

Dr. Alexis Eisenhofer



WENN SIE MEHR ALS 120 IQ-PUNKTE HABEN,  
KÖNNEN SIE DIE RESTLICHEN VERKAUFEN.  
(WARREN BUFFETT)

# ÜBERRENDITE

Einfach mehr verdienen

FBV

$[p_{ij} \cdot \sigma_i \cdot \sigma_j \cdot x_i \cdot x_j]$

$\chi^2 = \sigma^2 - \sigma^2$   
 $\chi^2 = \sigma^2 + \sigma^2 - 2\sigma^2$

$S = \frac{1}{n-1} X^T X^*$

Dr. Alexis Eisenhofer

# ÜBERRENDITE

Dr. Alexis Eisenhofer

# ÜBERRENDITE

Einfach mehr verdienen

FBV

**Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek**

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://d-nb.de> abrufbar.

**Für Fragen und Anregungen:**

[info@finanzbuchverlag.de](mailto:info@finanzbuchverlag.de)

1. Auflage 2017

© 2017 by FinanzBuch Verlag,

ein Imprint der Münchner Verlagsgruppe GmbH

Nymphenburger Straße 86

D-80636 München

Tel.: 089 651285-0

Fax: 089 652096

Alle Rechte, insbesondere das Recht der Vervielfältigung und Verbreitung sowie der Übersetzung, vorbehalten. Kein Teil des Werkes darf in irgendeiner Form (durch Fotokopie, Mikrofilm oder ein anderes Verfahren) ohne schriftliche Genehmigung des Verlages reproduziert oder unter Verwendung elektronischer Systeme gespeichert, verarbeitet, vervielfältigt oder verbreitet werden.

Die im Buch veröffentlichten Ratschläge wurden von Verfasser und Verlag sorgfältig erarbeitet und geprüft. Eine Garantie kann dennoch nicht übernommen werden. Ebenso ist die Haftung des Verfassers beziehungsweise des Verlages und seiner Beauftragten für Personen-, Sach- und Vermögensschäden ausgeschlossen.

Lektorat: Hella Neukötter

Umschlaggestaltung: Laura Osswald

Umschlagabbildung: Hannes Mercker

Satz: Carsten Klein, München

Druck: GGP Media GmbH, Pößneck

Printed in Germany

ISBN Print 978-3-95972-004-5

ISBN E-Book (PDF) 978-3-86248-977-0

ISBN E-Book (EPUB, Mobi) 978-3-86248-978-7

Weitere Informationen zum Verlag finden Sie unter

**[www.finanzbuchverlag.de](http://www.finanzbuchverlag.de)**

# Inhalt

Vorwort .....	7
Einleitung .....	9
Haushalte, Unternehmen und das Finanzsystem .....	13
Besonderheiten der institutionellen Kapitalanlage .....	17
Der Finanzmarkt in Zahlen .....	23
Die Börse als Schönheitswettbewerb .....	31
Die Marktarithmetik .....	35
Risiko und Risikoprämien .....	39
Die Bedeutung des Anlagehorizonts .....	43
Die Effizienzmarkthypothese .....	45
Wissenschaftliche Renditeanomalien .....	47
Technische Aktienanalyse .....	51
Zur Prognosegüte bei Daytrading .....	57
Das Fondsmanagerparadoxon .....	63
Ex-post-Verzerrung von Renditen .....	65
Der falsche Guru .....	69

Typische Verhaltensfehler von Anlegern .....	71
Frauen versus Männer .....	75
Fondsratings und Analystenempfehlungen .....	77
White-Label-Finanzprodukte und unabhängige Vermögensverwalter .....	81
Der systemimmanente Zwang zum Beschwichtigen ....	87
Öffentliche und private Informationen. ....	89
Der Anlageerfolg von Warren Buffett .....	93
Langfristige Werttreiber des Aktienmarkts. ....	103
Fazit .....	111
Abbildungs- und Literaturverzeichnis. ....	117
Anmerkungen. ....	125

# Vorwort

In dem vorliegenden Buch sind Gedanken und Erfahrungen zusammengefasst, die ich in den letzten 25 Jahren als Student und Doktorand der Kapitalmarktforschung, als Investor und als Unternehmer am Kapitalmarkt gesammelt habe. Unser Unternehmen *financial.com* entwickelt und betreibt Wertpapierinformations- und Wertpapierhandelssysteme. Als Technologiepartner von *Thomson Reuters* arbeiten wir täglich mit den weltweit führenden Finanznachrichten und Daten.

