

Charles D. Ellis

Über
650.000
verkaufte
Exemplare

WINNING THE LOSER'S GAME

Zeitlose Strategien für
erfolgreiches Investieren

WINNING THE LOSER'S GAME

Charles D. Ellis

Charles D. Ellis

WINNING THE LOSER'S GAME

Zeitlose Strategien für
erfolgreiches Investieren

Die Originalausgabe erschien unter dem Titel
Winning the Loser's Game: Timeless Strategies for Successful Investing, Eighth Edition
ISBN 978-1-264-25846-8

Original edition copyright 2021 by McGraw Hill. All rights reserved.
German edition copyright 2025 by Börsenmedien AG, Kulmbach. All rights reserved.

Copyright der Originalausgabe:
Copyright © 2021 by McGraw Hill. All rights reserved.

Copyright der deutschen Ausgabe 2025:
© Börsenmedien AG, Kulmbach

Übersetzung: Merle Gailing, Claus Rosenkranz
Gestaltung Cover: Daniela Freitag
Gestaltung und Satz: Sabrina Slopek
Korrektur: Christoph Landgraf, Elke Sabat
Druck: GGP Media GmbH, Pößneck

ISBN 978-3-86470-862-6

Alle Rechte der Verbreitung, auch die des auszugsweisen Nachdrucks,
der fotomechanischen Wiedergabe und der Verwertung durch Datenbanken
oder ähnliche Einrichtungen vorbehalten.

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

BÖRSEN  MEDIEN
AKTIENGESELLSCHAFT

Postfach 1449 • 95305 Kulmbach
Tel: +49 9221 9051-0 • Fax: +49 9221 9051-4444
E-Mail: buecher@boersenmedien.de
www.boersenbuchverlag.de
www.facebook.com/plassenbuchverlage
www.instagram.com/plassen_buchverlage

*Für Linda Lorimer, meine geliebte Frau und
beste Freundin. Du hast dazu beigetragen,
dass dieses Buch – und mein Leben – so viel besser,
nützlicher für andere und unterhaltsamer
für uns geworden ist.*

Inhalt

Geleitwort	9
Vorwort	13
1 Ein Spiel für Verlierer	17
2 Das Spiel für Gewinner	29
3 Die traurigen Realitäten	37
4 Den Markt schlagen	43
5 Mr. Market und Mr. Value.....	59
6 Das „Dream-Team“ des Anlegers	67
7 Indexing: Ihr „unfairer“ Vorteil	81
8 Anlegerisiko und Verhaltensökonomie	91
9 Das Paradoxon, das aktive Investitionen verfolgt	101
10 Der Faktor Zeit: Archimedischer Hebel	107
11 Anlagerenditen	113
12 Anlagerisiken versus Ungewissheit	125

WINNING THE LOSER'S GAME

13	Aufbau von Anlageportfolios.....	135
14	Ganzheitliches Investieren	139
15	Mehr über Anleihen	143
16	Warum die Anlagepolitik so wichtig ist	149
17	Spielen, um zu gewinnen	155
18	Herausforderungen der Performance-Messung	161
19	Misserfolge bei aktiven Investitionen	175
20	Die Marktentwicklung vorhersagen – so ungefähr	189
21	Entscheidungen der Einzelanleger	195
22	Die Auswahl von Investmentfonds	213
23	Pfui, Gebühren!.....	221
24	Ihr Spielplan	229
25	Immer wieder Katastrophen	247
26	Wie Sie mit Ihrem Altersvorsorgeplan über die Runden kommen	255
27	Das Endspiel	265
28	Denkanstöße für Reiche	277
29	Sie sind bereit – legen Sie los!	287
30	Schlussgedanken	293
A	Investitionsausschüsse und gute Führung	295
B	Mord im Orient-Express.....	311
C	Literaturempfehlungen.....	323
	Über den Autor.....	329

Geleitwort

Metaphern können einen starken Einfluss auf unser Denken und Handeln haben und sich darüber hinaus auch enorm auf die realen Ergebnisse der Welt auswirken. Metaphern können die Gemüter und die Märkte bewegen. Um ein bekanntes Beispiel zu nennen: Adam Smiths „unsichtbare Hand“ hatte einen großen Einfluss auf das wirtschaftliche Denken und wurde zur wesentlichen intellektuellen Grundlage für den Kapitalismus der freien Marktwirtschaft.

