

Die Vorzüge eines längeren Anlagehorizontes

„Angesichts des Chaos an den Finanzmärkten von heute bin ich so manches Mal zu dem Schluss gekommen, dass es gegen die Übel der Zeit helfen könnte, ein Wertpapier zu kaufen und es nie wieder zu verkaufen – so wie man eine Ehe bis zum Tod schließt. Dies würde die Anleger zwingen, ausschließlich auf die langfristigen Aussichten zu achten.“ – so John Maynard Keynes. Was würde Keynes wohl zum heutigen Investmentumfeld sagen, in dem sowohl Privatanleger als auch Unternehmen sehr kurzfristig denken? Obgleich die Lebenserwartung steigt und eine Altersversorgung mit einer längeren Entnahmephase gebraucht wird, handeln die Anleger paradoxerweise kurzfristiger denn je.

Kurzfriskultur

Eine Analyse der Daten zeigt deutlich, wie kurzfristig das Anlageverhalten oft ist. Noch nie waren die Haltedauern von Aktien so kurz wie heute, und auch professionelle Investmentmanager handeln in der Regel keineswegs weitsichtig. Die großen US-Banken achten auf kurzfristige Gewinne statt auf ein mittelfristig nachhaltiges Gewinnwachstum. Hinzu kommt, dass die Märkte zu Überreaktionen auf kurzfristige Ereignisse neigen, insbesondere wenn sich die Prognosen der Quartalszahlen nicht erfüllen. Das sorgt immer wieder für Volatilität.

Die Finanzmedien werden dafür bezahlt, ständig neue irrelevante Marktnachrichten, den sogenannten Noise, zu produzieren und sind mittlerweile zu einem völlig überdrehten Motor geworden, der immer neues Futter braucht. Hinzu kommt, dass die Anreizprogramme im Finanzsektor eine kurzfristige Sicht fördern. Bei erstaunlich vielen Investmentspezialisten richtet sich weniger als die Hälfte ihrer Vergütung nach langfristigen Performancekennzahlen.

In dieser Analyse wird gezeigt, dass ein längerer Anlagehorizont Vorteile bietet, die Manager mit einem disziplinierten Investmentprozess nutzen können. Die Fundamentaldaten von Unternehmen verändern sich nicht annähernd so stark wie ihre Aktienkurse. Für längerfristige Investoren ist das eine Chance.

Immer kürzere Anlagehorizonte: ein Marktphänomen

Viele Marktteilnehmer sind der gleichen Ansicht. So veröffentlichte der Pensionsfonds Calpers (California Public Employees' Retirement System) kürzlich seine zehn Grundüberzeugungen. Dazu zählt die Gewissheit, dass ein langer Anlagehorizont eine große Verantwortung, aber auch ein Vorteil ist. Er bringt Calpers dazu, Investmentstrategien zu bevorzugen, die langfristige nachhaltige Erträge versprechen.

Ein Blick auf die Geschichte der New York Stock Exchange (Nyse) zeigt, dass die

durchschnittlichen Haltedauern von Aktien heute so kurz sind wie zuletzt in den 1920ern (Abbildung 1). Im Durchschnitt werden Aktien 1,67 Jahre gehalten, also weniger als sieben Quartale. Dabei sind sowohl die Transaktionen von Privatanlegern als auch die Umschichtungen von institutionellen Investoren berücksichtigt. Bis in die siebziger Jahre bestand der Investmentmarkt vor allem aus vermögenden Privatpersonen und Familien. Das ist mittlerweile ganz anders. Heute beherrschen professionelle Investoren den Markt, die allerdings viele Publikumsfonds managen, in die wiederum hauptsächlich Privatanleger investieren.

