

## VITA

### Dr. Andreas Beck

Geboren am **10. Oktober 1965**

Aktuar bei einer führenden Rückversicherungsgesellschaft mit dem Schwerpunkt Risikobewertung

Vorstand einer mittelständischen Unternehmensberatung mit Spezialisierung auf Kapitalmarktfragen

Vorstand des Instituts für Vermögensaufbau

## VITA

### Professor Martin Weber

Geboren am **13. Januar 1952**

Seit **1993** Inhaber des Lehrstuhls für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, Finanzwirtschaft, insbesondere Bankbetriebslehre, an der Uni Mannheim

Von **2004 bis 2006** Dekan der Fakultät für Betriebswirtschaftslehre an der Universität Mannheim

Mitglied des wissenschaftlichen Beirats des Deutschen Aktieninstituts

## VITA

### Guy Kieffer

Geboren am **2. Februar 1958**

**1979 bis 1996** im Privatkundengeschäft bei Banken tätig

Von **1996 bis 2005** Mitglied der Geschäftsleitung bei Paribas Luxembourg im Bereich Private Banking

Ab **2005** Partner bei der Fondsgesellschaft Tareno (Luxembourg) S.A.



INTERVIEW

# „VERGESSEN SIE DAS WORT TIMING“

*Drei Manager, drei Fonds: Im Interview erklären die Experten, was sie sich von den Nobelpreisträgern Fama und French abgeschaut haben und warum ihre Fonds so erfolgreich sind*

**FOCUS-MONEY:** Seit Jahren schlagen erfolgreiche Manager wie Jens Ehrhardt & Co. den Markt. Und jetzt sollen Anleger auf einmal auf passive Fonds setzen?

**Andreas Beck:** Ich weiß natürlich auch, wer in den vergangenen Jahren den Markt geschlagen hat. Aber woher soll ich wissen, wer künftig vorn liegt? Da helfen mir die besten Ratings oder Preise nichts, wenn es keine verlässliche Methode gibt, die Performance vorauszusagen.

**MONEY:** Aber warum sollten Anleger auf erfolgreiche Fondsmanager verzichten?

**Beck:** Es gibt gute Fondsmanager, und natürlich soll man auf die nicht verzichten. Um nicht böse überrascht zu werden, sollten Anleger aber immer kritisch hinterfragen, wo die gute Performance herkommt. Es kann auch Zufall mitspielen. Fonds, die zehn Jahre richtig schlecht waren, finden Sie ja gar nicht, weil solche spätestens nach drei Jahren vom Markt verschwinden.

**Martin Weber:** Das Problem ist doch immer die Rückwärtsbetrachtung, und es ist praktisch unmöglich, zwischen glücklichen und guten Fondsmanagern zu unterscheiden. Bei Fonds gibt es weiterhin den „Survivorship Bias“, also den „Überlebensirrtum“, Anleger kriegen nur jene Fonds zu sehen, die am Markt überlebt haben.

**Beck:** Dazu fällt mir ein nettes Spielchen ein, das ich jedem Anleger empfehle. Surfen Sie im Internet auf die Seite von Morningstar, und klicken Sie einen beliebigen flexiblen Mischfonds an. Dann wird Ihnen klar, dass Sie ganz genau hinschauen müssen.

**MONEY:** Sie haben Ihre Fonds möglichst passiv aufgestellt. Das klingt nicht gerade nach genialem Management ...

**Guy Kieffer:** Wir wollen ja auch nicht genial sein! In der Finanzbranche stellen sowieso viele ihr Ego in den Vordergrund und tun so, als hätten sie eine Kristallkugel. Heute sollen mehr Aktien ins Depot und Anleihen raus, morgen andersherum. Es weiß doch niemand, wie sich Aktien und Wirtschaft in den kommenden Monaten oder Jahren entwickeln. Das hängt von so vielen externen Faktoren ab.

**MONEY:** Das mag ja sein. Aber warum sind dann passive Fonds die richtige Lösung für Anleger?

**Beck:** Die ganze Diskussion über aktiv und passiv ist irreführend, weil gar nichts passiv ist. Auch die MSCI-Indizes sichten um, auch unser Portfolio-ETF ist nicht passiv, es steckt immer ein bestimmtes Modell dahinter. Viele aktiv gemanagte Fonds setzen aber kein sinnvolles Konzept um, sondern eine Marketingstory, und sind zu teuer. Aber aktive Fonds sind nicht per se schlecht.

**MONEY:** Also doch nicht so schlecht? Wie jetzt?

**Beck:** Es gibt hochwertige aktiv gemanagte Fonds. Aktive Fondsmanager setzen natürlich ihr ganzes Wissen ein, um gute Renditen zu erwirtschaften.

