

ECKHARD SAUREN | ANSGAR GUSECK | HERMANN-JOSEF HALL

# DAS SAUREN FONDS KONZEPT

WIR INVESTIEREN NICHT IN FONDS –  
WIR INVESTIEREN IN FONDSMANAGER

Auszug aus dem Buch  
„Das Sauren Fonds-Konzept“

Kapitel 7  
Markt-Timing – ein Märchen?

## Markt-Timing – ein Märchen?

Der Wunsch eines jeden Marktteilnehmers ist es, an der Börse Geld zu verdienen. Daher möchte der Anleger bei Investitionen im Aktienmarkt, die stärkeren Schwankungen unterliegen, einen Einstiegszeitpunkt wählen, von dessen Kaufzeitpunkt an sich die Aktieninvestments positiv entwickeln. Im Idealfall wünscht sich der Anleger darüber hinaus, von Verlustphasen nicht betroffen zu sein, um zu vermeiden, dass die erzielten Gewinne wieder verloren gehen. Der Wunsch eines jeden Anlegers ist es also, an steigenden Märkten zu partizipieren und bei fallenden Märkten möglichst nicht investiert zu sein.

Dieser Wunsch wird durch eine Studie unterstützt, wonach 90 Prozent der Wertentwicklung von der richtigen Asset Allocation abhängig ist. Diese Aussage basiert auf einer Studie von Gary Brinson, der im Jahr 1986 die Wirkung der Asset Allocation auf Portfolios untersuchte und deren Einfluss mit 90 Prozent bezifferte. Gary Brinson stellte fest, dass die Wertentwicklung eines Portfolios zu 90 Prozent von der Entwicklung des jeweiligen Marktes abhängig ist, in dem das Portfolio investiert ist. So ist, vereinfacht gesagt, ein durchschnittlicher Fonds, der in deutsche Standardwerte investiert, zu 90 Prozent von der Entwicklung des Deutschen Aktienindex (DAX) abhängig. Lediglich 10 Pro-

zent lassen sich durch die Titelauswahl erklären. Die Studie dahingehend auszulagen, dass die Märkte vorhersehbar sind und durch richtige Allokationsentscheidungen ein höherer Ertrag erzielt werden kann, ist eine Fehlinterpretation. Dennoch kommt einer sinnvollen Portfoliostruktur eine erhebliche Bedeutung zu, die in Kapitel 9 ausführlich erläutert wird.

Der Wunsch, den „richtigen“ Einstiegszeitpunkt für eine Investition zu treffen, veranlasst viele Marktteilnehmer zu einer intensiven Beobachtung der Medien. Dort können Anleger sich täglich ausführlich über die aktuelle Börsenlage informieren und auf eine Vielzahl von Meinungen und Einschätzungen zurückgreifen. So vertritt beispielsweise ein Analyst die Meinung, dass die Aktienmärkte weiter steigen werden und hat gute Argumente dafür, während am gleichen Tag ein anderer „Experte“ plausibel erklärt, warum die Aktienmärkte kurz vor einem Crash stehen. Dabei sollte hinterfragt werden, ob von den Medien eine Vielzahl von kurzfristigen Einschätzungen und Prognosen publiziert wird, weil die Anleger mit diesen Informationen Geld verdienen können oder weil lediglich dem Wunsch der Anleger entsprochen wird, sie bei dem Versuch der Wahl des richtigen Einstiegszeitpunkts zu unterstützen. Können Markteinschätzungen oder Prognosen tatsächlich gewinnbringend in eine Anlagestrategie eingesetzt werden oder ist die kurzfristige Vorhersage von Märkten nur ein Märchen?

Das Handelsblatt veröffentlicht jeweils im Dezember eine Übersicht über die Börsenprognosen der führenden Kreditinstitute für das kommende Jahr. Wer regelmäßig verfolgt, wie die tatsächliche Entwicklung im Folgejahr verlaufen ist, stellt schnell fest, dass die Prognosen der größten Kreditinstitute sehr häufig weit von der tatsächlichen Entwicklung der Märkte entfernt sind. Somit sind solche Prognosen und Umfragen für eine Markteinschätzung völlig unbrauchbar. Der erfahrene Börsenprofi und Fondsmanager Heinrich Morgen sagt scherzhaft aber nicht zu unrecht, dass Prognosen deshalb so schwierig sind, weil sie sich auf die Zukunft beziehen. Der seit über 20 Jahren sehr erfolgreiche Aktienfondsmanager Michael Keppler bezeichnet Prognosen als Zeitverschwendung und Warren Buffett sagt, dass politische und volkswirtschaftliche Prognosen für Anleger und Unternehmer nur eine kostspielige Ablenkung sind. Doch warum sind die Märkte kaum vorhersehbar?

