SOUVERÄN INVESTIEREN mit Indexfonds & ETFs

GERD KOMMER

5., vollständig aktualisierte Auflage

campus

Dr. Gerd Kommer, LL.M., leitet ein Finanzberatungsunternehmen für Privatanleger in München. Er studierte Betriebswirtschaftslehre, Steuerrecht, Politikwissenschaft und Germanistik in Deutschland, in den USA und in Liechtenstein. Kommer verbrachte 17 Jahre im europäischen und außereuropäischen Ausland.

Dies ist die fünfte, vollständig überarbeitete Neuauflage von *Souverän Investieren*. Die erste Auflage erschien 2002. Im Jahr 2016 gewann das Buch den *Deutschen Finanzbuchpreis*.

Kritik und Anregungen zu dem Buch nimmt der Autor gerne entgegen. Seine E-Mail-Adresse lautet gerd.kommer@outlook.com.

Ausgewählte, frühere Buchveröffentlichungen des Autors:

Immobilienfinanzierung für Selbstnutzer. Geld sparen und Fehler vermeiden beim Kauf der eigenen vier Wände; Campus Verlag, 2017.

Kaufen oder mieten. Wie Sie für sich die richtige Entscheidung treffen; Campus Verlag; 2. Auflage, 2016 (Erstauflage 2010).

Die Optimierung von Quellensteuern bei Aktienindexfonds aus Sicht eines Privatanlegers in Deutschland; Books on Demand, 2015.

Herleitung und Umsetzung eines passiven Investmentansatzes für Privatanleger in Deutschland. Langfristig anlegen auf wissenschaftlicher Basis; Campus Verlag, 2012.

Die Buy-and-Hold-Bibel, Campus Verlag, 2009.

Cleveres Banking. Profi-Know-how für Klein- und mittelständische Unternehmen; Überreuter, 1999.

Gerd Kommer

Souverän investieren
mit Indexfonds und ETFs

Wie Privatanleger das Spiel
gegen die Finanzbranche gewinnen

Campus Verlag
Frankfurt/New York

Haftungsausschluss: Investieren in Fondsanteile, Wertpapiere, Immobilien oder andere Vermögenswerte heißt stets und notwendigerweise Risiken eingehen. Vermögensanlagen in Aktien, Anleihen, Bankguthaben, Edelmetalle, Rohstoffe und Immobilien sind mit beträchtlichen Verlustgefahren verbunden. Die vielfältigen historischen Daten, die in diesem Buch enthalten sind, bieten keine Gewähr für zukünftige Renditen oder Erträge. Autor und Verlag geben keine Garantie für die Richtigkeit der Daten und Berechnungen. Eine Haftung für Schäden, die aus der Befolgung der in diesem Buch gegebenen Hinweise resultieren, wird nicht übernommen. Die Aussagen in diesem Buch spiegeln die persönlichen Ansichten des Autors wider, sind rein didaktischer Natur und sind nicht als Finanzberatung oder Anlageempfehlungen im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes zu verstehen.

ISBN 978-3-593-50852-8 Print
ISBN 978-3-593-43808-5 E-Book (PDF)
ISBN 978-3-593-43828-3 E-Book (EPUB)

5., vollständig aktualisierte Auflage 2018

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. Trotz sorgfältiger inhaltlicher Kontrolle übernehmen wir keine Haftung für die Inhalte externer Links. Für den Inhalt der verlinkten Seiten sind ausschließlich deren Betreiber verantwortlich.
Copyright © 2002 Campus Verlag GmbH, Frankfurt am Main.
Umschlaggestaltung: Anne Strasser, Hamburg
Satz: Fotosatz L. Huhn, Linsengericht
Gesetzt aus: Minion und Myriad
Druck und Bindung: Beltz Grafische Betriebe, Bad Langensalza
Beltz Grafische Betriebe sind ein klimaneutrales Unternehmen (ID 15985-2104-1001).
Printed in Germany

