campus

Gerd Kommer

**HERLEITUNG UND
UMSETZUNG
EINES PASSIVEN
INVESTMENT-
ANSATZES FÜR
PRIVATANLEGER
IN DEUTSCHLAND**

Langfristig anlegen auf wissenschaftlicher Basis

Herleitung und Umsetzung eines passiven Investmentansatzes
für Privatanleger in Deutschland

Gerd Kommer studierte BWL, VWL und Politikwissenschaft in Deutschland und den USA. Er ist im Firmenkundengeschäft einer Bank in London tätig. Zu seinen bisherigen Veröffentlichungen gehören neben »Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs.« »Die Buy-and-Hold-Bibel. Was Anleger für langfristigen Erfolg wissen müssen« und »Kaufen oder mieten? Wie Sie für sich die richtige Entscheidung treffen.« Das vorliegende Buch ist seine geringfügig überarbeitete Dissertationsschrift, mit der er 2011 an der Universität Erfurt promovierte.

© Campus Verlag GmbH

Gerd Kommer

Herleitung und Umsetzung eines passiven Investmentansatzes für Privatanleger in Deutschland

Langfristig anlegen auf wissenschaftlicher Basis

Campus Verlag
Frankfurt/New York

© Campus Verlag GmbH

ISBN 978-3-593-39703-0

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt.
Jede Verwertung ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig. Das gilt
insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen
und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.
Copyright © 2012 Campus Verlag GmbH, Frankfurt am Main
Umschlaggestaltung: Guido Klütsch, Köln
Satz: Fotosatz L. Huhn, Linsengericht
Gesetzt aus: Adobe Garamond Pro
Druck und Bindung: Beltz Druckpartner, Hemsbach
Printed in Germany

www.campus.de

© Campus Verlag GmbH

Inhalt

Vorwort von Apl. Prof. Dr. Dr. Helge Peukert	9
Vorwort von Prof. Dr. Olaf Gierhake	11
Einleitung	13
1. Empirische Investment-Performance von Privatanlegern	17
1.1 Kollektive Investmentvehikel	17
1.1.1 Aktienfonds	17
1.1.2 Rentenfonds	31
1.1.3 Hedgefonds	34
1.1.4 Private-Equity-Fonds	39
1.1.5 Anlegerrenditen versus Fondsrenditen (Fund-Flows-Studien)	41
1.2 Einzelanleger (Kapitalmarktanlagen)	46
1.3 »Abgeleitete« Investmentprodukte	50
1.4 Eigenheiminvestments	54
1.5 Der Einfluss von Finanzberatung auf Anlegerrenditen	64
1.6 Existiert erfolgreiches aktives Fondsmanagement? Eine Fallstudie	68
2. Die wichtigsten Fehlerfelder im Investitionsverhalten von Privatanlegern	71
2.1 Verständnisfehler	71
2.1.1 Rendite als Risikokompensation	71
2.1.2 Equilibrium Accounting und kollektives Marktteilnehmerverhalten	73
2.1.3 Asset-Preisveränderungen und Renditeerwartungen	75
2.1.4 »Gute Unternehmen« versus »gute Aktien«	78
2.1.5 »Zukunftsbranchen« und »Wachstumsländer«	81
2.1.6 Inflationsrisiko bei Aktien und Anleihen	85
2.2 Verhaltensfehler	91
2.2.1 Referenzrahmenrisiko	91
2.2.2 Recency Bias, »This Time is Different«-Irrtum, Overconfidence	93

2.2.3	Nutzung von Renditeprognosen	100
2.2.4	Nutzung von Fonds-Ratings	109
2.2.5	Nutzung von Downside Hedging	113
2.2.6	Nutzung von Private Banking	120
2.3	Verständnisfehler hinsichtlich passiven Investierens	123
2.3.1	Passives Investieren in »ineffizienten« Märkten	123
2.3.2	Passives Investieren in Markteinbrüchen	125
3.	Die Sachlogik passiven Investierens	128
3.1	Theoretische Argumente	129
3.1.1	Die »Arithmetik des aktiven Investierens«	129
3.1.2	Thorleys »Drop-out«-Argument	133
3.1.3	Die Informationseffizienz der Wertpapiermärkte	135
3.1.4	Das Principal-Agent-Argument	142
3.2	Empirische Argumente	145
3.2.1	Das Asset-Allokations-Argument	145
3.2.2	Das Berk/Green-Arbitrage-Argument	147
3.2.3	Das Behavioural-Finance-Argument	150
3.2.4	Das Argument des Pragmatismus und des operativen Risikos	153
4.	Randbedingungen eines wissenschaftlich basierten Investmentansatzes für Privatanleger	155
4.1	Asset-Klassen-bezogene Gesichtspunkte	155
4.1.1	Humankapital	155
4.1.2	Aktien: Risikofaktoren/Faktorprämien	159
4.1.2.1	Size Premium (Small-Cap-Effect)	159
4.1.2.2	Style Premium (Value-Effekt)	163
4.1.2.3	Emerging Market Premium (Political Risk)	169
4.1.2.4	Momentum und Return Reversal	171
4.1.3	Rohstoffe	177
4.1.4	Immobilien	185
4.2	Implementationsbezogene Gesichtspunkte	190
4.2.1	Diversifikationsfehler von Privatanlegern und ihren Beratern	190
4.2.2	Zeitdiversifikation bei Aktien	199
4.2.3	Die Bedeutung des »Ein- und Ausstiegszeitpunktes«	205
4.2.4	Nutzung von Leverage	208
4.2.5	Investmentkosten und »Kickbacks«	213

5. Herleitung und Implementierung eines passiven Investmentansatzes für Privatanleger	224
5.1 Grundprinzipien und Abgrenzung des Ansatzes	225
5.2 Asset-Allokation und Portfolio-Strukturierung	231
5.2.1 Gewichtung der risikobehafteten und risikofreien Portfolioteile	231
5.2.2 Der risikobehaftete Portfolioteil	239
5.2.2.1 Die Strukturierung des »Weltportfolios«	239
5.2.2.2 Die Frage der Währungsabsicherung	247
5.2.3 Der risikofreie Portfolioteil	252
5.2.3.1 Die Strukturierung des risikofreien Portfolioteils	252
5.2.3.2 Die Frage der Währungsabsicherung	261
5.3 Implementierung und laufende Verwaltung des Portfolios	262
5.3.1 Investment Policy Statement	262
5.3.2 Steuern und ihre Auswirkung auf Struktur und Verwaltung des Portfolios	267
5.3.3 Auswahlkriterien für Bezugsindizes und Anlageprodukte	275
5.3.4 Wertpapiersparen und Durchschnittskosteneffekt	282
5.3.5 Rebalancing: Methoden und Ziele	285
5.4 Sondersituation Aktien-Crash	293
5.5 »Asset-Class-Investing« versus »Indexing«	299
6. Resümee und Ausblick	302
7. Literaturverzeichnis	305
8. Anhang	335
8.1 Die Unbestimmbarkeit des Marktanteils von passivem Investieren	335
8.2 Konstruktionsbedingte Risiken von »Swap-ETFs« und Risiken der Wertpapierleihe	337
8.3 Ausgewählte Performance-Measurement-Kennzahlen	343
8.4 Historische Asset-Klassen-Renditen	348
8.4.1 Historische Performance von vier globalen Asset-Klassen: 1900 bis 2010	348
8.4.2 Historische Performance von 13 Asset-Klassen und dem »Weltportfolio«: 1970 bis 2010	354
8.4.3 Datenquellen für »Weltportfolio« und riskofreie Anlage	355
8.5 Annahmen und Datenquellen zu Abschnitt 1.4 (Eigenheimrenditen)	355
8.6 Rechnerische und statistische Konventionen:	357

8.7 Definitionen und Terminologie	359
8.8 Abkürzungsverzeichnis	366

Vorwort von Apl. Prof. Dr. Dr. Helge Peukert

Seit Mitte der 90er Jahre wird in Deutschland von vielen Seiten zu Recht eine Verstärkung der privaten Altersvorsorge gefordert, da die staatlichen Rentensysteme aus bekannten Gründen in Zukunft nur noch eine Basisversorgung leisten werden – ein Versorgungsniveau, das den bei Eintritt in den Ruhestand erreichten Lebensstandard alleine wohl nicht gewährleistet. Um die sich verbreiternde Versorgungslücke zu schließen, braucht es daher eine funktionierende private Vermögensbildung und Altersvorsorge.

