konkurse von Unternehmen wahrscheinlicher. Daraus

folgt, dass kurzfristige Staatsanleihen, welche ein kleines Laufzeit- und Bonitätsrisiko haben, die geringste Risikoprämie aufweisen, während kurzfristige Anleihen, welche Unternehmensobligationen einschliessen, eine höhere Risikoprämie aufweisen, als solche, die nur Staatsobligationen enthalten.

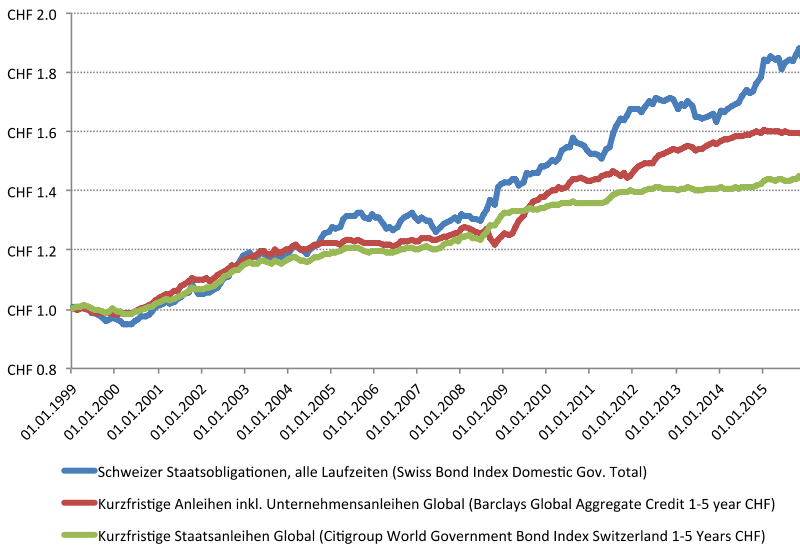


Abb.: Historische Renditen für Laufzeit und Bonität bei Anleihen

Auch bei den Anleihen sind nicht alle Risikoprämien gleich interessant. Langfristige Anleihen haben zwar höhere Renditen als kurzfristige, jedoch ist das Risiko überproportional höher (Bernstein, 2001). Das hat damit zu tun, dass langfristige Anleihen für gewisse Anleger interessanter sind als für andere. Insbesondere können Versicherungen von langfristigen Anleihen profitieren, da sie genau bezifferte Verbindlichkeiten in der fernen Zukunft haben, während dies bei Privatanlegern meist

nicht der Fall ist. Weiter ist die Risikoprämie der Anleihen im steilsten Segment der Zinskurve höher (Fama, 1984). Daraus folgt, dass langfristig die Risikoprämien in kurzfristigen Obligationen im steilsten Segment der Zinskurve mittels einer passiven Investition am interessantesten sind.

3.1.8 Aktien vs. Anleihen

Die wichtigste Entscheidung bei der Asset Allokation ist, wie hoch der Aktienanteil und der Anleiheanteil sein sollen. Während Aktien mehr Wertschwankungen und mehr erwartete Rendite aufweisen, sind bei Anleihen die Wertschwankungen und auch die erwarteten Renditen geringer. Während z. B. im Zeitraum vom Februar 1996 bis Dezember 2015 Schweizer Staatsobligationen 4.1 % pro Jahr performt haben, hat der *SMI* inklusive Dividenden 9.3 % performt, allerdings bei deutlich höheren Wertschwankungen. Anleihen weisen typischerweise deutlich weniger Wertschwankungen auf als Aktien und eignen sich darum als kurzfristige Anlage oder Anlage für einen genau definierten Zeithorizont.

Kurzfristig ist das Risiko mit Aktien Geld zu verlieren grösser als bei Anleihen, langfristig ist es umgekehrt. Das Risiko mit Aktien Geld zu verlieren ist langfristig kleiner, unter der Voraussetzung, dass die Aktien ausreichend diversifiziert sind und man stetig investiert bleibt. Denn Aktien sind Unternehmensanteile, also Werte, die tatsächlich existieren. Geld hingegen ist ein Tauschmedium, um Transaktionen zu tätigen. Der Wert des Geldes ist im Grunde ein Versprechen der Nationalbank. In der Geschichte hat es, insbesondere bei Kriegen und grossen Krisen, starke Geldentwertungen gegeben, welche Aktien viel bes-

ser überstanden haben. Da bei Aktien die Rendite langfristig mit hoher Wahrscheinlichkeit höher ist, ist die Wahrscheinlichkeit weniger zu haben, als beim initialen Investment, langfristig gering, unter der Voraussetzung, dass man breit diversifiziert stetig investiert ist. Aktien sind darum für die langfristige Vermögenssicherung sehr wichtig.

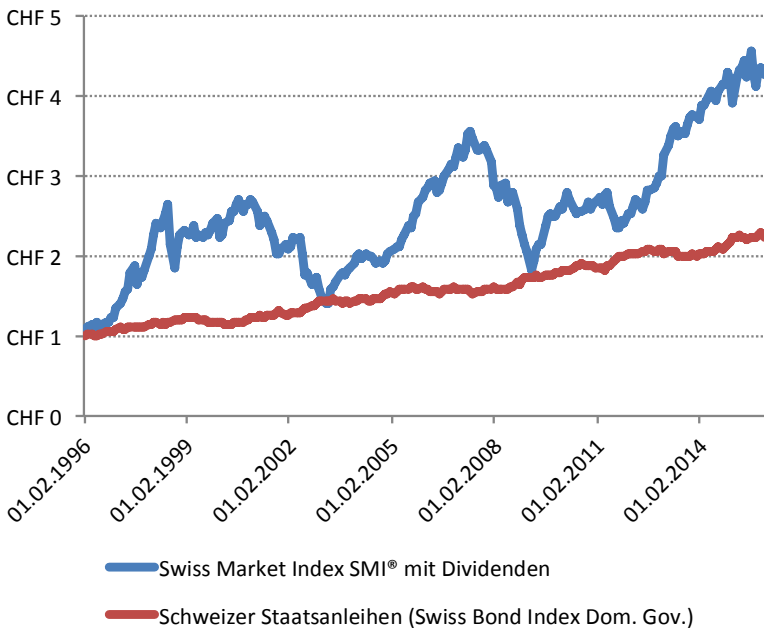


Abb.: SMI inkl. Dividenden vs. Schweizer Staatsanleihen 1996 – 2015 in CHF

3.1.9 Risiken die sich nicht lohnen

Die oben beschriebenen Risikoprämien, sind diejenigen, welche sich nach wissenschaftlichen Kriterien historisch gelohnt haben. Nicht jedes Risiko bedeutet jedoch zusätzlichen Ertrag. Die meisten Anleger haben in ihren Portfolios Risiken, die sich nicht lohnen. Risiken, die sich nicht lohnen, sind Risiken, für die Sie nicht oder nur schlecht entschädigt werden. Im Folgenden eine Aufstellung einiger wichtiger Risiken, die sich nicht lohnen:

- Risiken durch aktives Management: Wir betrachten aktives Management als Risiko, die Markttrendite nicht zu erreichen. Wie wir gesehen haben verdienen Anleger, die aktive Entscheidungen treffen, aufgrund von Kosten und Emotionen weniger als der Markt.
- Beratungsrisiko: schlechte Entscheidungen des Beraters, z. B. verursacht durch Interessenskonflikte zwischen Bank und Kunde.
- Risiken durch das Halten von Einzeltiteln und unzureichende Diversifikation: Risiken, welche wegdiversifiziert werden können, reduzieren die erwartete Rendite, wobei man natürlich Glück haben kann, eine besonders gute Aktie zu erwischen.
- Währungsrisiken: Währungen schwanken beträchtlich und divergieren langfristig stark voneinander, darum sollten unnötige Währungsrisiken vermieden werden.
- Bankenrisiken: Sie wollen möglichst keine Risiken der Bank übernehmen, z. B. indem Sie einen grossen Bargeldbetrag auf dem Bankkonto liegen lassen, der im unwahrscheinlichen Fall eines Konkurses in die Konkursmasse fallen würde, wie es z. B. bei *Lehman Brothers* geschehen ist.

- Transaktionsrisiken: Sie wollen sicher sein, dass die Transaktionen nachvollziehbar und über geregelte Wege ablaufen.

3.1.10 Vorsicht vor wissenschaftlichen Erkenntnissen die keine sind

Die Risikoprämien, die gewählt werden, sollen sowohl ein logisches wie auch ein starkes empirisches Fundament haben. Es reicht nicht aus, dass eine Strategie einige Jahre funktioniert hat. Wie wir oben erwähnt haben, zeigen einige Aktiengruppen wie Small Cap oder Value ein anderes Risiko und Rendite Verhalten als der Gesamtmarkt. Diese werden in der Wissenschaft als *Faktoren* bezeichnet. In den letzten Jahren wurden eine Vielzahl solcher Faktoren untersucht. Harvey, Liu und Zhu (2015) haben 316 Studien zu Faktoren untersucht. Das Problem bei den Faktoren ist, dass, je mehr Faktoren getestet werden, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit, dass ein Faktor rein zufällig signifikant wird, ohne tatsächlich zu funktionieren. Es ist ein grosser Unterschied ob zuerst eine Theorie aufgestellt wird, die dann an den Daten getestet wird, oder ob die Daten nach funktionierenden Strategien durchforstet werden. Je mehr Faktoren untersucht werden, desto eindeutiger muss das Ergebnis sein, damit es signifikant ist, um auf Zufall basierende Resultate bzw. Faktoren auszuschliessen. Berücksichtigt man diese höheren Hürden, so sind schliesslich nur sehr wenige Faktoren tatsächlich statistisch signifikant. Eine Studie (Arnott, Beck, Kalsnik, West, 2015) testet, inwieweit bei Faktoren, die in der Vergangenheit gut performt haben, eine fundamentale Aufwertung der Aktien stattgefunden hat, welche den jeweili-

gen Faktor repräsentieren. Sie sind zu dem Schluss gekommen, dass die meisten Faktoren, die in der Vergangenheit funktionierten, von einer fundamentalen Aufwertung profitiert haben. Das heisst es kann gut sein, dass sich diese Faktoren wieder fundamental abwerten werden und darum in der Zukunft statt besser tendenziell schlechter performen werden. Die Studien kommen zum Schluss, dass es nur sehr wenige Faktoren gibt, die langfristig funktionieren. Dazu gehören *Value*, *Markt*, *Small Cap Momentum* und *Illiquidität*. *Momentum* bedeutet, dass diejenigen Titel, die schlecht performt haben, in naher Zukunft tendenziell auch schlecht performen und umgekehrt. Die Schwierigkeit bei der *Momentum Prämie* liegt in der Umsetzung. Es müssen immer wieder neue Aktien gekauft werden, die gerade ein positives Momentum aufweisen. Daraus entstehen deutlich höhere Handelskosten. *Momentum* beschreibt eine Marktineffizienz, die in Zukunft eventuell auch verschwinden könnte. Eine weitere Schwierigkeit ist, dass die Dauer von *Momentum* nicht konstant ist und damit der Erfolg mit einer *Momentumstrategie* keinesfalls garantiert ist. Die *Illiquiditätsprämie* ist wiederum eine echte Risikoprämie. Sie besagt, dass illiquide Unternehmen tendenziell höher performen. Dies ist dadurch begründet, dass der Anleger durch die Illiquidität nicht die Möglichkeit hat, bei Bedarf jederzeit zu kaufen oder zu verkaufen. Dies wird durch eine Prämie abgegolten. Die Schwierigkeit bei Illiquidität ist oft das Expertenwissen, welches notwendig ist, um diese Wertschriften zu beurteilen, da evtl. kein Marktpreis vorhanden ist und die Transaktionskosten oft deutlich höher liegen. Diese Effekte führen dazu, dass illiquide Märkte für die meisten Anleger nicht geeignet sind. Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass nur dann eine nach-

haltig höhere Performance erwartet werden kann, wenn ein Faktor auch mit höheren Risiken einhergeht. Dies ist bei *Markt*, *Value* und *Small Cap* der Fall. Deshalb empfehlen wir, sich auf diese Risikoprämien zu beschränken.

3.1.11 Alternative Anlagen

Immobilien

Es ist eine weitverbreitete Meinung, dass mit Investitionen in Immobilien nichts schiefgehen kann. Kennt nicht jeder Menschen, die mit Immobilien reich geworden sind? Auch Banken und Hypothekenvermittler propagieren nicht ganz uneigennützig die Sicherheit von *Betongold*. Dabei ist gegen den Kauf einer Liegenschaft zum Eigengebrauch zu einem vernünftigen Preis und mit angemessener Verschuldung nichts einzuwenden. Dies ist allerdings eher als Konsum zu betrachten denn als Investition. Wenn man sich genau überlegt, was Immobilien sind, wird man feststellen, dass sie ähnliche Eigenschaften wie Rohstoffe haben. Ein Stück Land erzielt nur eine Preissteigerung bei erhöhter Nachfrage. Im Grunde genommen sollte der Preis in etwa mit der Inflation steigen. Genau diese Tatsache zeigt sich, wenn man längere Datenreihen mit der Preisentwicklung von Immobilien (mit Landpreis) vergleicht. Die unten stehende Grafik zeigt die längste bekannte Datenreihe (Shiller) von Wohnliegenschaften in den USA.