www.campus.de

Inhalt

Vorwort 9

1 Wie die Wertpapiermärkte tatsächlich funktionieren 13
1.1 Die enttäuschenden Renditen von Investmentfonds und Einzelwertanlegern 13
1.2 Mindestens 50% Underperformer sind mathematisch notwendig 25
1.3 Moderne Portfoliotheorie: Wissenschaft schlägt Praxis . . 28
1.4 Die Efficient-Market-Theorie – einfach, mächtig aber nicht intuitiv 34
1.5 »Investmentpornografie« – allgegenwärtig in der Finanzbranche 46
1.6 Risiko und Rendite sind untrennbar miteinander verbunden 53
1.7 Wie Diversifikation wirklich funktioniert 56
1.8 Regression zum Mittelwert: Die mächtige Tendenz zum Durchschnitt 65
1.9 Zeitdiversifikation: Wie Risiko und Anlagehorizont zusammenhängen 69
1.10 Asset-Allokation: Was die Rendite Ihres Portfolios tatsächlich bestimmt 72
1.11 Risiko richtig verstehen – die zentralen Risikokonzepte . . 76
1.12 Neun wichtige Risikokennzahlen schnell erklärt 86
1.13 Warum Anleger dem Verliererspiel »aktives Management« anhängen 98

2 Lassen Sie sich nicht täuschen: 20 verhängnisvolle Anlegerfehler . . 101
2.1 Fehler 1: Sich an historischen Renditen von Fonds und aktiven Anlagestrategien orientieren 101

2.2 Fehler 2: Die Wirkung der Nebenkosten des Investierens unterschätzen 103
2.3 Fehler 3: An Kursprognosen der Experten glauben 109
2.4 Fehler 4: Aktive Investmentstrategien praktizieren 116
2.5 Fehler 5: Annehmen, den Markt schlagen zu wollen, sei einen Versuch wert 130
2.6 Fehler 6: Glauben, Experten könnten den besten Einstiegszeitpunkt finden 132
2.7 Fehler 7: Sich an Fondsratings orientieren 137
2.8 Fehler 8: Von Fondsmanagern einen Mehrwert erwarten 140
2.9 Fehler 9: Annehmen, Risikoabsicherung (Downside-Hedging) sei umsonst zu bekommen 148
2.10 Fehler 10: Sich von nominalen Renditen täuschen lassen (Zerrspiegel Inflation) 151
2.11 Fehler 11: Sich auf Renditeangaben der Finanzindustrie verlassen 156
2.12 Fehler 12: Bankguthaben für sicher halten 166
2.13 Fehler 13: »Nullzinsen« für neu und ungewöhnlich halten 171
2.14 Fehler 14: In Einzelwerte investieren 174
2.15 Fehler 15: Ein gutes Unternehmen mit einer guten Aktie verwechseln 177
2.16 Fehler 16: Mit Brancheninvestments den allgemeinen Aktienmarkt schlagen wollen 179
2.17 Fehler 17: Sich von Private Banking einen Mehrwert versprechen 182
2.18 Fehler 18: In Hedge-Fonds und Private Equity investieren 186
2.19 Fehler 19: Langfristig erzielbare Investmentrenditen überschätzen 194
2.20 Fehler 20: Konventionelle Vermögensberater und Bankberater nutzen 196

3 Finanzprodukte, von denen man die Finger lassen sollte 201

4 Historische Asset-Klassen-Renditen seit 1900 212

5 Grundprinzipien einer überlegenen Anlagestrategie: Indexing . . 218
5.1 Passiv investieren mit ETFs und traditionellen Indexfonds 218
5.2 Wertpapierindizes verstehen 227
5.3 Replikationsmethoden: Wie ein Indexfonds einen Wertpapierindex nachbildet 231
5.4 Der eingebaute Steuervorteil von Buy-and-Hold 235
5.5 Das eigene Humankapital bei der Anlageentscheidung berücksichtigen 238
5.6 Gold – das überschätzte Investment 241
5.7 Rohstoffinvestments – Sind sie sinnvoll? 246
5.8 Immobilienaktien – Lohnen sie sich? 255
5.9 Währungsabsicherung: Wann notwendig, wann nicht? 259
5.10 Die Rolle der »risikofreien« Anlage im Portfolio 265
5.11 Factor-Investing (Smart Beta Investing) – Passiv anlegen mit Turbo 273
5.11.1 Was ist Factor-Investing? Was sind Faktorprämien? 273
5.11.2 Allgemeine Eigenschaften von Faktorprämien . . 278
5.11.3 Die wichtigsten Faktorprämien bei Aktien 283
5.11.4 Die Political-Risk-Prämie bei Aktien und Anleihen 295
5.11.5 Faktorprämien bei Anleihen 300
5.11.6 Kann man auf Factor-Investing verzichten? 304
5.12 Geografische Gewichtung nach Marktkapitalisierung oder nach BIP? 306