Leider scheitern Banken, Bausparkassen, Versicherungen und Vermögensberater in Deutschland jedoch kläglich an der Aufgabe die Dienstleistung »langfristige, solide Vermögensbildung in hinreichender Qualität für einen breiten Bevölkerungsteil« zu produzieren. Dieses Versagen ist – wie Gerd Kommer im ersten Teil seiner Dissertation anhand faszinierender empirischer Daten zeigt – vermutlich noch schlimmer und umfassender, als wir gemeinhin annehmen.

In einer in dieser Vollständigkeit bisher im deutschsprachigen Schrifttum noch nicht vorhandenen Weise zeigt der Autor, dass Privatanleger diese Versorgungsmisere in ihre beiden zentralen Finanzdimensionen »Rendite und Risiko« weder hinreichend durchdringen noch die notwendigen Konsequenzen aus ihr ableiten. Für diese Lösungsbarriere kausal ist ein komplexer, von Kommer überzeugend dargelegter Ursache-Wirkungs-Zusammenhang, bei dem nachfrageseitig grundlegende Anlegerirrtümer angebotsseitig auf eine strukturell interessenkonfliktbehaftete Finanzbranche treffen. Die Medien verstärken dieses Marktversagen noch weiter, statt einen Betrag zu seiner Milderung zu leisten, indem sie es versäumen, die informationellen Voraussetzungen für funktionierenden Qualitäts- und Preiswettbewerb unter den Herstellern von Finanzprodukten und -dienstleistungen zu erzeugen.

Ausgehend von dieser Analyse entwickelt der Autor danach in einem zweistufigen Prozess einen wissenschaftlich basierten, aber dennoch – so ist man geneigt zu sagen – »genial einfachen« Investmentansatz für Privatanleger. Dieser nicht spekulative Ansatz ist eine Synthese aus Forschungsergebnissen der modernen Kapitalmarktforschung und empirischen Untersuchungen des Autors unter anderem zur Asset-Klasse Eigenheim. Der Autor adressiert alle wesentlichen Asset-Klassen (einschließlich der für die meisten Haushalte wichtig-

ten, nämlich Humankapital), Faktorprämien, Diversifikations Gesichtspunkte, Nebenkosten des Anlegens und eine Reihe andere zentraler Aspekte des Vermögensmanagements. Er stellt eine für die spezifischen Belange von Privatanlegern praxistaugliche Asset-Allokations-Heuristik vor, die nicht nur einfacher als das etablierte mathematische Optimierungsverfahren ist, sondern auch leistungsfähiger. Im letzten Teil der Arbeit zu Fragen der Implementierung und Portfolioverwaltung verdienen die Abschnitte Steuern, Rebalancing und der Irrtum des Cost-Average-Effekts besondere Hervorhebung.

Ich freue mich, dass Gerd Kommer mit dieser Arbeit einen in vergleichbarer Tiefe und Spannbreite im deutschsprachigen Raum bisher fehlenden Beitrag zur Herleitung und Umsetzung eines passiven, rein rationalen, prognosefreien Anlageansatzes für die langfristige Vermögensbildung von Privatanlegern geleistet hat. Dem Werk ist eine breite Leserschaft zu wünschen, die sich rekrutieren sollte aus Privatanlegern mit fortgeschrittenen Investmentkenntnissen, aus spezialisierten Verbraucherschützern, aus Finanzberatern, die endlich ehrlich und rational tätig sein wollen, und nicht zuletzt aus Finanzexperten der Politik.

Die Arbeit umfasst quantitativ-empirische, theoretische, juristische und gelegentlich politologische Aspekte, sie kann daher als eine im besten Sinne staatswissenschaftliche Dissertation angesehen werden. Sie bietet auch insofern wissenschaftlich angeleitete praktische Handlungsempfehlungen in bester Tradition der an der Universität Erfurt gepflegten Staatswissenschaften, als sie nicht in erster Linie institutionellen Akteuren der Finanzmärkte zuspield, sondern den Staatsbürger demokratieförderlich in die Lage versetzt, eigenständig und selbstverantwortlich Finanzentscheidungen zu treffen.

Erfurt im März 2012

Apl. Prof. Dr. Dr. Helge Peukert

Vorwort von Prof. Dr. Olaf Gierhake

Das Umfeld privater Kapitalanlagen ist seit 2008 durch Unsicherheiten geprägt wie nie zuvor. Volatile Aktienmärkte, starke Währungsschwankungen, überbordende Staatsverschuldung mit neuen Gegenpartei Risiken auch bei traditionell als sicher geltenden Schuldnern und ein seit dem Zweiten Weltkrieg wohl einmaliger Vertrauensverlust in die Bank- und Investmentbranche – das sind nur einige Faktoren, die zu einer schweren Anlegerverunsicherung beitragen. Mehr denn je sind fundierte Konzepte gefordert, wie man als Privatanleger oder Finanzberater mit diesen Unsicherheiten umgehen sollte.

Kommer zeigt in seiner Dissertation zunächst, dass private Investoren – mit oder ohne Bankbegleitung – bei dem Versuch, den Markt zu schlagen, regelmäßig scheitern. Dieses Scheitern hat eine Reihe von Verständnis- und Handlungsfehlern zur Ursache. Besser als der Markt zu liegen kann nur demjenigen gelingen, der in der Lage ist, einen Informationsvorsprung hinsichtlich in der Zukunft liegender Ereignisse systematisch erfolgreich auszunutzen. Dies ist schon für professionelle Investoren, wie der Autor umfassend nachweist – nach Kosten auf Produkt- und gegebenenfalls Beraterebene, Risiko und Steuern –, beinahe unmöglich, wie soll dies für Privatanleger zuverlässig erreichbar sein?

Sodann entwickelt Kommer einen rationalen und realistischen Lösungsansatz, wie Privatanleger erfolgreicher sein können. Dieser Ansatz verzichtet auf Renditeprognosen (wie sie jede Form des aktiven Investierens implizit oder explizit voraussetzt), er genügt einer Reihe einschränkender Randbedingungen, die für Privatanleger (im Unterschied zu institutionellen Anlegern) gelten, und er basiert auf einem Kanon gesicherter, jedoch in der Praxis der Anlageberatung in Deutschland überwiegend ignoriertes, wissenschaftlicher Einsichten der Finanzökonomie. Das Ergebnis ist erfrischend bodenständig:

- Maximal diversifizieren: Um Anlagerisiken zu reduzieren, ist Diversifizierung der einzige »Free Lunch« des Anlegers (Kommer zeigt auch, wie Diversifikation zur Renditeerhöhung beitragen kann). Hiervon sollte man bestmöglich und weltumspannend Gebrauch machen, indem man alle Anlageklassen einbezieht, die Rendite- und Diversifizierungsbeträge liefern

können. Diese Anlageklassen unterscheiden sich von dem, was traditionelle Berater in ihrem »Produktebauchladen« offerieren.

- **Kosten senken:** Unnötige Kosten werden (a) durch den Versuch erzeugt, die Zukunft zu antizipieren und diese Antizipation fortlaufend zu modifizieren. Man könnte dergestalt aktives Management volkstümlich »rein in die Kartoffeln, raus aus den Kartoffeln« nennen. (b) Kosten werden ferner durch komplex »verpackte« Anlageprodukte in die Höhe getrieben.
- **Steuern reduzieren:** Auch Steuerbelastungen mindern die Langfrist-Performance von Privatanlegern. Market Timing oder Stock Picking, ob auf der Ebene des Privatanlegers selbst oder auf der seines Beraters, treiben nicht nur Kosten nach oben, sondern auch die Abgaben an den Fiskus, weil etwaige Wertgewinne häufiger und früher der Besteuerung unterworfen werden.
- **Interessenkonflikte vermeiden:** Die Finanzbranche leidet seit jeher an dieser »Krankheit«, die regelmäßig zu performanceschädigendem Verhalten des mandatierten Beraters oder Fondsmanagers führt.

Kommer legt dar, wie ein Privatanleger mit hoher Wahrscheinlichkeit eine bessere Performance erzielt als mit konventionellen Methoden des aktiven Managements, wenn er seine Vermögensanlagen nach diesen Erkenntnissen organisiert. Überraschend, weil kontraintuitiv, sind auch seine Feststellungen für den Fall, dass unvorhergesehene Ereignisse wie zum Beispiel Aktiencrashes oder Schuldnerausfälle eintreten: Die in dieser gelungenen Arbeit identifizierten Wirkungszusammenhänge gelten gleichermaßen in normalen wie in krisenhaften Kapitalmarktsituationen, wie wir sie seit Ende 2008 bis heute haben. Das Wissen, auch auf Ausnahmesituationen an den Kapitalmärkten bestmöglich vorbereitet zu sein, sollte dem Anleger ein wohlbegründetes Gefühl der Sicherheit geben, das mit keinem anderen mir bekannten Ansatz erzielbar wäre.