## 7.1. Effizienz der Märkte

Die Frage, ob die Aktienmärkte in naher Zukunft steigen oder fallen, ist eine der am meisten diskutierten Fragen von tausenden professionellen Marktteilnehmern. Diese Marktteilnehmer verfolgen stets die kursrelevanten Informationen

und lassen die Interpretation dieser Informationen unverzüglich in die Aktienmärkte einfließen. Die großen Aktienmärkte sind somit sehr effizient und die Marktpreise spiegeln die relevanten Informationen wider. Dabei werden sowohl die Erfahrungen der Vergangenheit als auch die Erwartungen der Zukunft aktuell in den Kursen eingepreist. Der aktuelle Marktpreis ist damit die Summe der Erwartungen einer Vielzahl professioneller Marktteilnehmer. Je mehr professionelle Marktteilnehmer sich in einem Markt bewegen, desto effizienter ist der Markt und desto schwieriger ist es, Fehlbewertungen zu finden. Eine sehr hohe Anzahl professioneller Marktteilnehmer beschäftigt sich beispielsweise mit den 30 Unternehmen des DAX und mit der Frage, ob der DAX steigen oder fallen wird. Daher ist es nahezu unmöglich, bei der Vorhersage der Entwicklung des DAX besser zu sein als der Markt. Bei kleineren, wenig beachteten Unternehmen gibt es jedoch hohe Ineffizienzen, da nur wenige professionelle Marktteilnehmer solche Unternehmen analysieren. So gab es beispielsweise Anfang 2006 keine öffentlich zugängliche Broker Studie<sup>42</sup> zu dem Unternehmen KSB Pumpen. Ein Fondsmanager, der zu diesem Zeitpunkt ein Gespräch mit dem Management von KSB Pumpen führte, konnte analysieren, dass die Erwartungen des Marktes hinsichtlich der Bewertung und des Gewinnwachstums des Unternehmens viel zu niedrig waren und somit eine erhebliche Unterbewertung vorlag. Somit lag bei dem Unternehmen KSB Pumpen eine erhebliche Informationsineffizienz vor. Der fundamental orientierte Fondsmanager konnte sich daher bedeutende Informationsvorsprünge erarbeiten. Im Laufe der Jahre 2006 und 2007 setzte sich die positive Geschäftsentwicklung von KSB Pumpen fort und immer mehr Marktteilnehmer wurden auf die Attraktivität und die günstige Bewertung aufmerksam. Dies hatte eine Vervielfachung des Kurses zur Folge. Die Erarbeitung tiefgreifender Informationen hat sich damit für den fundamental orientierten Fondsmanager ausgezahlt.

Bei effizienten Märkten, wie beispielsweise dem Segment der Standardwerte, gibt es keine wesentlichen Informationen, die nicht bereits in den Kursen enthalten sind. Dies besagt auch, dass die Meinung des Börsenbriefes, den ein Anleger gerade liest oder die Prognose des Analysten, der gerade im Fernsehen erklärt, warum der DAX noch 10 Prozent Steigerungspotential besitzt, in den Kursen enthalten ist. Ein Investor kann sich also noch so viel und so intensiv mit der Frage, wie sich der DAX kurzfristig weiterentwickelt, beschäftigen: Schlauer als der Markt wird er kaum sein, da alle kursrelevanten Informationen bereits in den Kursen berücksichtigt sind. Demzufolge müsste Markt-Timing also ein Märchen sein.

---

<sup>42</sup> Broker sind an Börsen zugelassene Händler, über welche Wertpapiergeschäfte abgewickelt werden. Große internationale Broker-Häuser sind beispielsweise Merrill Lynch, Goldman Sachs oder Morgan Stanley. Als Service für ihre Kunden erstellen diese Broker Studien zu einzelnen Wertpapieren oder ganzen Märkten und geben in diesen Empfehlungen. Die Studien werden den Kunden kostenlos zur Verfügung gestellt.

Um dies genauer zu betrachten, wird im Folgenden untersucht, wie erfolgreich Fondsanleger und Fondsmanager beim Markt-Timing agiert haben.

## 7.2. „Erfolge“ von Fondsanlegern beim Markt-Timing

Seit jeher versuchen Anleger, die Entwicklung an den Aktienmärkten vorherzusagen. Sie kaufen in der Regel Aktien bzw. Aktienfonds, wenn ihrer Meinung nach eine hohe Wahrscheinlichkeit besteht, dass die Märkte steigen und verkaufen, wenn sie befürchten, dass die Märkte (weiter) fallen.

