

# Was man über Aktien wissen muss

«Jetzt packe ich die Chance» oder «Nie wieder Aktien»? – Risiken verstehen und akzeptieren – Diversifikation ist entscheidend – Am besten gestaffelt einsteigen

ROMAN VON AH

Nach der Jahrhundertkrise von 2007 bis 2008 folgte eine spektakuläre Markterholung. Wer hätte in den ersten drei Monaten 2009 gedacht, dass das Jahr über 20% Performance in entwickelten und über 60% in Schwellenländern bringen würde? Nicht nur die professionellen Prognostiker, auch die Weltuntergangspropheten lagen falsch.

Manch ein Anleger ärgert sich über die verpasste Chance und hofft, bei günstiger Gelegenheit doch noch einsteigen zu können. Die Alternative hierzu besteht darin, das Sparkapital in Form von Bankeinlagen im Trockenen zu halten und vielleicht dann wieder einzusteigen, wenn die Ausgangslage geklärt und sicher ist.

## Angsthasen und scheue Rehe

Angsthasen und Rehe – beide Verhaltensnormen wirken zunächst plausibel. Auf den zweiten Blick haben sie grosse Tücken, und ein daran orientiertes Anlegen wird kaum von Erfolg gekrönt sein.

Anlegertyp Angsthasen: Günstige Gelegenheiten abwarten heisst auf Korrekturen warten. Diese basieren auf sich verschlechternden Einschätzungen der Marktteilnehmer über Volkswirtschaft und Finanzmärkte, begleitet vom Chor der pessimistischen Medien. Gerade in diesen Phasen sind die Anleger verunsichert und kaum je bereit zu investieren.

Anlegertyp scheue Rehe: Kapital auf dem Bankkonto ist eine sichere Anlage – solange die Bank nicht in Konkursgefahr ist. Der Preis dieser Sicherheit ist ein tiefer Ertrag. Dabei werden die Inflationseffekte massiv unterschätzt: Wer zehn Jahre spart und eine jährliche Inflation von 2,5% nicht mit Anlageerfolg ausgleicht, dem bleiben von anfänglich 100 € real nur noch 78 €. Nach zwanzig Jahren sind es 61 und nach dreissig Jahren 48€, also weniger als die Hälfte des Anfangskapitals. Staats-, Unternehmensanleihen und Aktien verhalten in aufsteigender Reihenfolge zu einem höheren realen Ertrag als das Sparbuch.

Wer sich wie ein Reh erst in der Abenddämmerung aus dem Wald traut, im Wissen, einen wunderschönen und langen Sommertag hinter sich zu haben, der wird in die dunkle Nacht hinein investieren. Wer Kapital anlegt, wenn die Ausgangslage klar und sicher scheint, handelt höchstwahrscheinlich dann, wenn die Märkte einige Jahre nacheinander gute Resultate gebracht haben

und alle nur noch Sonnenschein sehen. In diesem Fall ist es oft zu spät.

Aktien haben zehn Jahre nicht rentiert, also erbringen sie generell keinen Ertrag: Das ist eine häufig gehörte Argumentation in den letzten zwei Jahren, was sie aber nicht stichhaltiger macht. Selbstverständlich, und darauf beziehen sich diese zehn Jahre: Wer ausgerechnet 1999 voll auf Aktien gesetzt hat und die Performance bis 2009 betrachtet, hat mit Aktien kein Geld gewonnen. Dass die Neunzigerjahre weit überdurchschnittliche Aktienjahre waren, wird bei dieser Betrachtung aber gerne ausgeblendet.

Die nebenstehende Tabelle zeigt den Gesamtertrag diverser Aktienmärkte über verschiedene jüngere Perioden. Mit einer Performance von deutlich über 20% (Ausnahme Japan) war 2009 ein überdurchschnittliches Jahr. Die letzten drei Jahre waren enttäuschend, die letzten fünf Jahre knapp im Plus. Die letzten zwei Jahrzehnte haben einen positiven Ertrag gebracht (Ausnahme Japan), auch wenn sie im historischen Vergleich insgesamt unterdurchschnittlich waren.

## Garantie gibt es nicht

Aktien haben in der langen Frist etwa 8 bis 10% Ertrag gebracht, bei einem Schwankungsrisiko von 18% p.a. (vgl. Grafik «Projektion Vermögen»). Basierend auf dieser Ausgangslage darf ein Anleger erwarten, dass sein Anfangsvermögen mit Aktien in zehn Jahren von 100 auf 206,9 wachsen wird.