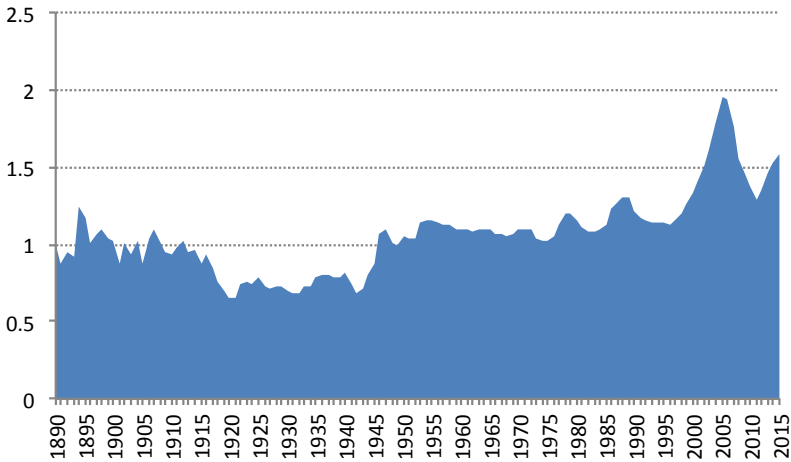


Abb: Index für amerikanische Immobilien (Shiller Home Price Index) 1890 – 2015, inflationsadjustiert).

Der Wert hat sehr lange um 1 gependelt, ist nach Inflation also gleich geblieben und ist heute ein Stück höher. Wenn die Preise historisch hoch sind, kann das auch ein Hinweis darauf sein, dass eine Korrektur nach unten durchaus möglich ist.

Lediglich einzelne Lagen zeigen starke Preissteigerungen, vor allem weil sich die Attraktivität verändert hat. Warum hat nicht jeder vor 50 oder 100 Jahren Land um den Zürichsee gekauft? Ganz einfach: Es war eben nicht klar, dass diese Lagen in der Zukunft so begehrt sein würden. Hätte man dies mit grosser Wahrscheinlichkeit errahnen können, wäre der Preis schon früher gestiegen und entsprechend wäre der Ertrag in der Folge geringer gewesen.

Es sei hier angemerkt, dass Mietzinseinnahmen hier nicht berücksichtigt sind. Weiter sorgen Hypotheken für eine Hebelwirkung, denn wenn einem z. B. nur 20 % einer Immobilie

gehören, ein Hebel vom Faktor 5 vorhanden ist. Das heisst, wenn die Immobilie um 20 % steigt, dann ist das Eigenkapital verdoppelt oder wenn sie 20 % sinkt, ist das Eigenkapital verloren. Hypotheken können Immobilien darum zu sehr riskanten Anlagevehikeln machen, bei welchen gar mehr als das eingesetzte Kapital verloren gehen kann.

Die erwartete Rendite von Immobilien ist der Mietzins, abzüglich sämtlicher Kosten, die für den Unterhalt der Immobilie anfallen plus einer Wertsteigerung im Rahmen der Inflation. Dazu kommt eine spekulative Rendite, die entweder positiv oder negativ ist und unter dem Strich etwa null beträgt.

Von privaten Investoren wird auch der Unterhaltsbedarf von Liegenschaften häufig unterschätzt. Wie bei einem Auto verliert die Liegenschaft am Tage nach dem Einzug an Wert (wenn auch nicht so schnell) und nur zukünftige Investitionen oder eine erhöhte Nachfrage nach Grund und Boden erhalten ihn. Es gibt einige Fehler, die man beim Immobilienkauf und -verkauf machen kann. Der Unterhalt der Immobilie, das Bewirtschaften, Mieter finden, Hypotheken abschliessen, Kleinigkeiten wie Boilerreparaturen oder Unstimmigkeiten zwischen Mietern etc. können anspruchsvoll sein.

Oft wird auch der Aufwand für den Verkauf einer Immobilie unterschätzt. Kaufen ist immer einfach, verkaufen jedoch nicht unbedingt, insbesondere wenn es eine aussergewöhnliche Immobilie ist, wie z. B. ein sehr grosses Haus, Häuser unter Heimatschutz etc. Wenn man Pech hat, kann der Verkauf Jahre dauern und teuer sein oder man ist bereit, die Immobilie deutlich unter dem Wert zu verkaufen.

Direktinvestitionen in Immobilien, welche den Eigenbedarf übersteigen, eignen sich darum eher für Experten auf dem Ge-

biet und sind für Privatanleger nur mit grosser Vorsicht zu empfehlen.

Wäre es vielleicht nicht sinnvoller anstatt eigene Immobilien zu kaufen, in einen Immobilienfonds zu investieren? Natürlich kann man eine Immobiliengesellschaft als Geschäft betreiben. Man kann zum Beispiel Wohnhäuser, Geschäftshäuser, Hotels, Spitäler und Einkaufszentren erwerben und als *Business* betreiben. Hier beginnt sich aber die Struktur der Investition zu verändern und an die Geschäftswelt anzugleichen. Bei Immobiliengesellschaften treten mehr die Charakteristiken einer Aktiengesellschaft in den Vordergrund. Damit verhalten sich die Immobilien Aktien wiederum sehr ähnlich wie der restliche Aktienmarkt (hohe Korrelation), womit auch die Wertschwankungen (Volatilität) wieder deutlich zunehmen, was in zahlreichen Untersuchungen gezeigt wurde. Prinzipiell gibt es zwei Möglichkeiten in Immobilienfonds zu investieren. Wir haben einerseits öffentlich gehandelte und andererseits private Immobiliengesellschaften. Öffentlich gehandelte *REIT* (Real Estate Investment Trusts), bieten im Vergleich zu den privaten Immobiliengesellschaften einige Steuer- und Kostenvorteile. Allerdings gibt es in der Schweiz keine derartigen Konstrukte, nur im europäischen Umland, Asien und vor allem in den USA werden diese unter dem entsprechenden Landesrecht aufgesetzt. Aber auch als Schweizer kann man diese an den europäischen oder amerikanischen, teilweise auch an der Schweizer Börse erwerben. Die langfristige Rendite liegt dabei knapp über dem des Aktienmarktes und ist somit durchaus interessant, jedoch mit ebensolchen oder sogar etwas höheren Wertschwankungen, was einmal mehr zeigt, dass man bei höherer Rendite immer auch mit mehr Risiko rechnen muss. Aufgrund der hohen Korrelation ist der Di-

versifikationseffekt aber nicht so ausgeprägt. Als Portfoliobeimischung kann es aber trotzdem durchaus Sinn machen, wenn man weiss, auf was man sich einlässt.

Die privaten Immobiliengesellschaften werden von vielen Anlegern bevorzugt, da sie vermeintlich geringere Wertschwankungen aufweisen. Man muss sich allerdings bewusst sein, dass es sich dabei um ein Artefakt handelt. Es kommt dadurch zustande, dass kein öffentlicher Handel stattfindet und somit die Preisermittlung der gehaltenen Immobilien schwierig ist. Es gibt dazu eine Vielzahl von Studien, die zeigen, dass die niedrigeren Wertschwankungen durch falsche Preisschätzung der Immobilien im Portfolio zustande kommen. Diese werden mit dem zuletzt gehandelten oder geschätzten Preis aus besseren Zeiten bewertet (sogenannte *Staled Prices*), da während einer Immobilienkrise fast kein Handel mehr stattfindet. Ist der Fond jedoch gezwungen aus Liquiditätsgründen zu verkaufen, werden die tatsächlich erzielten Preise wesentlich tiefer sein als die zuvor geschätzten. Aufgrund der Struktur dieser privaten Fonds sind auch die Kosten viel höher. Wegen des fehlenden öffentlichen Handels und der geschlossenen Struktur hat das Management mehr Möglichkeiten sich *fürstlich* zu entlohnen. Untersuchungen in den USA zeigen, dass diese Form des Immobilieninvestments trotz der vermeintlich tieferen Wertschwankungen deutlich weniger Ertrag abgeworfen hat als öffentlich gehandelte *REIT*. Dabei ist interessant, dass auch die Immobilieninvestitionen der amerikanischen Pensionskassen, welche im *NCREIF-Index* abgebildet werden, bezüglich der Performance hinter dem öffentlich gehandelten *REIT-Index* zurückgeblieben sind. Offenbar führt der öffentliche Handel zu Disziplinierung, Transparenz und niedrigeren Gebühren.

Zusammenfassend können Investitionen in Immobilien durchaus Sinn machen, vor allem wenn man eine Liegenschaft zum Eigengebrauch erwerben will (Inflationsschutz). Auf ein gutes Geschäft mit deutlichen Preissteigerungen sollte man sich aber nicht verlassen, auch wenn man natürlich Glück haben kann.

Am sinnvollsten sind aus oben erwähnten steuerlichen und Kostengründen Investitionen in *REIT*, welche auch als breit diversifizierte, länderübergreifende *REIT-ETF* erworben werden können. Auch Fonds, welche in Schweizer Immobilien investieren, können erworben werden. Diese weisen aber häufig hohe Aufschläge (*Agio*) auf. Ein *Agio* bedeutet, dass der Anleger für den Fonds mehr bezahlen muss, als er eigentlich wert ist. Dieses ist vermutlich deshalb vorhanden, weil sie nach der Finanzkrise 2008 recht erfolgreich waren und besser rentiert haben als der Schweizer Aktienmarkt. Die zukünftige erwartete Rendite dürfte aber dadurch mit grosser Wahrscheinlichkeit niedriger sein, als in den letzten Jahren. Steuerlich sind sie weniger attraktiv als *REITS* und aus Diversifikationsgründen würde für einen Schweizer Hausbesitzer ein internationaler *REIT-ETF* mehr Sinn machen.

Private Equity (PE)

Um *Private-Equity-Investments* ranken sich viele Mythen. Von den Anbietern dieser Produkte wird häufig eine sehr hohe Rendite in Aussicht gestellt, andererseits wird argumentiert, die Korrelation zum Aktienmarkt sei gering.

Um was handelt es sich bei diesen Produkten genau? Es werden Investitionen in Firmen getätigt – in unterschiedlichen, meist frühen Finanzierungsphasen. Häufig handelt es sich um junge Unternehmen, die Kapital zur Expansion suchen, zumeist

mit dem Ziel eines späteren Börsenganges. Die *Private-Equity-Fonds* halten meistens substanzielle Anteile der Firmen und unterstützen das Management häufig aktiv. Investiert wird auch in Firmen mit finanziellen Schwierigkeiten, in der Hoffnung, diese Schwierigkeiten zu meistern, um diese später wieder mit Gewinn zu verkaufen.

Die genaue Beurteilung des Ertrages und Risikos von *PE-Fonds* ist schwierig und die teilweise von den Anbietern hervorragenden ausgewiesenen Renditen sind kritisch zu hinterfragen. Da diese Fonds ihre Resultate nicht veröffentlichen müssen, besteht ein *Reporting Bias* – nur erfolgreiche Firmen werden ihre Resultate publizieren und ein Survivorship-Bias, Fonds die geschlossen oder übernommen wurden fallen aus der Datenbasis. Dies verfälscht die Rendite positiv. Zudem gibt es einzelne sehr gute Fonds und viele sehr schlechte. Dies führt dazu, dass die Durchschnittsrendite ansprechend sein kann, obwohl die für den Anleger entscheidende *realisierte Rendite* unbefriedigend ist. Schon die Messung der Rendite selber ist problematisch, da das Kapital häufig für längere Zeit blockiert ist und die Investitionen zeitlich versetzt stattfinden. Zudem ist es schwierig die gehaltenen Firmenanteile zu bewerten, wenn kein Verkauf stattfindet, ähnlich wie bei geschlossenen Immobilienfonds. Letztendlich ist die genaue Rendite nur bestimmbar beim Exit, also wenn alle Firmenanteile verkauft oder an die Börse gebracht werden und der *PE-Fond* liquidiert wird.

In einer der am meisten beachteten Studien von Kaplan und Schoar (2005) wird nachgewiesen, dass die *Private-Equity-Renditen* für den amerikanischen Markt – bei korrekter Berechnung und unter Einbeziehung der diversen *Bias'* – vergleichbar sind mit der Rendite des *S&P-500-Index*, gemessen

von 1990 – 2001. Allerdings handelt es sich dabei genau genommen um den falschen Vergleichsindex, da der *S&P-500-Index* grosse Unternehmen abbildet, bei Investitionen von *PE-Fonds* handelt es sich aber zumeist um sehr kleine Firmen, die deutlich höhere Risiken beinhalten.

Wichtig ist auch zu wissen, dass die von den PE-Fonds und den ihnen nahestehenden Firmen publizierten Resultate häufig viel besser aussehen als die in akademischen Studien. Wie oben erwähnt ist bei Einbezug von *Reporting-* und *Survivorship-Bias* die Rendite teilweise sogar deutlich schlechter als der Gesamtmarkt mit einer *Underperformance* von ca. 3 % im Vergleich zum *S&P-500-Index*. Das Risiko wurde also nicht mit zusätzlichem Ertrag belohnt (Phalipou, Gottschalg, 2009). Nielsen (2008) zeigt in einer grossen Studie über *PE-Investments* der dänischen Pensionskassen von 1995 – 2004, dass diese häufig schlechter als der Gesamtmarkt performt haben. Die Studie kommt zu dem Schluss, dass offenbar eine Überschätzung der Erfolgswahrscheinlichkeit vorliegt, und bezeichnet dieses Phänomen als *Private-Equity-Premium-Puzzle*. Es gibt zahlreiche akademische Studien, die ähnliche Resultate liefern, z. B. Ljungquist und Richardson (2003), Jones und Rhodes-Kropf (2003), Lerner et. al (2005).

Neben den oben erwähnten Reporting-Problemen sind auch die hohen Kosten und Managementgebühren ein Grund für die *Underperformance*. Für die Betreiber solcher Fonds ist es allerdings häufig ein gutes Geschäft, für die Investoren bzw. die *Limited Partners* häufig nicht.