Die Anlageentscheidungen der meisten Anleger sind nicht rational begründet, sondern von den eigenen Erfolgen und Emotionen geprägt. Dies führt häufig zu einem prozyklischen Verhalten. Ein Anleger kauft in der Regel Aktien bzw. erhöht die Aktienquote, wenn sich die Börsen in einem langen, stabilen Aufwärtstrend befinden und die Berichterstattung über die Konjunktur und Entwicklung der Unternehmensgewinne in der Presse positiv erscheint. Da der Anleger schon positive Erfahrungen mit eigenen Investments gemacht hat und die Zukunftsaussichten positiv erscheinen, steigt seine Risiko- und Investitionsbereitschaft. Dies belegt der von Credit Suisse First Boston ermittelte „Global Risk Appetite Index“, der seit Juli 1998 das Anlageverhalten bezüglich der Risikobereitschaft von Investoren misst. So stieg beispielsweise die Risikobereitschaft Ende 1999 bis Anfang 2000 stark an und erreichte in der Nähe der Börsenhöchststände eine Phase der Euphorie, in der die Anleger massiv Aktienanlagen tätigten. Dies zeigen auch die Zu- und Abflüsse amerikanischer und europäischer Publikumsaktienfonds, die Anfang 2000 die höchsten Zuflüsse der letzten zehn Jahre verzeichneten.

Panik hingegen herrscht oft in Krisenphasen nahe der Börsentiefpunkte. Die Risikobereitschaft der Anleger sank mit den Kursrückschlägen an den Aktienmärkten bis März 2003. Der „Global Risk Appetite Index“ zeigt, dass die Anleger nahe der Börsentiefstände in Panik gerieten. Gerade in der Panik besteht die größte Gefahr für den Anleger, mit Markt-Timing Geld zu verlieren, da in einer solchen Phase viele Marktteilnehmer die Geduld verlieren und sich von Aktieninvestments trennen. Meist sind dann die Aussichten schlecht, aber die Bewertungen sehr niedrig. Auf der anderen Seite bieten solche Paniksituationen einigen sehr wenigen erfahrenen, meist unabhängigen Langfristinvestoren die Chance, Opportunitäten zu nutzen, da in Panik geratene Marktteilnehmer kurzfristig auch bei großen Unternehmen Fehlbewertungen zulassen.

Privatanleger und Berater sollten in solchen Marktphasen Ruhe bewahren und konsequent an ihrer langfristigen Anlagestrategie und Vermögensaufteilung festhalten. Vorschläge für eine sinnvolle Asset Allocation und Anlagestrategie werden in Kapitel 9 aufgezeigt.

Dass der Versuch, den Markt vorherzusagen, Anlegern viel Rendite gekostet hat, kann auch wissenschaftlich untermauert werden. Die aktuelle Studie der beiden US-Forscher Friesen und Sapp (2007) untersucht die Markt-Timing-Fähigkeiten von privaten Fondsinvestoren über den Zeitraum von 1994 bis 2004 für den US-amerikanischen Fondsmarkt. Die Ergebnisse zeigen auf, dass Investoren durch den Versuch des Markt-Timings ihre Erträge um durchschnittlich etwa 1,6 Prozent jährlich gegenüber der Wertentwicklung einer ununterbrochenen Investition reduzieren.<sup>43</sup>

### 7.3. „Erfolge“ von Mischfondsmanagern beim Markt-Timing

Wenn nun der Durchschnitt der Fondsanleger Geld beim Markt-Timing verliert, liegt der Gedanke nahe, dass es Profis geben muss, die Timing-Modelle entwickelt haben und damit langfristig erfolgreich sein können. Ob es den Profis gelingt, erfolgreich die Märkte vorherzusagen, soll eine Untersuchung von Mischfonds aufzeigen, die ihre Anlagen in der Regel in Aktien, Anleihen und Geldmarktinstrumenten vornehmen können. Dabei haben Mischfondsmanager die Möglichkeit, die Quote der jeweiligen Anlageklassen flexibel zu bestimmen, um so auf die Gegebenheiten des Marktes reagieren zu können. Einem erfolgreichen Mischfondsmanager sollte es daher gelingen, sofern Markt-Timing möglich ist, einen Aktienfonds langfristig übertreffen zu können. Schließlich kann der Mischfondsmanager in Aufschwungphasen einen Großteil der Anlagegelder in Aktien investieren und bei Abschwungphasen Verluste weitgehend durch geschicktes Umschichten in Renten oder Geldmarktinstrumente vermeiden.

