

# «Einer von 100 Affen wäre top»

HARRY BÜSSER INTERVIEW

Wirtschafts-Nobelpreisträger William Sharpe über Anlagegurus und den Grund, warum er jetzt keine Aktien verkauft, sondern dem «buy and hold» treu bleibt.

---

**BILANZ:** Herr Sharpe, wie erfolgreich sind Sie mit Ihren eigenen privaten Investitionen, gemessen an der Sharpe Ratio? William Sharpe: Ich habe sie nie für mich berechnet.

**Die nach Ihnen benannte Masszahl für den Erfolg von Finanzanlagen und Fondsmanagern zeigt, wie viel Rendite Anleger pro Einheit Risiko bekommen. Sie haben diese nie für sich selber berechnet?**

Nein. Ich habe sie auch nicht Sharpe Ratio genannt, sondern «Reward to Variability Ratio». Ich fand den Begriff sehr treffend.

**Wie kam es dazu?**

Ich habe mir überlegt, welche Zahl es sein würde, wenn ich nur eine einzige hätte, mit der ich verschiedene Anlagen miteinander vergleichen könnte. Sie sollte ein Risiko mit der Rendite vergleichen. Es ist eine extrem simple Masseinheit.

**Wie hoch schätzen Sie denn die Sharpe Ratio für durchschnittliche Privatanleger?**

Langfristig dürfte sie bei rund einem Drittel liegen. Die Risikoprämie bei 6 Prozent und das Risiko, gemessen an der Standardabweichung, bei 18 Prozent.

**Das gilt dann auch für Ihr eigenes Portfolio?**

Ich denke schon.

**Damit liegen Sie weit hinter den Leistungen vieler Hedge Funds. Hätten Sie nicht besser in diese Fonds investiert?**

Nein, das glaube ich kaum. Vor allem deshalb nicht, weil ich im Voraus nicht hätte wissen können, welche Fonds eine bessere Leistung bringen würden. Denn die vergangene Leistung bedeutet nicht, dass diese Fonds auch künftig gute Leistungen bringen werden.

**Ein wenig Einfluss hat die vergangene Leistung aber wohl doch, nämlich dann, wenn ein Fondsmanager über ein Jahrzehnt sehr gute Renditen erwirtschaftet hat?**

Es gibt immer Leute, die extrem gut performt haben, sogar über Zeiträume von 15 Jahren. Aber bei denen ist es trotzdem nicht wahrscheinlicher als bei irgendeinem anderen Fondsmanager, dass sie im folgenden Jahr, also im Jahr 16, besser sind als der Markt. Immer nach Kosten gerechnet. ▶

---

## Der Sharpe mit der Ratio

1990 wurde William F. Sharpe (heute 80) der Nobelpreis für Wirtschaftswissenschaften verliehen. Er entwickelte das Capital-Asset-Pricing-Modell, das die mathematischen Grundlagen zur Bewertung von Börsenpapieren lieferte. Zudem kreierte er die Sharpe Ratio, die bekannteste Zahl zum Leistungsvergleich von Fonds. Neben seiner Tätigkeit als Professor an der Stanford University war er als Berater für die Banken aktiv. Heute forscht er nur noch.

---



*«Vergangene Leistung  
bedeutet nicht,  
dass diese Fonds auch  
künftig Leistungen  
bringen werden»:  
William Sharpe.*

► **Also alles Zufall?**

Wenn wir Hunderte Affen anstellen würden, die Anlagen auswählen, dann hätte mindestens einer davon auch nach Jahren noch eine sehr gute Performance. Einer von 100 Affen wäre top.

**Ein harter Vergleich.**

Es gibt viele intelligente Leute, die den Markt schlagen wollen. Im Durchschnitt werden sie ihn nach Kosten nicht schlagen.

**Auch nicht mit den ausgeklügeltsten Anlagestrategien?**

Wenn verschiedene Anlagestrategien analysiert werden und wenn man sie nach ihrer Performance ordnet, Jahr für Jahr, dann sind die Hedge Funds in einem Jahr ganz oben, im nächsten ganz unten, dann irgendwo in der Mitte – und so weiter.

**Da ist kein Muster erkennbar.**

Das Resultat ist ein Spaghetti-Chart, ein komplettes Durcheinander. Das gilt für alle Anlagestrategien.

