



# & Stiftung Sponsoring

Das Magazin für Nonprofit-  
Management und -Marketing



## Bildung: Vom Fördern und Fordern

**Rote Seiten:** Werkzeuge für mehr Orientierung und Sicherheit  
bei der Kapitalanlage von Stiftungen

**Herausgeber:** DSZ – Deutsches Stiftungszentrum GmbH, Erich Steinsdörfer  
Institut für Stiftungsberatung Dr. Mecking & Weger GmbH, Dr. Christoph Mecking  
[www.stiftung-sponsoring.de](http://www.stiftung-sponsoring.de)



# Die Börse als öffentliche Versteigerung

## Konsequenzen und Handlungsempfehlungen für Stiftungen

von Frank Wettlaufer (Basel/Berlin)

In den letzten fünf Ausgaben von **Stiftung&Sponsoring** (2–6/2016) stand mit den „psychologischen Fallstricken bei der Kapitalanlage“ die eigene Psyche im Vordergrund. In der neuen Serie „Stiftung & Börse“ werden hierauf aufbauend die Charakteristika der Börse und ihrer Teilnehmer beschrieben – einerseits, um den Kapitalmarkt besser verständlich zu machen und andererseits, um Stiftungsanlegern Handlungsempfehlungen zu geben.

Was geschieht effektiv an einer Börse? Alle Wertpapierbesitzer stellen potenziell ihre Anteilscheine zum Verkauf. Demgegenüber steht eine sehr große Anzahl von interessierten Anlegern als mögliche Käufer. Die Aktienbörse ist daher als eine öffentliche Versteigerung anzusehen, an der statt einer Immobilie oder eines Gemäldes die Eigenkapitalanteile eines Unternehmens angeboten werden. Diese Perspektive ermöglicht Antworten auf die wohl zwei drängendsten Fragen eines jeden Anlegers: Erstens, soll ich passiv investieren, d. h. Aktien kaufen und liegen lassen. Oder durch aktiven Handel von Wertpapieren versuchen, überdurchschnittliche Gewinne zu erwirtschaften bzw. von Asset-Managern erwirtschaften zu lassen? Und zweitens: Welche Papiere soll ich kaufen?

### „Passiv“ schlägt „aktiv“

An der Börse bieten Inhaber von Wertpapieren diese permanent zu einem für sie attraktiven Preis an. Dabei machen sich abertausende Laien und Profis Gedanken, welchen Preis sie noch vernünftigerweise bieten sollen, um einen Profit zu machen. In diese Überlegungen fließen letztlich alle (öffentlich) verfügbaren Informationen ein, die einen Einfluss auf den Aktienwert haben könnten. Sie sind also „im Preis enthalten“. Wenn man aber weiß, dass sog. „Flash Trader“ anstelle von „langsamen“ Glasfaserkabeln schnelle Mikrowellen benutzen, um schneller als alle anderen handeln zu können, wird einem bewusst, dass der Kauf bzw. der Verkauf von Aktien nur auf Basis von öffentlichen Informationen für alle anderen zwecklos ist. Auch die Vorstellung, man selbst oder der beauftragte Asset-Manager sei schlauer als die Gegenpartei – die ja offensichtlich bezüglich der Aktien eine gegenteilige Meinung hat – erscheint elitär oder schlimmstenfalls naiv. Stellen Sie sich vor, bei jedem Handel wäre der Eigenhändler der Deutschen Bank, Goldman Sachs oder sogar George Soros persönlich die Gegenpartei. Wir wissen es natürlich nicht, aber aufgrund des psychologischen Fallstricks der Selbstüberschätzung [S&S 3/2016, S. 21] blenden wir diese Möglichkeit regelmäßig aus. Wenn wir überhaupt an die Gegen-

partei denken, stellen wir uns sie lieber als eine wissenschaftlich unterlegene Oma vor, die Geld für den Enkel benötigt und daher ihre Aktien verkauft. Es mag durchaus sein, dass es Spekulanten gibt, die systematisch schlauer sind als die breite Masse. Diese sitzen aber sicherlich nicht als Angestellte in Frankfurt oder Zürich, sondern arbeiten auf eigene Rechnung von den Bahamas aus.