Der bekannte Pensionskassenmanager David F. Swensen der berühmten Yale-Stiftung hatte grossen Erfolg mit Investitionen in *PE-Fonds* und hat die Yale-Stiftung mit einer deutli-

chen Übergewichtung von *PE-Anlagen* in den 2000er-Jahren zur am besten rentierenden Institution gemacht. In seinem Buch *Pioneering Portfolio Management* beschreibt er seine Methode, allerdings mit der Warnung, dass es sehr schwierig bis fast unmöglich sei, erfolgreiche *PE-Fonds* im Voraus zu erkennen. Ähnlich wie Warren Buffett ist er einer der wenigen, der es geschafft hat. Seine Publikationen führten zu einem Investitions-Boom von *PE-Anlagen* der amerikanischen Pensionskassen. Jeder wollte ihn kopieren. Die Resultate sind allerdings ernüchternd: Die meisten Pensionskassen haben mit ihren *PE-Investments* die Rendite von simplen Aktienindexstrategien nicht erreicht (Vanguard, 2009). Dies führte dazu, dass viele diesen Pfad wieder verlassen haben, die bekannteste ist *CALPERS*, die Pensionskasse der öffentlichen Angestellten des Staates Kalifornien, welche aufgrund der enttäuschenden Resultate keine neuen Investments in *PE-Anlagen* tätigt.

Eine kürzlich publizierte Studie zeigt, dass Investitionen in *PE-Fonds* mit Investitionen in *Small-Cap-Indizes* und einem *Hebel* günstiger nachgebildet werden können, wobei eine annähernd gleiche Rendite bei niedrigerem Risiko erreicht werden kann.

Zusammenfassend ist nicht bewiesen, dass sich Investments in *Private Equity* im Gegensatz zu einer Index-Strategie wirklich lohnen. Im Gegenteil weist alles darauf hin, dass sich das Risiko, die Kosten und die Illiquidität im Vergleich zum häufig überschätzten Ertrag nicht lohnen.

3.1.12 Rohstoffe

Investitionen in Rohstoffe sind nicht einfach umzusetzen. Die meisten Investoren sind nicht in der Lage direkte Investitionen vorzunehmen, da Rohöl, Getreide und Metalle etc. nur mit hohen Kosten aufbewahrt werden können. Somit bleibt, mit Ausnahme von Investitionen in Edelmetalle, die Möglichkeit über Terminkontrakte oder Aktieninvestitionen in Rohstoff fördernde Unternehmen zu investieren. Finanzberater, die empfehlen in Rohstoffe zu investieren, weisen häufig darauf hin, dass sich Rohstoffe der Inflation anpassen, sowie auf eine negative Korrelation mit den Aktienmärkten. Bei starker Inflation sinken die Aktienmärkte, Rohstoffe hingegen steigen. Dies war insbesondere in den 70er-Jahren anlässlich der Erdölkrise erkennbar. Es gibt somit Hinweise darauf, dass über Erwerb von Rohstoffen eine Absicherung der Inflation möglich ist. Allerdings muss man sich bewusst sein, dass Rohstoffe per se keine Rendite generieren, wie zum Beispiel eine Aktie oder Obligation. Es wird nicht mit dem Geld gearbeitet. Ein Fass Öl wird in zehn Jahren immer noch ein Fass Öl sein. Langfristig beschränkt sich die Rendite von einem breit diversifizierten Rohstoffportfolio in etwa auf die Inflation, abzüglich Kosten, denn Inflation wird mit der Preisentwicklung eines Güterkorbs berechnet der ähnlich zusammengesetzt ist wie ein breit diversifiziertes Rohstoffinvestment.

Wenn auch die negative Korrelation mit den Aktienmärkten interessant ist, sollte man sich das amerikanische Sprichwort *You can't eat correlation* (Sie können Korrelation nicht essen) vor Augen halten. Häufig macht es mehr Sinn, in Ertrag generierende *Assets* zu investieren, da über längere Zeit der Wert-

steigerungseffekt wichtiger ist als die negative Korrelation. Ein Spiel in einem Casino z. B. ist nicht mit Ihrem Aktienportfolio korreliert. Trotzdem lohnt es sich nicht, in einem Casino zu spielen. Da ein direkter Kauf von Rohstoffen für einen privaten Investor nicht möglich ist, bleibt nur eine Investition über Terminkontrakte (*Futures*) beziehungsweise über einen Fonds, der mit Terminkontrakten arbeitet, mit Ausnahme von einzelnen Edelmetallen, die im Tresor gehalten werden können. Um die Rohstoffe nie zu erhalten, sondern lediglich darin investiert zu sein, wird ein Recht gekauft, diese Rohstoffe in der Zukunft zu kaufen. Dieses Recht wird dann, wenn der Endtermin naht, wieder verkauft und es werden wieder neue Rechte, die wiederum weiter in der Zukunft liegen gekauft. Diese Vorgehensweise schafft einige Probleme. Einerseits sind die Kosten hoch, da die Kontrakte immer wieder erneuert werden müssen. Weiter gibt es Gegenparteienrisiken, nämlich das Risiko, dass die Gegenpartei der Verbindlichkeit nicht nachkommen kann. Dadurch kommen wieder Risiken in das Portfolio, die man mit Rohstoffen eigentlich eliminieren wollte. Ein weiteres Risiko entsteht darin, dass es eine Unsicherheit gibt, wie viel die Rohstoffe in Zukunft wert sein werden. Der tatsächliche Preis in der Zukunft wird fast immer vom Preis, der im Terminkontrakt vereinbart wurde, abweichen. Dadurch ergeben sich entweder Rollgewinne oder Rollverluste.

Betrachtet man den *GSCI-Index*, welcher einem kapitalgewichteten Rohstoff-Index entspricht und aus Öl-, Gold-, Industriemetall- und Agrikultur-Terminkontrakten besteht, dann sieht die Rendite zwischen 1970 – 2005 ansprechend aus, wobei allerdings über die Hälfte aus Zinserträgen von Geldmarktanlagen in US-Staatspapiere stammte (US Treasury Bills). Dies

entspricht der Rendite aus Investitionen von Geld, welches als Sicherheit hinterlegt werden muss, um in Terminkontrakte investieren zu können. Weil nur die Rechte an den Rohstoffen gehandelt werden, kann das zur Deckung blockierte Geld in *US Treasury Bills* investiert werden. Interessant ist, dass der Ertrag in den 70er-Jahren hoch war, dieser Ertrag aber vor allem auf Rollgewinne zurückgeführt werden kann. In dieser Zeit wiesen die fernen Terminkontrakte tiefere Preise aus als die nahen. Diese hohen Erträge, welche in einer Studie von Erb und Harvey im Jahr 2006 gezeigt wurden, führten zu einer vermehrten Investition von Pensionskassen in Rohstoffe. Man sollte aber an den Warnhinweis denken: Vergangene Renditen sind keine Garantie für zukünftige Renditen. Zwischen 2005 und 2009 trat die gegenteilige Situation ein und es kam zu einer stark negativen Rollrendite zwischen minus 8 und minus 25 % pro Jahr. In dieser Zeit wurden sämtliche *Rollgewinne* aus den vorherigen Dekaden ausgelöscht (Ilmanen, 2011).

Wer hätte zum Zeitpunkt des Schreibens dieses Büchleins gedacht, dass sich der Ölpreis trotz geopolitischer Turbulenzen wieder den früheren Tiefständen annähern würde? Man könnte sich jetzt überlegen, dass es vielleicht besser wäre in Unternehmen zu investieren, welche in Förderung oder Handel von Rohstoffen involviert sind. Allerdings wurde gezeigt, dass ähnlich wie bei Investitionen in Immobiliengesellschaften eine Angleichung der Preisbewegung an die Aktienmärkte stattfindet. Es spielt jetzt nicht mehr nur der Preis der Rohstoffe eine Rolle, sondern auch firmenspezifische Umstände werden wichtiger. Die Korrelation mit dem Aktienmarkt insgesamt nimmt zu und der Diversifikationseffekt ab.

Die oben erwähnten Ausführungen zeigen, dass Rohstoffinvestments schwierig vorzunehmen sind und diese oft nur über Terminkontrakte möglich ist. Falls man trotzdem in Rohstoffe investieren will, sollte dies am besten mittels ETF auf einen der Rohstoff-Indizes vorgenommen werden. Es ist nicht auszuschliessen, dass die Rollrendite in Zukunft wieder positiv wird, was allerdings zum jetzigen Zeitpunkt niemand vorhersagen kann. Direkte Investitionen über einen Rohstoff-Berater und aktiv verwaltete Terminkontrakte (managed Futures) sollten aufgrund der Kosten und des Risikos nicht in Betracht gezogen werden.

Hedge Fonds

Hedge Fonds werden oft als die *Königsklasse* der Anlagevehikel beschrieben. Ähnlich wie bei *Private-Equity-Fonds* werden ihnen spezielle Charakteristika, wie tiefe Korrelation zum Aktienmarkt und niedrige Wertschwankungen zugeschrieben. Bekannte Exponenten wie George Soros oder John Paulson geniessen fast Star-ähnlichen Status und eine hohe Medienpräsenz. Häufig fallen sie durch einen grossen Reichtum auf und es werden ihnen spezielle Fähigkeiten der Geldvermehrung zugeschrieben.

Etwas anders sieht dies Warren Buffett, welcher den *Hedge Fonds* Eigenschaften einer eigenen Anlageklasse abspricht. Für ihn sind *Hedge Fonds* schlicht eine Bezeichnung für ein Kompensationsschema, welches die Investoren über Gebühren zur Kasse bittet und das Fondsmanagement bereichert (2 % Verwaltungsgebühr und 20 % Partizipation an der Rendite sind üblich). Es werden von ihnen eine Vielzahl von verschiedenen Anlagestrategien angewendet, mit dem Ziel Marktineffizienzen

auszunutzen. Im Detail wollen wir hier nicht darauf eingehen, der interessierte Leser findet eine grosse Anzahl von Publikationen über *Hedgefonds-Strategien*. Uns interessiert hier vielmehr, inwieweit es sich lohnt, in solche Strukturen zu investieren.

Wie immer sollte man zur Überprüfung der Fakten unabhängige akademische Studien konsultieren, welche häufig objektiver sind als anekdotische Fallberichte aus der Tagespresse oder Empfehlungen von *Hedgefonds-Exponenten*. Eine detaillierte und ausführliche Übersichtsarbeit von Getmansky, Lee und Lo (2015) fasst die akademische Literatur zusammen. Ähnlich wie bei den *Private-Equity-Fonds* besteht ein Problem der Datenerfassung, da die Fonds nicht reguliert sind und die Performancedaten nicht gemeldet werden müssen (*Selfreporting Bias, Backfill Bias, Survivorship Bias, Liquidation Bias, Data Revisions Bias*). Ca. 30 % aller *Hedge Fonds* überleben keine 36 Monate und die schlechte Performance wird nicht ausgewiesen, sondern verschwindet zusammen mit den geschlossenen *Hedge Fonds* aus dem Datensatz. Nur 40 % überleben 7 Jahre. Berücksichtigt man alle diese oben erwähnten Fakten, besteht eine signifikante Underperformance im Vergleich zum Referenzindex. Die Rendite des *HRFX-Global-Hedge-Fonds-Index* war mit 0.7 % Rendite von 2005 – 2015 deutlich schlechter als *Treasury Bills*. Oftmals ist es möglich, mit wesentlich niedrigeren Kosten ähnliche Strategien zu replizieren, welche ein niedrigeres Risiko und einen höheren Ertrag aufweisen.

Zusammengefasst zeigen alle unabhängigen Untersuchungen, dass die Rendite von *Hedge Fonds* stark überschätzt wird und sich ein Investment insbesondere in Anbetracht des Risikos in den allermeisten Fällen nicht lohnt.

Private Deals

Wenn man sich die oben erwähnten Ausführungen zu den alternativen Investments vergegenwärtigt, könnte man sich überlegen, ob es eventuell sinnvoll wäre, selber direkt in eine Firma zu investieren, eine solche zu übernehmen oder selber eine zu gründen. Dadurch könnte man Managementgebühren einsparen, abgesehen vom eigenen Zeitaufwand. Warum sich nicht vornehmen der nächste Bill Gates, Mark Zuckerberg oder Larry Page zu werden? Nun, vornehmen kann man sich das, aber die Chancen sind statistisch gesehen praktisch nicht existent. Aber auch wenn man weniger hohe Ansprüche an eine erfolgreiche Unternehmerkarriere hat, sind die Chancen gering. In einer Studie von 2002 (The Return to Entrepreneurial Investment: A Private Equity Premium Puzzle?) zeigen Moskowitz und Vissing-Jorgensen, dass fast die Gesamtheit aller Unternehmer und Freiberufler zumeist weniger als ein Angestellter verdienen. Es sind nur einige wenige erfolgreich und diese drücken den Durchschnitt nach oben. Sie folgern, dass es andere als pekuniäre Ursachen haben muss, dass eine Vielzahl von Menschen die Risiken einer Selbstständigkeit auf sich nehmen. Eine interessante Studie von R. E. Hall aus dem Jahre 2008 (The burden of the non diversifiable Risk of Entrepreneurship) untersucht die Rendite von Start-up-Unternehmern in ihrer Gesamtheit über einen Zeitraum von 20 Jahren. Sie kommen auf ähnliche Resultate wie Moskowitz. Die durchschnittliche Rendite in 20 Jahren entspricht in etwa dem durchschnittlichen Gesamteinkommen eines Angestellten in dieser Zeitspanne. Dieser Durchschnitt wird vor allem durch wenige spektakuläre Börsengänge mit Milliarden Erlösen für die Gründer erreicht, während die allermeisten Start-up-Gründer weniger verdienen

als ein Angestellter. Das Risiko des finanziellen Ruins ist allerdings deutlich höher als beim Angestellten, da das Risiko nicht diversifizierbar ist. Die ökonomische Realität beinhaltet, dass letztlich die Rendite des Gesamtmarktes (Aktienmarkt) den Dividenden plus Gewinnwachstum der Volkswirtschaft entsprechen muss (Bogle, 2007). Nur wenige Firmen oder Individuen können spektakulär erfolgreich sein. Dies ist die gleiche mathematische und statistische Realität wie die, dass alle Aktienanleger zusammen nur die Rendite des Aktienmarktes erreichen können (Sharpe, 1991). In diesem Sinne kann die Entscheidung, sich anstellen zu lassen, zu sparen und über Aktieninvestitionen vom Wirtschaftswachstum zu profitieren und zu Wohlstand zu kommen, durchaus eine gute Entscheidung sein, auch wenn man auf spektakulären Reichtum verzichten muss. Der grosse Vorteil von Sparen und Investieren besteht in der Diversifikation des idiosynkratischen firmenspezifischen Risikos über ein breites Aktieninvestment. Aus diesem Grunde sollten Unternehmer, wann immer möglich, nicht benötigte Gewinne für das Wachstum der Firma in ein breit diversifiziertes Anlageportfolio investieren.