Rapperswil (Schweiz) im März 2012
Prof. Dr. Olaf Gierhake

Einleitung

Die vorliegende Arbeit geht von der in der Literatur häufig bestätigten Beobachtung aus, dass die empirischen Investmentergebnisse von Privatanlegern nach Berücksichtigung von Risiko und Kosten unter denjenigen liegen, die der Markt generiert. Dieser Zustand ist aus zwei Gründen als unbefriedigend zu betrachten: (a) Marktrenditen können durch eine simple passive Buy-and-Hold-Anlagestrategie, für die der Anleger weder Können noch private Informationen¹ benötigt, einfach repliziert werden. (b) Vor dem Hintergrund der in den vergangenen zwei Jahrzehnten zunehmend offensichtlicheren Probleme der Altersvorsorge großer Teile der Bevölkerung in Deutschland² erscheinen niedrige Renditen bei der privaten Vermögensbildung besonders bedauerlich.

1 Private Informationen sind von öffentlichen Informationen zu unterscheiden. Letztere sind definitionsgemäß bereits in den Wertpapierkursen eingepreist. Bei privaten Informationen ist das nicht der Fall; ihr Preiseffekt ist ex ante unklar und ihre Beschaffung verursacht Kosten.

2 Nach Ottnad/Schnabel 2008 ist die reale erwartete Rendite der gesetzlichen Rentenversicherung (GRV) in Deutschland in der Form des realen internen Zinsfußes für bspw. einen durchschnittlichen ledigen Mann des Geburtsjahres 1960 im Laufe sukzessiver Änderungen der Rentenberechnungsformel sowie sich verschlechternder Eingabevariablen seit 1970 dramatisch gefallen. 1970 betrug diese reale erwartete Rendite 4,9% p. a., 1980 3,6% p. a., 1990 2,6% p. a., 2000 1,9% p. a. und 2007 1,0% p. a. (Ottnad/Schnabel 2008:30 ff.). Bei diesen Prognosen wird nach wie vor ein reales dauerhaftes Bruttohohnwachstum von 3,0% unterstellt, was »ambitioniert« erscheint. Es mag kein Zufall sein, dass die Deutsche Rentenversicherung (www.deutsche-rentenversicherung-bund.de) selbst keine echten Renditeberechnungen veröffentlicht, sondern lediglich Szenarioberechnungen zur absoluten Höhe der nominalen Rente. Eine Vergleichbarkeit zwischen der Rendite der GRV und alternativen Kapitalmarktanlagen mit oder ohne Berücksichtigung von Risiko ist auf dieser Basis de facto unmöglich. Auch der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (SVR) scheut sich offenbar, diese Transparenzlücke zu schließen. In seiner bis dato letzten umfangreichen Stellungnahme, zur finanziellen Lage der GRV im Jahresgutachten 2004/2005 (Sachverständigenrat 2005:294 ff.) sind bspw. nur rudimentäre nominelle Renditeangaben für unterschiedliche Geburtsjahrgänge enthalten, wobei die zugrunde liegenden Inflationsraten nicht offengelegt werden. Aus den spärlichen Angaben ist allenfalls schätzweise zu entnehmen, dass bspw. die realen GRV-Renditen für Männer der Geburtsjahrgänge ab etwa 1960 aus SVR-Sicht eher unter einem Prozent p. a. liegen dürften (Frauen geringfügig höher). Da die GRV auf dem Umlageverfahren beruht, ist die Verbesserung ihrer Rendite aus Sicht der Rentenempfänger letztlich nur durch eine Erhöhung der Belastung der Einzahler möglich. Hier ist die GRV inzwischen an Grenzen gestoßen (Sachverständigenrat 2011:15 ff.) und auch verstärkte Quersub-

Die erste Grundhypothese dieser Arbeit besteht darin, dass die empirisch festgestellten risikoadjustierten Unterrenditen von Privatanlegern kausal von zwei Ursachenkomplexen bedingt werden: (a) Von mehreren sachlogischen, teilweise ebenfalls empirisch verifizierbaren Zusammenhängen, die eine kollektive Underperformance von Privatanlegern strukturell wahrscheinlich machen, und (b) von einigen spezifischen Verständnisfehlern von Privatanlegern zum Geschehen an den Finanzmärkten, welche die Wahrscheinlichkeit dieser Underperformance weiter erhöhen. Es folgt, dass aktiv gemanagtes Investieren – der Versuch, risikoadjustierte Überrenditen zu erzielen – aus rationaler Privatanlegersicht als ein unattraktives Vorhaben gelten muss, da die Erwartung einer Überrendite für ein gegebenes Zeitintervall von derjenigen einer Unterrendite dominiert wird.

Die zweite Grundhypothese der Arbeit besteht in der Annahme der Möglichkeit eines Investmentansatzes für Privatanleger, der (a) geeignet ist, mit hoher Wahrscheinlichkeit die eingangs erwähnte Rendite- und Performance-Lücke zu schließen, (b) auf einem etablierten Kanon wissenschaftlicher Einsichten der modernen Finanzökonomie basiert, (c) keine »heroischen« Annahmen zu den Leistungen und Zielen von Produktanbietern und Beratern im Privatanlegermarkt erfordert, (d) weder »private« Informationen, noch Renditeprognosefähigkeit, noch ein spezielles Skill Set, noch ein gehobenes Financial Literacy-Niveau beim Anleger voraussetzt und (e) sich sowohl mit kleinen als auch großen Privatanlegerportfolios umsetzen lässt.³

- (1) Ziel der vorliegenden Arbeit ist es, zunächst empirisch zu zeigen, dass Privatanleger mit ihren bewusst oder unbewusst aktiv gemanagten Kapitalmarktanlagen, aber auch mit der Standardform von Eigenheiminvestments eine marktneutrale, passive Benchmark bei Berücksichtigung von Risiko und Kosten underperformen und die in einem gegebenen Zeitintervall stets

ventionen aus anderen sozialen Sicherungssystemen oder Steuereinnahmen sind kein dauerhaft praktikables Hilfsmittel mehr. Eine nochmalige Erhöhung des Renteneintrittsalters ist umstritten (Sachverständigenrat 2010:248 ff.), könnte jedoch bei weiter zunehmendem Finanzierungsdruck unumgänglich werden. Falls durchgeführt, käme sie ökonomisch einer weiteren Absenkung der GRV-Rendite für die betroffenen Generationen gleich. Die Ursachen der GRV-Probleme sind allgemein bekannt. Sie umfassen eine Kombination aus demografischen Faktoren (Erhöhung des Dependency Ratio), ungeplante wiedervereinigungsbedingten Lasten, eine im Vergleich zur Nachkriegszeit höhere Sockelarbeitslosigkeit (die einen Einnahmeverlust bedeutet) und bei früheren amtlichen Projektionen unterstellte überoptimistischen Wirtschaftswachstumsraten (Ottnad/Schnabel 2008:9). Vergleichbare Probleme der staatlichen Altersvorsorgesysteme haben sich etwa zeitgleich in vielen anderen Industrieländern vollzogen.

- 3 Siehe Definitionen für »Honorarberater« und »passives Investieren« im Abschnitt »Definitionen und Terminologie« (8.7).

vorhandene Minderheit von Outperformern nicht zuverlässig prognostizierbar ist.

- (2) Es soll ferner gezeigt werden, dass für die oben angedeutete Underperformance strukturelle Faktoren verantwortlich sind und ihr wettbewerbsbedingtes Verschwinden in absehbarer Zukunft daher unwahrscheinlich ist. Einige dieser strukturellen Faktoren lassen sich deduktiv aus ökonomischen Grundsachverhalten ableiten und empirisch verifizieren, andere (in erster Linie Irrtümer und Fehler von Privatanlegern) lassen sich empirisch oder experimentell nachweisen und/oder sachlogisch begründen.
- (3) Es wird sodann ein rationaler, wissenschaftlich basierter Investmentansatz für Privatanleger in Deutschland hergeleitet und entwickelt. Dieser setzt auf den in (1) und (2) genannten Beobachtungen und Schlussfolgerungen auf und verwendet ein etabliertes, kaum strittiges Instrumentarium aus der modernen Portfoliotheorie und partiell anderen ökonomischen Teildisziplinen.⁴ Ein Privatanleger, der diesem passiven Ansatz folgt, wird den durchschnittlichen aktiven Privatanleger nach Kosten und Risiko mit hoher Wahrscheinlichkeit outperformen. Eine wichtige Randbedingung bei der Entwicklung dieses Ansatzes ist seine »Privatanlegerkompatibilität«, das heißt, die Umsetzung des Ansatzes soll möglichst kostengünstig sein, sich für kleine und große Privatanlegerportfolien eignen, mit oder ohne Honorarberater möglich sein, über den gesamten Lebenszyklus eines Anlegerhaushaltes hinweg praktikabel sein (Portfolioaufbau und -abbauphase), aus Sicht des Anlegers keinen »Blackbox-Charakter« haben und kein spezielles, proprietäres (privates) Marktwissen voraussetzen, das heißt nicht auf einen Informationsvorsprung, auf spezielles Können oder spekulative Annahmen seitens des Anlegers angewiesen sein (ein prognosefreier Ansatz).