Man mag vielleicht glauben, dass professionelle Investmentmanager weitsichtiger sind. Die Statistik zeigt aber, dass sie ebenso kurzfristige Ansätze verfolgen. Abbildung 2 illustriert, wie lang Manager von Publikumsaktienfonds ihre Wertpapiere im Durchschnitt gehalten haben: 1,39 Jahre. Diese Analyse beruht auf der inversen Umschlaghäufigkeit von Investmentfonds als vereinfachte Alternative zur Haltedauer der einzelnen Aktien, die verzerrte Ergebnisse liefern kann. Für die kurzfristige Orientierung der Investoren wurden zahlreiche Gründe identifiziert, darunter die Art der Leistungsanreize, die Finanzberichterstattung und die Medien, aber auch Entscheidungsmuster, die sich mit der Verhaltenstheorie erklären lassen.

Leistungsanreize

Jeder weiß, dass Menschen auf Anreize reagieren. In den letzten Jahrzehnten haben sich die Leistungsanreize geändert. Beispielsweise wurden die Managervergütungen anders strukturiert, und Anlageentscheidungen werden zunehmend nicht mehr intern getroffen, sondern von externen Beratern (Consultants). Die Funktion

Michael W. Roberge, CFA, MFS President, Chief Investment Officer, Joseph C. Flaherty, Jr., MFS Chief Investment Risk Officer, und Lars Detlefs, MFS Managing Director Deutschland, Frankfurt am Main

Die Marktdaten bestätigen es, viele Investoren wählen heute kurzfristige Anlagehorizonte. Als Ursachen dieser Entwicklung identifizieren die Autoren falsche Anreize in der Vergütung, die Wettbewerbssituation unter den Medien einschließlich der Usancen der Finanzberichterstattung und nicht zuletzt die Auswirkungen der Demografie. Sie halten es für unklug, die eigenen Anlageentscheidungen danach auszurichten, was andere denken und plädieren für eine langfristige Ausrichtung nach dem Motto: „Wer Wertpapiere länger hält, hat eine bessere Aussicht auf Mehrertrag.“ (Red.)

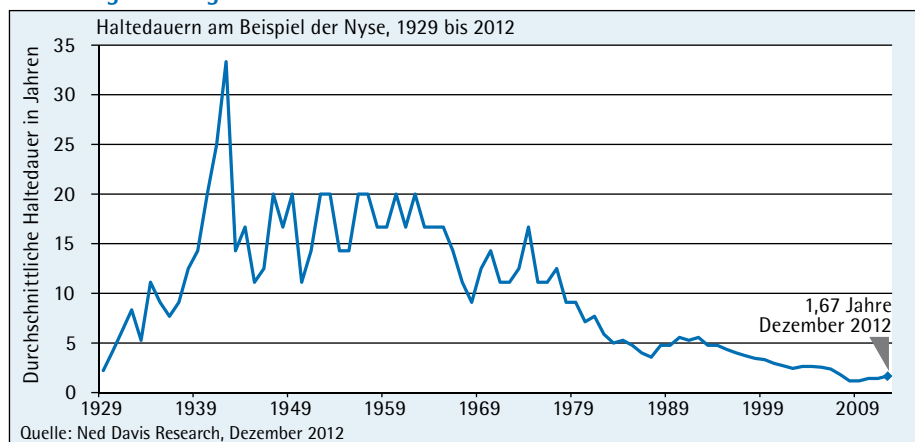
des CIO wird ausgelagert und viele Investmentunternehmen verändern ihre Eigentümerstruktur. Aus eigenständigen Unternehmen werden Tochtergesellschaften von großen Finanzkonzernen. Während viele Investoren länger planen, bleibt die Investmentbranche auf kurzfristige Leistungsanreize fixiert.

Abbildung 3 zeigt die Ergebnisse einer Umfrage des CFA Instituts zu Leistungsanreizen. Bei einem großen Teil (43 Prozent) der 1 100 befragten Investmentspezialisten richtet sich die Vergütung nach ihrer Jahresperformance. Dementsprechend erhalten 80 Prozent weniger als die Hälfte ihrer Vergütung auf der Grundlage von längerfristigen Performancekennzahlen.