Leider gibt es hierfür keine Garantie, denn die Anlage ist mit Risiko behaftet. Eine seriöse Analyse der Ausgangslage bezieht das Risiko korrekt in die Betrachtung ein und schätzt Bandbreiten der Unsicherheit: Unser Investor darf erwarten, dass er mit 90% Wahrscheinlichkeit besser als 106,5 und schlechter als 402,3 abschneiden wird. Ausserdem darf er bei einem Anlagehorizont von etwas über acht Jahren davon ausgehen, dass er mit hoher Wahrscheinlichkeit mindestens sein Anfangskapital von 100 beibehält. Deshalb ist es zwingend, dass der Anlagehorizont erstens gegeben ist und zweitens passend zur vereinbarten Strategie auch durchgehalten wird.

## Ökonomie setzt sich durch

Ökonomische Gesetzmässigkeiten werden sich auch jetzt nicht ändern. In entwickelten Volkswirtschaften wird die Summe der Unternehmen in der Lage sein, Gewinnwachstum zu erzielen;



## Performance über verschiedene Zeiträume

Per Ende Dezember 2009	Letzte 3 Mte. in %	Letztes Jahr in %	Letzte 3 Jahre in % p.a.	Letzte 5 Jahre in % p.a.	Letzte 10 Jahre in % p.a.	1990 bis 1999 in % p.a.	2000 bis 2009 in % p.a.	1990 bis 2009 in % p.a.
MSCI Index	6.03	25.94	-8.25	0.91	-2.30	13.44	-3.76	4.49
Äktien Welt	4.74	25.50	-8.66	1.31	-1.39	14.67	-3.17	5.37
Äktien Welt BIP gewichtet	6.03	25.94	-8.25	0.91	-2.30	13.44	-3.76	4.49
Äktien USA	7.86	22.32	-8.59	-1.04	-3.80	20.27	-5.28	6.73
Äktien Pazifik (ohne Japan)	7.14	67.42	0.92	9.74	4.58	11.46	4.60	7.98
Äktien Japan	-0.94	2.94	-12.84	-1.87	-1.23	0.94	-7.06	-3.14
Äktien Europa	5.18	31.60	-8.68	2.81	-1.31	16.11	-1.62	6.88
Äktien Schweiz	5.78	21.41	-5.54	5.19	-0.18	18.81	0.91	9.49
Äktien Deutschland	4.10	21.25	-5.58	5.34	-0.78	14.36	-2.25	5.73

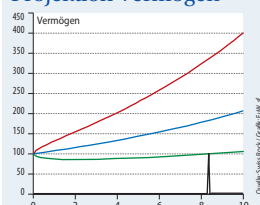
Quelle: Swiss Rock

mehr so in einer Hochkonjunktur (letztmals 2003 bis 2007), weniger in Rezessionen (2008 bis 2009). Gewinne werden entweder als Dividende an die Anleger ausgezahlt, oder sie verbleiben in der Gesellschaft, um den Kapitalstock – also Investitionen in Mitarbeitende, in Maschinen, Technologien und Standorte – zu erhöhen, mit dem Ziel, Gewinn und

zukünftige Dividenden zu steigern. Der Aktienertrag ist das Spiegelbild von Dividenden und Gewinnwachstum.

Der typische Anleger steigt meistens viel zu spät auf den fahrenden Börsenzug auf und springt in Korrekturen schnell vom Trittbrett. Auf diese Art scheidet er mit seinen Investitionen nie besser ab als mit dem Sparbuch und verbrennt sich regelmässig die Finger. Die besten Einstiegszeitpunkte waren dann, wenn die Verunsicherung am grössten und der Risikoappetit am tiefsten war.

## Projektion Vermögen



## Langer Schnauf notwendig

Sehr gute Einstiegszeitpunkte (vgl. Grafik «Risikoappetit», rote Linie) waren die Jahre 1974, 1982, 1987, 1991, 2003. Unser Risikoindikator hat im März 2009 einen ähnlich guten Einstiegszeitpunkt angezeigt wie 1974. Aktien sind dann, wie allgemein bekannt und eingangs erwähnt, zweistellig gestiegen.

Den Tiefpunkt einer Aktienbaisse erwischt der Anleger kaum. Über längere

Haltefristen hinweg spielt das eine zu vernachlässigende Rolle. Viel wichtiger ist es, investiert zu sein. Wer sich in Aktien engagiert, braucht einen langen Schnauf. Der Anlagehorizont sollte mindestens acht bis zehn Jahre betragen, um mit hoher Wahrscheinlichkeit erwarten zu dürfen, im schlechten Fall mindestens das Kapital zu erhalten. Die Erträge sind nur demjenigen erschliessbar, der richtig diversifiziert und die Strategie mit tiefen Transaktionskosten geduldig umsetzt.