**Und was ist mit Warren Buffett?**

Ich sagte einst, er sei ein Drei-Sigma-Ereignis.

**Drei Sigma heisst mathematisch, dass Buffett besser als 99,73 Prozent der Anleger ist.**

Inzwischen ist er vielleicht sogar ein Fünf-Sigma.

## «Ich investiere in sehr breit diversifizierte, sehr kostengünstige Indexfonds.»

**Besser als 99,99994 Prozent der Anleger.**

Zudem ist er mehr Unternehmer als Investor. Er kauft Firmen oft ganz und greift ins Management ein. Aber in jüngster Vergangenheit war er auch nicht mehr so gut.

**Worauf sollten Anleger achten, wenn sie Fonds auswählen?**

Die Fondsanalysegesellschaft Morningstar hat festgestellt, dass die Kosten eines Fonds den besten Anhaltspunkt dafür liefern, wie gut er sich künftig relativ zur Konkurrenz und zum Vergleichsindex entwickelt.

**Je tiefer die Kosten, desto höher die künftige Performance.**

Die Kostenminimierung ist eine goldene Regel für Anleger.

**Welches sind die anderen goldenen Regeln?**

Diversifizieren, diversifizieren, diversifizieren.

**Das ist alles?**

Anleger sollten einfach breit diversifizierte, möglichst kostengünstige Fonds kaufen. Punkt. Es gibt gute theoretische Gründe dafür und starke empirische Daten, die das belegen.

**Wie legen Sie Ihr eigenes Geld an?**

Ich investiere in sehr breit diversifizierte, sehr kostengünstige Indexfonds.

**Haben Sie beim Investieren auch Fehler gemacht?**

Ich habe natürlich auch Investments, die an Wert verloren haben. Aber ich habe nicht gespielt, nicht auf etwas gewettet, das sich dann nicht realisiert hat. Ich war einfach dem Marktrisiko ausgesetzt, also haben einige Anlagen auch mal an Wert verloren. Aber langfristig hat sich das gelohnt.

**In jüngster Zeit sind Smart-Indexing-Fonds trendy. Sie investieren passiv, gewichten die Firmen aber nicht anhand ihres Börsenwertes, sondern etwa nach der Höhe der Dividendenrendite.**

Das macht mich krank.

**Sie halten nichts von Smart Indexing?**

Nein. Man kann investieren oder wetten. Investieren heisst, alles proportional zur Kapitalisierung zu kaufen, sehr breit diversifiziert. Alles andere ist ein Wettspiel.

**Sie wetten nicht an der Börse?**

Nein, ich kaufe auch keine Fonds mit einer Spezialgewichtung auf kleine Firmen, Value-Aktien oder was auch immer.

**Investieren Sie in Obligationen?**

Ja.

**Bereiten Ihnen die tiefen Zinsen keine Sorgen?**

Nein, ich habe diesbezüglich keine Einschätzung, ob die Zinsen jetzt tief oder hoch sind.

**Viel tiefer können sie aber kaum mehr fallen.**

Ich lasse mich nicht von solchen Einschätzungen leiten und würde das auch anderen Anlegern nicht empfehlen.

**Wieso nicht?**

Die Zinsen wie auch die Aktienkurse reflektieren das gesammelte Wissen aller Leute, die in diese Papiere investieren. Das Resultat ist eine Schätzung der aktuellen Verhältnisse an den Märkten, die so gut ist, wie sie nur sein kann.

**Deshalb setzen Sie auf «buy and hold».**

Ja, ich handle fast nie. Ich verkaufe fast nie, ausser ich brauche das Geld. Da ich jetzt pensioniert bin, verkaufe ich manchmal etwas aus meinem Portfolio – weil ich das Geld brauche, um meinen Lebensunterhalt zu finanzieren.

**Das Alter spielt auch eine Rolle bei Ihrer Aktienquote.**

Meinem höheren Alter entsprechend, investiere ich nicht mehr so viel in Aktien, sondern mehr in Obligationen, auch in inflationsgeschützte, weil sie weniger riskant sind als Aktien.

**Weil die Aktienkurse gestiegen sind, dürfte auch Ihre Aktienquote in die Höhe geschnellt sein. Verkaufen Sie jetzt, damit Sie wieder auf einem Niveau sind, mit dem Sie sich wohlfühlen?**

Nein.