Die Sauren Fonds-Research AG hat die in der BVI-Statistik<sup>44</sup> vom 30. April 2007 aufgeführten „Aktienfonds Länder/Regionen: Euro-Länder“, „Rentenfonds An-

---

<sup>43</sup> Friesen, Geoffrey C.; Sapp, Travis R. A. (2007): *Mutual Fund Flows and Investors Returns: An Empirical Examination of Fund Investor Timing Ability*, in: *Journal of Banking and Finance*, Vol. 31, Nr. 9, S. 2796-2816.

<sup>44</sup> Der Bundesverband Investment und Asset Management (BVI) ist die zentrale Interessenvertretung der Investmentbranche in Deutschland. Der BVI erstellt regelmäßig umfangreiche statistische Analysen über die Entwicklung der deutschen Fondsbranche.

lageschwerpunkt Euro“ und „Mischfonds Anlageschwerpunkt Euro“ analysiert. Dabei wird deutlich, dass die Fonds der Kategorie „Mischfonds Anlageschwerpunkt Euro“ nicht annähernd in der Lage waren, mit den Ergebnissen der Fonds der Kategorie „Aktienfonds Länder/Regionen: Euro-Länder“ mitzuhalten. Dies belegt, dass es die „Mischfonds Anlageschwerpunkt Euro“ nicht geschafft haben, durch Aktienmarktvorhersagen Mehrwerte zu generieren. Der Tabelle kann ebenfalls entnommen werden, dass die „Mischfonds Anlageschwerpunkt Euro“ in jedem verglichenem Zeitraum sogar deutlich hinter den Ergebnissen bei einer fixen Verteilung von 50 Prozent Aktienfonds und 50 Prozent Rentenfonds lagen. So erwirtschafteten die Mischfondsmanager beispielsweise über zehn Jahre einen Durchschnittsertrag von 4,8 Prozent, während sich mit einer fixen Verteilung 5,3 Prozent verdienen ließen. Bei einer Investition von 100.000 Euro hätte die Überzeugung, dass der Durchschnitt der Mischfondsmanager über einen langen Zeitraum von 20 Jahren mit Markt-Timing Zusatzerträge erwirtschaften kann, 61.683,90 Euro gekostet.

Zeitraum	Aktienfonds Euro	Rentenfonds Euro	Portfolio aus 50 Prozent Aktienfonds Euro und 50 Prozent Rentenfonds Euro	Mischfonds Euro	Differenz
im lfd. Jahr	7,0 %	0,0 %	3,5 %	2,5 %	1,0 %
über 1 Jahr	15,9 %	1,7 %	8,8 %	5,9 %	2,9 %
über 3 Jahre	17,5 %	2,6 %	10,1 %	7,1 %	3,0 %
über 5 Jahre	6,2 %	3,9 %	5,1 %	4,4 %	0,7 %
über 10 Jahre	6,2 %	4,3 %	5,3 %	4,8 %	0,5 %
über 20 Jahre	7,6 %	5,5 %	6,6 %	5,6 %	1,0 %

Tabelle 7.1

Quelle: BVI-Daten per 30. April 2007

Diese Beispiele belegen, dass auch die Profis im Durchschnitt nicht in der Lage sind, die Märkte vorherzusagen. Der Versuch des Markt-Timings hat dem Durchschnitt der „Mischfondsmanager Euro“ sogar Rendite gekostet.

## 7.4. Erfolgreiches Markt-Timing einzelner Strategien

Auch wenn der Durchschnitt der Mischfondsmanager nicht in der Lage ist, mit Markt-Timing Zusatzerträge zu erwirtschaften, so ist es dennoch möglich, dass einzelne Strategien dazu in der Lage sein könnten. In der Praxis gibt es



auch immer wieder Timing-Ansätze, die in gewissen Marktsituationen hervorragend funktionieren und es geschafft haben, einzelne Marktbewegungen richtig vorherzusagen. Im Folgenden werden daher zwei Fondsmanager betrachtet, die mit einer Timing-Strategie erfolgreich gestartet sind und damit für große öffentliche Wahrnehmung gesorgt haben.