Ausgangspunkt für dieses Buch war die Bitte meiner Kollegen, Finanzwissen unseren technischen Kollegen in einer Präsentation zu vermitteln. Schnell war klar, dass ich dies nur in einem Buch zusammenschreiben kann. Ich wäre sehr stolz, wenn ich mit diesem Buch bei vielen meiner Kolleginnen und Kollegen neben der Wissensvermittlung auch eine Leidenschaft für das Thema Börse entfachen kann. Ohne ihre technische Unterstützung wäre ich nichts, und hoffentlich kann ich ihnen mit diesem Buch etwas zurückgeben.

Die wichtigsten beiden Leser meines Buchs, für die alleine ich es bereits geschrieben hätte, sind unsere Kinder Franz (5 Jahre) und Elsa (3 Jahre). Zu wissen (oder zu hoffen), dass sie in 20 Jahren das Buch in die Hand nehmen werden und meine Gedanken zum Thema Kapitalmarkt lesen, ist mein größter Ansporn.

Ich bedanke mich bei allen Weggefährten, die mich in den letzten 25 Jahren begleitet haben. Viele werden bei der Lektüre auch ihre Erfahrungen wiederfinden, weil wir diese gemeinsam erlebt haben.

München, August 2016



# Einleitung

Die Aufgabe eines Portfoliomanagers besteht darin, durch kluge Anlageentscheidungen einen Mehrwert gegenüber einer passiven Anlage in einen Index zu erzielen. Welche Anlagestrategien gut sind und solche *Überrenditen* ermöglichen, ist das zentrale Thema einer ganzen Industrie sowie einer ganzen Wissenschaft. Es fällt auf, dass sich in der Finanzbranche sehr viele kluge Menschen bewegen, die größtenteils allerdings selbst nicht außergewöhnlich reich sind. Tatsächlich erzielen sie meistens nur gewöhnliche Renditen, die auch nicht besser als die Renditen von Privatanlegern sind.

Oft trifft man sehr gut ausgebildete Naturwissenschaftler, die komplexe Probleme mit mathematischen Formeln lösen können. Durch ihre Methodenstärke haben sie oft ein übersteigertes Selbstvertrauen und glauben an eine vollständige Kontrolle des Zufalls. Aufgrund ihrer Neigung zur analytischen Eleganz treffen sie manchmal Annahmen, die nicht real sind.

Der Glaube an besonders kluge Portfoliomanager veranlasst Millionen Kleinsparer weltweit, insgesamt 74 Billionen US-Dollar in 122.000 Fonds zu investieren. Dass es nur 52.000 börsennotierte Unternehmen gibt, von denen eigentlich nur 5.000 genügend Aktien für den Börsenhandel haben, zeigt das besondere Gewicht von Fondsmanagern in der Finanzbranche. Jeder Fondsmanager entwirft seine eigene Strategie, mit der er besser als alle anderen sein möchte.

Oftmals werden Fondsmanagern durch Gesetze zu enge Grenzen gesetzt, weswegen eine Zielverfehlung nicht zwangsläufig mit einer schlechten Leistung gleichzusetzen ist. Komplexe Anlagerichtlinien, die in guter Absicht getroffen wurden, stehen aber einer Überrendite im Weg. An der Börse ist Flexibilität sehr wichtig. Gerade hier haben Privatanleger einen großen Vorteil gegenüber institutionellen Anlegern. An der Börse fressen nicht die Großen die Kleinen, sondern die Schnellen fressen die Langsamen.

Immer mehr Privatanleger vertrauen passiven Produkten (Indexfonds) oder nehmen die Kapitalanlage selbst in die Hand, insbesondere infolge des Booms von Social-Trading-Plattformen im Internet. Hier kopieren Privatanleger die Strategien anderer Investoren.