Betrachtet sei das Beispiel eines Portfoliomanagers, dessen Vergütung sich am jährlichen Mehrertrag gegenüber einer Benchmark richtet: In diesem Fall ist die Bezahlung im laufenden Jahr völlig unabhängig von der Bezahlung im zurückliegenden oder im bevorstehenden Jahr. Da stellt sich die Frage, wie lang der Anlagehorizont eines Portfoliomanagers Ende Oktober sein mag, wenn seine Performance hinter der seiner Benchmark liegt? Acht Wochen, oder?

Die derzeitige Anreizstruktur veranlasst die Manager zu übermäßigen Risiken, um ihre Vergütung im laufenden Jahr zu optimieren. Möglicherweise sind diese Risiken aber für das Portfolio nicht angemessen. Zudem nehmen sie keine Rücksicht darauf, dass die meisten Kunden einen längeren Anlagehorizont haben als acht Wochen. Hinzu

Abbildung 1: Anleger trennen sich immer schneller von ihren Aktien



kommt, dass die Acht-Wochen-Performance eher von zufälligen Marktschwankungen abhängt als von wichtigen Signalen.

Medien und Finanzberichterstattung

Medien, Analysten und diverse Experten produzieren enorme Mengen an Marktinformationen und Marktkommentaren. Anleger brauchen Informationen aus unterschiedlichen Quellen, aber es ist wichtig, dass sie zwischen allgemeinem Noise und relevanten Investmentsignalen unterscheiden. Nasim Taleb hat beschrieben, wie die Medien dafür bezahlt werden, Noise zu produzieren: „Die Menschen bemerken gar nicht, dass die Medien dafür bezahlt werden, ihre Aufmerksamkeit zu erringen. Für einen Journalisten ist ‚Schweigen‘ ein Fremdwort.“¹⁾

Kurz gesagt: Die Medien ziehen Gewinn aus dem Noise, und je mehr Gerede es gibt, desto besser. Es liegt also in der Verantwortung der Investmentprofessionals, echte Signale von Noise zu unterscheiden.

Das große Interesse an den Quartalszahlen ist ein weiteres Beispiel für die Kurzsichtigkeit der Investmentbranche. Der Markt ist voll von kurzfristigen Gewinnschätzungen; längerfristige (also auf Sicht von mehr als drei Jahren) gibt es hingegen kaum. Abbildung 4 zeigt, wie weit bei zwei der größten Unternehmen aus dem Technologie- und dem Finanzsektor die Gewinnschätzungen für 2014 und 2016 auseinanderliegen. Da den Gewinnerwartungen so viel Aufmerksamkeit geschenkt wird, ist es auch wenig überraschend, wie intensiv der Markt versucht, die Quartalsgewinne zu prognostizieren. Dabei sollte

