

Karawane:  
Ausweg aus der Einöde



Portfolio

# Flucht aus der Wüste

Die Mischung macht's: Ein prominenter Börsenprofi zeigt, wie Anleger dauerhaft zweistellige Renditen erzielen – bei niedrigem Risiko und Minikosten

**M**itte der 70er-Jahre startete der Yale-Professor Roger Ibbotson ein Forschungsprojekt, von dem Anleger bis heute profitieren. Ibbotson berechnete die Renditen von Aktien und Anleihen seit 1926. Seitdem wird seine Studie Jahr für Jahr um die aktuellen Daten ergänzt. „Ibbotsons Botschaft ist eindeutig“, kommentiert der Münchner Vermögensverwalter und Fondsmanager Gottfried Heller. „Langfristig liefern Aktien den höchsten Vermögenszuwachs und bieten den besten Schutz vor Inflation“, urteilt der Anlageprofi.

In den vergangenen 87 Jahren brachten US-Standardaktien inklusive Dividenden eine durchschnittliche jährliche Rendite von 9,8 Prozent. US-Staatsanleihen rentierten dagegen im gleichen Zeitraum nur mit jährlich 5,4 Prozent. Nach Abzug der durchschnittlichen Inflationsrate von drei Prozent blieben bei Aktien jährlich 6,7 Prozent Wertzuwachs, bei Staatsanleihen nur 2,3 Prozent.

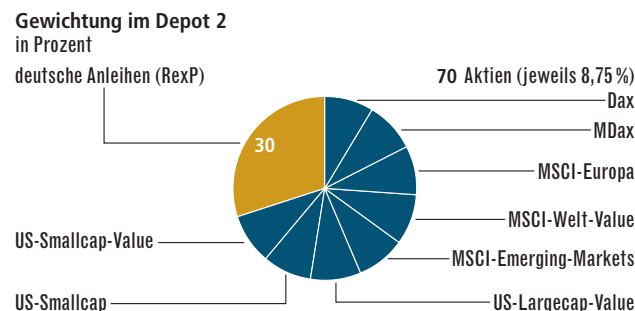
In Zeiten der finanziellen Repression zählt Ibbotsons Erkenntnis umso mehr. Wer im aktuellen Niedrigzinsumfeld in erster Linie auf „sichere“ Staatsanleihen setzt, schafft vielleicht mit Glück den Inflationsausgleich, aber keinen echten Vermögenszuwachs. Schlimmer noch: Wenn – wie von den meisten Anlagestrategen erwartet – in den nächsten Jahren die Zinsen wieder steigen, drohen Anleihenbesitzern zusätzlich noch Kursverluste.

**Die Lösung.** Leider hat die Sache einen Haken: Aktienkurse schwanken und bescheren Investoren mitunter schmerzhaft Verluste. Verständlich, dass mancher risikoscheue Anleger nach den Erfahrungen der vergangenen 14 Jahre von Aktien nichts mehr wissen will. Trotzdem ist Resignieren wahrscheinlich nicht die klügste Reaktion. Denn: Der richtige Mix aus Aktien und Anleihen bringt zehn Prozent und mehr Rendite pro Jahr – bei überschaubarem Risiko. Wie sich dieser Traum verwirklichen lässt, ►



### Internationaler Erfolg

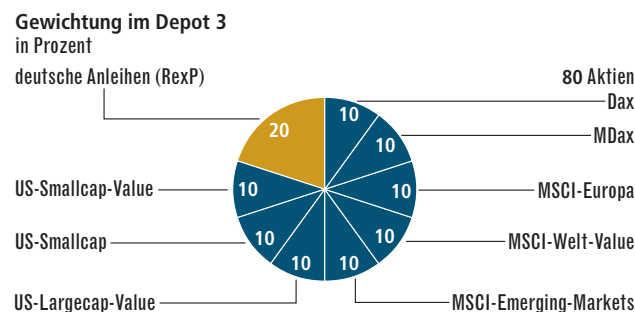
Wer die Aktienquote seines Portfolios global diversifiziert und Risikoprämien von Smallcaps, Value-Werten und Emerging-Markets-Aktien vereinnahmt, erzielt mehr Rendite bei weniger Risiko. In den vergangenen 30 Jahren (1982 bis Ende 2011) brachte dieses Depot eine jährliche Rendite von 10,1 Prozent bei einer Volatilität von nur noch 16,4 Prozent.