3.1.13 Schlussfolgerung

Alternative Anlagen sind bei genauerer Betrachtung deutlich weniger interessant, als uns oft vermittelt wird.

3.2 Langfristige, emotionsfreie Verwaltung

3.2.1 Rebalancing

Rebalancing bedeutet, die ursprüngliche *Asset Allokation* wiederherzustellen. Durch die unterschiedliche Performance der Assetklassen verschieben sich die Gewichtungen. Wenn bei einem Portfolio mit 50 % Aktien und 50 % Obligationen die Aktien z. B. 16 % in einem Jahr performen, dann ist die Asset Allokation am Ende des Jahres nicht mehr so, wie sie den Risikopräferenzen des Anlegers entsprechen würde. Mit dem Rebalancing wird die ursprüngliche Asset Allokation wieder hergestellt und damit sichergestellt, dass das Portfolio stets den Risikopräferenzen des Anlegers entspricht. Dies ist jedoch nicht der einzige Vorteil des Rebalancings. Mit dem Rebalancing können Risiken reduziert und die Rendite erhöht werden. Das Rebalancing bringt einen Performancevorteil von ca. 0.35 – 1 % pro Jahr. Dieser Effekt ist eine Kombination aus *Value*, *Regression zum Mittelwert* und *Momentum*. Tendenziell wird durch ein systematisches Rebalancing das gekauft, was günstiger geworden ist. Wenn Aktien schlecht laufen, werden mehr Aktien gekauft, wenn Aktien gut laufen, werden mehr Obligationen gekauft. Das Rebalancing sollte aufgrund vom *Momentum-Effekt* nicht zu oft durchgeführt werden. Auch lohnt es sich vor allem dann, wenn die Transaktionskosten niedrig sind.

Zur Illustration ein einfaches Beispiel. Ein Portfolio mit 50 % SMI und 50 % Staatsobligationen hätte zwischen Januar 2000 und Dezember 2015 eine Performance von 77.76 % (3.66 % p. a.) aufgewiesen, bei einer Standardabweichung (Risiko) von 11.09 %. Das gleiche Portfolio mit jährlichem Rebalancing

hätte 100.09 % (4.43 % p. a.) performt, bei einer Standardabweichung von 8.75 %. Das rebalancierte Portfolio hatte also mehr Rendite bei weniger Risiko.

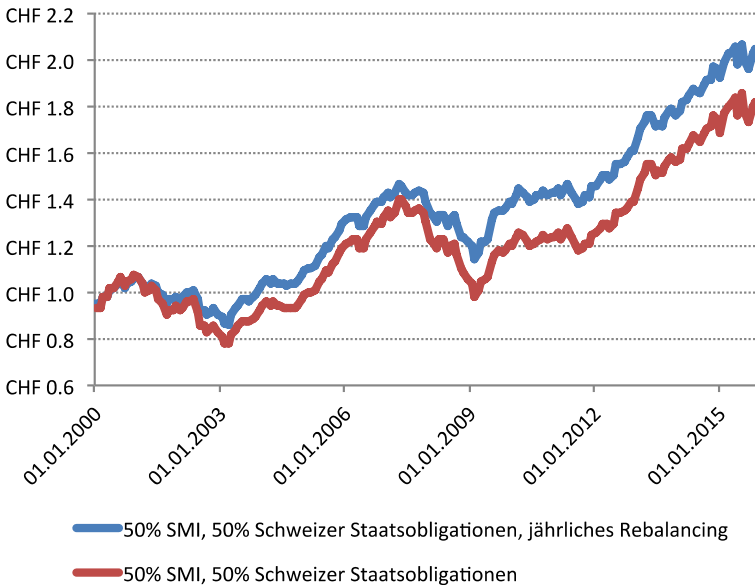


Abb.: Portfolio mit 50 % SMI und 50 % Schweizer Staatsobligationen, mit und ohne jährliches Rebalancing

In der Praxis zeigt sich, dass viele Anleger Mühe haben ein Rebalancing konsequent durchzuführen. Dies weil das Rebalancing gegen die emotionelle Logik verstösst. Typische Gedanken sind beispielsweise: *Warum soll ich Aktien verkaufen, die gerade besonders gut performen, oder Aktien in einem Markt kaufen, der gerade nur nach unten geht und von welchem nur Negatives in der Zeitung steht?* Wird das Rebalancing jedoch konsequent durchgeführt, so ergibt sich tendenziell ein Mehrwert.

3.2.2 Regression zum Mittelwert

Die Renditen bei den Aktienmärkten setzen sich zusammen aus einer realen und einer spekulativen Rendite. Die reale Rendite erklärt sich aus den Dividenden und dem Gewinnwachstum. Die spekulative Rendite ist langfristig null – einmal wird der Markt hoch bewertet, ein anderes Mal tief, der Wert pendelt um den tatsächlichen Marktwert und kann nicht ewig höher oder tiefer sein als der tatsächliche Wert (Bogle, 2007). Dies bedeutet, dass wenn die Märkte besonders teuer sind, sich dies in Zukunft wieder korrigieren müsste, sodass die Märkte wieder günstiger werden und umgekehrt. Der Umstand, dass Märkte hoch und tief bewertet werden, bedeutet nicht, dass Märkte nicht effizient sind, sondern kann auch damit erklärt werden, dass es Unsicherheiten darüber gibt, wie sich die Zukunft entwickeln wird.

Wir haben versucht, diese Hypothese mit langfristigen Daten zu prüfen. Dazu haben wir das *Shiller-Kurs-Gewinn-Verhältnis* (Shiller-PE) den darauf folgenden 10-Jahres-Gewinnen gegenübergestellt. Das *Shiller-PE* misst die auf 10 Jahre gemittelten Gewinne pro Aktie, dividiert durch den Aktienpreis. Legt man die Kurven übereinander, so zeigt sich relativ deutlich, dass hohe Aktienpreise (hoher Shiller-PE) auf tiefere zukünftige Aktienrenditen hinweisen, während tiefe Aktienpreise auf höhere zukünftige Aktienrenditen hinweisen.

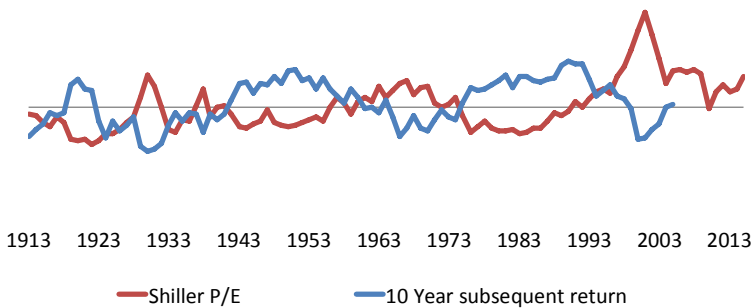


Abb.: *Shiller-PE im Vergleich mit den darauf folgenden 10-Jahres-Renditen, über einen Zeitraum von 100 Jahren*

Diese Regression zum Mittelwert lässt sich vielerorts feststellen. Aktienmärkte haben historisch dazu tendiert 7 – 8 % pro Jahr zu performen. Die Rendite fällt allerdings nicht bei allen Märkten gleichzeitig an, sondern kann einige Jahre auseinander liegen. Somit macht es aus Betrachtung der Regression zum Mittelwert Sinn, fundamental günstige Märkte – das sind tendenziell diejenigen Märkte, die in der Vergangenheit schlecht performt haben – höher zu gewichten, da es eine gute Wahrscheinlichkeit gibt, dass diese in Zukunft stärker performen werden. Das Modell *Regression zum Mittelwert* kann auch als Erklärungsansatz dienen, warum die Value Prämie eine interessante Risikoprämie ist, während die Value Prämie umgekehrt erklären kann, warum günstige Märkte tendenziell stärker performen.

»Wenn Du Deinen Kopf hochhalten kannst, während alle rundherum den ihrigen verlieren ... gehört Dir die Welt und alles was darin ist ...«

Rudjard Kipling

Das Modell *Regression zum Mittelwert* suggeriert auch, dass Anlagestrategien, die in der Vergangenheit schlecht performt haben, in der Zukunft tendenziell überdurchschnittlich gut performen. Nach einer Studie von A. Goyal und S. Wahal (2008) hätten Anleger, welche die Anlagestrategie gewechselt haben, eine überdurchschnittliche Rendite gehabt, wären sie bei ihrer ursprünglichen Anlagestrategie geblieben. Das Wechseln der Anlagestrategien dürfte einer der wichtigsten Gründe sein, warum Privatanleger deutlich schlechtere Renditen erwirtschaften als die Indizes. Darum ist es wichtig, sich die Wahl der Anlagestrategie gut zu überlegen. Sie können die Wahl der Anlagestrategie wie eine Hochzeit und die langfristige Vermögensverwaltung wie eine Ehe betrachten, bei der man zusammen durch dick und dünn geht und es so am besten hat.

3.2.3 Die Elemente zusammenbringen

Es stellt sich nun die Frage, wie wir die Emotionen aus dem Anlageprozess entfernen, passiv anlegen und uns auf diejenigen Risikoprämien fokussieren können, welche langfristig am erfolgsversprechendsten sind. Dazu möchten wir Ihnen ein Modell vorstellen, welches wir speziell dazu erarbeitet haben, um das in der Theorie erarbeitete Wissen in die Praxis umzusetzen. Am sinnvollsten ist es bei der weltweiten Börsenkapitalisierung zu beginnen und die interessantesten Risikoprämien wie *Value* und *Small Cap* systematisch stärker zu gewichten. Wir empfehlen weiter, diejenigen Märkte, die steuergünstiger und kostengünstiger sind, systematisch stärker zu gewichten. Die zeitliche Veränderung im Asset Allokation-Modell lässt sich mit einem *periodischen Rebalancing* umsetzen. Weiter empfehlen wir

diejenigen Märkte, die für das Rebalancing besonders interessant sind, stärker zu gewichten.

Folgende Abbildung fasst dieses Modell zusammen:

Weltportfolio (Aktien)	K,S	V	S	R	Portfolio
Schweiz Large Cap	Multiplikatoren um Kosten, Steuern zu reduzieren und Value, Small Cap und für das Rebalancing geeignete Märkte stärker zu gewichten.				12%
Schweiz Small + Mid Cap					5%
Welt					9%
Welt Value					6%
Welt Small Cap Value					6%
Emerging Markets					4%
Emerging Markets Value					8%
Kurzfristige, sichere Anleihen					50%

Abb: Verwaltungsmodell um die Risikoprämien emotionsfrei zu erwirtschaften, mit Beispiel eines Zielfortfolios im Jahr 2016 für einen Schweizer Anleger mit moderater Risikoneigung.

Erklärung: Wir starten bei der globalen Börsenkapitalisierung, die als Ausgangswert für die Gewichtung verwendet wird. Diese wird mit den Faktoren multipliziert.

KS: Kosten und Steuern – Märkte die teurer und steuerintensiver sind sollen weniger stark gewichtet werden. Ein Wert von 1 bedeutet gar keine Kosten und Steuern, je höher die Kosten und Steuern, desto tiefer der Multiplikator.

V: Value – preislich günstige Unternehmen sollen stärker gewichtet werden.

S: Small Cap – kleine Unternehmen sollen stärker gewichtet werden.

R: Rebalancing – Märkte die für das Rebalancing interessant sind sollen stärker gewichtet werden.

Wir wollen an dieser Stelle nicht genau darauf eingehen, wie wir die Multiplikatoren berechnen. Wir empfehlen das Portfolio ein Mal pro Jahr neu zu berechnen und wieder auszubalancieren.

Der Vorteil an dieser Vorgehensweise: Wenn das Portfolio systematisch und langfristig den gleichen Risikoprämien ausgerichtet wird, dann entfallen die emotionalen Entscheidungskomponenten, wodurch die Verhaltenslücke verschwindet. Besser noch, wir profitieren von der Regression zum Mittelwert, sind also immer da etwas stärker investiert, wo die Märkte derzeit günstiger sind.

Das Modell ist zwar simpel, fusst aber auf sehr vielen Informationen zu Quellensteuern, Kosten und Fundamentaldaten auf Marktebene. Da sich diese Daten stetig verändern ist auch das Modell von Jahr zu Jahr neu zu berechnen, damit es optimal funktioniert.

Wir wollen einige Anlageprinzipien betrachten welche wir uns zurechtgelegt haben:

3.2.4 Anlageprinzipien

- Wir betrachten die Märkte als effizient. Auch wenn diese nicht immer effizient wären, ist es besser so zu agieren, als ob sie es wären.
- Wir bleiben immer investiert. Wenn die Zukunft schwarz aussieht halten wir besonders stark an unseren Anlagen fest, weil wir dann tendenziell am meisten verdienen können.