**MONEY:** Aber warum soll ich mich als Anleger dann für Ihre passiven Konzepte entscheiden?

**Kieffer:** Vor allem wegen der Kosten. Die sind das Problem vieler Fondsmanager. Wir bei Tareno setzen nur auf günstige Indexfonds und berechnen weder hohe Ausgabeaufschläge noch teure Performance-Fees.

**Weber:** Ein Fonds wie unserer kostet 0,5 Prozent Gebühren. Warum sagt denn Warren Buffett, dass er mittlerweile am liebsten 90 Prozent seines Geldes in ETFs anlegen würde? Auch berühmte Professoren in Chicago in-

vestieren in ETFs, ich habe sie persönlich danach gefragt.

**MONEY:** Aber wenn Sie auf eine Kombination von ETFs setzen, können Sie den Markt doch praktisch nie schlagen. Sollen sich Anleger damit ernsthaft zufriedengeben?

**Beck:** Wir bieten eine aus unserer Sicht sinnvolle Interpretation des Marktes für ausgewogene langfristige Anleger an. Das geht am direktesten über Indizes, also ETFs. Eine sinnvolle Interpretation des Marktes erfordert ein Modell – und ein Modell erfordert immer bestimmte Regeln. Ohne solche Regeln funktioniert ein Fonds normalerweise nicht. Dazu gehört für mich aber keine Charttechnik.

**MONEY:** Warum glauben Sie nicht an Charttechnik?

**Beck:** Es gleicht schon teilweise dem Lesen im Kaffeesatz, warum gibt es beispielsweise eine 200-Tage-Linie und nicht eine 198-Tage-Linie?

**MONEY:** Man kann darüber streiten, aber solange sich viele Anleger daran orientieren und es funktioniert ...

**Weber:** Es lassen sich bei Charts immer zufällige Muster finden. Der Markt lässt sich aber nicht vorhersagen. Dieses Mantra sollten sich Anleger immer wieder aufsagen.

**MONEY:** Aber was macht Ihre Fonds besser als einen simplen ETF auf den MSCI-Welt-Index? Überzeugen Sie uns ...

**Kieffer:** Unser Fonds basiert auf der Theorie von Eugene Fama und Kenneth French. Sie haben zusammen die Gültigkeit des Capital Asset Pricing Model (CAPM) in Frage gestellt und es zum Fama-French-3-Faktoren-Modell erweitert – und das liefert Anlegern bessere Ergebnisse.

**MONEY:** Und wie soll das so einfach funktionieren?

**Kieffer:** Es gibt neben dem Beta einer Aktie auch Faktoren wie Marktkapitalisierung und Verhältnis von Buch- zu Marktwert des Eigenkapitals. Der erste Faktor stellt also die Aktie ins Zentrum, wer dann noch Papiere mit niedriger Marktkapitalisierung (Smallcaps) und günstiger Bewertung (Value-Aktien) beimischt, schneidet besser ab.

**Beck:** Der Ansatz von Fama und French ist auch die Basis für unseren Portfolio-ETF. Es muss nicht kompliziert sein, beispielsweise gibt es Studien, die nahelegen, dass sich allein die Performance verbessert, wenn man die Largecaps aus dem Depot wirft. Wer sozusagen den Stoxx-50 außen vor ließ und sich auf den Rest vom europäischen Markt konzentrierte, erzielte historisch Überrenditen.

**MONEY:** Was macht denn den Zauber von Smallcaps aus?

**Beck:** Aus dem Blickwinkel der Unternehmen klärt sich das auf. Alle Wertpapiere dienen dazu, die Unternehmen mit Kapital zu versorgen. Überrenditen beim Anleger sind nichts anderes als zu hohe Kapitalkosten für Unternehmen. Smallcaps, also kleine Unternehmen, müssen diese Überrenditen bieten, da sie schwerer an Kapital kommen.

**Kieffer:** Weil sie mehr Risiken mit sich bringen und mehr am Markt bezahlen müssen, um sich zu refinanzieren, gibt es dann für Anleger eben mehr Gewinnerwartung.

**MONEY:** Aber dann hole ich mir ja mehr Risiken ins Depot. Wollen das Anleger, und kann das nicht schiefgehen?

**Weber:** Das ist das Tolle beim Risiko: Es darf nicht immer gutgehen, sonst wäre es ja keines. Wer Risiken eingeht, bekommt dafür auch Prämien. Und genau die sammeln wir weltweit ein. Es ist ganz einfach: Ohne Risiko gäbe es für Anleger auch keine Rendite zu holen.