Abbildung 2: Gründe für die immer kurzfristigere Orientierung

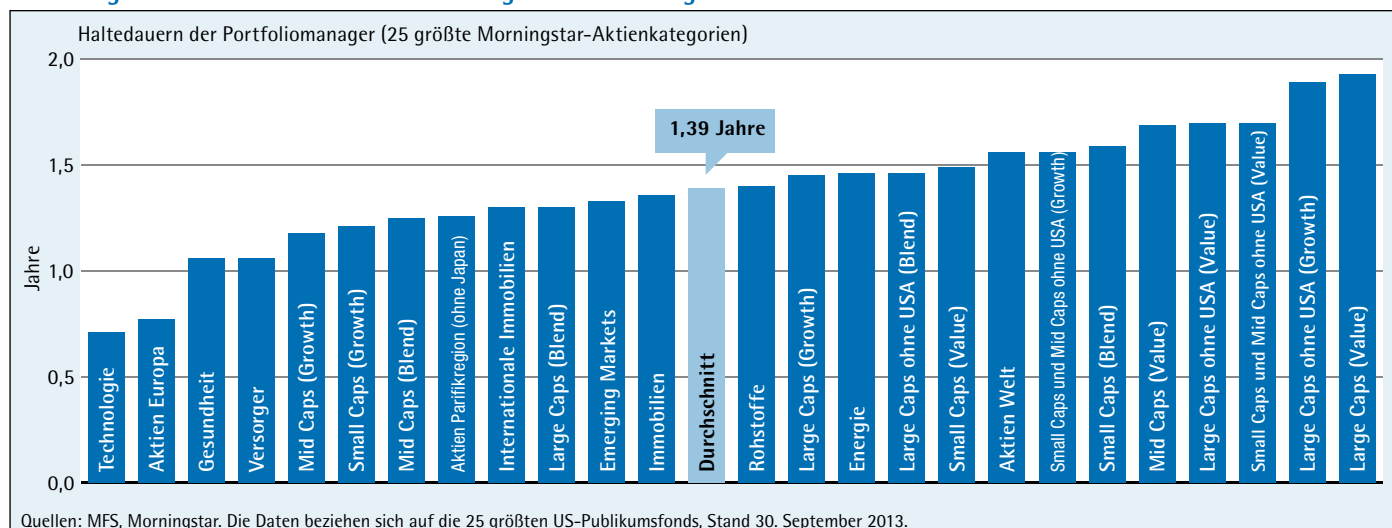
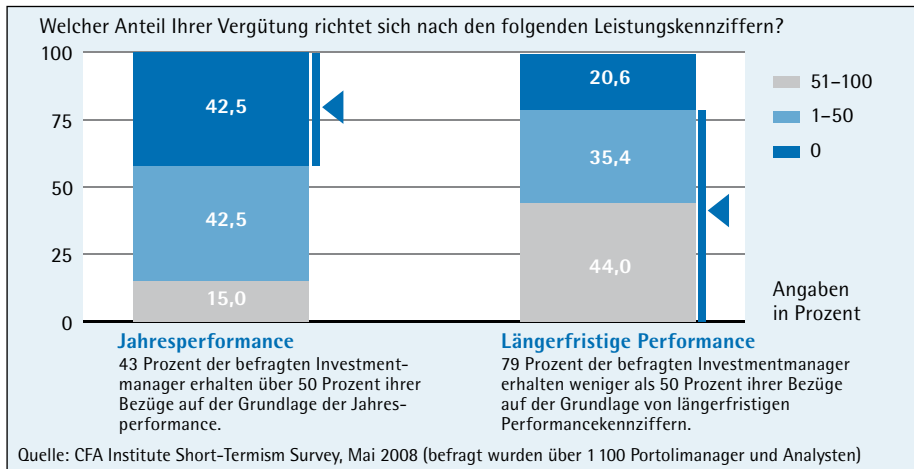


Abbildung 3: Kurzfristige Leistungsanreize für Investmentmanager



man nicht vergessen, dass Broker, die Gewinnprognosen erstellen, von zusätzlichen Einnahmen aufgrund der erhöhten Handelstätigkeit profitieren. Da die Brokerhäuser keine Langfristprognosen erstellen und langfristige Analysen ohnehin unsicherer sind, lässt sich mit unabhängigem Research langfristig Mehrwert schaffen.

Verhaltenspsychologische Erklärungen

Die Behavioural Finance hat erforscht, aus welchen psychologischen Gründen Menschen in Entscheidungsfallen tappen, die Auswirkungen auf die Langfristperformance haben – wie eben eine zu kurze Sicht. Ursachen sind die Verlustaversion (Loss Aversion), aufgrund derer man auf Gewinnchancen verzichtet, um Verluste zu vermeiden; der Verfügbarkeitsfehler (Availability Bias), zu dem es kommt, weil man leicht vorstellbare Ereignisse für wahrscheinlicher hält (die Verfügbarkeitsheuristik beruht auf der Beobachtung, dass man glaubt, etwas sei wichtig, weil man sich gut daran erinnern kann); und der Rezenz-Effekt (Recency Effect), nach

dem Aktieninvestoren ihre Portfolioperformance nach den Ergebnissen in der jüngsten Vergangenheit beurteilen. Diese und andere Phänomene führen zu langfristig suboptimalen Anlageergebnissen.