6 Die Besteuerung von Fondsanlagen in Deutschland 309

7 So bilden Sie Ihr persönliches »Weltportfolio« 319
7.1 Gleichzeitig Kredite haben und in ein Weltportfolio investieren? 319
7.2 Die sechs Grundprinzipen des Weltportfolio-Konzeptes . . 320
7.3 Ihre »Level-1-Asset-Allokation« bestimmen 320
7.4 Ihre »Level-2-Asset-Allokation« bestimmen 327
7.5 Wie finde ich die besten ETFs für mein Weltportfolio? . . 341

7.6 Rebalancing – Ihre Portfoliostruktur im Zeitablauf bewahren 346
7.7 Fondssparpläne – monatsweise ins Weltportfolio investieren 349
7.8 Einen Robo-Advisor oder einen Honorarberater nutzen? . 351
7.9 Das »Robo-Adivsor-Projekt« von Gerd Kommer 356
7.10 Der Übergang vom alten zum neuen Weltportfoliokonzept 357

8 Lassen Sie sich nicht von der richtigen Strategie abbringen 362
8.1 Ihr Bankbetreuer oder Finanzberater rät Ihnen von Indexing ab 362
8.2 Wie sieht es mit Indexing aus in der Baisse? 363
8.3 Funktioniert Indexing auch in »ineffizienten« Märkten? . . 364
8.4 Sie hören von einer »neuen Überrenditestrategie« – was nun? 366
8.5 Der Marktanteil von Indexing sei inzwischen gefährlich hoch 367
8.6 Machen gestiegene Korrelationen globale Diversifikation überflüssig? 370
8.7 Indexing – wie man es nicht machen sollte 373

9 Was tun im Crash? 375

10 Zwanzig Gebote für rationale Anleger 386

11 Post Scriptum 395

12 Anhang 396
12.1 Literaturverzeichnis 396
12.2 Leseempfehlungen 406
12.3 Nützliche Webseiten 406
12.4 Glossar 407
12.5 Danksagung 411

Register 412

Vorwort

> »Spekulieren Sie bloß nicht. Nehmen Sie Ihre Ersparnisse und kaufen Sie eine gute Aktie. Behalten Sie sie bis sie nach oben geht. Dann verkaufen Sie. Falls die Aktie nicht steigt, kaufen Sie sie nicht.«
>
> *Will Rogers, 1879–1936, amerikanischer Komiker und Stummfilmstar*

Dieses Buch erschien erstmalig vor gut 15 Jahren im September 2002 und liegt nunmehr in seiner fünften, komplett überarbeiteten Auflage vor. Nach einem zähen Start wurde *Souverän Investieren* im Laufe von eineinhalb Jahrzehnten ein Longseller, ein Buch, das sich über einen langen Zeitraum stetig und in für seine Gattung mittleren Größenordnungen verkauft. In den letzten Jahren schaffte es sogar den Sprung in die *Manager Magazin*-Bestsellerliste für Wirtschaftsbücher.

Beim Erscheinen der ersten Auflage im Jahr 2002 war prognosefreies, wissenschaftlich basiertes, passives Investieren für Privatanleger im deutschsprachigen Raum eine klitzekleine Nische, die von den Medien und der Finanzbranche nicht wahr- und nicht ernstgenommen wurde. Seitdem hat eben diese Finanzbranche mit einer schier endlosen Kette von Fehlleistungen, manche davon begünstigt durch inkompetente staatliche Regulierung, unfreiwillig bewirkt, dass immer mehr Privatanleger die Vorteile der passiven Low-Cost-Alternative Indexing mit ETFs für sich entdecken.

Der traditionelle aktive Investmentansatz in seinen unzähligen Spiel- und Abarten führt regelmäßig zu einer enttäuschenden Rendite-Risiko-Kombination. Etwa einmal pro Dekade produziert diese noch immer dominierende Art zu sparen und investieren darüber hinaus ein besonders heftiges nationales oder sogar internationales Privatanleger- und Konsumentendesaster, zuletzt in Gestalt der Finanzkrise ab 2008. Aber der Wind hat seit der Finanzkrise ein klein wenig gedreht. Die Medien haben das bemerkt und berichten seit einigen Jahren häufiger von den erstaunlich konsistent schwachen, oft sogar katastrophalen Leistungen der »Experten«

des »aktiven Managements«, die Privatanleger beraten oder Investmentfonds, Immobilienfonds oder Hedge-Fonds managen.