Charley Ellis hat eine Metapher geschaffen, die einen ähnlichen Einfluss auf das Investmentmanagement hat. „Winning the Loser’s Game“ wurde erstmals 1985 veröffentlicht, obwohl der Keim der Idee bereits ein Jahrzehnt zuvor in einem Fachartikel publiziert wurde. Am Beispiel des Tennisspiels zeigt Ellis, dass Amateur-Tennisspieler oft ihre eigenen schlimmsten Feinde sind. Wenn man gegen andere Amateure spielt, gewinnt in der Regel nicht derjenige, der den besten Dropshot oder den stärksten Aufschlag hat, wie es bei den Profis der Fall ist. Vielmehr ist es der Spieler, der die wenigsten unerzwungenen

Fehler macht. Die beste Strategie besteht also darin, zu versuchen, den Ball zurückzuspielen und darauf zu warten, dass der andere Spieler einen Fehler macht.

In Analogie dazu besteht die optimale Strategie beim Investieren darin, nicht zu versuchen, den Markt zu schlagen. Der erfolgreiche Anleger kauft und hält einfach einen breit angelegten Indexfonds, der alle verfügbaren Aktien enthält, und wartet darauf, dass Mr. Market irgendwann das Wachstum der Wirtschaft widerspiegelt. Ein aktiver Kauf und Verkauf von Aktien ist mit zusätzlichen Kosten und höheren Steuern verbunden und führt mit großer Wahrscheinlichkeit zu unerzwingenen Fehlern.

Da sich die Märkte im Laufe der Zeit entwickelt haben und neue Auflagen des Buches erschienen sind, wurde immer deutlicher, dass die Ratschläge von Ellis sowohl für die meisten professionellen Anleger als auch für Amateure geeignet sind.

Vor einem Jahrhundert wurden über 90 Prozent des Handels an unseren Börsen von Privatpersonen getätigt. In einem solchen Markt konnten Profis, die einen schnelleren Zugang zu Informationen haben, darauf hoffen, einen Vorteil gegenüber unbedarften Anlegern zu erlangen und einen passiven Indexfonds zu übertreffen. Im Laufe der Zeit hat es sich jedoch ergeben, dass die meisten Privatpersonen in Investmentfonds und börsengehandelte Fonds bei Institutionen investieren, die ihre Rentenpläne verwalten, und dass über 90 Prozent des Handels heute von Profis durchgeführt werden. In diesem Umfeld dürfte eine Outperformance sehr selten sein, selbst für die erfahrendsten Fachleute.

In dieser neuen Ausgabe von „Winning the Loser's Game“ dokumentiert Ellis, dass sich der „Schraubstock der Daten“ jetzt enger zieht, und neue Beweise zeigen, dass die These früherer Auflagen noch stärker gilt. Standard and Poor's ist zum inoffiziellen Bewerter der Anlageperformance geworden. In den halbjährlichen SPIVA-Berichten dokumentiert das Unternehmen, wie aktive Manager im Vergleich zu

den breiten S&P-Aktienindizes abgeschnitten haben. Die Daten zeigen, dass jedes Jahr mehr als zwei Drittel der verwalteten Fonds vom breiten Aktienindex S&P 1500 outperformt werden. Außerdem sind die aktiven Manager, die in einem Jahr besser abschneiden, nicht dieselben, die im nächsten Jahr den Markt schlagen. Betrachtet man die 15-Jahres-Bilanzen professioneller Vermögensverwalter, so müssen über 90 Prozent gegenüber einem kostengünstigen, breit angelegten Index beschämt den Kopf senken. Außerdem ist der Prozentsatz der aktiven Anleger, die den Markt übertreffen, im Laufe der Zeit stetig gesunken. Das aktive Kaufen und Verkaufen einzelner Aktien in dem vergeblichen Versuch, den Markt zu schlagen, ist wirklich ein Spiel für Verlierer.