Zum Erkenntnisfortschritt trägt diese Arbeit bei, indem sie die Kernelemente der empirischen Finanzmarktforschung, der modernen Portfoliotheorie, der Behavioural Finance und der Principal-Agent-Theorie so integriert, dass erstmalig ein holistischer, voll integrierter Investmentansatz für Privatanleger entwickelt wird, der alle wesentlichen Asset-Klassen wie Humankapital, Aktien, Renten, kreditfinanzierte Eigenheime und Rohstoffe einschließt sowie praxisbezogenen Randbedingungen der Umsetzung durch Privatanleger genügt. Spezifische, im Privatanlegermarkt ubiquitäre Anlageprodukte wie Kapitallebensversicherungen, Zertifikate, kapitalgeschützte Anlageprodukte und offene sowie geschlossene Immobilienfonds werden ebenfalls in die Analyse mit einbezogen. Neuartig ist insbesondere die Einbeziehung der Asset-Klasse »kreditfinanzierte Eigenheime« in den vorgeschlagenen kapitalmarktorientierten Investmentansatz und die umfassende Auswertung langfristiger historischer Asset-Klassen-

4 Behavioural Economics und Principal-Agent-Theorie.

daten, welche teilweise über 100 Jahre zurückreichen. Ein Unterschied zwischen dieser Arbeit und vielen anderen rein empirisch-statistisch orientierten Untersuchungen besteht darin, dass hier versucht wird, ökonomisch-sachliche Ursachenhypothesen der gezeigten empirischen Dateneffekte zu formulieren. Dies ist deswegen angezeigt, weil ohne Verständnis für diese Ursachen eine langfristig disziplinierte Umsetzung des formulierten Investmentansatzes aus Privatanlegersicht kaum zu erwarten ist.

Soweit wir die Literatur überblicken, liegt im deutsch- und englischsprachigen Schrifttum bis dato keine vergleichbare Arbeit vor. Die umfangreiche Literatur zu Portfolio Performance Measurement und Attribution, Anlegerfehlern, Asset-Pricing-Theorie, Asset-Allokation, Beratungsqualität im Finanzsektor, Financial Literacy und im weiteren Sinne zur sogenannten »Aktiv-versus-Passiv-Debatte« beschränkt sich jeweils auf eng gefasste Teilaspekte der vorliegenden Arbeit und/oder ist nicht aus der Perspektive der Nutzung und Umsetzbarkeit für einen Privatanleger ohne oder mit Honorarberaterbegleitung verfasst.

Wir empfehlen vor Beginn der Lektüre den kurzen, aber wichtigen Abschnitt 8.7 »Definitionen und Terminologie« im Anhang zu lesen. Darin sind einige für das korrekte Verständnis dieser Arbeit unerlässliche begriffliche Festlegungen enthalten.

Zur Verwendung des weiblichen Genus in Substantiven: Es versteht sich, dass in dieser Arbeit gebrauchte Bezeichnungen wie »der Anleger« stets auch Anlegerinnen und Frauen im Allgemeinen miteinbeziehen. Die Verwendung ausschließlich der Maskulinform in Bezug auf verschiedene Akteure erfolgt aus rein textökonomischen Gründen.⁵

5 Barber/Odean 2001 und Glaser/Weber 2007a liefern Evidenz dafür, dass weibliche Einzelaktienanleger eine höhere risikoadjustierte Performance erzielen als männliche.

1. Empirische Investment-Performance von Privatanlegern

Dieses erste Kapitel wird empirische Daten und Forschungsergebnisse zur historischen Investment-Performance und Performance-Persistenz in den für Privatanleger wichtigsten kollektiven Anlagevehikeln, Direktanlagen in Wertpapieren und Eigenheimen darstellen. Ferner wird der Einfluss von Finanzberatung auf den Investorfolg von Privatanlegern untersucht und die Ergebnisse der noch jungen Fund-Flows-Forschung (Fondsrenditen versus Anlegerrenditen) rezipiert, die trotz hoher Relevanz bisher weder in die Finanzberichterstattung der Medien in nennenswerter Weise Eingang gefunden hat noch offenbar im Kontext regulatorischer Verbesserungsversuche von Finanzberatungsmängeln und Financial Literacy berücksichtigt wurde. Da für »abgeleitete Produkte«⁶ (zum Beispiel Investmentzertifikate und Kapitallebensversicherungen) kaum vergleichbare langfristige Performance-Studien existieren, wird die Mechanik dieser Produkte untersucht, um so die Rückschlüsse auf deren vermutliche Performance zu formulieren.

Allgemeines Ziel dieses Kapitels ist die Zurückweisung oder Bestätigung der Hypothese, (a) dass aktives Investmentmanagement mehrheitlich zu Underperformance bei Privatanlegern führt, (b) die zwar vorhandene, aber minoritäre Outperformance nicht systematischer Natur ist und (c) dass die üblichen Formen der Finanzberatung von Privatkunden durch Banken und Vermögensberater dieses Defizit nicht abmildern. Es wird kontrafaktisch eine exemplarische Studie analysiert, die zum gegenteiligen Ergebnis kommt.

1.1 Kollektive Investmentvehikel

1.1.1 Aktienfonds

Dass Aktienfonds als Gruppe die Rendite einer angemessenen Benchmark über mittlere und längere Perioden hinweg überwiegend nicht erreichen, wird inzwi-

⁶ Begriff wird in Abschnitt 1.3 definiert.

schen regelmäßig in den populären Wirtschaftsmedien und Anlegermagazinen berichtet und ist kaum noch strittig. In diesem Abschnitt werden ausgewählte empirische Ergebnisse zu dieser Unterrendite sowie mehrere wichtige Untersuchungen dargestellt und zusammengefasst.

Der Finanzdienstleister Standard & Poor's (S&P) veröffentlicht seit einigen Jahren für einige Länder periodisch aktualisierte Performance-Studien zu Fondsrenditen (Aktien- und Rentenfonds). Die bei Verfassung dieser Arbeit neuesten Ergebnisse für die USA sind in Tabelle 1-A dargestellt.⁷

Tabelle 1-A: Anteil der in den USA domizilierten Aktienfonds, deren Rendite über zwei nicht überlappende Fünfjahreszeiträume unter ihrer Benchmark lag⁸

Fondskategorie	2001 bis 2005 (5 Jahre)	2006 bis 2010 (5 Jahre)
Domestic Equity Funds		
All Large Cap Funds	65,4 %	61,8 %
All Mid Cap Funds	81,3 %	78,2 %
All Small Cap Funds	72,4 %	63,0 %
Real Estate Funds	68,9 %	68,8 %
Global Equity Funds		
International Funds (ex USA)	n.v.	81,7 %
Emerging Market Funds	n.v.	89,6 %

Quelle: Standard & Poor's Indices Versus Active Funds Scorecard, 4th Quarter 2005, sowie Year-End 2010 (SPIVA). Kosten für etwaigen Ausgabeaufschlag nicht berücksichtigt.

7 Für Westeuropa oder Deutschland derzeit keine Untersuchung verfügbar.

8 Benchmark ist ein die jeweilige Asset-Klasse abbildender S&P-Index. Zwar sind S&P-SPIVA-Auswertungen generell um den Survivorship Bias bereinigt, doch wird diese Bereinigung nur bei der Berechnung der Durchschnittsrendite für eine gegebene Fondskategorie berücksichtigt. Bei einer bloßen Berechnung des Anteils der underperformenden Fonds kommt die Bereinigung hingegen nicht zur Anwendung. Das impliziert, dass die Zahl der Underperformer tendenziell zu niedrig ausgewiesen wird. Eine Bereinigung um den Survivorship Bias würde voraussetzen (da die Betrachtungszeiträume kalendermäßig vorgegeben sind), dass man eine Rendite für die »toten« Fonds vom Liquidationszeitpunkt bis zum Stichtag der Berechnung schätzen müsste (z. B. durch Extrapolation der vorherigen Per-annum-Rendite), wozu die Datenbank-Provider offenbar nicht bereit sind. Diese Einschränkung der Survivorship-Bias-Bereinigung gilt für viele bekannte Fondsdatenbanken einschließlich S&P, Morningstar und Lipper. (Die Fondsdatenbank des BVI Deutschland enthält in ihrer auf der BVI-Website veröffentlichten Form keine Survivorship-Bias-Korrektur.) In einer Untersuchung von Ferri erreicht der Vanguard 500 Index Fund (der größte und älteste Indexfonds der Welt) für die 25 Jahre von 1985 bis 2009 einen Perzentil-Rang von 34 unter allen US-Domestic Equity Large Cap Funds in der Morningstar-Datenbank (d. h., 66% aller Fonds hatten eine schlechtere 25-Jahres-Rendite als der Indexfonds). Berücksichtigte man den Survivorship Bias, rückt der Indexfonds auf das Perzentil 15 vor (ohne Berücksichtigung von Ausgabeaufschlägen) (Ferri 2011:38).