Trotz des in diesem Fall positiven Klimawechsels ist aktives Investieren noch immer die Norm, also das, was fast alle machen: Der Versuch mit einer der vielen Dutzend Anlagemethoden besonders attraktive Renditen zu erzielen, basierend auf der »ganz normalen« Vorstellung, man selbst oder die von einem selbst beauftragten Vermögensverwalter oder Fondsmanager wüssten dauerhaft mehr als der Markt, eine Selbstüberschätzung, die wohl 90% und mehr aller Privatanlegerhaushalte mit weniger Rendite als möglich und mehr Risiko als nötig bezahlen.

Es mag Sie überraschen: Konventionelles aktives Investieren in Kombination mit dem in der Finanzbranche allgegenwärtigen provisionsbasierten Vertriebsmodell repräsentiert den Wissensstand der 1960er Jahre. Dieser veraltete, aber intuitive Vertriebs- und Investmentansatz wird wohl von 95% oder mehr aller Vertreter der Finanzbranche praktiziert und propagiert, weil er ihnen höhere Margen bringt als seine Alternative – wissenschaftlich basiertes, vollrationales Low-Cost-Buy-and-Hold-Investieren mit ETFs, ohne Finanzprognosen, also ohne Lotteriespielen und ohne Interessenkonflikte.

Weil peu à peu immer mehr Privatanleger und sogar der ein oder andere Finanzjournalist die in der Summe klägliche Bilanz des Privatkundengeschäfts der Finanzbranche erkennen, wächst seine Alternative *Passiv Investieren mit Indexfonds (ETFs)* seit gut einem Jahrzehnt schneller als konventionelles, aktives Investieren. Dieses globale Wachstum von »Passiv« hat die bei der Erstauflage von *Souverän Investieren* 2002 noch mikroskopisch kleine Community von Buy-and-Hold-Indexfondsanlegern im deutschsprachigen Raum inzwischen zu einer etwas größeren Minderheit werden lassen. Eine Minderheit die mit mathematischer Notwendigkeit überdurchschnittliche Renditen erzielt. Dabei hat sie weniger Arbeit und genießt mehr Seelenfrieden. Vielleicht hat *Souverän Investieren mit Indexfonds und ETFs* ein klein wenig zu diesem für die Altersvorsorge von Privathaushalten im deutschsprachigen Raum erfreulichen Wachstum beigetragen.

Sollten Sie dieses Buch lesen, wenn Sie bereits eine frühere Auflage davon kennen?

Aus meiner interessenkonfliktbehafteten Warte würde ich folgendes sagen: (a) Die Grundaussagen von *Souverän Investieren* in den Kapiteln 1 und 2 sind seit der ersten Auflage 2002 unverändert geblieben, weil sie gesicherte wissenschaftliche Erkenntnisse repräsentieren. Allerdings habe ich auch in diesen beiden Kapiteln alle Zahlen aktualisiert. Die Fakten in diesen Basis-Kapiteln wirklich gut zu verstehen und verinnerlicht zu haben, könnte rechtfertigen, das Buch zweimal zu lesen, weil diese Fakten eine wohlstandsbewahrende Impfung gegen die immer neuen »kreativen« Produkt- oder Strategievorschläge der Finanzbranche sind. (b) Die Umsetzungskapitel 5, 6 und 7 wurden umfassend überarbeitet und auf den neuesten Stand gebracht. Der Abschnitt 5.11 (Factor-Investing/Smart Beta Investing) wurde stark erweitert und modernisiert. Im für viele Leser vielleicht wichtigsten Kapitel – Kapitel 7 »So bilden Sie Ihr persönliches Weltportfolio« – gibt es relativ weitreichende konzeptionelle Veränderungen. (c) Wenn Sie eine frühere Auflage gelesen haben, wissen Sie, dass *Souverän Investieren* eine Fülle historischer Daten zu Asset-Klassen enthält – mehr Daten als jedes andere deutschsprachige Investmentbuch für Privatanleger. Diese Zahlen wurden auf den neuesten Stand gebracht. Sie zu kennen, ist für einen Anleger von enormem Wert. (d) In allen zehn Hauptkapiteln habe ich versucht, die zentralen Argumente und Aussagen noch klarer zur formulieren und die praktischen Handlungsempfehlungen für Privatanleger noch anwenderfreundlicher darzustellen. Abschnitt 7.9 enthält einen kurzen Hinweis zu der vom Autor und seinem Unternehmen betriebenen digitalen Vermögensverwaltung (einem »Robo Advisor«) für diejenigen Leser, die die Inhalte und Empfehlungen dieses Buches umsetzen möchten, das aber nicht in Eigenregie tun wollen. Wenn ein Leser einer früheren Auflage das Investment für diese Ausgabe dennoch scheut, aber Teile davon trotzdem lesen möchte, dann hoffe ich, dass er oder sie das Buch in einer nahegelegenen Bibliothek findet.