Was bedeutet das für die Stiftung? Letztlich kann wohl keiner, der diesen Artikel liest (inklusive dem Autor), durch legal erworbene Informationen mittels gezielter Aktienkaufs systematisch eine Überrendite erzielen. Auch die empirische Wissenschaft stützt die sog. Markteffizienz-Hypothese: 80–90% aller aktiven Fonds rentieren nach Kosten schlechter als vergleichbare passive Fonds. Gerade in Nullzins-Zeiten schmerzen diese 1–3% Kosten pro Jahr ganz besonders. Verzichten Sie daher auf die Versprechungen aktiver Fondsmanager und legen Sie kostengünstig „passiv“ an.

### „Visibilitäts-Stars“ schlagen „Story Stocks“

Doch welche Aktien soll man kaufen und anschließend liegen lassen? Und haben alle die gleiche Wertsteigerungserwartung? Die meisten wissenschaftlichen Studien zeigen, dass „langweilige“ Aktien ohne große Gewinnfantasie im Allgemeinen besser abschneiden als „Story Stocks“, die in der Regel mit übertriebenen Wunschvorstellungen beladen sind. Wenn aber doch üblicherweise Risiko mit Ertrag einhergeht, wie kann das sein? Riskante „Story Stocks“, wie Tesla, Twitter oder Rocket Internet, müssten doch aufgrund ihres höheren unternehmerischen Risikos höher rentieren als langweilige „Witwen- und Waisen“-Papiere, wie Henkel, Danone oder McDonald's. Der Grund für dieses „Kapitalmarktparadoxon“ (Value schlägt Growth) erschließt sich bei der Betrachtung der Börse als Versteigerung: Nicht der cleverste Anleger erhält den Zuschlag, sondern derjenige, der bereit ist den höchsten Preis zu zahlen. Dies kann jemand mit den geringsten Renditeanforderungen sein. Plausibler ist es aber, dass die größten Optimisten bezüglich der Gewinnaussichten die Aktien kaufen und halten. Wenn es nun aber immer die größten Optimisten sind, die die Aktien halten, dann ist sowohl die Wahrscheinlichkeit, dass es zu Enttäuschungen kommt als auch das Ausmaß der Enttäuschung bei „Story Stocks“ größer als bei gut prognostizierbaren Papieren – den sog. „Visibilitäts-Stars“. Denn der eventuelle Schätzfehler der Optimisten, die Danone halten, ist aufgrund der geringen Variabilität der Gewinnerwartungen geringer als bei „Story Stocks“, wie Tesla, bei denen die Gewinnschätzungen zwischen Milliardenverlusten und Milliarden Gewinnen schwanken. Im Umkehrschluss bedeu-



## Interview mit ... Frank Wettlauffer

Wettlauffer Wirtschaftsberatung berät Stiftungen in Kapitalmarktfragen



### „Mutig sein, die Angst vor Fehlentscheidungen überwinden und kaufen!“

**S&S:** „Die Welt ist aus den Fugen geraten“ – so Frank Walter Steinmeier in seiner ersten Rede nach seiner Wahl zum Bundespräsidenten. Stichwort: Trump und Brexit. Welche Folgen hat das für die Anlagestrategie für Stiftungen? Müssen Stiftungen in Zeiten großer Unsicherheit mutig(er) handeln oder sich besser zurückhalten?

**Wettlauffer:** Die politische Welt mag in vielen Ecken aus den Fugen geraten sein oder droht es zu werden. Wichtig ist jedoch bei allen Unsicherheiten den Blick für das ökonomische Ganze zu bewahren. Menschen werden weiterhin telefonieren, Auto fahren, essen, krank werden und verreisen. Unternehmen werden sich weiterhin an neue Regulierungen und Bedürfnisse anpassen und entsprechend Gewinne machen. Die Frage ist doch, wieviel man für die Gewinne zahlt. Vor diesem Hintergrund kann man als potenzieller Investor der allgemeinen Unsicherheit etwas Positives abgewinnen. So sind diese Unsicherheiten – wie oben beschrieben – bereits in den Kursen enthalten: Sprich, die Aktien sind derzeit günstiger, als wenn keine Unsicherheit herrschen würde. Ich mache es immer so: Wenn ich Angst habe, kaufe ich. Denn wenn ich Angst habe, haben auch viele andere Angst und sorgen somit für niedrige Kurse, von denen ich dann profitiere. Das heißt natürlich nicht, dass es immer gut geht. Wenn es so einfach wäre, würde ich auf den Bahamas sitzen. Aber Stiftungen können ja zwischenzeitliche Taucher aussitzen. Also: mutig sein, die Angst vor Fehlentscheidungen überwinden und kaufen!