Definitionsgemäß muss die durchschnittliche Fondrendite bei wertgewichteten Berechnungen unterhalb der Benchmark liegen, sofern der Anteil der »Verliererfonds« 50 % unterschreitet. Der Anteil der Fonds, die ihre Benchmark underperformen, nimmt tendenziell (wenngleich nicht monoton) mit der Länge des Betrachtungszeitraums langsam zu. Das überrascht nicht, denn die Underperformance der Fonds gegenüber einer Benchmark geht in erster Linie auf ihre Gesamtkosten zurück.⁹ Diese Kosten bewirken im Zeitablauf einen adversen Compounding-Effekt, der die kollektive Underperformance gegenüber einer Benchmark, die keine oder geringere Kosten enthält, mit voranschreitender Dauer vergrößert und damit die Wahrscheinlichkeit für Outperformance eines gegebenen aktiven Fonds im Zeitablauf reduziert (Martin 1993).¹⁰ Tabelle 1-B deutet diesen Effekt an.

Tabelle 1-B: Anteil inländisch anlegender US-Aktienfonds in verschiedenen Asset-Klassen, deren Rendite von 1995 bis 2009 (15 Jahre) unter ihrer Benchmark lag (ungewichteter Durchschnitt für alle neun gezeigten Asset-Klassen = 84 %)

	Value-Growth-Spektrum		
Unternehmensgröße	Value	Blend	Growth
Large	56 %	83 %	73 %
Medium	99 %	96 %	98 %
Small	84 %	93 %	76 %

Quelle: Philips 2010 (Kosten für etwaigen Ausgabeaufschlag nicht berücksichtigt)
 Siehe Fußnote 8 zur Bereinigung um den Survivorship Bias.

Die Ergebnisse in Tabelle 1-A und Tabelle 1-B zeigen, dass es aktiv gemanagten US-Aktienfonds in den dargestellten Zeiträumen als Gruppe nicht gelungen ist, ihr selbst gestelltes Ziel zu erreichen, nämlich für die Fondsanleger nach laufenden Kosten und Risiko eine über dem Markt liegende Rendite zu

9 Die Gesamtkosten setzen sich zusammen aus: (a) Verwaltungsgebühr, (b) Betriebskosten und (c) Wertpapierhandelskosten (Transaktionskosten). Das sogenannte Total Expense Ratio (TER) umfasst lediglich (a) und (b). Das Ausmaß der Wertpapierhandelskosten (c) ist für Außenstehende nicht direkt ermittelbar. Die Bezeichnung »Total Expense Ratio« ist daher irreführend, da diese Kennzahl eben nicht alle wesentlichen Betriebskosten eines Fonds beinhaltet. Hierüber dürften sich die meisten Privatanleger nicht im Klaren sein. Die Wertpapierhandelskosten können, je nach Wertpapierumsatz und Marktsegment des Fonds, die beiden anderen Kostenkomponenten sogar deutlich überschreiten. Das dürfte zum Beispiel bei den meisten Aktienfonds für Nebenwerte und Schwellenländer wegen der hohen Geld-Brief-Spannen in diesen Segmenten der Fall sein. Alle diese Kosten sind in der ausgewiesenen Performance der Fonds enthalten.

10 Auf Fondskosten gehen wir in Abschnitt 4.2.5 ein.

generieren – selbst vor Berücksichtigung von Kaufkosten und Steuern nicht. Auch in den vielfach »ineffizient« eingestuften Small-Cap- und Schwellenländermärkten lag im Betrachtungszeitraum keine Outperformance von aktiven Fonds vor.¹¹

In Tabelle 1-C nennen wir eine chronologisch angeordnete Reihe bekannter Fonds-Performance-Studien (überwiegend) zum US-Investmentmarkt, auf die in der empirischen Performance-Studien-Literatur immer wieder Bezug genommen wird.¹²

Tabelle 1-C: Zusammenfassung der Ergebnisse einiger in der Literatur häufig zitiertes Performance-Studien zum US-Aktienfondsmarkt sowie zweier jüngerer Studien zum deutschen Aktienfondsmarkt

	Untersuchungszeitraum	Land und Anzahl Fonds	Benchmark	Survivorship Bias berücksichtigt?
Sharpe 1966	1954 bis 1963	USA; 34	DJIA	Nein
Jensen 1968	1945 bis 1964	USA; 115	CAPM	Nein
Lakonishok/Shleifer/ Vishny 1992 ¹³	1983 bis 1989	USA; 769	S&P 500	Nein
Elton/Gruber/ Das/ Hlavka 1993	1965 bis 1984	USA; 143	S&P 500 und andere	Anscheinend ja
Goetzmann/ Ibbotson 1985	1976 bis 1988	USA; 728	CAPM	Nein
Brown/ Goetzmann 1995	1976 bis 1988	USA; >1000 (*)	Verschiedene	Teilweise
Malkiel 1995	1971 bis 1991	USA; >724 (*)	S&P 500, CAPM	Teilweise
Blake/Elton/Gruber 1996	1977 bis 1993	USA; 188	Vier-Faktoren-Modell (***)	Anscheinend ja
Carhart 1997	1962 bis 1993	USA; 1892	CAPM u. Vier-Faktoren-Modell	Ja

11 Davis/Sheay/Tokat/Wicas 2007:3 ff. zeigen das für USA-domizilierte Small-Cap-Fonds (Zeitraum 1984 bis 2005) und Cole et al. 2010:3 ff. für USA-domizilierte Schwellenländerfonds (Zeitraum 1995 bis 2009).

12 Wie auf vielen anderen Gebieten der empirischen Finanzmarktforschung existieren für den US-Markt zahlreichere Studien als für andere nationale Märkte. Mit partiellen Ausnahmen sind die US-Ergebnisse jedoch auf andere nationale Märkte übertragbar.

13 Studie hat Pensionsfonds zum Gegenstand, alle übrigen Studien dagegen Publikumsfonds.

	Untersuchungszeitraum	Land und Anzahl Fonds	Benchmark	Survivorship Bias berücksichtigt?
Quigley/Sinquefeld 2000	1978 bis 1997	Großbritannien; 473	CAPM, Drei-Faktoren-Modell	Ja
Wermers 2000	1975 bis 1994	USA; 1279	Verschiedene	Ja
Davis 2001	1962 bis 1998	USA; 4 686	Drei-Faktoren-Modell (***)	Ja
Fama/French 2008	1962 bis 2006	USA; CRSP-Fonds-Daten-Set (**)	Drei- u. Vier-Faktoren-Modell	Ja
Fama/French 2010b	1984 bis 2006	USA; CRSP-Fonds-Daten-Set	Vier-Faktoren-Modell	Ja
Cuthbertson/Nitzsche 2010	1990 bis 2009	USA; 555	Drei-Faktoren-Modell	Nein
Franz/ Rottmann 2008	1991 bis 2004	Deutschland; 66	Verschiedene	Nein
Lehmann/Stehle 2009	1976 bis 2005	Deutschland; 19	Sharpe Ratio, CAPM, Jensens Alpha	Ja

(*) Exakte Angabe fehlt. (**) Alle in den USA zugelassenen Publikumsfonds. (***) Im Drei-Faktoren-Modell sind die der Risikoadjustierung zugrundeliegenden Faktoren »Market« (Equity Premium), Size und Value (typischerweise Book to Market). Im Vier-Faktoren-Modell kommt noch Momentum hinzu. Zu diesen Modellen Womack/Zhang 2003 und Fama Junior 2006.