- Evidenzbasierter Fokus auf die interessantesten Risiko-
prämien, wobei die Evidenz auf Datensätzen von min-
destens 30 Jahren beruhen soll und es eine plausible Er-
klärung geben muss warum etwas funktioniert.
- Wir investieren modellbasiert in die interessantesten Ri-
sikoprämien und schalten mit diesem Modell unsere
Emotionen aus.
- Wir investieren emotionsfrei, wir prüfen jede Entschei-
dung auf emotionale Komponenten.
- Nur in fundamental günstigere Märkte wechseln: Wenn
wir Anlagen wechseln, dann wechseln wir nie in Anla-
gen, die besonders gut performt haben und fundamental
teuer sind, sondern wir wechseln nur in fundamental
günstigere Anlagen.
- Wir bleiben unserer Anlagestrategie und unserem Mo-
dell treu.
- Diversifikation, Diversifikation, Diversifikation
- Wir führen ein jährliches Rebalancing durch.
- Wir trennen Beratung und Depotbank.
- Wir verwenden nur Produkte die breit diversifiziert,
transparent und als Sondervermögen gehalten werden.

3.2.5 Wahl der Anlageprodukte

Es stellt sich die Frage mit welchen Anlageprodukten die Asset Allokation und die Verwaltung implementiert werden sollen. Wir wollen hier auf ETF, Indexfonds und Dimensional Funds eingehen und deren Vor- und Nachteile besprechen.

Indexfonds

Indexfonds haben den Vorteil, dass sie einem Index folgen und darum sehr transparent sind. Die Wertentwicklung des Index lässt sich mit der Wertentwicklung des Indexfonds vergleichen, wodurch die Qualität des Indexfonds sehr gut eruiert werden kann. Indexfonds schütten Dividenden typischerweise aus, selten werden die Dividenden reinvestiert. Indexfonds sind Sondervermögen, welche im Fall eines Bankkonkurses nicht in die Konkursmasse der Bank fallen würden. Es gibt Indexfonds, welche nur institutionellen Anlegern zur Verfügung stehen. Diese sind oft kostengünstiger als ETF. Weiter haben in der Schweiz domizilierte Indexfonds gegenüber den ETF den Vorteil, dass keine Stempelsteuern beim Kauf und Verkauf anfallen. Diese Fonds stehen institutionellen Anlegern und Anlegern mit Verwaltungsmandat zur Verfügung.

ETF

ETF sind börsengehandelte Indexfonds. Das heisst, diese können bei Börsenöffnungszeiten wie Aktien jederzeit gehandelt werden. Für langfristige Anleger spielt dieser Vorteil jedoch kaum eine Rolle, da wir kurzfristige Veränderungen nicht prognostizieren können und eine tägliche Handelbarkeit der Produkte ausreicht. Es gibt unterdessen eine sehr grosse Auswahl an ETF. Bei der Auswahl gibt es einige Merkmale, auf die man als Anleger achten sollte, auf die wir hier nicht weiter eingehen wollen.

Dimensional Funds

Dimensional Fund Advisors (Dimensional) ist eine Firma, die es seit 1982 gibt und sich darauf spezialisiert ist, die Risikoprämien evidenzbasiert zu erwirtschaften. Die Fonds sind pas-

siv verwaltet. Dimensional ist aus der University of Chicago entstanden und hat in ihrer Organisation mehrere Nobelpreisträger, wie Eugene Fama, Bob Merton und Merton Miller, die ihre Forschung einbringen. Insbesondere ist Dimensional darauf spezialisiert, die interessantesten Risikoprämien zu erwirtschaften. Dies sind insbesondere die Small-Cap- und die Value-Prämien, sowie sichere Anleihen im steilsten Segment der Zinskurve.

Ein grosser Teil der Dimensional Funds haben mittel- bis langfristig ihren Vergleichsindex, auch nach Kosten, übertroffen.

Dimensional Funds weisen folgende Vorteile auf:

- **Breitere Diversifikation:** Dimensional kauft nicht wie Indexfonds die gleichen Titel wie im Index drin sind, sondern gehen von der Grundgesamtheit der Aktien aus. In den Indizes sind meist nur grosse und evtl. noch mittelgrosse Unternehmen enthalten, die besonders liquid sind. Denn ein Indexfonds kann sich nicht leisten in weniger liquide Unternehmen zu investieren, da sie diese Unternehmen kaufen oder verkaufen müssen, wenn Anleger Gelder investieren oder abziehen. Wenn die Märkte zu wenig liquid sind, ergeben sich höhere Handelskosten und der Indexfonds hat höhere Abweichungen zum Index. Im MSCI World Index beispielsweise, sind 1644 Unternehmen enthalten (MSCI, 2016). Tatsächlich gibt es weltweit ca. 12'898 Firmen (Dimensional, 2012), die an den Börsen gelistet sind. Der Index enthält darum nur einen Teil des Gesamtmarktes und nicht die ganze Welt, wie man meinen könnte. Dimensional bildet nicht einen Index nach, sondern versucht möglichst alle Unternehmen im Markt zu kaufen. In

ihrem globalen Fonds sind ca. 6183 Titel enthalten (Dimensional 2016), also deutlich mehr als im Index. Dadurch ergibt sich eine breitere Diversifikation, wodurch die Risiken reduziert werden.

- **Tiefere Handelskosten:** Dimensional ist sehr erfolgreich darin, die Handelskosten so tief wie möglich zu halten. Dimensional investiert wie auch die Indexfonds passiv, wodurch sich das Handelsvolumen deutlich reduziert. Im Vergleich zu einem Indexfonds sind sie aber nicht daran gebunden den Index genau nachzubilden. Dadurch ergibt sich eine zusätzliche Flexibilität. Während Indexfonds genau die Titel im Index nachkaufen müssen wenn Anleger Gelder investieren oder abziehen, kann Dimensional diejenigen Titel kaufen oder verkaufen, die sie besonders günstig handeln kann. Dimensional hat beim Traden die Philosophie entwickelt *Nie den Spread überspringen*. Aktien haben immer einen Verkaufs- und einen Kaufpreis. Jede Transaktion hat einen Käufer und einen Verkäufer. Käufer und Verkäufer treffen sich dabei selten in der Mitte, meistens überspringt die eine Partei den Spread, damit die Transaktion stattfindet. Dimensional geht davon aus, dass sie die Wertschriftenpreise nicht prognostizierbar sind, die Kosten aber wichtig sind. Darum haben sie keine Eile zur Transaktion und sind auch flexibel welche Aktien sie kaufen oder verkaufen. Dimensional stellt darum Kurse am Markt und wartet, bis die Gegenseite den Spread überspringt.
- **Evidenzbasierter Fokus auf die interessantesten Risiko-prämien:** Dimensional ist sehr nahe an der Quelle der

Wissenschaft und wendet wissenschaftliche Entscheidungskriterien an. Wenn wir z. B. die Value-Prämie betrachten, gibt es mehrere Ansätze, wie Value definiert wird. Dimensional definiert Value basierend auf wissenschaftlichen Erkenntnissen, während bei der Definition bei den ETF oft sogenannte *enhanced* Indizes verwendet werden, welchen dieses Fundament fehlt und deren Definitionen aus wissenschaftlicher Sicht weniger Sinn ergeben, dafür marketingtechnisch besser funktionieren. Somit ist die erwartete Rendite in der Zukunft bei den Dimensional Funds besser.

- Marktzugang: Gewisse Risikoprämien sind mit Indexfonds schlecht abbildbar. Es gibt derzeit beispielsweise gar keine Indexfonds auf die Small Cap Value Risikoprämie, da die kleinen und günstigen Unternehmen für Indexfonds zu wenig liquide sind. Dimensional hingegen hat einen Fonds, der weltweit in die kleinen günstigen Unternehmen investiert und ca. 4324 Titel enthält. Das Gleiche gilt für Emerging Markets Value. Weiter gibt es keine Indexfonds auf sichere kurzfristige Anleihen im steilsten Segment der Zinskurve. Dimensional hat diese Art von Fonds erfunden und ist in der Lage diese Strategie kostengünstig in ihren Obligationen Fonds umzusetzen.
- Kein *Style Drift*: Indizes rebalancen typischerweise einmal pro Jahr. Wenn wir einen Small Cap Index wählen, werden in der Zeit zwischen dem Rebalancing einige kleine Unternehmen grösser geworden sein und einige grössere Unternehmen kleiner geworden sein. Es entsteht eine Abweichung – ein *Style Drift*. Dimensio-

nal trägt diesem Effekt Rechnung, indem sie fortlaufend sicherstellt, dass die Aktien der Kategorie entsprechen, statt nur periodisch.

Die Nachteile bei Dimensional sind, dass die Fonds nicht genau einem Index folgen und auch nicht so gut mit dem Index verglichen werden können wie Indexfonds.

Dimensional Funds sind ausschliesslich über von Dimensional zertifizierten Beratern verfügbar. Dimensional handhabt dies so um zu verhindern, dass ähnlich wie bei ETF das Handelsvolumen gross ist, was zusätzliche Handelskosten generieren würde. Dimensional möchte möglichst langfristige Kunden, was über einen Berater besser gewährleistet ist.

3.2.6 Sicherheitsaspekte

An dieser Stelle wollen wir auf ein paar wichtige Sicherheitsaspekte eingehen, die Investoren beachten sollten.

Passive Fonds, Indexfonds, ETF

- Wir empfehlen möglichst breit diversifizierte Anlagen zu verwenden. Nicht alle Indexfonds sind breit diversifiziert. Meistens bilden Indexfonds nur grosse und mittlere Unternehmen ab. Der SMI beispielsweise enthält nur 20 grosse und liquide Titel.
- Bei den passiven Fonds, ETF und Indexfonds ist darauf zu achten, dass es Sondervermögen sind. Hier ist eine wichtige Unterscheidung zu Indexzertifikaten zu treffen: Bei Indexzertifikaten tragen Sie ähnlich wie bei strukturierten Produkten das Bankrisiko mit. Dieses Risiko mag klein erscheinen, wenn Sie jedoch Ihr Vermö-

gen langfristig sichern wollen, ist dieses Risiko nicht zu vernachlässigen.

- Es werden physische und synthetische ETF unterschieden. Bei den physischen ETF kaufen die ETF die Titel, die im Index enthalten sind. Bei synthetischen ETF gibt es hingegen einen *Swap*, das ist ein Performance-Tausch. Obwohl auch die meisten Swap-basierten ETF recht sicher sind, empfehlen wir physische ETF und Indexfonds, welche die Titel, die im Index enthalten sind, auch tatsächlich halten.

Vermögensverwalter

- Ihr Geld sollte immer nur auf Ihrem Depot verwaltet werden. Niemals sollten Sie Geld auf ein fremdes Konto überweisen. Madoff konnte deshalb Geld von seinen Kunden stehlen, weil dieser Punkt nicht gegeben war.
- Der Vermögensverwalter soll weder rechtlich noch technisch die Möglichkeit besitzen, Geld von Ihrem Depot abzubuchen. Deshalb ist es empfehlenswert keine Vollmachten zu vergeben die weiter gehen als eine Verwaltungsvollmacht.

Depotbank

- Ihr Bankdepot sollte im Konkursfall der Bank geschützt sein. Das heisst, Ihr Depot sollte als Sondervermögen gelten. Weiter ist es ratsam keine Produkte im Portfolio zu halten, welche im unwahrscheinlichen Falle eines Bankausfalls betroffen sein könnten. Dies ist z. B. bei Indexzertifikaten oder bei strukturierten Produkten der Fall.

- Sie wollen bestimmt keinen Konkurs Ihrer Bank miterleben, auch wenn Ihre Anlagen als Sondervermögen geschützt sind. Wichtige Faktoren für die Bankstabilität sind die Eigenkapitalquote und ob die Bank ein zukunftsfähiges Geschäftsmodell hat. Weiter hat das Kreditgeschäft einen grossen Einfluss auf die Bankrisiken. Die Grösse einer Bank ist hingegen ein schlechter Indikator. Es kann nicht erwartet werden, dass Banken in Schieflage automatisch gerettet werden, insbesondere wenn die finanziellen Mittel, die zu einer Rettung erforderlich sind, besonders gross sind.

3.3 Schützen Sie Ihr Vermögen

Immer mehr Personen wissen, dass sie mit passiven Anlagen viel besser angelegt wären. Leider benötigen viele Investoren Jahre, bis sie mit einem geeigneten passiven Portfolio investiert sind. Oft sind es Bankberater, die darauf spezialisiert sind Kunden zu halten und versuchen Kunden daran zu hindern, ein passives Portfolio umzusetzen. Oft sind es aber auch die Anleger, welche unschlüssig sind, was sie tun sollen, weil die Umsetzung eines passiven Portfolios eben doch deutlich komplexer ist, als zunächst angenommen. Es kann auch für Privatanleger schwierig sein zu akzeptieren, dass sie den Markt wohl nicht schlagen können und es eine bessere Möglichkeit gibt, das Geld zu verwalten.

Es sind wertvolle Jahre, die beim Hinausschieben verloren gehen, denn jedes verlorene Jahr ist ein Verlust Ihrer Investitionsdauer. Je langfristiger Sie investieren, desto grösser ist der

Verlust von einem Jahr Investitionsdauer. Dies hat mit dem Zinseszins-Effekt zu tun. Zinseszins bedeutet, dass nicht nur das Startkapital verzinst wird, sondern auch die Gewinne aus den Vorjahren. Im zweiten Jahr ist der Zinseszins-Effekt noch klein. Längerfristig sorgt der Zinseszinseffekt jedoch für ein exponentielles Wachstum der Vermögen.