Quellen: Kepler Asset Management, G. Heller

### Mehr Risiko

Eine etwas geringere Anleihenquote von 20 Prozent hätte im betrachteten 30-jährigen Anlagezeitraum sogar eine noch höhere Rendite gebracht. Um satte 10,4 Prozent pro Jahr wäre das Portfolio im Schnitt gewachsen. Allerdings hätte sich durch den größeren Aktienanteil auch die Volatilität erhöht, auf eine Standardabweichung von 18,4 Prozent. Doch auch dies ist noch ein vertretbarer Wert.



Quellen: Kepler Asset Management, G. Heller

### Stolze Erträge

Depot 1 enthält 70 Prozent Dax-Aktien und 30 Prozent Bundesanleihen. Bei Depot 2 und 3 wird global in Aktien investiert. Das bringt mehr Rendite und weniger Risiko.

Depot	Quote Aktien/Anleihen in %	durchschn. Ertrag pro Jahr	Standardabweichung	Erwartungswert für Jahresverlust	aus 10000 Euro wurden
Depot 1	70/30	8,8%	19,4%	3,9%	127 000
Depot 2	70/30	10,1%	16,4%	2,6%	178 900
Depot 3	80/20	10,4%	18,4%	3,2%	193 000

Berechnungszeitraum: 1981–2011

zeigt Börsenprofi Heller auf den folgenden Seiten anhand von zwei Musterportfolios. Mit weniger als einem Dutzend Indexfonds (ETFs) können Anleger Hellers Portfolios problemlos nachbauen (s. Tabelle S. 36). Auf Grund der ausgeklügelten Portfolio-Struktur sind dabei weder kosten- und zeitintensiver Handel noch häufige Umschichtungen notwendig. Zudem sind ETFs ohnehin nur mit ganz geringen Kosten belastet.

Auch risikoscheue Anleger schaffen sich so nach Hellers Vorgaben ein stabiles und kostengünstiges Depot und ein probates Gegenmittel gegen Dauerniedrigzins und finanzielle Repression – und bewältigen die Zäsur auf den Kapitalmärkten (s. S. 28–32). „Die Risikobegrenzung gelingt durch die Diversifikation über verschiedene Anlage-Regionen und Aktientypen“, erklärt Heller, der bereits Anfang der 70er-Jahre zusammen mit Börsenaltmeister André Kostolany seine Vermögensverwaltung Fiduka gründete.

Zusätzlich setzt Heller auf langfristig überlegene Aktienklassen wie Nebenwerte und Substanzwerte (Value-Aktien). Nach Hellers Berechnungen rentierten US-Substanzaktien in den vergangenen 87 Jahren mit durchschnittlich elf Prozent pro Jahr. Standardwerte kamen „nur“ auf 9,5 Prozent. Wachstumsaktien brachten dagegen lediglich 8,8 Prozent. Noch besser war das Ergebnis der US-Nebenwerte. „Small- und Midcaps-Value-Aktien erzielten in den 85 Jahren bis 2012 inklusive Dividenden jährlich 13,9 Prozent Ertrag“, berichtet Heller. Diese Zahlen würden in ähnlicher Größenordnung auch für Deutschland gelten, wo der von Substanzaktien dominierte Mittelwerte-Index MDax den Standardwerte-Index Dax langfristig klar abgehängt hat.

**Preiswürdige Erkenntnis.** Eugene Fama, einer der drei Wirtschaftsnobelpreisträger des Jahres 2013, prägte für diese „Gesetzmäßigkeit“ den Begriff „Small-Cap Value Premium“. Fama bewies, dass langfristig Substanzaktien besser abschneiden als Wachstumswerte und dass kleine Aktien große schlagen. Zugleich ist Fama übrigens der geistige Vater von Indexfonds und ETFs, wofür er vom Nobelpreiskomitee vor allem gewürdigt wurde. Doch wenn Smallcaps und Substanzaktien so überlegen sind, warum sollten Anleger ihr Portfolio nicht ausschließlich mit diesen Werten füllen?

„Das wäre zu einfach. Es wäre ein Portfolio, das nur die Chancen widerspiegelt und die Risiken ausblendet. Chance und Risiko gehören jedoch zusammen wie Tag und Nacht. Wäre das nicht so, wäre Investieren keine Kunst“, entgegnet Heller. Das Problem sei, dass keine der Anlageklassen jedes Jahr gleich gut abschnidet. Es gebe Jahre, in denen sich die Nebenwerte gut entwickeln, und dann wieder Jahre, in denen es bei diesen nicht so gut läuft. Für Aktien der Schwellenländer gelte im Übrigen das Gleiche.