**MONEY:** Aber da werden Anleger schon beim Lesen nervös, sie suchen doch gerade Sicherheit und wenig ►

Schwankung und nicht einen Schnaps mehr Rendite ...

**Beck:** Deswegen streuen wir ja so breit, planbar Risikoprämien einsammeln klappt nur mit breiter Diversifikation. Wenn ein Crash kommt, muss ich im Markt bleiben, darf dabei aber keinen Totalverlust erleiden.

**MONEY:** Ab wann fängt für Sie vernünftige Streuung an?

**Weber:** Die perfekte Streuung heißt: möglichst viel und über möglichst viele Länder. Wir streuen und minimieren das Risiko. Deshalb investieren wir in die vier MSCI-Regionen (Europa, Nordamerika, Emerging Markets und Pazifik). Auch Anleihen und Rohstoffe gehören für uns dazu.

**Beck:** Das sehe ich auch so, wobei es auch einen Grenznutzen gibt, irgendwann erreicht man eine Größenordnung, bei der bringt es dann keinen zusätzlichen Effekt mehr.

**Kieffer:** Wir investieren über Indexfonds und ETFs in die Euro-Zone, USA, Japan und Emerging Markets. Insgesamt decken wir mit unserem Enhanced-Index-Investing-Equities-Fonds die Notierung von mehr als 15 000 Unternehmen ab.

**MONEY:** Aber mal ehrlich, welcher Anleger braucht denn 15 000 Unternehmen im Depot?

**Kieffer:** Da halte ich es mit Harry Markowitz: Je breiter wir diversifizieren, desto mehr reduzieren wir die Volatilität. Man kann das Risiko in einem Portfolio durch Diversifikation reduzieren ohne negativen Einfluss auf die Rendite.

**MONEY:** Deutsche Anleger lieben doch beispielsweise Immobilien. Warum verzichten Sie auf Betongold?

**Weber:** Weil viele Anleger Wohnungen oder Häuser besitzen und sonst ein Klumpenrisiko entstünde.

**Beck:** Wir haben auch keine Immobilien im Portfolio, wir investieren in Immobilienaktien, die zum Beispiel in Dividendenindizes vertreten sind.

**MONEY:** Herr Weber, Sie setzen auch auf ETFs. Aber wie sieht Ihr Konzept genau aus?

**Weber:** Bei unserem Arero-Weltfonds steckt eine andere Idee dahinter. Wir gehen weg von der Marktkapitalisierung und orientieren uns am Bruttoinlandsprodukt (BIP) der Regionen, gewichten sie also nach ihrer wirtschaftlichen Bedeutung. Der Fonds bildet sozusagen die rauchenden Schornsteine der Weltwirtschaft ab.

**MONEY:** Halten Sie den Ansatz von Fama und French nicht geeignet für ein erfolgreiches Fondskonzept?

**Weber:** Als Professor finde ich das Konzept von Fama und French faszinierend. Allerdings ändert es sich im Lauf der Zeit, und es ist für Anleger schwierig nachzubauen. Die Umsetzung in Reinkultur besteht ja aus Long- und Short-Portfolios, die kann ein normaler Fonds gar nicht umsetzen, außer es handelt sich um einen Hedge-Fonds.

**MONEY:** Kommen wir zu einem ganz anderen Problem. Aktives Timing mag ja schwierig sein. Aber als Anleger will ich doch raus, wenn es mal wieder kracht ...

**Weber:** Natürlich würde ich auch gern raus. Wenn ich

wüsste, dass der Markt fällt, dann würde ich ja verkaufen. Aber ich weiß es vorher nicht. Es gilt ja die Meinung: Der aktive Manager muss da sein, wenn es ernst wird. Aber für mich ist der aktive Manager ein Fahrer, der die Handbremse zieht, wenn das Auto schon im Baum hängt. Er kennt die Zukunft genauso wenig wie alle anderen auch.

**Kieffer:** Ich halte auch nichts von Timing. Und ich kann Ihnen auch keine Prognose geben, wo der Dax am Ende des Jahres steht oder wie sich die Zinsen entwickeln.

**MONEY:** Sie managen einen Fonds und trauen sich keine Prognose für Dax oder Zinsen zu?

**Kieffer:** Ich habe eben keine Kristallkugel. Fama sagt: Die Märkte suchen immer nach einem fairen Wert, denn Nachrichten fließen schnell in die Kurse ein. Dadurch ist es schwierig, die Kurse vorherzusehen und damit auch klüger als der Markt zu sein.