Die Strategie, also die optimale Mischung von Cash, Obligationen, Immobilien und Aktien, bestimmt den Anlageerfolg weitgehend. Es gibt keine Chancen ohne Risiken, aber viele Risiken bringen keinen Ertrag. Es gilt also, nur auf die richtigen Risiken zu setzen: Dazu gehört eine sehr breite und wissenschaftlich fundierte Diversifikation.

## Die Inflation besiegen

Wer spart, verzichtet auf Konsum und soll dafür entschädigt werden. Das Geld auf dem Sparbuch bringt einen sicheren, aber auch tiefen Ertrag. Davon frisst die Inflation jedes Jahr etwas weg. Wer echt von einem höheren Ertrag profitieren will, muss den dafür notwendigen längeren Anlagehorizont in Kauf nehmen. Wer diese Schwankungen – in unterschiedlichem Ausmass, je nach Risikoneigung – nicht aushält, legt sein Geld besser aufs Sparbuch; leider verzichtet er dabei auf die Kompensation der Inflation. So gesehen gibt es im Grunde keine Anlage mit völliger Sicherheit.

Das Fazit aus alledem: Es spricht einiges dafür, dass das aktuelle Marktumfeld für einen Einstieg gar nicht so schlecht ist. Im Falle von Einmalanlagen gilt das für jemanden, der keine Kreditschulden unmittelbar zurückzahlen muss, neben Cash für zeitnahe Ausgaben auch Sparkapital hat und den für den Anlageerfolg notwendigen zeitlichen Horizont aufbringt.

Im Falle von grösseren Einlagen empfiehlt sich ein gestaffelter Einstieg in drei bis vier Schritten, mechanisch umgesetzt alle zwei bis drei Monate. Mit Sparplänen ist der Einstiegszeitpunkt geradezu ideal: Sie bieten regelmässiges Sparen bei gleichzeitig attraktiven Einstiegspreisen und sind Garantien für einen überdurchschnittlichen Erfolg.

Dr. Roman von Ah ist geschäftsführender Partner der Swiss Rock Asset Management in Zürich.

# Wenn der Berater ein Verkäufer ist

Retroszionen und Interessenkonflikte – Vermögensberatung ist vielfach eine Hommage an die bankeigenen Produkte – Honorarberatung wäre die Lösung

MONIKA ROTH

Private Banking ist ein Geschäft zwischen Banken, Vermögensverwaltern und wohlhabender in- und ausländischer Privatschenschaft. Governance im Private Banking ist die Gesamtheit der Grundsätze und Massnahmen, die auf die Kundeninteressen ausgerichtet sind und Effizienz, Sorgfalt, Treue sowie Transparenz für den Anleger sichern und besonders die Informations- und Rechenschaftspflichten umfassen.

## Vorgaben belasten

Leider entpuppt sich die als Beratung und Vermögensverwaltung angepriesene Dienstleistung vieler Banken als Hommage nicht an den Kunden, sondern an die hauseigenen Fonds und Zertifikate. Absatzvorgaben an die Kundenberater lauten entsprechend und richten sich weiter auf Fremdprodukte mit hohen Vertriebsprovisionen. Daher werden die Kundengelder wenn immer möglich entweder in hauseigene Produkte oder in solche von Dritten mit hohen Provisionen investiert. So ist das eine oder andere Erfordernis erfüllt, das dem Kundenberater vom Arbeitgeber auferlegt wird. Man muss keineswegs Jurist sein, um zu erkennen, dass das

in der Anlageberatung und noch mehr in der Vermögensverwaltung von vielen Banken praktizierte geschilderte Geschäftsmodell einen gravierenden Interessenkonflikt enthält. Diese Feststellung ist kein «schwarzer Schwan», dessen Anknüpf alle überrascht. Wer Produkte vertreiben will, kann schwerlich objektiv beraten.

Gerade die unabhängige, allein auf die Kundenbedürfnisse ausgerichtete Beratung stellt aber in den Eigendeklarationen der Finanzinstitute eine ihrer massgeblichen Qualifikationen dar. Sie haben Strategien entwickelt, sich entsprechend zu vermarkten. Der Anleger wird über die Höhe der Kickbacks nicht aufgeklärt, der Interessenkonflikt banalisiert, und die Retroszionen oder Vertriebsentschädigungen verbleiben bei der Bank.