**S&S:** Sie sind gerade dabei, eine Stiftung zum Thema „Ökonomische Bildung“ zu gründen. Was sind Ihre Ziele?

**Wettlauffer:** Wie wohl alle Stiftungsgründer: der Gesellschaft etwas zurückgeben, seinen Neigungen nachgehen und die Welt verbessern. Konkret möchte ich zum einen Stiftungen, aber auch Privaten, die sich keine Beratung

leisten können, meine Expertise in Kapitalmarkt- und Anlagefragen pro bono zur Verfügung stellen. Zum anderen möchte ich die Allgemeinheit für die Bedeutung des ökonomischen Entscheidungsmodells als Prognoseinstrument sensibilisieren. Ich bin der Auffassung, dass die Welt besser würde, wenn Wähler und Entscheider akzeptierten, dass menschliches Verhalten größtenteils durch Egoismus und Rationalität – sprich Vernunft – beschreibbar ist. Diese zentralen Annahmen der Ökonomie sind zwar nicht schön – und man sollte egoistisches Verhalten auch überall bekämpfen. Sie allerdings zu ignorieren, führt zu vielen politischen Fehlentscheidungen.

**S&S:** Wie soll die Stiftung konkret ausgestaltet sein?

**Wettlauffer:** Ich werde erst einmal mit einer Verbrauchsstiftung anfangen, damit möglichst viele Mittel dem Stiftungszweck zukommen. Das Geld werde ich breit diversifiziert in einen – neu zu gründenden – passiv verwalteten Stiftungsfonds anlegen, damit neben dem Kapital auch Kapitalmarkterträge anfallen.

**S&S:** Im Zentrum Ihrer Stiftung sollen Kinder und Jugendliche stehen. Was wollen Sie der nachkommenden Generation vermitteln?

**Wettlauffer:** Die Welt hat das Potenzial, alle Menschen materiell glücklich zu machen. Es bedarf allein guter Institutionen und Regeln, um Produktion und Verteilung von Gütern und Dienstleistungen gut zu organisieren. Wenn Jugendliche dafür Verständnis haben, werden sie sich eher für die notwendigen Institutionen und Politiken einsetzen, als wenn sie im Nebel stochern und aus dem Bauch heraus Entscheidungen treffen.

*Das Gespräch führte Dr. Mario Schulz, Stiftung&Sponsoring*

Frank Wettlauffer, [Info@wettlauffer.ch](mailto:Info@wettlauffer.ch)

tet dies jedoch nicht, dass im Einzelfall Tesla nicht doch eine bessere Entwicklung nehmen wird als Danone. Denn es kann ja durchaus sein, dass die Hoffnung in die Elektrifizierung der Automobile in Erfüllung geht. In der Summe aber werden die von großer Hoffnung getriebenen Aktien schlechter rentieren als die langweiligen, weil „phantasielosen“ Anteilsscheine der „Visibilitäts-Stars“.

Unabhängig vom geringeren Risiko der „Witwen-und-Waisen“-Papiere und der üblicherweise höheren Dividenden lohnt sich also unter Renditegesichtspunkten die passive Anlage in Aktien der „Visibilitäts-Stars“ mit relativ sicheren Einkommensströmen.

Nachhaltigkeit sollte dabei ein weiteres Kriterium sein, da die Regulierungsrisiken und Kosten von Umwelt- und Reputationsschäden nicht nachhaltiger Unternehmen von

den (optimistischen) Käufern im Allgemeinen systematisch unterschätzt werden.

#### Kurz & knapp

Kapitalmärkte ähneln Versteigerungen. Sie sind in dem Sinne effizient, dass durch aktives Portfoliomanagement systematisch keine Überrenditen erzielbar sind. Diese Markteffizienz-Hypothese wird dadurch empirisch gestützt, dass die überwiegende Anzahl aktiver Fonds systematisch unterdurchschnittliche Erträge erwirtschaften. Entsprechend sollten renditebewusste (Stiftungs-)Anleger preisgünstige passive Anlagen gegenüber teureren aktiven bevorzugen. Dabei versprechen Investitionen in ein breit diversifiziertes Portfolio nachhaltiger „Visibilitäts-Stars“ die höchsten Renditen. 