#### **7.4.1. „Goldfinger“ Martin Stürner und der MMWI-Select-Fonds**

Am 1. Januar 1992 übernahm Martin Stürner die Verantwortung für den MMWI-Select-Fonds, den er in den folgenden Jahren mit beeindruckendem Erfolg verwaltete. Das Fondsvermögen wurde schwerpunktmäßig in DM-Anleihen und Aktien investiert. Martin Stürner verfolgte dabei eine eher konservative Mischfondsstrategie. Im Zeitraum vom 1. Januar 1992 bis zum 30. April 1995 erzielte er eine Wertsteigerung von 76 Prozent, ohne dabei größere Rückschläge in Kauf nehmen zu müssen. Selbst das Börsenjahr 1994, das mit steigenden Zinsen und sinkenden Aktienkursen eines der schwierigsten Börsenjahre der letzten Jahrzehnte darstellte, konnte der MMWI-Select-Fonds mit einem Ertrag von 7,3 Prozent abschließen. Die Grundlage für diesen Erfolg bildete das von Martin Stürner entwickelte Internationale-Risiko-Indikatoren-System („IRIS“), das zwölf überwiegend technische Börsenindikatoren zu einer Aussage verdichtete. Da das Fondsvermögen schwerpunktmäßig in DM-Anleihen und Aktien investiert war, konnte das Portfolio flexibel über Termingeschäfte abgesichert werden, sofern „IRIS“ entsprechende Signale gab. Dieses Konzept und „IRIS“ funktionierten in der Marktphase von 1992 bis 1994 so hervorragend, dass der MMWI-Select-Fonds zahlreiche Auszeichnungen gewann. Das sonst eher konservative „Manager“ Magazin beschrieb Martin Stürner sogar als „Goldfinger“ und bezeichnete ihn als besten Fondsmanager der Welt.

In der Folgezeit konnte Martin Stürner die Erfolge jedoch nicht wiederholen und kaum noch gelungene Timing-Entscheidungen treffen. Seinen Aussagen zufolge funktionierte die angewandte Systematik nicht mehr unter veränderten Marktbedingungen. Die auf Basis von „IRIS“ getroffenen Entscheidungen erwiesen sich damit als nicht nachhaltig und Martin Stürner gab das Management der von ihm betreuten Fonds ab. Er konzentrierte sich auf seine Geschäftsführertätigkeit bei PEH, die er bis heute erfolgreich ausführt.

#### **7.4.2. Henry Littig und der HPM Timing Global Plus**

Die von Henry Littig gegründete HPM Portfolio Management GmbH bezeichnet sich als einer der ersten Anbieter von börsentrendunabhängigen Anlagekonzepten, der über einen langjährigen Erfahrungsschatz bei der Ausschöp-

fung von Möglichkeiten zur Renditegewinnung in jeder Marktphase verfügt. Durch präzise Trendprognosen und die Anwendung innovativer Handelstechniken soll sich HPM auch in schwierigen Börsenjahren am Markt behaupten und für die Kunden außergewöhnliche Wertentwicklungen erreichen.

Die auf Timing basierte Anlagephilosophie wurde am 12. Oktober 2001 mit dem HPM Timing Global Plus in einen Publikumsfonds umgesetzt. Der Fondsmanager Henry Littig agierte zunächst von der Auflegung an sehr erfolgreich und hatte bei seinen Timing-Entscheidungen ein äußerst glückliches Händchen. In dem sehr schwierigen Börsenumfeld von der Auflegung des Fonds bis zum 20. August 2003, in dem der MSCI World Kursindex 24,0 Prozent verlor, konnte Henry Littig mit seinem börsentrendunabhängigen Timing-Konzept insbesondere von den sinkenden Kursen profitieren und erzielte eine hervorragende Wertsteigerung von 92,8 Prozent.

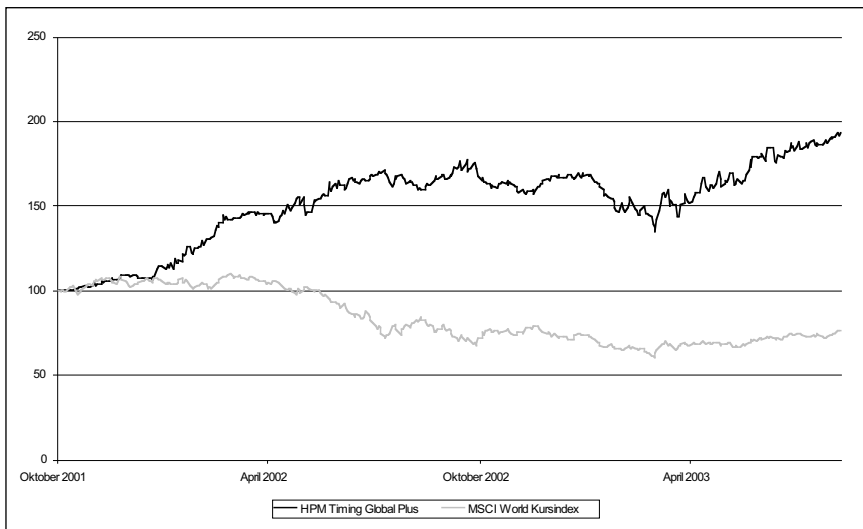


Abbildung 7.1: HPM Timing Global Plus vs. MSCI World Kursindex vom 12. Oktober 2001 bis zum 20. August 2003