Die Botschaft von Ellis ist heute besonders aktuell. Im Zeitalter von Covid-19, in dem Millionen von Menschen zu Hause bleiben, hat eine Pandemie des Glücksspiels sowohl die Amerikaner als auch die Europäer und Asiaten erfasst. Sportwetten brechen neue Rekorde und Glücksspiele an der Börse sind zu einem nationalen Zeitvertreib geworden. Der Handel zum Nulltarif hat Legionen von Privatanlegern dazu veranlasst, Glücksspiel mit Investieren zu verwechseln und zu Day-Tradern zu werden. Wir haben erlebt, wie sich der Wert von Unternehmen, die in Konkurs gegangen sind, verfünffacht hat, um später wieder auf den ursprünglichen Wert zurückzufallen. Die beliebtesten Aktien auf Robinhood (einer beliebten Online-Handelsplattform) gehören in der Regel zu den risikoreichsten und volatilsten – Tesla beispielsweise ist eine Aktie, die an einem einzigen Tag um bis zu 25 Prozent gestiegen ist.

Mehrere Studien haben dokumentiert, wie schlecht einzelne Händler an der Börse tatsächlich abschneiden. Barber und Odean von der University of California analysierten die aktiven Handelskonten des Discountbrokers Charles Schwab über einen Zeitraum von sechs Jahren. Sie stellten fest, dass diese aktiven Händler deutlich schlechter abschnitten als ein einfacher, kostengünstiger Indexfonds. Und die Trader, die am meisten handelten, hatten die schlechtesten Renditen.

In einer anderen Studie analysierten sie zusammen mit taiwanesischen Forschern die Trades von Day-Tradern in Taiwan, wo diese Praxis besonders beliebt ist, über einen Zeitraum von 15 Jahren. Es stellte sich heraus, dass weniger als 1 Prozent der Day-Trader in der Lage waren, die Marktrenditen eines kostengünstigen ETF zu übertreffen, und über 80 Prozent von ihnen verloren sogar Geld. In einer Studie zum Day-Trading in Brasilien waren die Ergebnisse sogar noch verheerender. Nur 3 Prozent der Day-Trader haben Geld verdient.

In dieser anschaulich geschriebenen Neuauflage zeigt Ellis, dass seriöses Investieren eine breite Diversifizierung, Rebalancing, aktives Steuermanagement, Vermeidung von Market-Timing, Durchhaltevermögen und die Verwendung von indexierten Anlageinstrumenten mit niedrigsten Gebühren beinhaltet. Besonders hervorzuheben ist in dieser Aktualisierung die Warnung, dass die Anleger den Einsatz von Anleihen in Zeiten finanzieller Repression überdenken sollten. Die Zentralbanken in aller Welt haben die Anleiherenditen in die Nähe von null und in Europa und Asien sogar in den negativen Bereich gedrückt. In einem solchen Umfeld, selbst wenn die Inflation mit unter 2 Prozent gedämpft bleibt, sind Anleihen als langfristige Anlage nur schwer zu rechtfertigen, warnt Ellis. Mit zeitgemäßen Ratschlägen wie diesem werden die Leser, die den Empfehlungen von Ellis folgen, ihre Chancen, Gewinner im Investmentspiel zu werden, erheblich verbessern.

Burton G. Malkiel

Vorwort

Ich Glückspilz! Ich bin mit einer wunderbaren und inspirierenden Frau verheiratet, wurde in den Vereinigten Staaten geboren, habe eine privilegierte Ausbildung genossen, habe Eltern, Kinder und Enkelkinder, die ich mag, bewundere und an denen ich mich erfreue, und einen ungewöhnlich großen, weltweiten Freundeskreis im Investmentmanagement – einen unendlich faszinierenden Beruf in einer bemerkenswert beliebten Branche – mit vielen klugen, engagierten und kreativen Menschen.