Außerdem verlieren Ansätze, die historisch gut funktionierten, aufgrund von hoher Nachahmung ihren Wert. Was nutzt der Nobelpreis von Harry Markowitz zur Berechnung optimaler Portfolios, wenn jeder diese Vorgehensweise anwendet?<sup>21</sup> Nichts! »Wenn die Vergangenheit der beste Maßstab für die Zukunft wäre, wäre die Forbes-Weltrangliste der reichsten Menschen voller Bibliothekare.« (Zitat von Warren Buffett)

Der beste Anleger der Welt ist Warren Buffett, der mit seiner Beteiligungsholding Berkshire Hathaway seit 1965 im Mittel pro Jahr 21,6% Rendite erwirtschaftet hat. Aus Sicht der Finanzwissenschaft ist dieser Anlageerfolg ein Rätsel. Wie später in einem eigenen Kapitel gezeigt wird, sind die Erfolge jedoch sehr systematisch und (allerdings sehr schwer) reproduzierbar. Warum lässt ein 86-jähriger Mann einen Großteil der Finanzwissenschaft verzweifeln und warum übertrifft er einen Großteil kluger Universitätsabsolventen, die mit den neusten Erkenntnissen der Finanzwissenschaft vertraut sind?

Buffett selbst freut sich, dass unzählige Studenten ihren Universitäten viel Geld bezahlen, um dort etwas von effizienten Märkten zu lernen. Auf effizienten Märkten sind alle Informationen bereits in den Kursen verarbeitet. Folglich unternehmen sie nämlich wenig Anstrengung, um neue eigene Wege zu Überrenditen zu suchen. Wie später gezeigt wird, ist eine Überrendite harte Arbeit und verlangt viel Fleiß und Disziplin.

Dieses Buch zeigt, dass man zudem mit der nötigen Distanz und ohne Hektik langfristig viel bessere Entscheidungen treffen kann, als dies viele hochmotivierte Fondsmanager machen, die im Tagesgeschäft aufgrund von Stress, Rechtfertigungsdruck und gesetzlichen Vorschriften den Wald vor lauter Bäumen nicht sehen (dürfen). Ein Großteil des Anlageerfolgs stammt nicht daher, dass man der Klügste ist. Meistens reicht es aus, wenn man nicht der Dümme ist. Emotionale Stabilität ist beim Investieren viel wichtiger als Intelligenz. Viele der gezeigten Forschungsergebnisse sind intuitiv und bereits mit einem gesunden Menschenverstand zugänglich.

Selbst dann, wenn man als Privatanleger keine Erfahrungen bei Finanzentscheidungen hat, sollte man ein gesundes Misstrauen behalten und Empfehlungen von anderen Marktteilnehmern kritisch hinterfragen. Wie später gezeigt wird, sind viele Aussagen mit Eigeninteressen belegt, die nicht deckungsgleich mit den Interessen des Anlegers sind.

Wissenschaftliche Aussagen und empirische Ergebnisse werden so präsentiert, dass ein Privatanleger nach der Lektüre pro Jahr zwischen 2% und 3% mehr Rendite erwirtschaften und deshalb eine doppelt so hohe Rente erwarten kann – wenn er hoffentlich den Großteil seines Anlegerlebens noch vor sich hat.



# Haushalte, Unternehmen und das Finanzsystem

Grob gesprochen kann man das Wirtschaftsleben in 3 Sektoren einteilen. Private *Haushalte* erzielen Ersparnisse, die sie dann *Unternehmen* für reale Investitionsprojekte zur Verfügung stellen. Streng genommen gibt es noch den Staat und das Ausland, die sich Geld für ihre Vorhaben leihen. Weil die Unternehmen bezüglich der Projekte Insider sind und die Risiken und Chancen besser als außenstehende Privatanleger kennen, gibt es das *Finanzsystem*, das mit seinen Analysten und Fondsmanagern für eine effiziente Kontrolle sorgen soll.

Unternehmen kommen dann mit Börsengängen an den Markt, wenn die Manager der Meinung sind, dass der Markt mehr als den tatsächlichen Wert für ihre Aktien bezahlt.<sup>2</sup> Genauso kaufen sie Aktien zurück, wenn der Marktpreis unter dem fundamentalen Wert liegt. Derartige Informationen sind übrigens sehr gute Indikatoren für eine Überhitzung von Märkten. Tatsächlich sind Aktienrückkäufe auch ein sehr guter Indikator für steigende Kurse.<sup>3</sup>

In den letzten 3 Jahrzehnten ist das »*Delegated Portfolio Management*« (die indirekte Anlage über Fonds) extrem angestiegen. Im Jahr 2014 wurden weltweit 74 Billionen USD verwaltet.<sup>4</sup> Privatanleger halten inzwischen mehr Investmentfonds als Direktinvestitionen in Aktien oder Anleihen. Diese