Die immer kurzfristigere Orientierung der Investmentmanager führt dazu, dass sie die Dinge anders beurteilen als die Investoren. Investoren und Investmentmanager haben unterschiedliche Zeithorizonte. Den Analysen nach haben die Kunden (von vermögenden Privatkunden bis zu Pensionsfonds, Versicherungen, Stiftungen und Staatsfonds) üblicherweise einen Anlagehorizont von mindestens zehn Jahren, in vielen Fällen sogar von mehreren Generationen (Abbildung 5, die die typischen Anlagehorizonte von Kunden zeigt). Beispielsweise investieren Stiftungen, Staatsfonds und viele vermögende Privatkunden sowohl für die jetzige als auch für zukünftige Generationen. Insbesondere für sie wäre es also vernünftig, langfristig zu denken. Die immer kurzfristigere Orientierung vieler Investmentmanager ist aber gegen das Interesse dieser Kunden.

Hinzukommt, dass die Demografie für noch längere Anlagehorizonte spricht. Fast überall auf der Welt kommt es zu demografischen Verschiebungen: Die Lebenserwartung steigt und die Geburtenraten fallen. Beides sind weltweite Megatrends mit erheblichen Folgen für das Anlegerverhalten. Der Rückgang der Geburtenraten sowohl in den Industrieländern als auch in den Emerging Markets bedeutet, dass immer weniger Erwerbspersonen die steigenden Renten von immer älter werdenden Menschen finanzieren müssen, was die gesellschaftlichen Auswirkungen des Langlebighkeitsrisikos zusätzlich verschärft. Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich hält das Langlebighkeitsrisiko – also das Risiko, länger als erwartet Pensionen und Renten zahlen zu müssen – für erheblich.²⁾ Zweifellos müssen sowohl Privatanleger als auch institutionelle Investoren bei ihren Entscheidungen das Langlebighkeitsrisiko immer stärker berücksichtigen. Dies wiederum könnte nach und nach zu einem weitsichtigeren Anlegerverhalten führen.

Chancen durch Bewertungsunterschiede bei einem längeren Anlagehorizont

Für längerfristig orientierte Einzelwertespezialisten gibt es eine Vielzahl von Anlagechancen. Abbildung 6 zeigt, wie stark der Ertrag einer Aktie von der Haltedauer abhängt (ein Tag bis fünf Jahre). Je länger die Haltedauer, desto größer sind die Unterschiede zwischen dem zehnten und dem neunzigsten Perzentil. Dies bestätigt die Einschätzung, dass ein Anleger, der seine Aktien drei bis fünf Jahre hält, eine größere Chance auf einen Mehrertrag hat. Aber welchen Einfluss hat das auf die Investmentstrategie?

Wenn man jede Woche umschichtet, ist ein rentables Portfoliomanagement schwierig, weil die Aktien sich kurzfristig parallel ent-

Abbildung 4: Kurzfristige Analysen

	Finanzdienstleistungen	Technologie
2014 Viel Research	Gewinnschätzungen: 33 0,58 bis 0,78 GBP	Gewinnschätzungen: 52 36,89 bis 48,22 USD
2016 Kaum Research	Gewinnschätzungen: 1 0,57 GBP	Gewinnschätzungen: 1 35,78 USD