Wie liest man dieses Buch am besten?

Souverän Investieren ist zwar kein Lehrbuch, aber auch keine kurzweilige Strandlektüre. Das Buch enthält viele historische Daten in Tabellen und Grafiken. Leser, die das Buch »aktiv lesen«, das heißt die für sie besonders

wichtigen Aussagen markieren und die zahlreichen Querverweise nachschlagen, werden am meisten aus dem Buch mitnehmen. Schön wäre es, wenn *Souverän Investieren* für viele Leser eine Art Handbuch wird, also ein Buch, das sie nicht einmal durchlesen und dann im Bücherregal verstauben lassen, sondern danach immer wieder konsultieren, um das eigene Sparen und Anlegen zu unterstützen und auf Kurs zu halten.

Dr. Gerd Kommer
München im Oktober 2017

Noch drei wichtige Hinweise für die Leser:

- Der Autor ist Gesellschafter und Geschäftsführer eines Honorarberatungsunternehmens in München, der *Gerd Kommer Invest GmbH*. Weder in der Vergangenheit noch zum Zeitpunkt dieser Veröffentlichung erhielt er wirtschaftliche Zuwendungen von einem Hersteller eines Finanzproduktes. Sein gesamtes persönliches Vermögen ist nach den Grundsätzen investiert, die in diesem Buch dargestellt werden.
- Alle in diesem Buch verwendeten Fachbegriffe, die das Wissen eines Anlegers mit passablen Investmentgrundkenntnissen übersteigen, werden entweder im laufenden Text in einer speziellen »Infobox« (abgekürzt »**IB**«) oder im Glossar am Buchende erläutert. Im Glossar enthaltene Fachbegriffe sind mit einem »➔« Pfeil gekennzeichnet.
- Bis auf wenige speziell gekennzeichnete Ausnahmen lauten alle Renditen in diesem Buch auf Euro. Historische Renditen vor Einführung des Euro am 1.1.1999 wurden auf der Basis des festen Wechselkurses von 1 EUR = 1,95583 DM in Euro umgerechnet. Ebenso sind mit wenigen spezifisch markierten Ausnahmen alle genannten Jahresrenditen sogenannte geometrische Durchschnitte.

1 Wie die Wertpapiermärkte tatsächlich funktionieren

1.1 Die enttäuschenden Renditen von Investmentfonds und Einzelwertanlegern

Nur eine erstaunlich kleine Zahl von Anlegern in Aktien- und Rentenfonds und Anlegern in einzelnen Wertpapieren schlägt ihren Vergleichsindex über Zeiträume von mehr als drei Jahren – insbesondere, wenn man Kosten, Steuern, Risiko berücksichtigt. Und noch wichtiger: Die stets vorhandene Minderheit von Outperformer-Fonds (Fonds mit Überrendite) für ein gegebenes Zeitfenster ist nicht zuverlässig prognostizierbar, weil ihre Zusammensetzung von Periode zu Periode weitgehend zufällig wechselt.

In diesem Abschnitt sehen wir uns die von professionellen Fondsmanagern und von Privatanlegern erzielten Renditen näher und sehr nüchtern an. Diese Bestandsaufnahme wird uns dabei helfen, die Wirksamkeit aktiver Anlagestrategien zu beurteilen, mit denen wir uns später im Abschnitt 2.4 beschäftigen. Zunächst werfen wir einen Blick auf einige Hauptergebnisse der Finanzmarktforschung.