Hierzu ein einfaches Beispiel: Der Aktienmarkt lieferte historisch ca. 8 % Rendite pro Jahr. 8 % erscheint auf den ersten Blick nicht viel. Angenommen wir hätten jedes Jahr genau 8 % *Zins*, der sich aus Wertsteigerung der Aktien und den Dividenden zusammensetzt, dann ergibt sich folgende Vermögensentwicklung:

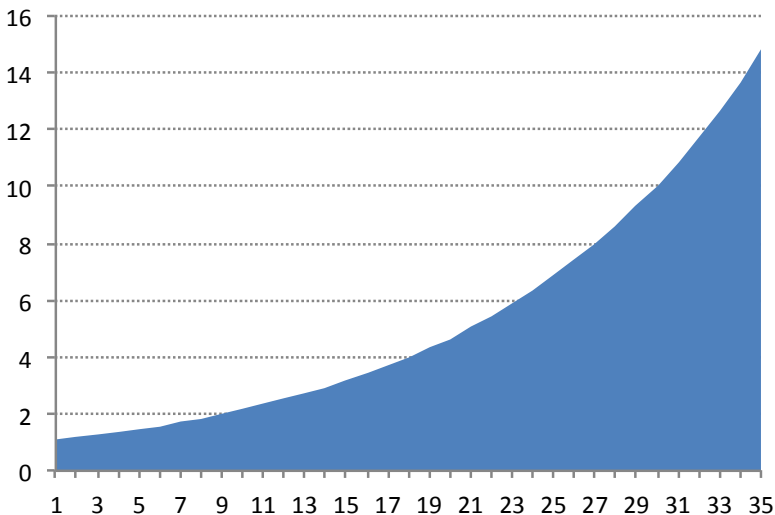


Abb: Vermögensentwicklung bei 8 % Vermögenswachstum pro Jahr.

Angenommen Sie hätten eigentlich einen Anlagehorizont von 10 Jahren, können nun aber nur noch 9 Jahre investieren, weil Sie ein Jahr durch Abwarten verloren haben, dann haben Sie insgesamt eine 16 % tiefere Performance auf Ihr Startkapital. Bei 20 Jahren sind es 34.5 % und bei 30 Jahren schon 74.5 %, nur weil Sie in einem einzelnen Jahr nicht investiert waren. Dabei spielt es keine Rolle, ob Sie das letzte Jahr oder das erste Jahr oder ein Jahr zwischendrin verpasst haben. Der Verlust eines Anlagejahres hängt also vor allem mit der gesamten Investitionsdauer zusammen. Natürlich sind 8 % nur ein geometrischer Durchschnitt und Sie haben in Ihrem Fall entweder Glück oder Pech, da der Aktienmarkt stetig schwankt. Evtl. werden die Renditen in Zukunft auch etwas tiefer sein, z. B. 6 %, wodurch sich der Zinseszinsseffekt etwas abschwächt. Da wir jedoch den Markt nicht prognostizieren können, ist das Schwanken des Marktes nicht entscheidungsrelevant. Aufgrund des Zufalls münden gute Entscheidungen nicht immer in gute Resultate und schlechte Entscheidungen nicht immer in schlechte. Tendenziell zahlen sich allerdings gute Entscheidungen langfristig aus.

Es kann Sinn machen das Geld so zu verwalten, als ob es nicht Ihr eigenes Geld wäre. Damit gewinnen Sie eine gewisse Distanz. Wie würden Sie das Geld anlegen, wenn es nicht Ihr eigenes Geld wäre, sondern z. B. das Geld Ihrer Familie oder Freunde?

Wir empfehlen Ihnen mögliche Fragen mit einem unabhängigen Honorarverwalter zu besprechen. Er kann Sie beim Wechsel unterstützen und Sie langfristig unterstützen passiv investiert zu bleiben.

3.3.1 Wann soll ich beginnen?

Anleger sind oft versucht zu sagen *der Aktienmarkt ist mir derzeit zu riskant, ich möchte erst einmal abwarten*. Leider verpassen die Anleger damit die besten Renditen. Denn die besten Renditen fallen oft in Zeiten grosser Unsicherheit an.

Betrachtet man beim SMI die 10 historisch besten und die 10 schlechtesten Tage, dann folgen 5 von 10 besten Tagen innerhalb von 14 Tagen auf einen der 10 schlechtesten Tage.

Datum	Tagesperformance
11.9.2001	-7.1%
24.9.2001	6.7%
22.7.2002	-5.6%
25.7.2002	6.5%
10.10.2008	-7.8%
13.10.2008	11.4%
15.10.2008	-5.6%
17.10.2008	6.7%
29.10.2008	6.2%

Abb.: Beste Tage, die innerhalb von 14 Tagen auf schlechteste Tage gefolgt sind, SMI 31.03.1995 bis 31.12.2015

Es spricht also einiges dafür, in turbulenten Zeiten zu investieren, und wenn man investiert ist, sollte man investiert bleiben, um den Aufschwung nach der Abwertung nicht zu verpassen. Die besten Tage zu verpassen hat einen grossen Einfluss auf die Gesamtrendite. Folgende Abbildung zeigt, wie sich CHF 1 entwickelt hätte, wenn man die besten Tage verpasst hätte.

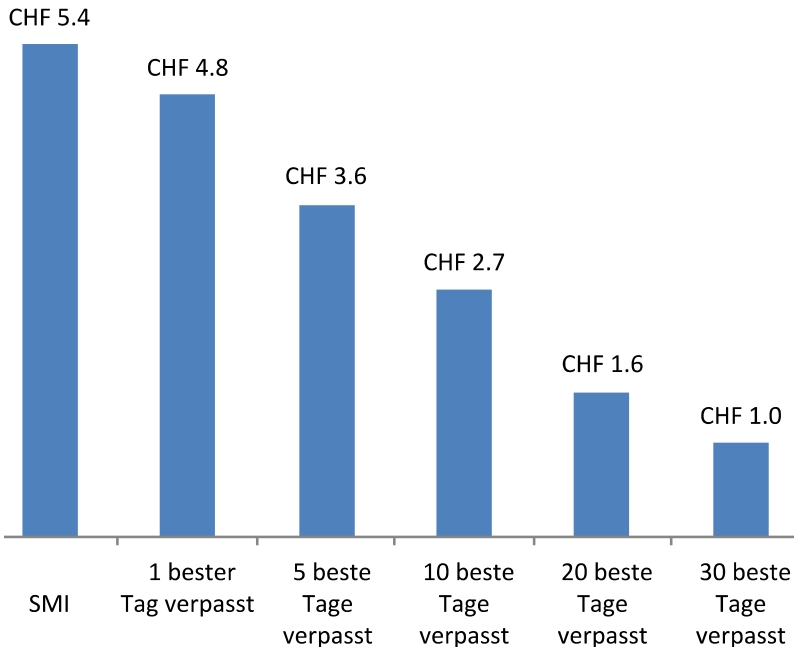


Abb.: SMI inkl. Dividenden, 31.03.1995 bis 31.12.2015, Wachstum von CHF 1. Quelle: IndexInvestor AG

Jeder verpasste gute Tag hat einen negativen Effekt auf die Gesamtrendite. Wenn man im Zeitraum 31.03.1995 bis 31.12.2015 mehr als die besten 30 Tage verpasst hätte, wäre aus der sehr guten Rendite von 9.3 % p. a. gar eine negative Gesamtrendite geworden.

Da den Anlegern die eigenen Emotionen einen Strich durch die Rechnung machen und die Versuche, den richtigen Einstiegszeitpunkt zu finden, tendenziell zu einer niedrigeren Gesamtleistung führen, empfiehlt es sich, rein sachlich vorzugehen – in Demut vor dem Markt, der immer mehr weiss als Sie. Die Anleger sind stets damit beschäftigt, wie sie den Markt

schlagen können. Tatsächlich sollten sie darum besorgt sein, dass sie nicht weniger erhalten als der Markt hergibt. Die Marktrendite ist langfristig sehr gut. Wir empfehlen die Gelder jeweils dann zu investieren, wenn sie verfügbar sind und so lange investiert zu lassen, bis sie wieder benötigt werden. Damit ist Ihre Investitionsdauer am längsten und die erwartete Rendite am höchsten.

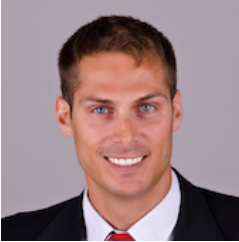
3.3.2 Nächste Schritte

Wir empfehlen Ihnen folgende Vorgehensweise:

1. Treffen Sie folgende Entscheidungen bewusst:
 1. Wer soll Ihre Gelder verwalten?
 2. Wollen Sie aktiv oder passiv anlegen?
 3. Wie wollen Sie Ihre Gelder fortan anlegen und wann soll dies geschehen?
2. Wenn Sie die Gelder über einen unabhängigen Honorarverwalter betreuen wollen:
 1. Evaluieren Sie einen passenden Honorarverwalter. Im ersten Kapitel dieses Buches haben wir erläutert, worauf man achten kann.
 2. Kontaktieren Sie den Honorarverwalter. Ein guter Vermögensverwalter wird mit Ihnen persönlich Ihre Situation sorgfältig evaluieren und mit Ihnen Ziele festlegen. Daraufhin wird er für Sie einen Investitionsplan ausarbeiten.
 3. Überlegen Sie sich gut, ob Sie sich langfristig dazu entschliessen wollen, mit diesem Vermögensverwalter zusammenzuarbeiten und wenn ja, gehen Sie mit ihm eine langfristige Zusammenarbeit ein.

Über die Autoren

Philipp P. Ochsner (lic oec. HSG)



Philipp P. Ochsner hat sich darauf spezialisiert erfolgreiche Persönlichkeiten zu unterstützen, vernünftige finanzielle Entscheidungen zu treffen. Er geht dabei beratend vor und untersucht, wo sie in Zukunft sein wollen, wo sie heute sind und wo die ganz persönlichen Herausforderungen liegen, die es zu lösen gilt, um die Ziele zu erreichen. Seine Kunden sind insbesondere renommierte Fachärzte und erfolgreiche Unternehmer. Philipp Ochsner gründete im Jahr 2007 die heutige *IndexInvestor AG*, eine unabhängige Honorarverwaltung welche die Vermögen ausschliesslich passiv verwaltet. Ziel der Vermögensverwaltung ist lediglich die anvertrauten Kundengelder sowie die Privatvermögen der Familien Ochsner und Bräm zu schützen und wachsen zu lassen. Um den Interessenskonflikt zwischen Vermögensverwalter und Kunden langfristig zu eliminieren, hat er die Vermögensverwaltung in eine Non-Profit-Organisation umgewandelt, wobei Kunden Miteigentümer werden können.

Mit der *IndexInvestor AG* gewann Philipp P. Ochsner die Preise *Wealth Manager of the Year* 2014, 2015 & 2016 – Switzerland, von *Fenice Media*. Zuvor arbeitete er bei *IBM Global Business Services* im Finanzbereich und bei *Aspediens*. Er studierte Wirtschaftswissenschaften an den Universitäten Basel und St. Gallen. In den Jahren 2013 und 2014 war er Chairman der *ETF & Indexing Investments Conference* in London.

Dr. med. H. Jakob Bräm



Dr. med. Jakob H. Bräm ist nach dem Studium der Medizin und einer Ausbildung als *Facharzt Radiologie FMH* als niedergelassener Radiologe und erfolgreicher Unternehmer in der Ostschweiz tätig. Schon als Assistenzarzt begleitete ihn in ein ausgesprochen starkes wissenschaftliches Interesse für die Finanzmärkte, welches bis heute anhält. Als Autodidakt erarbeitete er sich dabei ein grosses Wissen über *Traded Options* und Futures mit spezieller Berücksichtigung von Preismodellen und Marktanomalien. Nach über 25 Jahren Investments in diversen Bereichen wie Aktien, Rohstoffen, Optionen und Futures mit dem Versuch der Ausnutzung von Marktineffizienzen, Anomalien und Tradingsystemen, ist aus eigener Erfahrung und der Beobachtung anderer Investoren die Einsicht gewachsen, dass eine kontinuierliche Outperformance der Markttrendite praktisch nicht zu erreichen ist. Ausgiebiges Studium der modernen wissenschaftlichen Finanzliteratur bewirkte die Abkehr vom aktiven hin zum passiven Anlagestil. Hier entstand der Berührungspunkt mit der *IndexInvestor AG*, welche zuerst als Verwalter des Familien-Vermögens wirkte, anschliessend als Geschäftspartner, um eine gute und für den Anleger sinnvolle Vermögensverwaltung zu unterstützen.