Zudem: „Kleine Unternehmen bergen auch große Risiken. Nebenwerte, einzeln betrachtet, sind riskanter als Standardwerte“, warnt Heller. Kleine Unternehmen seien weniger standfest und oft krisenanfälliger, weil sie keine so breite Basis haben wie Großbetriebe. Wenn Anleger von den Vorzügen von Nebenwerten profitieren wollten, ohne dabei unkalkulierbare Risiken einzugehen, gebe es deshalb nur eine Lösung: breite Streuung! Anleger

sollten nicht in zehn oder 20 Einzeltitel investieren, sondern in 100 oder 200. Besonders kostengünstig funktioniert das mit ETFs.

**Lieber Bayern als Hoffenheim!** Ohnehin müssen in einem Portfolio deshalb Chance und Risiko stets in ein ausgewogenes Verhältnis gebracht werden. Meist muss der Investor dabei für ein geringeres Risiko ein paar Prozentpunkte bei der Rendite opfern. Börsenveteran Heller illustriert ein stabiles Gewinner-Portfolio am Beispiel einer Fußballmannschaft: „Wenn ein Fußballtrainer ein siegreiches Spiel beschreibt, wird er vielleicht sagen, wir sind ‚kompakt‘ gestanden. Kompakt heißt festgefügt. Um auf Dauer erfolgreich zu sein, muss eine kompakte Mannschaft Angriffsstärke, Ausdauer und Abwehrkraft besitzen. Ein brillanter Sturm nutzt nichts, wenn eine löchrige Verteidigung viele Tore zulässt und so das Spiel verloren geht.“ Hoffenheim kann in der laufenden Bundesliga-Saison ein Lied davon singen. Umgekehrt, so Heller, sei kein Spiel zu gewinnen, wenn die Verteidigung wie ein Bollwerk steht, aber der Sturm Ladehemmung hat. Gewinnermannschaften brauchen nach seiner Überzeugung eine schlagkräftige Offensive und eine standfeste Defensive. Das gelte nicht nur beim Fußball, sondern auch in der Geldanlage.

**Kosten im Griff.** Trotzdem bleiben die Mitspieler einer Fußballmannschaft nicht immer dieselben. Sie werden ausgewechselt, wenn sie schlechte Leistung bringen oder nicht die Fähigkeit haben, Schwächen in der Mannschaft abzudecken. Gleiches gilt nach Hellers Erfahrung für die Portfolio-Gestaltung. Alle Spielarten seien durch die Direktanlage in Aktien und Anleihen darstellbar – oder mit Investmentfonds bzw. ETFs. Der Einsatz von Fonds habe mehrere Vorteile: Das Depot enthalte weniger Einzelteile, und wenn eine Anlageform ausgetauscht werden soll, müssten nicht viele Einzeltitel ersetzt werden, sondern nur ein Fonds. Das spare gewaltig Kosten. Wegen der breiteren Streuung seien Fonds zudem in der Regel schwankungsärmer als einzelne Aktien.

Den beeindruckenden Anlageerfolg, zu dem seine Strategie führt, dokumentiert Heller anhand von Indizes. Vorteil: Diese beinhalten erstens bereits eine breite Streuung. Zweitens weisen sie eine lange Historie auf. Drittens lassen sich die von Heller zur Berechnung verwendeten Indizes sehr gut mit ETFs nachbilden. Eine Einschränkung allerdings gibt es: Da die Untersuchung für einen Zeitraum von 30 Jahren gilt (eine übliche Periode für langfristig ausgerichtete Anleger, die etwa für den Ruhestand sparen), konnten nur Indizes berücksichtigt werden, die bis zum Starttermin 31.12.1981 verfügbar sind und die am Endpunkt der Untersuchung, dem 31.12.2011, immer noch existiert haben.

Alle drei so konstruierten Depots enthalten Aktien und Anleihen, jedoch in unterschiedlicher Zusammensetzung. Ausgangspunkt ist ein Portfolio, das nur aus zwei Indizes besteht: dem deutschen Aktien-Leitindex Dax und dem deutschen Staatsanleihen-Index RexP. Diesem Grunddepot werden nach und nach weitere Indizes zu Lasten des Dax hinzugefügt. Am Ende steht ein Portfolio mit einer breiten internationalen Streuung und mit einem Übergewicht von Value-Aktien, Nebenwerten und Aktien aus den Schwellenländern. Im Detail sind diese Schritte in Hellers jetzt neu aufgelegtem Buch „Der einfache Weg zum Wohlstand“ nachzulesen. Hier werden aus Platzgründen nur das Ausgangsportfolio und zwei Schlussdepots vorgestellt.