Quelle: Factset

Abbildung 5: Anpassung an die längeren Anlagehorizonte der Kunden

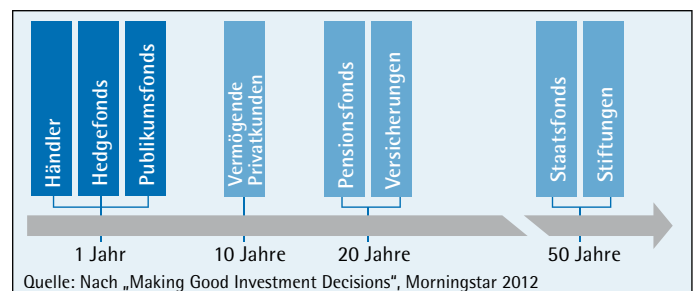
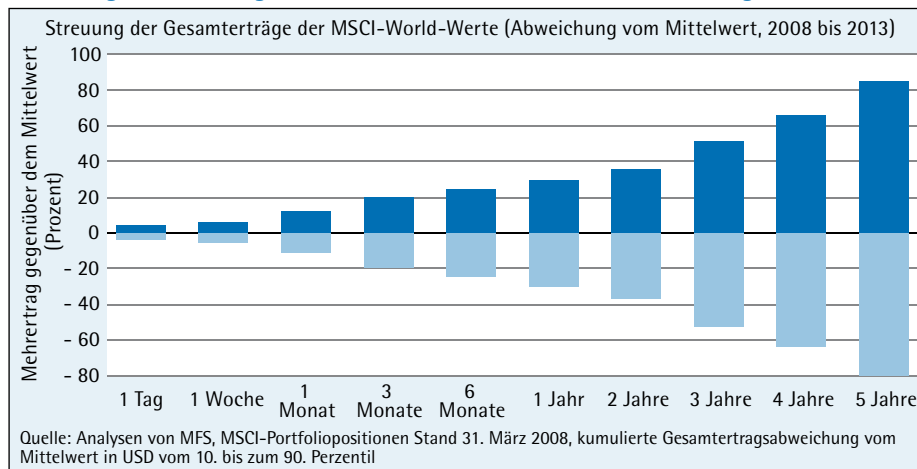


Abbildung 6: Die Ertragsunterschiede werden im Zeitablauf immer größer



wickeln; die Chance, trotz Transaktionskosten Gewinne zu erzielen, ist also sehr gering. Auf Sicht von fünf Jahren entwickeln sich Aktien hingegen sehr unterschiedlich, sodass erhebliche Performanceabweichungen von der Benchmark möglich sind. Dieser Einschätzung nach ist die Chance auf Mehrerträge aufgrund längerer Haltedauern ein wichtiger Faktor für eine langfristig attraktive Wertentwicklung. Über einen längeren Zeitraum können Investoren auf signifikante Investmentssignale reagieren, die auf mittlere bis lange Sicht nachhaltiges Gewinnwachstum versprechen und sich differenzierte Meinungen bilden, die am Ende zu Gewinnen führen können.

Fallstudien

Zwei Fallstudien zeigen, wie sich die Bewertung einer Aktie aus Anlegersicht ändern kann, wenn man eine längerfristige Betrachtung anstellt.

Fallstudie 1 – ein internationaler Internethändler: Das Unternehmen ist ein weltweit führender Internethändler. Es musste in der Vergangenheit in großem Umfang in die Infrastruktur für die Auftragsabwicklung investieren, sodass die Gewinne niedrig waren. Das aktuelle KGV spiegelt die deshalb relativ niedrigen Gewinnerwartungen wider. Möglicherweise berücksichtigt der Markt die folgenden Faktoren nicht, die für einen Gewinnanstieg in 2016 sprechen:

- Die Größe der Branche wird sich verdoppeln. Zurzeit macht der Internethandel zehn Prozent des gesamten Handels aus. In den kommenden Jahren dürften es mindestens 20 Prozent werden.

- Der Marktanteil des Unternehmens dürfte aufgrund der neuen Kapazitäten wachsen.

- Die Investitionen dürften erheblich zurückgehen, da das Geschäft reift und das Unternehmen die neue Infrastruktur optimal nutzen kann.