**«Anleger tun wahn-  
sinnig dumme Sachen»:  
William Sharpe.**

Deren Resultat ist, dass die richtige Anlagestrategie jetzt 70 Prozent Aktien ist. Sie wird dem Verwaltungsrat präsentiert, worauf dieser sagt, toll, die Händler sollten es ausführen.

**Worauf diese sagen, dass gar nicht gehandelt werden müsse, weil das Portfoliogewicht ja schon bei 70 Prozent liege.**

Ja, ich habe das immer wieder genau so erlebt. Das ist die Ironie. Obwohl die Pensionskassen Zielwerte bei den Portfoliogewichten haben, werden sie in der Praxis kaum umgesetzt.

**Pensionskassen verkaufen die Gewinner also nur theoretisch. Apropos Theorie: Sie haben 1990 den Nobelpreis für Ihre Forschungsarbeiten zum Kapitalmarkt und zur Bewertung von Börsenpapieren erhalten. Die Arbeit kam zuerst nicht gut an.**

Nein, sie wurde zuerst für eine Publikation abgelehnt.

**Sie haben rekurriert.**

Ja, die meinten, das Modell gehe von unrealistischen Annahmen aus – was für jedes Modell gilt. Ich rekurrierte, und die Arbeit wurde angenommen.

**Kritik gab es aber auch jetzt wieder. Nach der Finanzkrise meinte Nassim Taleb, Autor von Büchern wie «The Black Swan», dass man die Nobelpreisjury dafür verklagen sollte, dass sie Ihnen den Nobelpreis verliehen hatte. Der Nobelpreis für Ihre Arbeit habe die Anleger sich zu sehr in Sicherheit wiegen und Risiken unterschätzen lassen.**

Ich weiss, ich kann wenig über Taleb sagen. Ich las sein erstes Buch, versuchte, sein zweites zu lesen, wurde müde davon und hörte auf. Ich stimme mit vielem nicht überein, was er sagt.

**Ein Hauptresultat Ihrer Arbeit war das Capital-Asset-Pricing-Modell. Es erklärt, wie Börsenpapiere mathematisch bewertet werden. Heute ist es in der Praxis Standard. Hat es sich dort schnell durchgesetzt?**

Es gibt dazu eine Anekdote: Paul Cootner, ein Kollege von mir, wurde damals eingeladen, die neuen Ideen der Theorie vor Mitarbeitern von Wall-Street-Firmen zu präsentieren.

**Top-Leute, nehme ich an.**

Sicher alle mit Top-Verdienst. Einer von denen sagte zu Cootner: «Wenn Sie so schlau sind, warum sind Sie nicht reich?» – Er antwortete: «Nun, wenn Sie reich sind, warum sind Sie dann nicht schlau?»

**Theorie und Praxis hatten sich also richtig gern.**

Es ging sicher fünf Jahre, um über solche Erfahrungen hinauszuwachsen und von der Praxis ernst genommen zu werden.

**Gut, inzwischen ist das Modell Standard, und alle sind bessere Investoren.**

O nein, die Leute brauchen Hilfe beim Investieren – mehr Hilfe, als ich früher dachte. Denn Anleger tun wahnsinnig dumme Sachen. ■

**Also kein klassisches Rebalancing?**

Das würde bedeuten, Gewinner zu verkaufen und Verlierer zu kaufen.

**Das ist eine Spekulation gegen den Trend.**

Es gibt keinen Grund anzunehmen, dass dies Erfolg verspricht.

**Aber Pensionskassen machen klassisches Rebalancing.**

In der Theorie ja, in der Praxis nein.

**Wie meinen Sie das?**

Meistens läuft es in Pensionskassen so ab: Spezialisten machen eine Studie, und der Verwaltungsrat entscheidet auf dieser Basis, die Strategie sollte bei einem Aktienanteil von 60 Prozent liegen. Zwei Jahre später sind die Aktien so stark gestiegen, dass das Portfoliogewicht der Aktien nun bei 70 Prozent liegt.

**Jetzt müsste die Pensionskasse Aktien verkaufen.**

Ja, aber da muss zuerst der Verwaltungsrat darüber entscheiden. In der Sitzung schlägt dann einer der Verwaltungsräte vor, zuerst wieder eine neue Studie über die richtige Anlagestrategie erstellen zu lassen.

**Noch eine Studie.**