Infobox: Aktives und passives Investieren

Aktives Anlagemanagement ist der Versuch, auf der Basis einer bestimmten Anlagestrategie eine »Überrendite« (neudeutsch »Outperformance«, »Excess-Return« oder »alpha«) zu erzielen, also eine höhere Rendite als der Durchschnitt der übrigen Marktteilnehmer – gemessen an einem sinnvollen Vergleichsindex (»Benchmark« – siehe die **IB** weiter unten). Anders formuliert: Es ist der Versuch eines einzelnen Investors oder Fondsmanagers, Wertpapiere oder ganze Marktsegmente zu identifizieren, welche die restlichen Marktteilnehmer vermeintlich vorübergehend über- oder unterbewertet haben. Sobald der restliche Markt seinen »Irrtum« erkennt und korrigiert, kann der Investor/Fondsmanager – so die Vorstellung –

einen Gewinn realisieren. Aktives Anlegen ist stets spekulatives Anlegen, da der Anleger bewusst von einer marktneutralen Gewichtung seiner einzelnen Anlagepositionen zugunsten einer im Zeitablauf meist wechselnden Über- oder Untergewichtung bestimmter Assets oder Asset-Klassen (siehe **IB**, Abschnitt 1.3 »Asset-Klasse und Asset-Allokation«) abweicht, also auf mögliche Diversifikation verzichtet. Dem steht »passives« Portfoliomanagement (Indexing) gegenüber – eine Buy-and-Hold-Strategie (siehe **IB** »Buy-and-Hold« in diesem Abschnitt), bei der ein Investor alle Wertpapiere, die zu einer bestimmten Asset-Klasse gehören, und alle wesentlichen Asset-Klassen hält. Aktives Trading (laufendes Kaufen und Verkaufen) findet nicht statt. Im Unterschied zu aktivem Portfoliomanagement verfolgt passives Management nicht das Ziel, eine Outperformance (Überrendite) zu erzielen und ist damit weniger risikoreich und weniger arbeitsaufwändig. Je nach Untersuchungsmethode, betrachteter Periode und Marktsegment schwankt der »Verliererprozentsatz« der aktiven Anleger einschließlich Investmentfonds zwischen 50% und 100%. Der durchschnittliche aktiv gemanagte Aktienfonds liegt bei Berücksichtigung aller Kosten und des *Survivorship-Bias* (siehe **IB** »Survivorship-Bias«, Abschnitt 2.18) um ein bis vier Prozentpunkte unter der Per-annum-Rendite eines vergleichbaren Indexfonds – eines Fonds, der einfach nur einen Wertpapierindex nachbildet. Das ist ein Rückstand von mehr als einem Drittel der realen (inflationsbereinigten) Langfristrendite von 6% p.a. des allgemeinen Aktienmarktes.

Bei Anlegern in Einzelaktien oder in Rentenfonds fällt dieser Rückstand gegenüber dem korrekt ausgewählten Vergleichsindex sogar noch höher aus (Odean 1999, Hackethal u.a. 2012b, Cici/Gibson 2012). Die Unter-Performance aktiver Fonds gegenüber ihrem Vergleichsindex nimmt tendenziell mit der Länge der Untersuchungsperiode zu. Diese Tatsache ist durch eine inzwischen nicht mehr überblickbare Anzahl wissenschaftlicher Studien zu diesem Thema belegt. Diese Untersuchungen decken buchstäblich jede Periode, jede Asset-Klasse (siehe **IB**) und jedes Land ab, für das brauchbare Daten existieren.[1] Nachfolgend werde ich einige wenige zahlenmäßige Forschungsergebnisse zusammenfassen.

1 Einige besonders bekannte Studien sind: Sharpe 1966, Jensen 1968, Malkiel 1995, Brown/Goetzmann 1995, Carhart 1997, Odean 1999, Barber/Odean 2000, Arnott u.a. 2000, Barras u.a. 2008, Cornell 2009, Fama/French 2010, Benke/Ferri 2013, Dyakov u.a. 2015.

Seit etwa fünfzehn Jahren veröffentlicht Standard & Poor's, die größte Anleihe-Rating-Gesellschaft der Welt, in halbjährlichen Abständen Renditevergleiche für die wesentlichen Fondskategorien, die jeweils zehn oder 15 Jahre zurückreichen. Es handelt sich hierbei um die umfassendste, kontinuierlich aktualisierte Studie dieser Art weltweit. Die bei Redaktionsschluss dieses Buches (Oktober 2017) jüngste dieser Untersuchungen für in Europa und USA ➔ domizilierte Fonds lieferte folgende Ergebnisse:

Tabelle 1: Anteil von in Europa domizilierten, aktiv gemanagten Aktienfonds, die in den fünf und zehn Jahren bis Juni 2017 unter ihrer Index-Benchmark lagen – ausgewählte Asset-Klassen