**MONEY:** Es kann doch nicht unmöglich sein, den Markt zu schlagen.

**Kieffer:** Grundsätzlich ist es schwierig, nur manche Leute schaffen es. Aber ist es dann einfach nur Glück? Oder doch Klugheit? Wir gehen davon aus, dass in den Kursen alle Informationen enthalten sind, die jedem zur Verfügung stehen. Durch die Technologie dürften die Märkte sogar immer noch effizienter werden.

**Weber:** Ich würde sagen, man kann ihn unterschiedlich interpretieren. In der Forschung sprechen wir aber überhaupt nicht von Marktphasen, das ist ja gerade die Idee von Fama, von effizienten Märkten zu sprechen, er kennt sozusagen das Wort nicht. Der heutige Preis bildet alle Informationen korrekt ab, alles andere ist unwissenschaftliches Gerede. Der Markt lässt sich nicht vorhersagen und damit auch nicht schlagen.

**MONEY:** Aber es muss doch kluge Strategien geben, die anderen überlegen sind.

**Weber:** Natürlich lässt sich der Markt grundsätzlich schlagen. Wenn ich das „Journal of Finance“ durchblättere, sehe ich interessante Ideen und Konzepte. Aber selbst wenn ein Modell theoretisch funktionieren würde, muss es erst mal handelbar sein, und dann würde es schnell an Wirkung verlieren. Im Erfolgsfall stürzen sich viele darauf, und bis zu 50 Prozent des Effekts gehen in kurzer Folge verloren, das belegen Studien. Das Geld liegt eben nicht auf der Straße und wenn, hat sich schon vor dir einer gebückt.

**MONEY:** Aber warum versuchen dann doch so viele Anleger und Experten immer wieder, klüger zu sein?

**Weber:** Das ist doch verhaltenswissenschaftlich völlig klar. Die meisten Leute verstehen nicht, was ein effizienter Marktpreis wirklich ist. Für die Idee und den Test hat Fama ja einen Nobelpreis bekommen.

**Kieffer:** Der Anleger meint immer, er müsste etwas machen, egal, ob es hoch- oder runtergeht. Gerade in Krisenzeiten fällt es schwer. Darauf gibt es nur eine richtige Antwort: Am besten hat man den ganzen Markt im Portfolio.



*Für mich ist der aktive Manager ein Fahrer, der die Handbremse zieht, wenn das Auto schon im Baum hängt“*

**Martin Weber, Finanzprofessor und mitverantwortlich für den Arero-Weltfonds**

**MONEY:** Aber Fonds lassen sich doch wetterfest machen ...

**Beck:** Nur auf Kosten der langfristigen Rendite. Niemand kann Einbrüche zeitgenau vorhersagen.

**MONEY:** Aber als passiver Anleger bin ich immer investiert, nehme jeden Crash voll mit und treffe ja sozusagen automatisch falsche Entscheidungen ...

**Beck:** Als passiver Anleger können Sie beim Crash nachkaufen und die Aktienquote konstant halten. Das ist langfristig richtig. Kurzfristig ist es schmerzhaft. Der Versuch, durch Timing vor einem Crash zu verkaufen, funktioniert eben nicht und kostet mehr Geld, als alle Gebühren und Aufschläge zusammen je kosten könnten.

**MONEY:** Das müssen Sie uns vorrechnen, Herr Beck ...

**Beck:** Ein Crash, wie zum Beispiel die Katastrophe in Fukushima, kommt immer überraschend. Dann sind die Aktienwerte eingebrochen und Fondsmanager, die dem Kunden laufende Risikokontrolle versprochen haben, können jetzt nicht günstig nachkaufen. Eher müssen sie noch weiter verkaufen, da sie kein Risikobudget mehr haben. Es weiß ja niemand, ob die Märkte noch weiter fallen. Passive Strategien rebalancen hingegen, das heißt, sie kaufen nach einem Crash humorlos zu. Ein Vergleich dieser beiden Strategien zeigt, dass laufendes Risikobudgeting sehr viel langfristige Performance kostet. Kurzfristig Risiken zu begrenzen und langfristig Renditen steigern zu wollen führt in der Realität immer in eine Zwickmühle und zwingt zu sinnlosen Entscheidungen.

**MONEY:** Wenn es an den Märkten kracht, wie groß sind dann trotzdem Ihre Bauchschmerzen?

**Kieffer:** Groß, weil wir alle Menschen sind. Aber wenn ich nicht mehr als 20 Prozent verlieren will, dann darf ich auch nicht mehr als 40 Prozent in Aktien investieren.