- Höhere Umsätze und niedrigere Investitionen dürften zu erheblich höheren Margen und Gewinnen führen.

Unter Berücksichtigung dieser Langfristfaktoren erscheint die Bewertung deutlich günstiger. Es besteht die Aussicht auf Arbitragegewinne.

Fallstudie 2 – ein internationaler integrierter Ferienclubentwickler: Das Unternehmen ist einer der weltweit führenden integrierten Entwickler von Ferienclubs. Die Aktie ist stark gestiegen, sodass viele Brokeranalysten ihre Erwartungen nach unten revidierten – oft mit dem Hinweis auf die Bewertung als Grund für ihre Verkaufsempfehlung. Andere begründen ihre Entscheidung mit der mangelnden Weitsicht der Marktteilnehmer, weil diese die zurzeit neu entstehenden Ferienanlagen in Asien nicht berücksichtigten, vor allem in Cotai, einer Halbinsel bei Macau. Die Anlage in Cotai könnte für so hohe Umsätze sorgen, dass sich der Unternehmensgewinn verdoppelt, zumal die Investitionen nach Fertigstellung der ersten Gebäude zurückgehen, sodass Operating Leverage und Gewinne kräftig steigen. Weil einige Investoren ein mögliches längerfristiges Gewinnwachstum nicht angemessen berücksichtigen, können andere hier zu sehr

günstigen Kursen auf ein hohes Gewinnwachstumspotenzial setzen.

Ein Plädoyer für die Langfristigkeit

In seinem berühmten Vergleich des Aktienmarkts mit einem Schönheitswettbewerb erklärte Keynes, warum Aktienkurse von ihrem Fundamentalwert abweichen können. Dabei vergleicht er das Verhalten rationaler Marktteilnehmer mit einem Schönheitswettbewerb, bei dem die Teilnehmer aus 100 Fotos von Frauen die sechs schönsten auswählen sollen. Wer dabei die spätere Siegerin nennt, erhält einen Preis. Ein unbedarfter Teilnehmer würde die Frauen auswählen, die ihm selbst am besten gefallen. Wer besser nachdenkt und seine Gewinnchancen maximieren will, würde überlegen, welche Frau am ehesten dem allgemeinen Ideal entspricht und sich dann für sie entscheidet.³⁾

Keynes war davon überzeugt, dass sich Aktienanleger ähnlich verhalten. Er meinte, dass Investoren häufig das Marktumfeld ignorieren und stattdessen die kurzfristigen Entscheidungen anderer Marktteilnehmer extrapolieren, um Erträge zu erzielen. Wahrscheinlich würde Keynes dieses Szenario im aktuellen Anlegerverhalten wiedererkennen, wo schnelle Umschichtungen aufgrund von Noise an der Tagesordnung sind. Es wird also eher danach entschieden, was andere Marktteilnehmer denken und nicht auf der Grundlage des langfristigen Fundamentalwertes seines Unternehmens.

Da das Langlebigkeitsrisiko in Zukunft eine größere Rolle spielen wird und Regierungen, Aufsichtsbehörden und sogar die Finanzpresse mehr auf mögliche kurzfristige Verluste achten, könnte sich das Blatt in den nächsten Jahren allerdings wenden. Unabhängig davon bleibt aber die Überzeugung, dass Manager mit längerfristigen Anlagehorizonten größere Chancen haben. Wer Wertpapiere länger hält, hat eine bessere Aussicht auf Mehrertrag.

Quellen

¹⁾ Nassim Nicholas Taleb, *Fooled by Randomness: The Hidden Role of Chance in Life and in the Markets*, 2nd ed., (New York: Thompson Texere, 2004), 61, (deutscher Titel: *Narren des Zufalls*).

²⁾ BIS-Website (15. Oktober 2013) <https://www.bis.org/publ/joint31.htm>

³⁾ John Maynard Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money* (1936), Kapitel 12. (deutscher Titel: *Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes*).