Investieren kann viel zu komplex erscheinen und kluges Investieren erfordert scheinbar zu viel Zeit. Die meisten Menschen sind zu beschäftigt, um sich die Zeit zu nehmen, „alles darüber zu lernen“. Diese Menschen und auch Sie haben Besseres zu tun. Mit zunehmender Sorge sehe ich, dass die langfristige Professionalität, die mich zum Investieren hingezogen hat, immer mehr durch kurzfristigen Kommerz und eine wachsende Zahl von Anlegern beeinträchtigt wird, die sich über die Unsicherheiten bei der langfristigen Verwaltung von Investments Gedanken machen. Mit all meinen Vorteilen geht zweifellos die

Verantwortung einher, anderen zu dienen. Aus diesem Grund habe ich dieses Buch geschrieben.

Im letzten halben Jahrhundert haben sich die Wertpapiermärkte massiv und in vielerlei Hinsicht verändert, was für Privatanleger und professionelle Investoren ein überwältigendes Problem darstellt. Der grundlegende Wandel wird in Kapitel 1, „Ein Spiel für Verlierer“, näher beschrieben. Da ich in der Tradition aufgewachsen bin, dass man, wenn man ein Problem erkennt, nach einer guten Lösung suchen sollte, habe ich dieses kurze Buch geschrieben, in dem ich Klartext rede. Jeder Leser kann die Realitäten verstehen, mit denen er konfrontiert ist, und wissen, wie er geeignete Maßnahmen ergreifen kann, um das übliche Verliererspiel in ein Gewinnerspiel zu verwandeln, bei dem jeder vernünftige Anleger ein langfristiger Gewinner sein kann und sollte.

Wie Winston Churchill so weise bemerkte: „Die Menschen gewinnen sehr gern!“ Wir alle wollen Gewinner-Investments und wir alle können gewinnen – zu geringeren Kosten, mit weniger Risiko und weniger Zeit und Aufwand, wenn wir es schaffen, unsere wirklichen Ziele zu bestimmen, eine vernünftige langfristige Politik zu entwickeln und daran festzuhalten, damit die Schwankungen der Märkte für uns arbeiten und nicht gegen uns.

In fast 50 Jahren der Erfahrung und des Lernens von herausragenden Praktikern des Investmentgeschäfts und Theorieexperten aus aller Welt habe ich versucht, die Grundsätze der erfolgreichen Kapitalanlage zu sammeln, zu destillieren und so klar und einfach wie möglich zu erklären. Sowohl für Privatanleger als auch für institutionelle Investoren, die über die nötige Selbstdisziplin verfügen und das Spiel der Verlierer vermeiden wollen, sind die einfachen Botschaften in diesem kurzen Buch jetzt und in den nächsten 50 Jahren der Schlüssel zum Erfolg im Gewinnerspiel des vernünftigen Investierens.

Unternehmen verändern sich und Märkte und Volkswirtschaften gedeihen und schrumpfen – manchmal sehr stark. Die Kernprinzipien

des erfolgreichen Investierens ändern sich nie. Sie bleiben immer dieselben. Aus diesem Grund wissen Sie nach der Lektüre dieses Buches alles, was Sie wirklich wissen müssen, um beim Investieren erfolgreich zu sein.

Charles D. Ellis
New Haven, CT
März 2021

Ein Spiel für Verlierer

Die Rechner der Unternehmen, die Investmentperformance messen, spucken laufend unschöne Daten aus. Immer und immer wieder führen uns diese Fakten und Zahlen vor Augen, dass Investmentfonds nicht die gewünschte Rendite erwirtschaften oder dem Markt hinterherhinken. Die gleiche düstere Realität trifft auch auf institutionelle Anleger wie Pensions- und Stiftungsfonds zu. Gelegentliche Phasen mit überdurchschnittlichen Ergebnissen wecken Hoffnungen, die sich bald als falsch entpuppen und zerplatzen. Entgegen ihrem oft propagierten Ziel, die Marktdurchschnitte zu übertreffen, schlagen die Anlageverwalter den Markt nicht etwa; der Markt schlägt sie.