Folgende allgemeine Beobachtungen lassen sich zu diesen Studien machen:

- Alle in Tabelle 1-C genannten Studien kommen zu dem Ergebnis, dass nach Berücksichtigung von Kosten und Risiko der durchschnittliche Aktienfonds über den jeweiligen Gesamtzeitraum betrachtet seine Benchmark underperforms, also das Ziel nicht erreicht, das ein aktiv gemanagter Fonds definitionsgemäß haben muss, nämlich seinen Vergleichsindex (den »Markt«) zu schlagen. In den meisten Studien ist nicht nur die Zahl der Underperformer größer als die der Outperformer, sondern auch die Underperformance des durchschnittlichen Underperformers hat einen größeren Umfang als die Outperformance des durchschnittlichen Outperformers.¹⁴

¹⁴ Berechnungen zum Anteil der underperformenden Fonds an allen Fonds sind typischerweise nicht wertgewichtet, während das Ausmaß der durchschnittlichen Underperformance wertgewichtet oder nicht wertgewichtet sein kann (vgl. Fußnote 8).

- Ein weitgehend uniformes Ergebnis dieser Studien besteht darin, dass die Renditelücke zwischen Benchmark und durchschnittlichen Fonds über längere Zeiträume betrachtet relativ genau dem durchschnittlichen Total Expense Ratio (TER) oder aber der Gesamtkostenbelastung der untersuchten Fonds entspricht (Ferri 2011:15 ff.). Dieses Ergebnis ist ein empirischer Beleg für die »Arithmetik des aktiven Investierens« (Sharpe 1991), auf die wir in Abschnitt 2.1.1 näher eingehen.
- Die meisten der jüngeren Studien adressieren auch die wichtige Frage der Performance-Konstanz, also die Frage, inwieweit die empirischen Renditen der einzelnen Fonds auf Zufall (Glück oder Pech) basieren oder anders formuliert: ob und wie die Minderheit der Outperformer-Fonds im Voraus zuverlässig identifiziert werden kann.
- Die Risikoadjustierung der Untersuchung wird im historischen Zeitablauf differenzierter, aussagefähiger und zuverlässiger. Beispielsweise verwendet Sharpe 1966 lediglich das Sharpe Ratio und das Treynor Ratio zur Messung risikoadjustierter Renditen, während spätere Studien typischerweise ein Drei- oder Vier-Faktoren-Modell und/oder andere Verfahren verwenden.
- Das Universum an untersuchten Fonds wird im Zeitablauf breiter und systematischer. Damit verbessern sich die Datenqualität und Aussagekraft der Studien.
- Der Survivorship Bias wird überwiegend erst in den neueren Studien berücksichtigt (entweder komplett eliminiert, wenn es das Daten-Set zulässt, oder zumindest geschätzt). In nicht Survivorship-Bias-bereinigten Studien ist es wahrscheinlich, dass die Performance der aktiven Fonds nach oben verzerrt erscheint.¹⁵
- Wie in Abschnitt 1.1.5 noch dargestellt wird, existiert ein weiterer Grund für die Annahme, dass die in diesem Typus von Performance-Studie gemessene Fondsrendite gegenüber der Rendite, die der durchschnittliche Anleger in einem Fonds während des Betrachtungszeitraums realisiert, möglicherweise überhöht ausgewiesen wird. Mit anderen Worten, die tatsächliche Anlegerrendite des durchschnittlichen Anlegers ist typischerweise niedriger als die ausgewiesene Rendite des Fonds (Berichtsrendite), in den dieser durchschnittliche Anleger investiert. Eine solche Abweichung kann dann zustande kommen, wenn die Anleger-Cashflows (in den Fonds hinein und

15 Barrett/Brodeski 2006 untersuchten die marktführende kommerzielle Datenbank in den USA für Publikumsfonds, die »Morningstar Principia«, für die zehn Jahre von 1995 (Beginn der Datenbank) bis 2004. Insgesamt reduzierte die Eliminierung des Survivorship Bias die Durchschnittsrendite der Fonds (Aktien- und Rentenfonds) um 1,3 Prozentpunkte. In nur einer von 42 Morningstar-Fondskategorien fand keine Reduktion statt. Diese Datenbank wird von Medien, Banken und Finanzberatern verwendet, um »Ad-hoc-Benchmarkings« durchzuführen. Die veröffentlichte Version der in den deutschen Medien vielfach präsenten Datenbank des BVI (Bundesverband Investment und Asset Management e.V.) ist nicht Survivorship-Bias-frei.

aus ihm heraus) im Zeitablauf schwanken, was empirisch regelmäßig der Fall ist (vgl. Abschnitt 1.1.5).

- Aus methodischen Gründen sind Kauf- und Verkaufskosten sowie Steuern selten in Performance-Studien berücksichtigt (und in keiner der in Tabelle 1-C aufgeführten Untersuchungen wie auch nicht in den Ergebnissen in Tabelle 1-A). Es ist unstrittig, dass aktives Investieren in den meisten Steuerregimes eine tendenziell höhere Steuerbelastung verursacht als passives Buy-and-Hold-Investieren mit Indexfonds.
- Es gibt keinen offensichtlichen Grund, daran zu zweifeln, dass die in Tabelle 1-C genannten US-Marktstudien auch auf den deutschen Publikumsfondsmarkt anzuwenden sind. Nicht überraschend existieren für den deutschen Markt weniger Aktienfonds-Performance-Studien als für den US-Markt. Die in der Tabelle genannte Deutschland-Studie von Lehmann/Stehle 2009 deckt zwar einen erfreulich langen Zeitraum von 30 Jahren ab, umfasst aber nur 19 Fonds (das sind alle Aktienfonds mit Schwerpunkt Deutschland, die Anfang 1975 in Deutschland existierten). Die Autoren finden, dass die 19 Fonds wertgewichtet über den Gesamtzeitraum den CDAX (Gesamtmarkt Deutschland) um 1,02 Prozentpunkte underperformen (geometrische Rendite) mit einem Sharpe Ratio Fonds von 0,26 gegenüber 0,30 für die Benchmark (S. 31). Die Studie nennt acht weitere Performance-Studien zum deutschen Aktienmarkt. In fünf von ihnen wird Jensens Alpha für die aktiven Fonds angegeben. In vier von diesen fünf Studien ist es negativ und in einer Studie für eine von zwei Benchmarks negativ und die andere positiv (S. 35). Auch die Franz/Rottmann-Studie über einen kürzeren Zeitraum zeigt Underperformance und nur sehr schwache Performance-Persistenz an.

Ein Zitat aus der oben genannten Carhart-Studie fasst die Sachlage anschaulich zusammen:

»Overall, the evidence is consistent with market efficiency – interpretations of the size, book to market and momentum factors notwithstanding. Although the top-decile mutual funds earned back their investment costs, most funds underperform by about the magnitude of their investment expenses. The bottom decile funds, however underperform by about twice their reported investment costs. [...] While the popular press will no doubt continue to glamorize the best performing mutual fund managers, the mundane explanations of strategy [Asset-Klassenallokation] and investment costs account for almost all of the important predictability in mutual fund returns.« (Carhart 1997:80)

Neben der Performance-Messung und dem Performance-Vergleich spielt die damit zusammenhängende Frage der Performance-Persistenz eine große Rolle. Zwar zeigen eine große Zahl empirischer Performance-Studien, dass eine

Mehrheit aller Publikumsfonds (Aktien- und Rentenfonds) nach Kosten und Risiko und ab Zeiträumen von drei Jahren an aufwärts ihre Benchmark unterperformt, jedoch ist dieser Sachverhalt für sich allein genommen kein Grund, von aktivem Investieren Abstand zu nehmen, obwohl das in den Medien gelegentlich implizit oder explizit so dargestellt wird. Selbst wenn in allen gemessenen Zeitfenstern und in allen Asset-Klassen 95 % aller Fonds unter ihrer Benchmark lägen, könnte ein Proponent aktiven Anlegens zu Recht einwenden: »Das spielt für mich keine Rolle, denn ich konzentriere meine Investments auf die 5 % Outperformer.« Ob dieses Argument stichhaltig ist, untersuchen Performance-Persistenz-Studien. Sie versuchen, die Frage zu beantworten, ob die historisch beobachtete Outperformance auf Können oder auf Zufall zurückgeht. Nur im ersteren Fall wäre diese Outperformance in der Folgeperiode zuverlässig wiederholbar und nur dann wären diese Fonds im Voraus systematisch identifizierbar.