**Risiko minimiert.** Bei der Optimierung achtet Heller nicht nur auf die erzielbare Rendite, sondern stets auch auf das damit einhergehende Anlagerisiko. Als Risikomaßstab verwendet Heller zum einen die statistische Kennzahl Standardabweichung. Damit misst er, wie stark die Wertentwicklung eines Depots schwankt. Je höher die Standardabweichung, desto größer die Kursausschläge nach oben und unten. Zum anderen misst Heller das Portfolio-Risiko mit dem von Kepler Asset Management (New York) entwickelten Konzept des Verlusterwartungswerts. Diese Kennzahl betrachtet nicht wie die Standardabweichung die Volatilität als Risiko, sondern nur die statistische Wahrscheinlichkeit eines Jahresverlusts.

**Typisch deutsch?** Ausgangspunkt ist ein Depot, das wohl für viele Privatanleger in Deutschland typisch ist. Es enthält nur deutsche Wertpapiere. Zahlreiche Studien belegen die Vorliebe der Anleger für Anlagen aus ihrer Heimat. „Mehr als 75 Prozent aller von deutschen Privatanlegern gehaltenen Aktien sind deutsche Aktien, und hier wiederum überwiegend Dax-Titel“, weiß Heller. Doch diese Heimorientierung sei ein großer Fehler, warnt Heller. Die Ergebnisse seiner Berechnungen zeigen, dass er wohl Recht hat.

Hellers Ausgangsportfolio (Depot 1) besteht zu 30 Prozent aus dem RexP, dem Index für sichere deutsche Staatsanleihen, und zu 70 Prozent aus dem Dax-Index. Im Jahresschnitt brachte dieses Portfolio in den betrachteten 30 Jahren 8,8 Prozent Rendite. Aus 10000 Euro wurden 127 100 Euro – mehr als das Zwölfwache. Allerdings war das Risiko, gemessen mit der Standardabweichung der Jahreserträge, mit 19,4 Prozent relativ hoch. „Das liegt vor allem daran, dass der Dax in den letzten 15 Jahren wie ein Betrunkener hin und her geschwankt ist und wesentlich stärkere Ausschläge nach oben und unten ►



**Vermögensverwalter Heller: startete vor 40 Jahren mit Altmeister André Kostolany**

Foto: I. Zabel





gezeigt hat als die meisten anderen Standardwerte-Indizes“, erklärt Heller. Jährlichen Kursgewinnen von bis zu 66,4 Prozent stehen bei diesem Portfolio Verluste von bis zu 43,9 Prozent gegenüber. Aber immerhin: In 21 der 30 Jahre ist der Dax gestiegen – in 13 Jahren sogar um 20 Prozent und mehr. Der Rexp als stabilisierendes Element verbuchte dagegen nur zwei Verlustjahre.

**Turbo zugeschaltet.** Bei Depot 2 und Depot 3 baut Heller dann auf die Renditestärke von kleinen Unternehmen (Smallcaps), Substanzwerten sowie von Aktien aus den Emerging Markets (s. Grafiken S. 34). Aus pragmatischen Gründen rechnet er mit US-Smallcaps. Nur dort gibt es 30 Jahre zurückreichende Indizes für diese Aktien. Die Ergebnisse dürften jedoch mit deutschen oder europäischen Nebenwerten ähnlich ausfallen. Aber: Nur Smallcap ist für Heller nicht gut genug. Zusätzlich packt er zum breiten Nebenwerte-Index (US-Smallcap) noch dessen Value-Variante (US-Smallcap-Value) ins Depot 2. Insgesamt ergibt sich so mit rund zwei Dritteln Value-Aktien und Nebenwerten eine deutliche Übergewichtung dieser Aktien. Alle verwendeten Indizes werden gleich gewichtet.