Konfrontiert man Menschen mit Informationen, die ihrer Überzeugung widersprechen, tendieren sie dazu, auf zwei Arten zu reagieren. Die einen ignorieren die neuen Erkenntnisse und halten an ihren bisherigen Auffassungen fest. Die anderen akzeptieren, dass valide neue Fakten vorliegen, arbeiten diese in ihre Wahrnehmung der Wirklichkeit ein und nutzen sie nach Kräften. Bei den Anlageverwaltern

und Einzelanlegern liegt mehrheitlich fortgesetzter Selbstbetrug vor. Sie klammern sich an eine romantische Sichtweise, die aus einer Zeit stammt, die lange zurückliegt und in der die Märkte noch ganz anders geartet waren. Ihre verkündeten Vorstellungen von einer „Investmentgelegenheit“ erweisen sich immer wieder als ausgesprochen kostspielig.

Anlageverwaltung auf die traditionelle Weise beruht auf einer grundlegenden Überzeugung: Investoren *können* den Markt schlagen und überlegene Manager *werden* den Markt schlagen. Diese optimistische Erwartung war vor 50 Jahren vernünftig, ist es aber heute nicht mehr. Die Zeiten haben die Märkte in vielerlei Hinsicht so stark verändert, dass sich diese Prämisse als unrealistisch erwiesen hat: In runden Zahlen ausgedrückt liegen 70 Prozent der Investmentfonds über ein Jahr hinweg unter den von ihnen gewählten Benchmarks. Über einen Zeitraum von zehn Jahren wird es noch schlimmer; fast 80 Prozent schneiden schlechter ab. Und 15 Jahre später ist es noch schlimmer – die Zahl liegt bei fast 90 Prozent.

Es stimmt, dass etliche Investmentfonds den Markt in einem bestimmten Jahr schlagen und manche sogar über zehn Jahre hinweg, doch die nähere Betrachtung der langfristigen Bilanzen enthüllt, dass nur ganz wenige Investmentfonds den Marktdurchschnitt auf lange Sicht übertreffen – und wie man es anstellt, diese im Voraus zu ermitteln, hat noch niemand herausgefunden.

Wenn die Prämisse, dass der Markt geschlagen werden kann, zuträfe, wäre es eine Frage simpler Logik, *wie* dies erfolgreich bewerkstelligt werden kann.

Erstens gilt: Da der Gesamtmarkt durch eine öffentliche Notierung wie den S&P 500 oder den Wilshire 5000 Total Market Index dargestellt werden kann, müsste ein erfolgreicher aktiver Manager seine Portfolios lediglich produktiver zusammenstellen als der „stupide“ Index. Der aktive Manager könnte bei der Aktienauswahl bewusst von der gewählten Benchmark abweichen, strategische

Schwerpunkte auf bestimmte Aktiengruppen legen, Market-Timing verwenden oder verschiedene Kombinationen dieser Strategien einsetzen.

Zweitens gilt: Da ein aktiver Manager so viele „richtige“ Entscheidungen wie möglich treffen will, wird er eine Gruppe intelligenter, qualifizierter, hoch motivierter Profis um sich scharen, deren kollektives Ziel es wäre, unterbewertete Wertpapiere zum Kauf und überbewertete Titel zum Verkauf zu identifizieren – und durch kluges Wetten gegen die Masse den Markt zu schlagen. Bei so vielen Möglichkeiten *und* so vielen Bemühungen, es besser zu machen, muss es dem zufälligen Beobachter vernünftig erscheinen, dass erfahrene Experten, die mit hervorragenden Informationen, leistungsstarken Computermodellen und großem Geschick arbeiten, den Markt übertreffen würden – wie sie es vor Jahrzehnten so oft getan haben.

Bedauerlicherweise ist die Grundannahme, dass die meisten institutionellen Investoren den Markt überflügeln können, falsch. Heute *sind* die Institutionen der Markt. Sie wickeln fast 95 Prozent der gesamten börsennotierten Aktien- und Derivate-Trades ab. Weil es so viele institutionelle Anleger gibt, die in der Lage und entschlossen sind, zum Wohle ihrer Kunden zu agieren, ist professionelles Investmentmanagement von vornherein ein *Spiel für Verlierer*. Auch wenn sie noch so talentiert und fleißig sind, können professionelle Anleger als Gruppe nicht besser abschneiden als sie selbst. Angesichts der Betriebskosten des aktiven Managements – Gebühren, Provisionen, Markteinflüsse und Steuern – werden viele aktive Manager jedes Jahr schlechter abschneiden als der Gesamtmarkt und auf lange Sicht wird die große Mehrheit schlechter abschneiden.