Für die Beantwortung der Frage »Können oder Zufall?« (Performance-Persistenz) wurden im Laufe der Jahrzehnte eine Vielzahl von Verfahren entwickelt (Le Sourd 2007:48 ff.), darunter Ein-Faktor- oder Multi-Faktor-Regressionsanalysen (vor allem das Drei-Faktoren-Modell von Fama-French und das Vier-Faktoren-Modell von Carhart). Alternativ erfolgt die Messung des Grades der Persistenz der Performance-Rang-Perzentile von Fonds (oder anderen aktiven Portfolios) im historischen Zeitablauf. Das letztere Verfahren ist einfacher und für die Zwecke der Anlegerinformation nützlicher, da intuitiver. Allerdings können auch Regressionsanalysen (Faktormodelle) die Gretchenfrage (Können oder Zufall) nicht mit völliger Gewissheit klären, weil dazu (a) keine langfristigen historischen Datenreihen genügender Qualität zur Verfügung stehen, und (b) selbst wenn (a) der Fall wäre, könnten wir nicht zwangsläufig davon ausgehen, dass diese Daten für die Zukunft repräsentativ sind.¹⁶

In die Kategorie »Messung der Persistenz von Rang-Perzentilen« fallen Performance-Persistenz-Untersuchungen von Standard & Poor's, die in etwa jährlichen Abständen für unterschiedliche Kategorien (Asset-Klassen) von US-Aktienfonds veröffentlicht werden. Die derzeit (05–2011) aktuellste Untersuchung stammt von November 2010. Ein einzelnes Ergebnis daraus wird in Tabelle 1-D wiedergegeben.

Zur Interpretation der Angaben in Tabelle 1-D: Zeile 2 gibt diejenigen Fonds an, die im Jahr 1 im Top-Quartil lagen, im Jahr 2 diejenigen Fonds, die sowohl im Jahr 1 und Jahr 2 im Top-Quartil waren, im Jahr 3 die Fonds, die ununterbrochen in allen drei Jahren im Top-Quartil lagen et cetera. Im Jahr 3

16 Nur für wenige aktive Anlageportfolien existieren Monatsrenditen, die mehr als 20 Jahre umspannen. Hinzu kommt die Frage, welche Rolle in diesem Zusammenhang strukturelle Veränderungen der Anlagestrategie eines Aktienportfolios spielen (z. B. ein Wechsel des Fonds-Managers) und strukturelle Veränderungen im Markt.

Tabelle 1-D: USA-Aktienfonds: Wie viele Top-Quartil-Fonds aus Jahr 1 schafften es in den nachfolgenden Jahren, im Top-Quartil zu verbleiben? (Fondskategorie »All Domestic Equity Funds«)

1		Jahr 1 Ausgangsperiode: 12 Monate bis 09-2006	Jahr 2 12 Monate bis 09-2007	Jahr 3 12 Monate bis 09-2008	Jahr 4 12 Monate bis 09-2009	Jahr 5 12 Monate bis 09-2010
2	Anteil Top Quartil-Fonds aus Jahr 1	25 %	12,90 %	1,85 %	0,55 %	0 %
3	»Drop-Out-Quote«	---	48 %	86 %	70 %	100 %

Quelle: Standard & Poor's »The S&P Persistence Score Card (SPIVA): Does Past Performance Really Matter?« November 2010.

beispielsweise betrug der Anteil an allen Fonds, die ununterbrochen (das heißt in Jahr 1, Jahr 2 und Jahr 3) zum Top-Quartil gehörten, noch 1,85 %. Der Anteil dieser Gewinnerfonds nimmt augenscheinlich von Jahr zu Jahr ab. Die »Drop-Out-Quote« (Zeile 3) umfasst diejenigen Fonds in einem bestimmten Jahr, die sich im Vorjahr noch im Top-Quartil befanden und nun aus dem Top-Quartil herausgefallen sind. Bei vollständiger Performance-Konstanz müsste in Zeile 2 durchgängig die Zahl 25 % stehen und in Zeile 3 durchgängig 0 %.

Andere ebenfalls auf Ranganalysen basierende Illustrationen der Abwesenheit von Performance-Persistenz haben Darstellungsformate wie die in Tabelle 1-E und 1-F.

Tabelle 1-E: Keine Performance-Persistenz der Top-10-Fonds 2007 und 2008 im jeweiligen Folgejahr (US Domestic Stocks Large Caps Blend)

	Ausgangsjahr	Folgejahr		
	Ø Rang, Perzentil	Ø Rang, Perzentil ehemalige Top 10	Ø Rendite ehemalige Top 10	Rendite gesamte Fondskategorie
Top 10 Fonds 2007	0,9 % (2007)	70 % (2008)	-40,2 % (2008)	-36,9 % (2008)
Top 10 Fonds 2008	0,9 % (2008)	83 % (2009)	18,1 % (2009)	27,9 % (2009)

Quelle: Morningstar Principia (übernommen von Ferri 2011:10). »Ø Perzentil-Rang« bezeichnet den durchschnittlichen auf 100 % normierten Rang der »Top-10-Gruppe« innerhalb der gesamten Fondskategorie. Beispielsweise heißt 0,9 %, dass 0,9 % aller Fonds in der Fondskategorie eine bessere Rendite hatten; 70 % heißt, dass 70 % eine bessere Rendite hatten et cetera. (Ohne Berücksichtigung von Transaktionskosten.)

Tabelle 1-F: Performanz-Persistenz der Top-5-Aktienfonds in den USA (Kategorie Domestic Equity Funds)

1984 bis 1993 (10 Jahre)			1994 bis 2003 (10 Jahre)	
Rang, absolut	Rang- Perzentil		Rang, absolut	Rang-Perzentil
1	0,4 %	→	998	97,7 %
2	0,8 %	→	897	87,8 %
3	1,1 %	→	557	54,5 %
4	1,5 %	→	73	7,1 %
5	1,9 %	→	780	76,3 %
Anzahl aller Fonds: 261			Anzahl aller Fonds: 1022	

Quelle: McQueen/Thorley 1999. Es wurden die 261 Fonds ausgewählt, die in beiden Perioden durchgängig existierten; dadurch ist das Ergebnis durch Survivorship Bias vermutlich zugunsten der 261 relevanten Fonds nach oben verzerrt. Der durchschnittliche Perzentil-Rang der Top-5-Fonds in der Folgeperiode (1994 bis 2003) betrug 64,7 %, ist also schlechter als der statistische Erwartungswert von 50,0 %.

In Tabelle 1-G haben wir einige in der Literatur häufig zitierte Performance-Persistenz-Studien aufgelistet, die versuchen, zufällige Persistenz (Glück bei guten Fonds, Pech bei schlechten Fonds) innerhalb eines 90 %- bis 99 %-igen Konfidenzintervalls von nicht zufälliger Persistenz zu isolieren. Die Hauptaussagen dieser Studien sind in Tabelle 1-G im Wege von Autorenzitaten zusammengefasst.

In der älteren Literatur (Veröffentlichung etwa vor dem Jahr 2000) finden sich zum Teil Studien, die eine gewisse Persistenz bei Aktienfonds nachweisen (z. B. Blake/Elton/Gruber 1996). In der neueren Literatur scheint es hingegen weniger Hinweise auf eine wirtschaftliche ausbeutbare Persistenz zu geben. Dieser Unterschied könnte auf Fortschritte in der Analysemethodik, verbesserte Datenqualität (zum Beispiel genauere Bereinigung um den Survivorship Bias) und/oder Änderungen in den zugrundeliegenden Daten selbst zurückzuführen sein¹⁷ (Hinweise auf solche Verschiebungen findet sich beispielsweise in den Studien von Malkiel 1995 und Barras/Scaillet/Wermers 2009). Le Sourd stellt zur allgemeinen Interpretation der sich nicht selten widersprechenden Ergebnisse von Persistenz-Studien fest, dass (a) manche Studien zwar kurzfristige, aber keine langfristige Persistenz finden, (b) die Ergebnisse mancher Studien nur wenige Jahre abdecken und unter Umständen periodenspezifisch sind, (c) die vorhandene Persistenz sich vor allem auf das unterste Quartil oder Quintil der Fonds konzentriert und in der Anlegerpraxis bei Existenz von Switching-Kosten daher von begrenztem Nutzen ist (Le Sourd 2007:48:56).

¹⁷ Z. B. könnte der Wettbewerb frühere Grade von Persistenz reduziert oder beseitigt haben.