**41 Prozent mehr Vermögen mit weniger Risiko.** Das Ergebnis ist frappierend: Die Durchschnittsrendite des Depots 2 klettert auf 10,1 Prozent. Die Verlusterwartung sinkt. Damit wurde im Vergleich zum Ursprungsdepot eine gewaltige Qualitätsverbesserung erzielt: Die Rendite liegt um 1,3 Prozentpunkte höher. Noch besser: Das Verlustrisiko fällt gleichzeitig um ein Drittel auf 2,6 Prozent. Aus 10 000 Euro wurden stolze 178 900 Euro und somit 51 900 Euro mehr als mit Depot 1. Das sind 41 Prozent mehr Vermögen mit weniger Risiko.

Depot 2 besitzt dabei zwei Sicherheitsnetze: die Anleihen und die risikoresistente Struktur des Aktienteils. „Die These, man müsse eine höhere Rendite mit höheren Ri-



**Hellers Buch: Resümee nach vier Jahrzehnten als Vermögensverwalter und Fondsmanager**

siken erkaufen, ist widerlegt“, freut sich Heller. Keiner der verwendeten Einzelindizes hat dabei ein erträgliches Risikomaß. Ihre Verlusterwartung liegt zwischen 4,1 und 8,1 Prozent. „Würde man versuchen, immer zum richtigen Zeitpunkt dort auszusteigen, wo ein Verlust droht, und dort einzusteigen, wo ein Gewinn winkt, käme man überhaupt nicht mehr zum Schlafen, und alle Mühe wäre ohnehin vergeblich, weil erfolglos“, kommentiert Heller. Durch die Vereinigung ganz unterschiedlicher Märkte wurde also insgesamt ein stabiles Portfolio mit weniger Risiko und mehr Rendite geschaffen.

**Traumergebnis.** Für risikofreudige Anleger prüfte der Vermögensverwalter noch einen weiteren Anlagemix. Dieses Depot 3 passt besonders gut in die aktuelle Niedrigzinsphase, denn es enthält nur noch 20 Prozent Anleihen. Dadurch kommt jeder der daneben verwendeten Aktienindizes auf zehn Prozent Portfolio-Anteil. Ergebnis: Die durchschnittliche Jahresrendite von Depot 3 erreicht mit 10,4 Prozent den klaren Spitzenwert. Aus 10 000 Euro Ursprungskapital werden mit Portfolio 3 in den 30 Jahren stolze 193 000 Euro, also fast das 20-Fache – und 66 000 Euro mehr als mit Portfolio 1. Das ist ein Mehrertrag von 52 Prozent! Mit 3,2 Prozent Verlusterwartung liegt dabei jedoch das Risiko von Depot 3 noch immer unter dem von Depot 1, das sich auf deutsche Aktien und Anleihen beschränkte.

„Mit den Portfolios 2 und 3 haben wir also mit relativ einfachen Mitteln und durch Beifügung renditestarker Anlageklassen die Rendite deutlich erhöht und gleichzeitig das Risiko erheblich gesenkt. Aber ganz ausschalten können wir das Risiko nicht. Selbst die beste Fußballmannschaft gewinnt nicht jedes Spiel“, resümiert Heller. ■

ULI KÜHN

## Die besten ETFs und Fonds für die Heller-Strategie

Mit den Fonds in dieser Tabelle können Anleger das Portfolio des Vermögensverwalters leicht nachbauen. Die meisten von Heller verwendeten Aktiensektoren lassen sich sogar mit preiswerten Indexfonds abbilden.

Fondsname	Anlagefokus	ISIN	Kosten pro Jahr	Fonds-Vermögen in Mio. Euro
Deka Dax ETF	deutsche Standardaktien	DE000ETFLO11	0,15%	774
iShares MDax ETF	mittelgroße deutsche Aktien	DE0005933923	0,50%	1465
db x-trackers MSCI Europe ETF	europäische Aktien	LU0274209237	0,30%	1247
Nordea-1 Global Stable Equity Fund	Value-Aktien Industrienationen	LU0112467450	1,91%	956
db x-trackers MSCI Emerging Markets ETF	Aktien Schwellenländer	LU0292107645	0,65%	2330
Amundi Funds Equity US Relative Value	US-Largecap-Value-Aktien	LU0568605330	1,07%	448
iShares MSCI USA Small Cap ETF	US-Nebenwerte	IE00B3VWM098	0,43%	174
Legg Mason Royce US Small Cap Opp.	US-Nebenwerte Value	IE00B19Z4C24	1,98%	804
Deka EuroGOV Germany ETF	deutsche Anleihen	DE000ETFL177	0,15%	467

Quellen: Deutsche Börse, Morningstar

Stand 30.12.2013