Quellenverzeichnis & Indexbeschreibungen

- A. Arnäck, T. Pavitt (2011): *Guérir vos investissements, une histoire que votre banquier ne vous racontera jamais*, Editions Slatkine, Genf
- R. Arnott, N. Beck, V. Kalsnik und J. West (2015): *How Can "Smart Beta" Go Horribly Wrong?*
- C. Asness (2012): *An Old Friend: The Stock Market's Shiller P/E*, AQR Capital Management
- R. Banz (1981): *The relationship between return and market value of common stocks*, The Journal of Financial Economics
- B. Barber, T. Odean (2000): *Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors*, The Journal of Finance
- W. Bernstein (2001): *The intelligent Asset Allocator*, McGraw-Hill, New York
- U. Bhattacharya, B. Loos, S. Meyer, A. Hackenthal, S. Kaesler (2013): *The Dark Side of ETF and Index Funds*
- J. Bogle (2007): *The little book of common sense Investing*, John Wiley & Sons, New Jersey
- J. Bogle (2016): *The Index Mutual Fund: 40 Years of Growth, Change and Challenge*, Financial Analysts Journal
- G. Brinson, L. Hood, G. Beebower, (1986): *Determinants of Portfolio Performance*, Financial Analysts Journal
- M. Bullard, G. Friesen, T. Sapp (2010): *Investor Timing and Fund Distribution Channels*
- W. Buffet (2004): *Berkshire Hathaway Inc. 2004 Annual Report*, berkshirehathaway.com

- A. Calaprice (2010): *The Ultimate Quotable Einstein*, Princeton University Press, Princeton, Oxford
- A. Clare, N. Motson (2010): *Do UK retail investors buy at the top and sell at the bottom?* Cass Business School
- Dalbar (2010): *Quantitative Analysis of Investor Behaviour (QAIB)*
- D. Dichev, G. Yu (2010): *Higher risk, lower returns: What hedge fund investors really earn*, Journal of Financial Economics
- Dimensional Fund Advisors (2016): *Dimensional Fund Advisors – Eine Übersicht*, eu.dimensional.com
- Dimensional Fund Advisors (2012): *Introduction to Dimensional*, Dimensional Fund Advisors
- R. Dimson, P. Marsh, M. Staunton (2002): *Triumph of the Optimists*, Princeton University Press, Chichester
- C. Erb, C. Harvey (2006): *The Strategic and Tactical Value of Commodity Futures*, Financial Analysts Journal
- ETF Global Insight (2016): *ETF and ETP Growth*, etfgi.com
- R. Foster, S. Kaplan (2001): *Creative Destruction: Why Companies that are Built to Last Underperform the Market-and How to Successfully Transform Them*, New York: Doubleday
- M. Getmansky, P. Lee, A. Lo (2015) *Hedge Funds: A Dynamic Industry In Transition*, Annual Review of Financial Economics
- D. Goldie und G. Murray (2011): *The Investment Answer*, Piatkus, London
- B. Graham (1973): *The Intelligent Investor*, Harper, New York

- E. Fama (1965): *The Behaviour of Stock Market Prices*, The Journal of Business
- E. Fama (1970): *Efficient Capital Markets: A review of Theory and Empirical Work*, Journal of Finance
- E. Fama (1984): *The Information in the Term Structure*, Journal of Economics
- E. Fama, K. French (1993): *Common risk factors in the returns on stocks and bonds*, Journal of Financial Economics
- FMI (2008): Strauss-Kahn: la crise financière est „derriere nous“, <http://tempsreel.nouvelobs.com/economie/20080515.OBS4027/strauss-kahn-la-crise-financiere-est-derriere-nous.html>
- Le Figaro / AFP (2008): la crise financière va empirer selon DSK, <http://www.lefigaro.fr/flash-actu/2008/12/12/01011-20081212FILWWW00230-la-crise-va-empirer-selon-dsk.php>
- A. Goyal, S. Wahal (2008): “The Selection and Termination of Investment Managers by Plan Sponsors,” Journal of Finance
- T. Hale (2009): *Smarter Investing: Simple Decisions for Better Results*, 2nd ed., Pearson Education, Harlow U.K.
- R. Hall, S. Woodward (2008): The Burden of the Nondiversifiable Risk of Entrepreneurship, American Economic Review
- C. Harvey, Y. Liu, H. Zhu (2015): ... *and the cross-section of expected returns*, review of financial studies
- J. Heaton, N. Polson, J. Witte (2015): *Why Indexing Works*
- H. Hong, M. Yogo (2012) What does futures market interest tell us about the macroeconomy and asset prices?, Journal of Financial Economics

- S. Hessel, K. Rousenhorst, R. Wessels (1995): *The structure of International Stock Returns and the Integration of Capital Markets*, Journal of Empirical Finance
- Illmanen (2011): *Expected Returns*, Wiley Finance, Sussex, UK
- Jones, Rhodes-Kropf (2003) The price of diversifiable risk in venture capital and private equity, Working paper, Columbia University.
- S. Kaplan, A. Schoar (2005): *Returns, Persistence and Capital Flows*, The Journal of Finance
- F. Kinniry, C. Jaconetti M. Joseph, und Y. Zilbering (2015): *Quantifying Vanguard's Adviser's Alpha: Putting a value on your value*
- P. Knez und M. Ready, (1997): *On the Robustness of Size and Book-to-Market in the Cross Sectional Regressions*, Journal of finance 1997
- J. Lerner, F. Hardymon, A. Leamon (2004) *Venture capital and private equity: A casebook*, 3rd edition, John Wiley & Sons.
- Ljungqvist, M. Richardson (2003): *The Cash Flow, Return and Risk Characteristics of Private Equity*, NYU, Finance Working Paper
- B. Malkiel (2012): *A Random Walk Down Wall Street*, J. New York, N. N. Norton & Company, Inc.
- T. Moskowitz A. Vissing-Jørgensen (2002): *The Return to Entrepreneurial Investment: A Private Equity Premium Puzzle?*, American Economic Review
- H. Nejat Seyhu (1994): *Stock Market Extremes and Portfolio Performance*, University of Michigan

- K. Nielson (2008) The return to Pension Funds Private Equity Investments, New Evidence on the Private Equity Premium Puzzle, Hong Kong University of Science & Technology
- P. Ochsner (2015): *Diesen ETF würde ich kaufen*, indexinvestor.ch
- L. Phalippou, O. Gottschalg (2009) The Performance of Private Equity Funds," Review of Financial Studies
- C. Philips, F. Kinniry (2010): *Mutual fund ratings and future performance*, vanguard.com
- Pictet (2015): *The Performance of Shares and Bonds in Switzerland (1926 – 2015): Update*, pictet.ch
- C. Richards (2012): *The Behaviour Gap*, Penguin Group, New York
- W. Sharpe (1975): *Likely Gains from Market Timing*, Financial Analysis Journal
- W. Sharpe (1991): *The Arithmetic of Active Management*, Financial Analysts Journal, 47(1), 7 – 9.
- P. Samuelson (1965): Proof that Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly, Industrial Management Review
- L. Swedroe (2015): *Why Indexing wins*, ETF.com
- Vanguard (2012): Assessing endowment performance: The enduring role of low-cost investing, vanguard.com
- Vanguard (2015): *The Case for Indexing for Swiss Investors*, vanguard.ch
- R. Sinha, V. Jog (2005): *Fund flows and performance*

Indexbeschreibungen

- **Barclays Aggregate Bond Index:** Berechnet von Barclays Capital, enthält Amerikanische Investment-Grade Anleihen, d. h. Anleihen, die mit minimalen Anlagerisiken betrachtet werden.
- **CRSP 1 – 10 INDEX:** *CRSP Decile 1 – 10 Index*, herausgegeben vom *Center for Research in Security Prices*, University of Chicago. Juli 1962 bis heute: *CRSP Dezile 1 – 10*, basierend auf Unternehmensgrösse, vierteljährlich rebalanced, alle Börsen; CRSP-Markindex als Mittel von CRSP 1 bis CRSP 10. Januar 1926 bis Juni 1962: NYSE; halbjährlich rebalanced.
- **Dimensional Global Large Value Index:** Januar 1994 bis heute, zusammengestellt von *Dimensional Fund Advisors* unter Verwendung von *Bloomberg securities data*. Der Index besteht aus Large-Cap-Unternehmen deren relativer Preis sich in den niedrigsten 30 % der Large-Cap-Unternehmen in ihren Ländern befinden, unter Ausschluss von staatsnahen Unternehmen und Unternehmen mit negativen oder fehlenden Daten zum relativen Preis. Der Index übergewichtet Unternehmen mit kleinerer Kapitalisierung, niedrigerem relativem Preis und höherer Profitabilität. Der Index schliesst Unternehmen mit niedrigster Profitabilität und dem höchsten relativen Preis in der Grundgesamtheit des jeweiligen Landes aus. Profitabilität wird gemessen am Betriebsergebnis vor Abschreibung und Amortisation, abzüglich Zinsausgaben im Vergleich zum Buchwert. Ausnahmen: REITs und Investmentgesellschaften. Der Index wurde nachträglich von *Dimensional Fund Advisors* be-

rechnet und existierte nicht vor April 2008. Die Kalkulationsmethodologie für den *Dimensional Large Cap Value Index* wurde im Januar 2014 angepasst, um Profitabilität im Index zu integrieren.

Januar 1975 bis Dezember 1993: *Fama/French International Value Country Indizes* und *Fama/French US Large Value Research Index* kapitalmarktgewichtet kombiniert.

- **Dimensional Global Small Index:** 1994 bis heute, zusammengestellt von *Dimensional Fund Advisors* unter Verwendung von *Bloomberg securities data*. Kapitalmarktgewichteter Index von kleinkapitalisierten Unternehmen der qualifizierten Märkte unter Ausschluss derjenigen Unternehmen mit niedrigster Profitabilität und dem höchsten relativen Preis. Profitabilität wird gemessen am Betriebsergebnis vor Abschreibung und Amortisation abzüglich Zinsausgaben im Vergleich zum Buchwert. Ausnahmen: REITs und Investmentgesellschaften. Der Index wurde nachträglich von *Dimensional Fund Advisors* berechnet und existierte nicht vor April 2008. Die Kalkulationsmethodologie für den *Dimensional Large Cap Value Index* wurde im Januar 2014 angepasst um Profitabilität im Index zu integrieren.
- Juli 1981 bis Dezember 1993: *Dimensional US Small Cap Index* und *Dimensional International Small Cap Index* kombiniert unter Verwendung von kleinkapitalisierten Portfoliogewichtungen. (Quelle: Compustat, Bloomberg, University of Chicago Center for Research in Security Prices.)
- Januar 1970 bis Juni 1981: 50 % *Dimensional US Small Cap Index*, 50 % *Dimensional International Small Cap Index*.

- **Dimensional Global Targeted Value Index:** Januar 1994 bis heute: Zusammengestellt von *Dimensional Fund Advisors* unter Verwendung von *Bloomberg securities data*. Widerspiegelt einen Index von kleinen und mittleren Unternehmen mit einem niedrigen relativen Preis. Kleine und mittlere Unternehmen mit einem niedrigen relativen Preis sind diejenigen, deren relativer Preis in den unteren 50 % der Grundgesamtheit ihrer Länder nach Ausschluss von staatsnahen Unternehmen und Unternehmen mit negativen oder fehlenden Angaben zum relativen Preis. Der Index schliesst Unternehmen mit der niedrigsten Profitabilität und dem niedrigsten relativen Preis im Vergleich zur Grundgesamtheit der *Targeted Value Unternehmen* im jeweiligen Land aus. Ausnahmen: REITs und Investmentgesellschaften. Der Index wurde nachträglich von *Dimensional Fund Advisors* berechnet und existierte nicht vor April 2008. Die Kalkulationsmethodologie für den *Dimensional Large Cap Value Index* wurde im Januar 2014 angepasst, um Profitabilität im Index zu integrieren.

Januar 1982 bis Dezember 1993: Konstruiert unter Verwendung von Kapitalmarktgewichtung aus dem *Dimensional US Targeted Value Index* und einem *International Targeted Value Index*
- **HRFX-Global-Hedge-Fonds-Index:** Ein Index der die Wertentwicklung von Hedge Funds messen soll, berechnet von HFR
- **MSCI WORLD INDEX©:** *MSCI World Index* (inkl. Dividenden) MSCI 2015, alle Rechte vorbehalten. Ohne schriftliche Bestätigung oder Erlaubnis durch MSCI dürfen diese Informationen oder anderes geistiges Eigentum von MSCI

nur für interne Zwecke verwendet werden, dürfen nicht nachgebildet oder verfeinert werden und dürfen nicht dazu benutzt werden um finanzielle Instrumente, Produkte oder Indizes zu erstellen. Diese Informationen werden ohne Mängelgewähr angeboten und der Benutzer dieser Information übernimmt das ganze Risiko aus einer Verwendung dieser Informationen. Weder MSCI noch jegliche Drittpartei, die involviert ist die Daten zu berechnen oder zusammenzustellen, gibt weder explizite oder implizite Gewähr, Stellungnahme oder Garantien betreffend den MSCI Index zugehörigen Daten. In keinem Fall wird MSCI oder eine Drittpartei eine Verantwortlichkeit für jegliche direkte, indirekte, spezielle, bestrafende, erfolgende oder jegliche andere Schäden (inklusive entgangene Gewinne) betreffend Verwendung jeglicher Informationen übernehmen.

- **MSCI Switzerland Index©:** Der *MSCI Switzerland Index* wurde konstruiert, um die Performance von grossen und mittleren Unternehmen im schweizerischen Aktienmarkt zu messen. Mit 40 Titeln widerspiegelt er ca. 85 % der Marktkapitalisierung in der Schweiz.
- **S&P-500-Index:** Der *S&P-500-Index* enthält 500 grosse Titel in den USA, die an der NYSE oder Nasdaq gelistet sind, und liquide Titel des US-Aktienmarktes, herausgegeben von *Standard & Poor's Index Services Group*. (*Standard & Poor's®*, *S&P®*, *S&P-500®*, *Standard & Poor's 500®*, und 500 sind Handelsmarken von *McGraw-Hill Companies Inc.* und wurden von *Dimensional Fund Advisors* lizenziert.)
- **Schweizer Aktien 1926 – 2015:** Reflektiert ein diversifiziertes Aktienportfolio, inklusive Dividendenerträgen, aus

verschiedenen Indizes, von Pictet nachkonstruiert. Daten: Rätzer (1983) für die Jahre 1926 – 1959, Huber (1986) für die Jahre 1960 – 1983 (stammend vom SBC-Index mit zusätzlich hereingerechneten Dividendenerträgen), Pictet-Index 1984 – 1991 einschliesslich Dividenden und ab 1992 der *Swiss Performance Index* (SPI).

- **Shiller Real Estate Index:** Berechnet von Standard & Poors, basierend auf dem Verkauf von Einfamilienhäusern in den USA
- **SMI®:** Der *Swiss Market Index* widerspiegelt die 20 grössten und liquidesten Titel in der Schweiz. Der SMI enthält keine Dividenden. Die Version mit Dividenden ist der SMIC. Den SMI gibt es seit dem 30. Juni 1888, den SMIC seit dem 31.03.1995.
- **SPI®:** Der *Swiss Performance Index* misst die Wertentwicklung von Schweizer Aktien. Er enthält praktisch alle an der SWX gehandelten Aktien.
- **SPI Extra®:** Dieser Index enthält die kleinen und mittleren Unternehmen des Schweizer Aktienmarkts. Er geht bis zum 31.12.1999 zurück.