Tabelle 1-G: Referenzstudien zur Performance-Persistenz von Publikumsfonds (Aktienfonds)

Autoren und Titel der Studie	Untersuchungszeitraum (Asset-Klasse)	Zentrale Aussagen der Studie zu Performance-Persistenz (Zitate aus den in der linken Spalte angegebenen Studien)
Lakonishok/ Shleifer/Vishny (1992): »The structure and performance of the money management industry«	1983 bis 1989 (769 US-Pensionsfonds)	»Our evidence does not suggest that past performance can be used to pick managers who are expected to beat a passive investment strategy net of management fees.« (Lakonishok/ Shleifer/Vishny 1992:341)
Malkiel 1995: »Returns from investing in equity mutual funds 1971 to 1991«	1971 bis 1991 (724 US-Aktienfonds)	»In the aggregate, funds have underperformed benchmark portfolios both after management expenses and even gross of expenses. Survivorship bias appears to be more important than other studies have estimated. Moreover, while considerable performance persistence existed during the 1970s, there was no consistency in fund returns during the 1980s.« (Malkiel 1995:549)
Kahn/Rudd 1995: »Does Historical Performance Predict Future Performance?«	1983 bis 1993 (US-Aktienfonds), 1986 bis 1993 (US-Rentenfonds)	»We investigated persistence of performance for equity and fixed income mutual fund managers, and found evidence for persistence of fixed income fund performance, even after controlling for fund style, and management fees. The investment implications for equity and fixed income fund selection were similar. Given only past performance information, index funds look best for equity and fixed income. Equity index funds make sense because there is no persistence of equity fund performance. Fixed income index funds make sense because, even though performance does persist, the average underperformance of fixed income funds more than cancels out the benefits of being able to choose above average funds through persistence alone. Only with information beyond historical performance should investors choose active managers.« (Kahn/Rudd 1995:50)
Blake/Elton/ Gruber 1996	1977 bis 1993 (188 US-Aktienfonds)	»We find that past performance is predictive of future risk-adjusted performance. [...] We can form a combination of actively managed portfolios with the same risk as a portfolio of index funds but with higher mean return.« (Blake/Elton/Gruber 1996:133) ¹⁸

18 Vor Risikoadjustierung wurde in der Studie keine statistisch signifikante Performance-Persistenz nachgewiesen. Im Durchschnitt underperformten die Fonds vor und nach Risikoadjustierung. Es wird nicht gezeigt, ob die nachgewiesene Outperformance der vorgeschlagenen Persistenz-basierten Strategien von bis zu 79 Basispunkten p. a. hoch genug gewesen wäre, um nach Berücksichtigung von Fonds-Switching-Kosten (Ausgabeaufschläge) und steuerlichen Nachteilen ein passives Buy-and-Hold-Portfolio zu schlagen. Als Markt-Benchmark für Aktien wird der S&P 500-Index verwendet, obwohl die fraglichen Fonds auch außerhalb des S&P 500-Index investieren durften (der Gesamtmarktindex Wilshire 5000 hatten in diesem Zeitraum eine um 59 Basispunkte höhere Rendite als der S&P 500 bei identischer Standardabweichung).

Autoren und Titel der Studie	Untersuchungszeitraum (Asset-Klasse)	Zentrale Aussagen der Studie zu Performance-Persistenz (Zitate aus den in der linken Spalte angegebenen Studien)
Carhart (1997): »On Persistence in Mutual Fund Performance«	1962 bis 1993 (1892 US-Aktienfonds)	»I demonstrate that common factors in stock returns and investment expenses almost completely explain persistence in equity mutual funds' mean and risk-adjusted returns. [...] The only significant persistence not explained is concentrated in strong underperformance by the worst-return mutual funds. The results do not support the existence of skilled or informed mutual fund portfolio managers.« (Carhart 1997:57)
Davis (2001): »Mutual fund performance and manager style«	1962 bis 1998 (4886 US-Aktienfonds)	»In this analysis of the relationship between equity mutual fund performance and manager style, two questions are addressed. First, does any investment style generate abnormal returns on average? Second, when funds are grouped by equity style, does any style exhibit performance persistence? The answers from this study are as follows: None of the styles earned positive abnormal returns during the 1965–98 sample period, and value funds realized negative abnormal returns of about 2.75 percentage points a year. Some evidence was found of short-run performance persistence among the best-performing growth funds and among the worst-performing small-cap funds.« (Davis 2001:19)
Barras/Scaillet/Wermers (2009): »False Discoveries in Mutual Fund Performance: Measuring Luck in Estimated Alphas«	1975 bis 2000 (2076 US-Aktienfonds)	»We find that 75 % of funds exhibit a zero alpha (net of expenses) [...] Further, we find a significant proportion of skilled (positive alpha) funds prior to 1996, but almost none by 2006. ¹⁹ [...] We apply the FDR [false discovery rate] technique to show that the proportion of skilled fund managers has diminished rapidly over the past 20 years, while the proportion of unskilled fund managers has increased substantially.« (Barras/Scaillet/Wermers 2009:1 u. 27)
Cornell (2009): »Luck, Skill, and Investment Performance«	1990 bis 2004 (US-Aktienfonds)	»The results [of this paper] indicate that most [92 %] of the annual variation in performance is due to luck, not skill. This finding is consistent with that reported in other papers on mutual fund performance. [...] The analysis also provides further support for the view that annual rankings of fund performance provide almost no information regarding management skill.« (Cornell 2009:132/133)
Fama, French (2010): »Luck Versus Skill in the Cross Section of Mutual Fund Returns«	1984 bis 2006 (3156 US-Aktienfonds)	»Only the top 3 % of active funds perform about as well as (but no better than) we expect if their true alphas are zero. The measured alphas of these funds for their entire histories are outrageously positive. These are the funds that get top ratings and are deluged with inflows. But their historical performance is only about as good as expected for the top 3 % of funds when all performance is just luck and true alpha is zero. This means that despite the extremely good past performance of the top 3 % of active funds, going forward we expect them to do about as well as comparable efficiently managed (that is, low cost highly diversified) passive funds, which produce zero alpha with high reliability. Going forward, we expect the remaining 97 % of the active fund universe to perform worse than comparable efficiently managed passive funds.« (2010c, ohne Seitenzahl) ²⁰

19 Lediglich 0,6% der 2076 Fonds produzierten ein statistisch signifikantes positives Alpha nach Kosten (jedoch vor Anlegersteuern).

20 Dieser Artikel von Fama/French ist eine Zusammenfassung des Aufsatzes, der in der linken Spalte genannt wird.

Autoren und Titel der Studie	Untersuchungszeitraum (Asset-Klasse)	Zentrale Aussagen der Studie zu Performance-Persistenz (Zitate aus den in der linken Spalte angegebenen Studien)
Bessler/Blake/Lückoff/Tonks (2010): »Why does Mutual Fund Performance not Persist? The Impact and Interaction of Fund Flows and Manager Changes«	1993 bis 2007 (3948 US-Aktienfonds)	»There is overwhelming empirical evidence that superior mutual fund performance does not persist in the long run, once survivorship bias is taken into account.« (p.3) [...] »In the case of winner funds, we provide support for the Berk and Green (2004) hypothesis ²¹ that inflows of new money have a large impact on inducing mean reversion, and are more important than manager changes.« (Bessler et al. 2010:27)

Bei der Interpretation dieser Forschungsergebnisse sollte man sich vergegenwärtigen, dass Performance-Persistenz, ob vorhanden oder nicht, per se nichts darüber aussagt, wie die untersuchten Fonds (oder Portfolios) relativ zu einer angemessenen Benchmark performt hätten (wenngleich diese Frage in Persistenz-Studien in der Regel separat mitbeantwortet wird). Ferner beantworten Persistenz-Studien typischerweise die Frage nicht, ob der durchschnittliche Anleger im Top-Quartil oder -Quintil von einer etwaigen persistenten Outperformance profitiert hätte, da Fondsrenditen und durchschnittliche Anlegerrenditen keineswegs immer identisch sind (worauf in Abschnitt 1.1.5 eingegangen wird). Insgesamt legt die Forschungslage die folgenden allgemeinen Schlussfolgerungen nahe:

Ein grundsätzliches Problem bei Performance-Persistenz-Studien ist die Kürze der vorhandenen Datenserien, das heißt des überhaupt messbaren Track Records für einen bestimmten Fonds mit einem bestimmten Fondsmanager. Die typische längerfristige Outperformance für besonders erfolgreiche Aktienfonds bewegt sich im Bereich von 1,0 bis 2,5 Prozentpunkten²² und die Standardabweichung dieser Outperformance lag in einer Stichprobe von 600 US-Aktienfonds bei etwa 6% (Franklin 2011). Auf der Basis dieser Daten lässt sich mittels t-Test die Länge des Zeitraums berechnen, die für ein angenommenes Konfidenzniveau von 95% (t-Wert 1,96) erforderlich ist, um relativ verlässlich nicht zufällige von zufälliger Outperformance unterscheiden zu können. Wie Tabelle 1-H andeutet, sind diese Zeiträume erstaunlich lang und vermutlich viel länger als ein normaler Fondsmanager in Amt und Würden ist.

²¹ Diese wird in Abschnitt 3.2.2 referiert.

²² Gemessen als arithmetischer Durchschnitt der Differenzen der jährlichen Fonds-Performance minus der Benchmark-Performance während der Betrachtungsperiode.