Eine Studie der Bank Vontobel hat im Oktober aufgezeigt, dass ein bedeutender Faktor für die Marge bei Verwaltungsaufträgen der Anteil von eigenen Produkten sei, die den Kunden verkauft werden. Das deshalb, weil damit höhere Margen erzielt werden könnten als mit Produkten von Drittanbietern. Dies könne sich im Durchschnitt mit 5 Basispunkten in der Bruttomarge niederschlagen.

Und immerhin: Art. 398 Abs. 1 OR umschreibt in Verbindung mit Art. 321 a Abs. 1 OR die allgemeinen Sorgfalts- und Treue-

pfllichten des Beauftragten. So haftet beispielsweise eine Bank für den ihr erteilten (Vermögensverwaltungs-)Auftrag gleich wie der Arbeitnehmer seinem Arbeitgeber gegenüber. Interessant ist in diesem Zusammenhang Art. 321 a Abs. 3 OR: Danach darf der Arbeitnehmer (und damit also auch der Auftragnehmer) «keine Arbeit gegen Entgelt für einen Dritten leisten, soweit er dadurch seine Treuepflicht verletzt». Es ist nicht vorstellbar, dass ein Arbeitgeber duldet, dass sein Arbeitnehmer die Interessen eines Dritten wahrnimmt und dies so nebenbei in seine Tätigkeit einfließen lässt.

## Es bewegt sich wenig

Man ist sich grundsätzlich einig: Honorarberatung, das heisst eine Beratung ohne Provisionen aller Art, wäre die Lösung. Unabhängigkeit, Transparenz und das Kundeninteresse ständen im Vordergrund – in einem Geschäft notabene, bei dem die Interessenwahrung für den Kunden als die zentrale Dienstleistung verkauft wird. Und trotzdem bewegt sich wenig, was auch an den Kunden liegt, die wie schweigende Lämmer die Gepflogenheiten hinnehmen.

Und die Kundenberater? Die versuchen den Spagat zwischen Kundeninteressen und Umsatzvorgaben und drehen

Pirouetten um sich selbst. Denn die Verantwortung gegenüber dem Kunden einerseits und dem Arbeitgeber (und damit dem Bonus für sich selbst) andererseits führt zu einem Dilemma, in dem die Banker ziemlich allein gelassen sind.

## Ein Praxisfall

Man hat im Zug der Finanzkrise von vielen entsprechenden Praktiken gehört und sie kritisiert. Geändert hat sich nichts. Der nachstehend geschilderte Fall entspricht einer Ende 2009 gemachten Erfahrung. Ausgangslage ist folgender Sachverhalt: Der Beistand einer Person, die über ein Wertschriftenvermögen von 250'000 Fr. verfügt und deren laufende bescheidene Einkünfte die Lebenskosten nicht voll decken, bat vier Banken um Anlagevorschläge.

Die verbeiständete Person hat einen Kapitalverzehr von 40'000 Fr. pro Jahr. Für die nächsten drei Jahre kann dieser Mehrbedarf durch vorhandene Liquidität noch kompensiert werden. Das heisst, die Anlagen sollten ab dem vierten Jahr den Ausgabenüberschuss abdecken.

Nur eine der vier Banken erstellte überhaupt ein Anlageprofil und gab darin die geschilderte Ausgangslage wieder. Worin ihre Beratung liegt, ist nicht erkennbar.

Alle vier aber empfahlen nur und ausschliesslich haus- bzw. gruppeneigene Produkte. Ein Institut – ohne nachgewiesenen erstellten Anlageprofil – verbietet dem Kunden sogar, den Vorschlag an Dritte weiterzugeben (der Vorschlag liest sich wie eine Menüliste für gruppeneigene Produkte, eine Individualisierung ist beim besten Willen nicht ersichtlich).

Die Mehrheit der Institute zeigte sich interessiert an einem Vermögensverwaltungsmandat. Sie pressen die aktive Verwaltung an, die in der Regel eine bessere Rendite gewährleisten.

Banken verdienen vor allem, wenn sie Produkte verkaufen. Die Kundenberater sind unter Druck und die «normalen» Kunden zum einen unbedarft beziehungsweise weise überfordert und zum andern gleichgültig. Was an diesem System überzeugend und vertrauensverweckend sein soll, bedarf der Begründung.

Prof. Dr. iur. Monika Roth ist Rechtsanwältin in der Kanzlei roth schwarz roth in Binningen, Studienleiterin des DAS Compliance Management am IFZ Zug (Hochschule Luzern). Im Sommer 2010 wird ihr neues Buch «Compliance – Voraussetzung für nachhaltige Unternehmensführung» erscheinen. www.roth-schwarz-roth.ch.