Einzelanleger, die selbst investieren, stehen noch schlechter da – im Durchschnitt sogar viel schlechter. Am schlimmsten ist Day-Trading – ein absolutes Verlustgeschäft. Versuchen Sie es nicht – niemals. Bevor wir näher untersuchen, wie sich das institutionelle Investieren aus einem Spiel für Gewinner in eines für Verlierer verwandelt hat,

wollen wir die grundlegenden Unterschiede dieser beiden Aktivitäten betrachten.

Dr. Simon Ramo, Wissenschaftler und einer der Gründer von TRW Inc., arbeitete in seinem herausragenden Buch über Spielstrategie, „Extraordinary Tennis for the Ordinary Tennis Player“, den entscheidenden Unterschied zwischen einem Spiel für Gewinner und einem für Verlierer heraus.¹ Über viele Jahre hinweg stellte Dr. Ramo fest, dass Tennis nicht etwa ein Spiel ist, sondern zwei: eines, das von Profis und wenigen hochbegabten Amateuren gespielt wird, und ein anderes für den Rest der Menschheit.

Obwohl Spieler beider Gruppen mit der gleichen Ausrüstung und Bekleidung nach denselben Regeln spielen und Punkte vergeben und sich nach derselben Etikette und denselben Gepflogenheiten richten, spielen sie zwei unterschiedliche Spiele. Nach umfassenden statistischen Analysen fasste Ramo das folgendermaßen zusammen: Profis *gewinnen* Punkte, Amateure *verlieren* sie.

Im Profitennis wird das Endergebnis von den Aktionen des Gewinners bestimmt. Tennisprofis schlagen den Ball hart und mit laserähnlicher Präzision in langen, oft spannenden Ballwechseln, bis es einem von ihnen gelingt, den Ball ganz knapp außer Reichweite des Gegners zu platzieren, oder der andere einen Fehler macht. Diese großartigen Spieler machen nur selten Fehler.

Amateurtennis ist nach Ramos Feststellungen da vollkommen anders. Amateure schlagen ihre Gegner nur selten. Stattdessen besiegen sie sich selbst. Das Ergebnis wird vom *Verlierer* bestimmt. Das funktioniert folgendermaßen: Brillante Schläge, lange, spannende Ballwechsel und scheinbar unglaubliche Befreiungen aus der Umklammerung durch den Gegner sind selten. Allzu oft geht der Ball ins Netz oder wird ins Aus geschlagen. Doppelfehler beim Aufschlag sind nicht unüblich. Statt härter aufzuschlagen oder näher an die Linie zu spielen, um zu gewinnen, sollten wir uns darauf konzentrieren, den Ball zuverlässig zurückzuspielen, damit der andere Spieler reichlich

Gelegenheiten bekommt, Fehler zu machen. Der Sieger eines solchen Tennismatches hat mehr Punkte, *weil sein Gegner noch mehr Punkte verliert*.

Als Wissenschaftler und Statistiker sammelte Dr. Ramo Daten, um diese Hypothese auf intelligente Weise zu überprüfen. Statt den Punktestand konventionell zu ermitteln – 15:0, 15:15, 30:15 und so weiter –, zählte Ramo einfach die *gewonnenen* Punkte und stellte sie den *verlorenen* gegenüber. Er fand heraus, dass beim Profitennis rund 80 Prozent der Punkte *gewonnen* wurden, während beim Amateurtennis 80 Prozent der Punkte *verloren* wurden. Die beiden Spielarten sind diametral entgegengesetzt. Professionelles Tennis ist ein Spiel für Gewinner: Das Ergebnis wird durch die Aktionen des Gewinners bestimmt. Amateurtennis dagegen ist ein Spiel für Verlierer: Das Ergebnis wird durch die Fehler des Unterlegenen bestimmt, der sich am Ende selbst schlägt.