Durch diese außerordentlichen Erfolge vervielfachte sich das Fondsvolumen. Der HPM Timing Global Plus führte lange Zeit die Wertentwicklungs-Ranglisten mit großem Abstand an. Diese Erfolge führten auch zu Auszeichnungen bei den Rating-Agenturen. Bei den Standard & Poor's Fund Awards 2003 wurde der HPM Timing Global Plus in der Kategorie „gemischte Fonds global (flexibel)“ ausgezeichnet und belegte den ersten Platz. Auch die Presse würdigte

die Timing-Erfolge von Henry Littig. Mit der Überschrift „Echte Siegertypen“ beschrieb beispielsweise die *€uro* am Sonntag in der Ausgabe 27/02 die Erfolgsstory wie folgt:

### „Echte Siegertypen“: Euro am Sonntag – Ausgabe 27/02

„Gott sei Dank, dass erste Halbjahr ist vorbei. Denn schlimmer kann es die Börse nicht erwischen als in den vergangenen sechs Monaten. Kein Wunder, dass auch die meisten Fonds seit Januar dick im Minus sind. Doch es gibt Ausnahmen. EURO hat die wichtigsten Fondssegmente untersucht und Bilanz gezogen. Ergebnis: Trotz der Baisse gibt es Fonds, die seit Anfang 2002 Plus machten [...].“

#### *INTERNATIONALE AKTIEN*

Gewinner der ersten Halbzeit ist hier der HPM Timing Global Plus. Der internationale Aktienfonds machte 54 Prozent Plus, während der MSCI-World-Index mehr als 16 Prozent Miese einfuhr. Das Erfolgsrezept: richtiges Timing. Manager Henry Littig sucht mit Hilfe der technischen Analyse den richtigen Zeitpunkt zum Ein- und Ausstieg.“

Der hohe Zuspruch seitens der Anleger war in Anbetracht solcher Erfolge nicht überraschend. Zumal Henry Littig genau das versprach, was sich alle Anleger wünschen: börsenunabhängige Gewinne. Der Anleger braucht sich keine Sorgen darüber zu machen, ob die Kurse steigen oder fallen. Er muss nur darauf vertrauen, dass Henry Littig mit der technischen Analyse den richtigen Zeitpunkt zum Ein- und Ausstieg an den Märkten findet. Da Henry Littig dieses Ziel tatsächlich über zwei Jahre mit real erzielter, hervorragender Wertentwicklung in einem fallenden Markt erreicht hat, schien es so, als ob der Anleger endlich das Gefundene gefunden hat, wonach er schon immer suchte. Können nun also doch einige wenige herausragende Manager möglicherweise mit Unterstützung von Computern und technischen Indikatoren die Märkte verlässlich vorhersagen?

Die Antwort auf diese Frage gibt der nachfolgende Chart, der die Entwicklung des HPM Timing Global Plus und die Entwicklung des MSCI World Kursindex ab dem 20. August 2003 darstellt. Von diesem Zeitpunkt an hatte Henry Littig kein Glück mehr mit seinen Timing-Entscheidungen und lag wesentlich häufiger daneben als richtig. Während der MSCI World Kursindex bis zum 30. Juni 2007 ca. 46,1 Prozent zulegen konnte, musste Henry Littig mit dem HPM Timing Global Plus einen kräftigen Verlust von 53,1 Prozent hinnehmen.

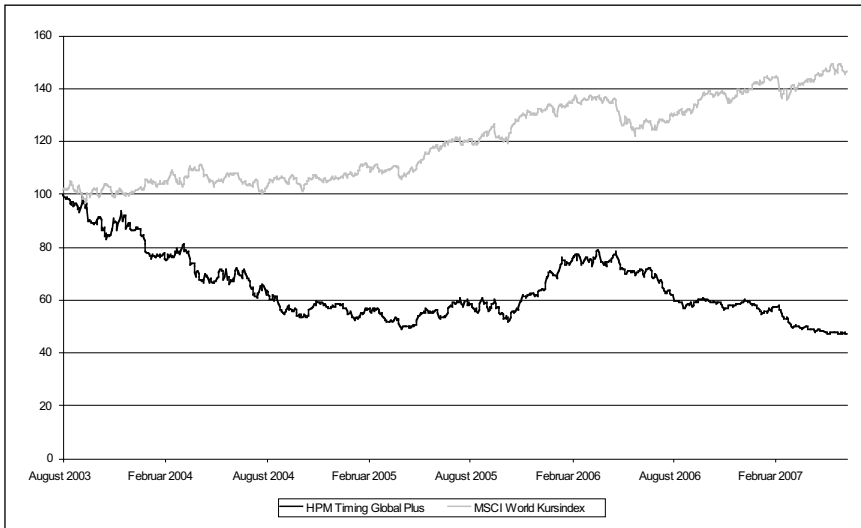


Abbildung 7.2: HPM Timing Global Plus vs. MSCI World Kursindex vom 20. August 2003 bis zum 30. Juni 2007