**Weber:** Klar habe ich auch Bauchschmerzen, aber wir haben es ja erforscht. Wir würden es anders machen, wenn es besser wäre. Und es ist doch gut, dass man es nicht vorhersagen kann, sonst würden normale Anleger immer in die Röhre schauen. Deswegen lohnt sich der Aktienmarkt ja, weil sich Risikoprämien abgreifen lassen und die Märkte transparent sind, das kann man beispielsweise beim Teppichhandel nicht erwarten.

**MONEY:** Aber ganz ohne Anpassung kommen Sie ja auch nicht aus. Wie oft müssen Sie nachbessern?

**Weber:** Einmal im Jahr passen wir an. Wir haben eine starre Quote; wenn wir öfter eingreifen würden, wäre es teurer. Wir haben erforscht, ob es einen Unterschied macht, wenn man öfter anpasst. Aber es lohnt sich nicht.

**Beck:** Wir passen viermal im Jahr an, aber ich gebe Herrn Weber Recht, einmal pro Jahr reicht prinzipiell aus.

**Kieffer:** Da gibt es keine Faustregel. Wir passen an, wenn die Gewichtung nicht mehr passt. Wir haben dieselbe Philosophie wie am Anfang, wir machen aber immer wie-

der ein Rebalancing, auf Grund von nackten Tatsachen. Wenn sich eine Anlageklasse gut entwickelt hat, dann ist sie überproportional vertreten und wird durch einen Teilverkauf angepasst. Wir verkaufen also teuer und kaufen billig – das verbessert die Rendite.

**MONEY:** Da Sie ja auch alle eingreifen, können Sie ja auch dabei falsch liegen?

**Beck:** Das haben wir bei der Qualitätssicherung schon im Auge, dieses Risiko darf nie eine relevante Rolle spielen.

**MONEY:** Macht der passive Ansatz Ihre Fonds auch stabiler als die der Konkurrenz?

**Weber:** Unser Fonds schwankt wie die Märkte, aber vielleicht sogar leicht weniger, weil wir nicht reagieren müssen.

**Beck:** Wir können Verluste nicht ausschließen. Aber wer Anlegern langfristig Rendite verspricht und kurzfristig

das Risiko beschränken will, kann das nicht erfüllen. Ich würde gern mal ein Buch über die „Dramaturgie des Geldvernichtens“ schreiben. Die Drehbücher sind immer die gleichen. Aktivität, die auf Timing basiert, verbrennt häufig viel Geld. Privatanleger reiten gern auf dieser falschen Welle. Selbst der beste Fondsmanager kann die Märkte nicht vorausahnen. Wenn er es trotzdem dauernd versucht, können Anleger viel Geld damit verlieren. Wir haben uns das angeschaut: Je flexibler die Bedingungen eines Fonds oder Vermögensverwalters, umso schlechter schneidet er ab. Statistik lügt eben nicht.

**MONEY:** Sie finden es verwerflich, die Zukunft vorauszusagen. Aber bei Ihren Fonds gehen Sie ja auch von steigenden Märkten aus, oder?

**Beck:** Klar, aber es gibt nur zwei Szenarien: Entweder die Weltwirtschaft liefert Erträge – oder eben nicht. Falls dies nicht mehr der Fall ist, dann bricht

ohnehin alles zusammen. Auch die Staaten leben über ihr Steuermonopol ja nur von den Erträgen der Wirtschaft.

**Weber:** Man kann es einfacher sagen: Unternehmer haben schon immer dicke Zigarren geraucht. Das ist genau der Punkt: Wir haben eine ökonomische Theorie. Wir können die Zukunft nicht voraussagen und erwarten deshalb nur die Risikoprämien. Und das hat sich in den letzten 200 Jahren am US-Aktienmarkt auch als richtig erwiesen.

**MONEY:** Reichen Ihre Produkte dann aus, um breit genug zu streuen? Oder ist das auch ein Klumpenrisiko?

**Weber:** Ich halte meinen Fonds für den besten und investiere auch mein eigenes Geld, aber ich würde trotzdem nicht alles reinstecken. Ich weiß zwar nicht, warum, aber es ist eben eine Weisheit, an die ich mich halte.

**Beck:** Fachlich spricht nichts gegen eine Alleinanlage, der ETF ist ja nur eine Hülle, und Anleger investieren in rund 4000 Unternehmen und 1000 Anleihen in 70 Ländern.

**Kieffer:** Unser Fonds ist weltweit und optimal diversifiziert. Mein gesamtes erspartes Geld ist im Fonds angelegt, und ich fühle mich wohl damit. ■ ▷