Der namhafte Militärhistoriker Admiral Samuel Eliot Morison stellte in seiner tiefsinnigen Abhandlung „Strategy and Compromise“ eine ähnliche grundlegende These auf: „Im Krieg sind Fehler unvermeidlich. Militärische Entscheidungen beruhen auf Einschätzungen der Stärken und Absichten des Feindes, die in der Regel fehlerhaft sind, und auf Informationen, die stets unvollständig und häufig irreführend sind. Unter sonst gleichen Umständen gewinnt die Seite den Krieg, welche die wenigsten strategischen Fehler begeht.“²

Krieg ist der Inbegriff eines Spiels für Verlierer. Für Amateurgolf gilt das ebenso. Tommy Armour sagt in seinem Buch „How to Play Your Best Golf All the Time“: „Der beste Weg, um zu gewinnen, ist, weniger schlechte Schläge zu machen.“³ Das ist eine Beobachtung, der alle Wochenendgolfer zustimmen würden.

Es gibt noch viele andere Verlierer-Spiele. Wie die institutionelle Kapitalanlage waren auch sie früher mitunter Spiele für Gewinner, haben sich jedoch mit der Zeit zu Spielen für Verlierer entwickelt. So wagten sich noch vor 100 Jahren nur sehr mutige, sportliche,

entschlossene junge Menschen mit guten Augen ans Steuer eines Flugzeugs. In jenen glorreichen Tagen war Fliegen ein Spiel für Gewinner. Doch die Zeiten haben sich geändert und damit auch die Fliegerei. Würde der Pilot Ihrer 747 heute das Cockpit mit einer Mütze betreten, die ihm 50 Einsätze bescheinigt, und mit einem langen weißen Seidenschal um den Hals, würden Sie das Flugzeug verlassen. Solche Leute gehören heute nicht mehr ans Steuer von Maschinen, weil Fliegen heutzutage ein Spiel für Verlierer ist – mit einer einfachen Regel: Mach nicht *einen* Fehler.

Spiele für Gewinner sind oft selbstzerstörerisch, weil sie zu viele Spieler anlocken, die alle gewinnen wollen. (Aus diesem Grund finden Goldräusche ein unerfreuliches Ende.) Das „Geldspiel“, das wir als Anlageverwaltung bezeichnen, wurde in den letzten Jahrzehnten von einem Spiel für Gewinner zu einem für Verlierer, weil sich das Investmentumfeld in einer grundlegenden Hinsicht verändert hat: Der Markt wird mittlerweile von professionellen Anlegern beherrscht, die alle dieselben hervorragenden Informationen kennen, über eine enorme Computerkapazität verfügen und danach streben, den Markt, den sie gemeinsam vollständig beherrschen, zu übertreffen. Der aktive Investmentmanager tritt nicht mehr gegen vorsichtige Treuhänder oder Amateure an, die vom blitzschnellen Marktgeschehen weit entfernt sind. Heute tritt er im Spiel für Verlierer gegen Hunderttausende andere hart arbeitende Investmentexperten an. Das Geheimnis des Erfolgs dabei ist: Man darf nicht so viel verlieren wie andere, gerade so viel, dass sämtliche Kosten und Gebühren gedeckt sind. Das zentrale Problem ist klar: Professionelle Anlageverwalter sind als Gruppe so gut, dass es für einen einzelnen Profi nahezu unmöglich ist, den Markt zu schlagen, den sie inzwischen gemeinsam dominieren.

Am Geldspiel beteiligt sich heute eine wahrhaft beeindruckende Gruppe von Wettbewerbern. Mehrere Tausend institutionelle Investoren – Hedgefonds, Investmentfonds, Pensionskassen und andere – agieren in intensivstem Wettbewerb jeden Tag von früh bis spät auf

dem Markt. Unter den 50 größten und aktivsten Institutionen gibt selbst die kleinste in einem normalen Jahr noch 100 Millionen US-Dollar für die Dienste führender Investmentbanken in New York, London, Frankfurt, Tokio, Hongkong und Singapur aus. Es ist verständlich, dass diese mächtigen Konkurrenten den „ersten Anruf“ mit wichtigen neuen analytischen Erkenntnissen erhalten wollen, aber die Securities and Exchange Commission verlangt von börsennotierten Unternehmen nun, dass sie alle Anstrengungen unternehmen, um sicherzustellen, dass alle Anleger die gleichen nützlichen Informationen zur gleichen Zeit erhalten. So ist fast jedes Mal, wenn ein einzelner Anleger kauft oder verkauft, der „andere Kerl“, mit dem er handelt, einer dieser geschickten Fachleute – mit all ihrer Erfahrung, all ihren Informationen, all ihren Computern und all ihren analytischen Ressourcen.