Aufgrund der Entwicklung des HPM Timing Global Plus nach dem 20. August 2003 ging der gesamte Vorsprung, den sich Henry Littig mit richtigen Timing-Entscheidungen aufgebaut hatte, durch schlechte Timing-Entscheidungen wieder mehr als verloren. Über den gesamten Zeitraum seit Auflegung des Fonds am 12. Oktober 2001 bis zum 30. Juni 2007 blieb der HPM Timing Global Plus mit einem Wertverlust von 9,5 Prozent um 20,5 Prozentpunkte hinter der Entwicklung des Weltaktienmarktes zurück, der gemessen am MSCI World Kursindex in Euro einen Wertzuwachs von 11,0 Prozent erreichte. Die meisten Anleger haben zudem erst nach den Anfangserfolgen in den HPM Timing Global Plus investiert und mussten in einem steigenden Marktumfeld deutliche Verluste hinnehmen. Zumindest diesen Anlegern dürfte bewusst geworden sein, dass Henry Littig nicht über einen längeren Zeitraum die Märkte richtig vorhersagen kann.

Die beiden Beispiele verdeutlichen, dass es zwar immer wieder Fondsmanager gibt, die bei der Markteinschätzung in bestimmten Börsenphasen ein glückliches Händchen haben, sich dies jedoch in aller Regel nicht als nachhaltig erweist. Dass Fondsmanager vereinzelt Marktbewegungen richtig prognostizieren, ist statistisch logisch zu erklären. Wenn nur 64 Spieler an einem Münzspiel teilnehmen und vorherzusagen versuchen, ob Kopf oder Zahl geworfen wird, werden vom Erwartungswert her 32 Spieler mit ihrer ersten Vorhersage richtig liegen. Mit der zweiten Münzvorhersage behalten vom Erwartungswert

nur noch 16 Spieler Recht, mit der Dritten noch acht. Immerhin vier Spieler schaffen es vier Mal in Folge, die richtige Münzseite vorherzusagen und zwei Spielern gelingt es, vom Erwartungswert her sogar fünf Mal in Folge die richtige Münzseite zu prognostizieren. Bei einem Münzspiel erschließt sich intuitiv, dass die beiden Spieler Glück gehabt haben. Kein rational denkender Mensch glaubt, dass die Spieler hier ein richtiges System angewandt haben, das auch in der Zukunft erfolgreich sein wird. An der Börse wären diese beiden Spieler vermutlich gefeiert worden, da es ihnen fünfmal in Folge gelang, den Markt richtig vorherzusagen. Als Folge würden vermutlich viele Anleger den beiden Spielern zutrauen, auch künftig eine erhöhte Treffsicherheit bei ihren Prognosen zu besitzen. In seinem Buch „Narren des Zufalls“ vertritt Nassim Taleb die These, dass die meisten erfolgreichen Börsianer ihren Erfolg dem Glück zu verdanken haben und nicht – wie sie selber glauben – ihrem Können<sup>45</sup>. Daher sollten sich Anleger der im Folgenden beschriebenen Risiken des Markt-Timings bewusst sein, auch wenn sie bei einzelnen Timing-Entscheidungen durchaus Erfolg oder Glück gehabt haben.

## 7.5. Risiko von Markt-Timing

Ein bedeutendes Risiko beim Markt-Timing besteht darin, die besten Börsentage zu verpassen. Durch die hohen Schwankungen der Aktienmärkte ist die Versuchung sehr groß, Anlageentscheidungen zu verschieben oder Bestände zu verkaufen mit der Hoffnung, zu einem späteren Zeitpunkt günstiger kaufen bzw. wieder einsteigen zu können. Auch die weltweit größte unabhängige Investmentgesellschaft Fidelity Investments warnt vor Markt-Timing und beschreibt die Markt-Timing-Strategie als theoretisch sehr interessant. Praktisch bestehen jedoch kaum Aussichten, dass die Strategie funktioniert. Da sich Märkte eben so schnell und so stark erholen können, wie sie gefallen sind, besteht eine hohe Wahrscheinlichkeit, dass ein Anleger mit dem Versuch, den idealen Einstiegspunkt zu treffen, die besten Ertragschancen verpasst. Fidelity Investments hat daher die Aktienmärkte weltweit in den Jahren von 1997 bis 2007 analysiert.