Fachwortverzeichnis

- **Anlageklassen:** eine Gruppe von Wertpapieren welche ähnliche Eigenschaften aufweisen, z. B. kurzfristige Staatsobligationen.
- **Aktie:** ein Anteil an einer Firma. Es werden börsengehandelte Aktien und Aktien, welche nicht an den Börsen gehandelt werden, unterschieden. Firmen, die an der Börse gehandelt werden, müssen einigen Anforderungen gerecht werden und eine gewisse Grösse aufweisen, um zum Handel zugelassen zu werden.
- **Aktienmarkt:** eine Plattform auf der Unternehmensanteile gehandelt werden.
- **Aktive Vermögensverwaltung** Vermögensverwaltung unter der Prämisse, dass Marktpreise falsch oder vorhersehbar sind. Es wird versucht, die richtigen Wertpapiere im richtigen Moment zu kaufen und verkaufen.
- **Anleihen:** auch Obligationen oder festverzinsliche Wertpapiere genannt, sind Schuldverschreibungen, typischerweise mit einem festen Zinssatz und der Absicht, das Geld am Ende der Laufzeit zurückzubezahlen.
- **Asset Allokation:** die Aufteilung der verschiedenen Anlageklassen im Portfolio.
- **Bonität:** Kreditwürdigkeit eines Schuldners – die Fähigkeit eine Schuld zurückzubezahlen.
- **Börsenkapitalisierung:** ergibt sich aus der Anzahl der Aktien, die an der Börse gehandelt werden, multipliziert mit dem Preis.
- **Fundamentaldaten:** Fundamentaldaten wie z. B. das Kurs–Gewinn–Verhältnis setzen die Marktpreise in Relation mit der tatsächlichen Wirtschaftskraft einer Unternehmung.

- **Marktanomalie:** Ausdruck für ein Fehlverhalten/Inneffizienz des Marktes.
- **Effiziente Märkte:** bedeutet, dass Märkte alle verfügbaren Informationen bereits im Marktpreis enthalten haben und deshalb die zukünftige Entwicklung als zufällig zu betrachten ist.
- **Courtage:** Transaktionsgebühren, welche von der Bank in Abzug gebracht werden.
- **Depotbank:** Bank, bei welcher die Vermögen deponiert werden.
- **Dimensional Fund Advisors:** eine im Jahr 1982 gegründete Firma, welche sich darauf spezialisiert hat, die Risikoprämien in breit diversifizierten, passiven Fonds kostengünstig zu erwirtschaften.
- **Diversifikation:** Streuung der Anlagevermögen auf eine Vielzahl von Anlagen.
- **ETF:** Exchange Traded Fonds (börsengehandelte Fonds), sind meistens Indexfonds, die an der Börse wie Aktien gehandelt werden können.
- **Faktoren:** Auswahlkriterium, um aus dem Gesamtmarkt einen Teilmarkt auszuwählen, der bestimmte Eigenschaften haben soll.
- **Fonds:** ein Fonds bündelt das Geld von Anlegern in einem Sondervermögen. Die Fondsverwaltung legt das Geld für die Anleger nach festgelegten Prinzipien an. Anleger können Fondsanteile zeichnen und sind so indirekt Eigentümer der im Fonds gehaltenen Anlagen.
- **Fundamentaldaten:** Fundamentaldaten eignen sich, um zu bestimmen, ob die Aktienpreise im Vergleich mit betriebswirtschaftlichen Kennzahlen eher auf Wachstumsaktien oder auf Wertaktien hindeuten.

- **Futures:** Finanzkontrakte, welche den Käufer verpflichten in Zukunft etwas zu kaufen oder zu kaufen, wie z. B. einen physischen Rohstoff.
- **Hedge Fonds:** Alternative Anlagen, welche versuchen Markteffizienzen durch aktives Trading auszunutzen. Diese verwenden oft Terminkontrakte/Hebelprodukte.
- **Honorarverwalter:** ein Vermögensverwalter, der ausschliesslich vom Kunden bezahlt wird und keine Retrokommissionen o. ä. kassiert. Damit hat er deutlich weniger Interessenskonflikte.
- **Hypothek:** der Hypothekennehmer tritt Rechte an einer Immobilie ab, um im Gegenzug Geld für die Finanzierung der Immobilie gegen eine Zinszahlung zu erhalten.
- **Idiosynkratisches Risiko:** Klumpenrisiko, welches durch den Besitz eines einzelnen Unternehmens, welches den Hauptteil des Vermögens ausmacht, resultiert.
- **Illiquidität:** bei illiquiden Anlagen besteht eine Schwierigkeit, die Anlagen kurzfristig zu verkaufen.
- **Index:** ein Index misst die allgemeine Marktentwicklung eines Teilmarktes des globalen Marktgeschehens.
- **Indexfonds:** Indexfonds enthalten möglichst diejenigen Wertschriften, welche im Index enthalten sind, um möglichst die gleiche Wertentwicklung mitzumachen wie der Referenzindex. Indexfonds sind typischerweise Sondervermögen.
- **Inflation:** die Entwertung der Währung, welche hauptsächlich dadurch entsteht, dass die Regierung Geld druckt und in den Umlauf bringt.
- **Korrelation:** ein Mass dafür, wie ähnlich sich Wertpapiere verhalten. Ist die Korrelation hoch, dann verhalten sich die Wertschriften sehr ähnlich, ist die Korrelation null, verhal-

ten sich die Wertpapiere unabhängig voneinander und wenn die Korrelation negativ ist verhalten sie sich tendenziell gegenteilig.

- **Large Cap:** Unternehmen mit grosser Börsenkapitalisierung.
- **Laufzeit:** Ein Mass dafür, wann eine Anleihe wieder zurückbezahlt wird.
- **Marktrendite:** die Wertentwicklung eines Marktes, z. B. des Schweizer Aktienmarktes insgesamt.
- **Marktrisiko- und Ertragsprämie:** beschreibt die Risiko- und Ertragscharakteristika eines Aktienmarktes.
- **Momentum:** Beschreibt den Effekt, dass Wertpapiere die kurzfristig gestiegen sind dazu tendieren, eine Weile weiter zu steigen und umgekehrt.
- **Obligationen:** s. Anleihen
- **Passive Vermögensverwaltung:** Vermögensverwaltung unter der Berücksichtigung, dass der Markt mehr weiss als der einzelne Anleger. Statt zu versuchen den Markt zu schlagen, wird der Markt als Verbündeter betrachtet, welcher die Wertschriftenpreise fair ermittelt und eine Risikoprämie generiert.
- **Private Equity:** Aktien von Unternehmen, die nicht an der Börse kotiert sind.
- **Rebalancing:** das Wiederherstellen der Assetallokation, nachdem sich Wertpapierpreise verschoben haben, hauptsächlich um die Risiken auf dem für den Anleger passenden Niveau zu halten.
- **Referenzindex:** s. Vergleichsindex.
- **Retrokommissionen:** Rückvergütungen, welche dem Vermögensverwalter für die Wahl eines Produktes oder einer

Dienstleistung erbracht werden, z. B. auf Fonds, Strukturierte Produkte, Depot, Transaktionen bei der Bank.

- ***Regression zum Mittelwert:*** beschreibt den Effekt, dass Werte, die vom langfristigen Mittel abweichen, wiederum zum Mittelwert zurückkehren werden.
- ***REIT:*** Real Estate Investment Trusts halten Immobilien, die Einkommen generieren, in einem steuerbegünstigten Mantel.
- ***Risikoprämie:*** beschreibt den Zusammenhang zwischen Risiko und Prämie. Wertpapiere, die eine Risikoprämie enthalten, weisen einerseits ein Risiko und andererseits eine Prämie auf, was bedeutet, dass es eine gewisse Unvorhersehbarkeit gibt (Risiko) und spätestens langfristig eine Prämie (Rendite) herauszuschauen sollte.
- ***Rollgewinne / Rollverluste:*** Gewinne oder Verluste, die dadurch entstehen, dass der vereinbarte zukünftige Preis vom tatsächlichen Preis, der sich in Zukunft einstellt, abweicht.
- ***Shiller-PE:*** eine Masszahl, welche die Börsenkapitalisierung einer Firma durch das über 10 Jahre gemittelte Betriebsergebnis dividiert. Durch die Mittelung über 10 Jahre sollen kurzfristige Schwankungen im Betriebsergebnis ausgeglichen werden. Ursprünglich wurde die Kennzahl von Benjamin Graham erfunden (PE 10).
- ***Small Cap:*** Aktien von Gesellschaften mit kleiner Börsenkapitalisierung.
- ***Spekulative Rendite:*** Rendite, die durch Spekulation entsteht, d. h. damit jemand die Rendite einfährt, muss ein anderer verlieren.
- ***Spekulieren:*** der Versuch, die richtigen Wertschriften zur richtigen Zeit zu kaufen und verkaufen.

- **Spread:** die Preisdifferenz zwischen Kaufpreis und Verkaufspreis, beispielsweise bei Währungen oder bei Aktien.
- **Staatsanleihen:** Schuldverschreibungen des Staates, beinhalten normalerweise einen Zins und ein Rückzahlungsdatum.
- **Start-up** ein neues Unternehmen, typischerweise nicht an der Börse kotiert.
- **Stempelsteuer:** Steuern, die für den Kauf und Verkauf von Wertschriften an der Börse anfallen.
- **Strukturierte Produkte:** Produkte, welche typischerweise von Banken herausgegeben und meistens für die Banken vorteilhafte Wahrscheinlichkeiten und für den Kunden erhebliche Risiken aufweisen können, welche aber durch eine komplizierte Strukturierung der Produkte kaschiert werden oder für den Kunden vorteilhaft erscheinen, obwohl normalerweise das Gegenteil der Fall ist. Normalerweise gehen Strukturierte Produkte in die Bankbilanz und sind deshalb bei einem Konkurs der Bank nicht als Sondervermögen geschützt.
- **Survivorship-Bias:** wenn nur überlebende Fonds mit dem Index verglichen werden, dann ergibt sich ein falsches / zu gutes Bild – ein Survivorship-Bias.
- **Swap:** die Rendite einer Anlage wird mit der Rendite einer anderen Anlage getauscht. Damit kann man z. B. einen Aktienkorb mit europäischen Aktien halten und die Rendite von indischen Aktien erhalten. Diese Technik wird z. B. bei synthetischen ETF eingesetzt.
- **Synthetische ETF:** enthalten nicht diejenigen Aktien im Sondervermögen, die im Index drin sind, sondern andere Wertpapiere, kombiniert mit einem Swap.

- **Terminkontrakt:** eine standardisierte Vereinbarung ein Geschäft in der Zukunft zu tätigen, z. B. den Kauf von Aluminium zu einem festgelegten Zeitpunkt zu einem festgelegten Preis.
- **Value:** Wertansatz, steht für diejenigen Unternehmen, die gemessen an den Fundamentaldaten einen tiefen Preis haben, insbesondere bestehen ein tiefes Marktwert-/Buchwertverhältnis und eine hohe Profitabilität.
- **Verhaltenslücke:** beschreibt den Effekt, dass insbesondere Privatanleger zum falschen Zeitpunkt ein- und aussteigen und damit deutlich schwächere Renditen erwirtschaften als wenn sie immer investiert bleiben würden.
- **Verlust-Aversion:** beschreibt den Effekt, dass Anleger Verluste nur schwer annehmen können. Das positive Gefühl eines Gewinns ist schwächer als das negative Gefühl eines Verlustes.
- **Vergleichsindex:** anhand vom Vergleichsindex, auch Referenzindex oder Benchmark, kann gemessen werden, ob ein aktiv verwaltetes Vermögen den Markt schlagen konnte oder nicht.
- **Volatilität:** ein Mass für die Wertschwankung eines Wertpapiers / eines Aktienmarktes.
- **Wertpapier:** eine Urkunde, welche ein privates Recht verbrieft. Die Abwicklung erfolgt heute normalerweise nur noch elektronisch, die physischen Wertpapiere werden z. B. bei der SEGA Intersectle hinterlegt.
- **Yale Stiftung:** verwaltet die Gelder der Yale-Universität und wurde sehr bekannt, weil sie über längere Zeit den Markt übertreffen konnte, im Jahr 2009 gab es allerdings einen Verlust von 30 %.

- **Zinseszins:** *der Effekt, dass der Zins wiederum verzinst wird, welcher Vermögen exponential wachsen lässt, was bedeutet, dass zunächst das Wachstum klein ist und immer grösser wird, sodass es über ausreichend lange Zeiträume ins Unvorstellbare wächst, wobei jedes einzelne Jahr als das wertvollste Jahr betrachtet werden kann.*

Learn how you protect your wealth, let it grow safely and how you can make the financial industry make working in your best interest. This book is written in an universally understandable English. The findings are simple and easy to implement and can lead to a great improvement of your Wealth. The reader gets well informed about potential risks and receives an overview of numerous studies examining ways of investment and their performance, partly with perplexing results

Citation 1 from a professor or newspaper journalists

Citation 2 from a professor or newspaper journalists

Citation 3 from a professor or newspaper journalists

Lernen Sie, wie Sie Ihr Vermögen schützen, es sicher wachsen lassen und Ihre Interessen gegenüber den Banken durchsetzen. Dieses Buch ist auch für Laien verständlich geschrieben. Die Schlussfolgerungen sind einfach und leicht umzusetzen und können zu einer grossen Verbesserung der Anlagestrategie führen. Insbesondere wird der Leser auf potenzielle Anlagerisiken hingewiesen und erhält eine Übersicht über die Ergebnisse zahlreicher internationale Studien, die verschiedene Anlageformen untersucht und deren Performance verglichen hat, mit zum Teil verblüffenden Ergebnissen.

Plus about three citation of someone who likes the book and is an opinion leader (Professor or newspaper journalist)

Citation 1

Citation 2

Citation 3