Und was sind das doch für hartgesottene Profis! Als beste Absolventen ihrer Colleges und Unis sind sie die „Crème de la Crème“ – diszipliniert und rational, außerordentlich gut informiert durch Tausende von hoch motivierten, fleißigen und äußerst wettbewerbsorientierten Analysten, und *alle* darauf aus, das Spiel zu *gewinnen*.

Sicher, auch Profis machen Fehler, doch andere Profis lauern schon auf jeden solchen Patzer und stürzen sich darauf. Maßgebliche neue Anlagechancen ergeben sich einfach nicht so oft und wenn doch, dann bleiben sie nicht lange unentdeckt. (Die „Rückkehr zum Mittelwert“, die Tendenz eines Verhaltens zum „normalen“ oder durchschnittlichen Niveau, ist in der Physik wie in der Soziologie – und auch in der Kapitalanlage – ein beständig machtvolleres Phänomen.)

Die entscheidende Frage unter dem Aspekt der neuen Spielregeln ist nun: Wie viel besser muss der aktive Fondsmanager sein, damit er *zumindest* die Kosten für das aktive Management wieder hereinholt? Die Antwort ist entmutigend: Wenn wir von einem jährlichen Portfolioumschlag von 80 Prozent ausgehen (was bedeutet, dass der Fondsmanager eine typische Aktie 14 Monate lang hält, was etwas länger ist

als der Durchschnitt der Investmentfondsbranche) und wir durchschnittliche Handelskosten (Provisionen plus die Auswirkungen großer Transaktionen auf die Marktpreise) von 1 Prozent für Käufe und 1 Prozent für Verkäufe annehmen plus 1,25 Prozent Gebühren und Kosten eines Investmentfonds, liegen die Betriebskosten eines typischen Fonds vor Steuern bei 3,25 Prozent pro Jahr.⁴

Ein aktiver Manager muss also zunächst das durch die jährlichen operativen Kosten verursachte Minus von 3,25 Prozent ausgleichen. Um nur den historischen Marktertrag von 7 Prozent nach Abzug aller Kosten zu erreichen, muss er also vor Kosten 10,25 Prozent Ertrag erwirtschaften. Mit anderen Worten: Um nur so gut abzuschneiden wie der Markt, muss ein aktiver Manager in der Lage sein, den Markt – den Konsens von Experten – bei den Bruttorenditen um mehr als 46 Prozent zu übertreffen!⁵ Eine solche Überlegenheit zu erreichen, ist natürlich praktisch unmöglich auf einem Markt, der von professionellen Anlegern beherrscht wird, die in einem harten Wettbewerb stehen, außerordentlich gut informiert sind und ständig auf der Suche nach Gelegenheiten sind, die sie ausnutzen können.

Die ernüchternde Realität ist daher, dass die meisten aktiven Vermögensverwalter und ihre Kunden das Geldspiel *nicht* gewonnen haben. Sie haben verloren. Jemand, der von sich behauptet: „Ich bin ein Gewinner, ich kann das Geldspiel gewinnen“, muss dies also erst einmal beweisen.

Damit ein Manager die anderen Profis überflügeln kann, muss er so geschickt und schnell sein, dass er andere regelmäßig bei Fehlern erwischt – und diese Fehler systematisch schneller ausnutzen als seine Kollegen. (Sogar die Profis machen *Makro*-Fehler, vor allem, wenn sie an Markthochs voll investiert sind und versuchen, die Erwartungen der anderen Profis zu antizipieren, die natürlich auch die Antizipationen der anderen antizipieren. Wenn sie *Mikro*-Fehler begehen, korrigieren sie diese schnell oder müssen mit ansehen, wie sie von ihren professionellen Konkurrenten ausgenutzt und schnell korrigiert werden.)