---

<sup>45</sup> Taleb, Nassim N. (2005): *Narren des Zufalls: Die verborgene Rolle des Glücks an den Finanzmärkten und im Rest des Lebens*, Wiley-VCH.

Erzielte Renditen im Jahresdurchschnitt (über zehn Jahre)						
Markt	Index	durchgängige Investition	ohne die 10 besten Tage	ohne die 20 besten Tage	ohne die 30 besten Tage	ohne die 40 besten Tage
Europa	FTSE Europe ex UK	11,1 %	5,5 %	1,6 %	-1,7 %	-4,5 %
Großbritannien	FTSE All Shares	7,5 %	3,2 %	0,1 %	-2,6 %	-5,0 %
USA	S&P 500	7,9 %	2,9 %	-0,8 %	-4,1 %	-6,8 %
Deutschland	DAX 30	8,4 %	1,4 %	-3,6 %	-7,6 %	-11,0 %
Frankreich	CAC 40	11,1 %	4,6 %	0,1 %	-3,8 %	-7,1 %
Hongkong	Hang Seng	7,8 %	-1,4 %	-6,6 %	-10,7 %	-14,4 %

Tabelle 7.2

Quelle: Fidelity Investments

Der Tabelle kann entnommen werden, dass es sich sehr negativ auswirken kann, wenn nur wenige entscheidende Tage am Aktienmarkt verpasst werden. Wer im untersuchten Zeitraum die zehn besten Tage verpasst hat (was einem Tag pro Jahr entspricht), hat seinen jährlichen Durchschnittserfolg bereits mehr als halbiert. Wer die besten 30 Tage verpasst, hat an allen Märkten Verluste erlitten, obwohl die Märkte im untersuchten Zeitraum stark gestiegen sind.

Fazit: Fidelity Investments kommt zu dem Ergebnis, dass Markt-Timing keine Strategie ist, mit der sich das Risiko verringert, sondern im Gegenteil eine hochriskante Strategie darstellt.

Selbst einer der legendärsten US-Investoren Benjamin Graham, der auch als Gedankenvater des „Value Investment“ gilt und mit dem Buch „The Intelligent Investor“ eines der meist beachtetsten Finanzbücher weltweit geschrieben hat, musste seine Erfahrungen mit Markt-Timing machen. Benjamin Graham hatte in der ersten Hälfte des zwanzigsten Jahrhunderts großen Erfolg mit einem System, das Über- und Unterbewertungen am Aktienmarkt durch den Vergleich von Gewinnrenditen und Anleihenrenditen erklärte. Im Jahr 1955 brach der US-Aktienmarkt aus der historischen Bandbreite nach oben aus und kehrte nie wieder in die Bandbreite zurück. Benjamin Graham musste seine Firma damals schließen. Mit Warren Buffett ging der bekannteste Schüler von Benjamin Graham 1956 nach Omaha, um einen Hedgefonds zu initiieren. Benjamin Graham sagte ihm, dass der Markt zu teuer sei und riet ihm noch zu warten. Heute macht sich Warren Buffett über diesen Ratschlag lustig und sagt, wenn er damals auf seinen Lehrmeister gehört hätte, würde er wohl heute noch warten.

## Fazit

Die aufgeführten Beispiele zeigen, dass sowohl Anleger, Fondsmanager und sogar Börsenlegenden, die sich mit Markt-Timing beschäftigt haben, auf die Dauer mit ihren Timing-Modellen gescheitert sind. Eine weitere interessante Feststellung ist, dass es weltweit keine bedeutende Fondsgesellschaft gibt, die ihre Bedeutung durch Markt-Timing erlangt hat oder Markt-Timing als einen Schwerpunkt ihrer Investmentphilosophie bezeichnet. In 20-Jahres-Zeiträumen finden sich keine Fonds mit Spitzenergebnissen wieder, die Markt-Timing betreiben. Die in diesem Kapitel beschriebenen Argumente zeigen auf, dass Markt-Timing kurzfristig vom Glück bestimmt wird und langfristig keine nachhaltigen Erfolge nachgewiesen werden können. Markt-Timing ist daher unserer Meinung nach in der Tat wie ein Märchen. Es ist schön, aber zu schön, um wahr zu sein. Anleger sollten daher ihre Zeit nicht dem Prognostizieren von Märkten widmen oder Zeit darauf verwenden, den Fondsmanager zu suchen, der den Markt vorhersagen kann. Ein Investor sollte sich Gedanken machen, welche Risiken er bereit ist einzugehen und die Anlagen als langfristiges Investment betrachten. Mit welcher Strategie Anlagegelder langfristig erfolgreich verwaltet werden können und wie eine sinnvolle Asset Allocation aussehen kann, wird in Kapitel 9 ausführlich beschrieben.