Fondskategorie / Asset-Klasse (Anlageschwerpunkt)	**Juli 2012 bis Juni 2017 (5 Jahre)**	**Juli 2007 bis Juni 2017 (10 Jahre)**
Aktien – Eurozone	85,8%	89,2%
Aktien – Deutschland	72,5%	78,6%
Aktien – USA	96,9%	98,21%
Aktien – Schwellenländer	90,9%	96,7%

► *Quelle:* S&P Dow Jones Indices 2017a. ► Equal-weighted fund returns; ohne Berücksichtigung von Kosten in der Benchmark, aber auch ohne Kosten für etwaige Ausgabeaufschläge der aktiv gemanagten Fonds.

Die unterschiedlichen Zahlen in Tabelle 1 für den gezeigten Fünf- und Zehnjahreszeitraum spiegeln ein allgemeines Muster wider, das in rund zwei Drittel aller Fälle beobachtbar ist: Mit zunehmender Länge des Betrachtungszeitraums steigt die Quote der aktiven Verlierer-Fonds immer weiter. Über einen Zehnjahreszeitraum liegt die Rendite per annum des durchschnittlichen aktiv gemanagten Fonds, je nach Untersuchung und Asset-Klasse, zwischen einem halben Prozentpunkt und drei Prozentpunkten unter der Indexrendite. Man male sich dieses Desaster einmal in den plastischen Kategorien des ➔ Vermögensendwertes aus: Unterstellen wir einen Privatanleger Fritz, der über 30 Jahre hinweg in einen typischen aktiv gemanagten Aktienfonds investiert. Dieser aktive Aktienfonds rentiert um 1,5% Prozentpunkte unter einem entsprechenden Indexfonds. Privatanleger Hans investiert dagegen in den Indexfonds auf Buy-and-Hold-Basis. Nach 30 Jahren wird der Vermögensendwert von Hans um gut 50% höher

liegen als der von Fritz.[2] Wie wir in diesem Buch noch mehrfach sehen werden, führen bereits relativ kleine Prozentsatzunterschiede in der jährlichen Rendite durch den Zinseszinseffekt über lange Zeiträume hinweg zu enormen Unterschieden im Vermögensendwert. Hierbei ist zu bedenken, dass wir alle – ob uns das immer klar bewusst ist oder nicht – über 20 bis vielleicht 50 Jahre hinweg sparen und investieren.

Bei Rentenfonds (Anleihenfonds) ist das Bild, das aktiv gemanagte Fonds abgeben, üblicherweise noch armseliger als bei Aktienfonds, wie Tabelle 2 andeutet. (Für Europa veröffentlicht S&P Dow Jones derartige Daten bisher lediglich zur Fondskategorie »Aktienfonds allgemein«, nicht jedoch für feiner differenzierte Subsegmente. Daher zeige ich USA-Daten für Anleihenfonds, Immobilienaktienfonds und Small-Cap-Fonds. Diese sind aber vermutlich ohne Einschränkungen auf europäische Verhältnisse übertragbar.)

Tabelle 2: Anteil von in den USA domizilierten, aktiv gemanagten Fonds, die in den fünf und zehn Jahren bis Juni 2017 unter ihrer Index-Benchmark lagen – ausgewählte Asset-Klassen

Fondskategorie / Asset-Klasse (Anlageschwerpunkt)	**Juli 2012 bis Juni 2017 (5 Jahre)**	**Juli 2007 bis Juni 2017 (10 Jahre)**
USA Staatsanleihen, langfristig	100%	95,4%
USA, Hochzinsanleihen [1]	91,0%	97,5%
Schwellenländer-Staatsanleihen	90,2%	76,5%
Immobilienaktienfonds	85,2%	82,0%
USA, Small-Cap-Aktien (Nebenwerte)	93,8%	94,1%

► *Quelle:* S&P Dow Jones Indices 2017b. ► Equal-weighted fund returns; ohne Berücksichtigung von Kosten in der Benchmark, aber auch ohne Kosten für etwaige Ausgabeaufschläge der aktiv gemanagten Fonds. ► [1] High Yield Funds (»Junk-Bonds«).

Die SPIVA-Untersuchungen von S&P sind nur wenige unter Hunderten, wenn nicht gar Tausenden von Quellen, um sich über das Versagen aktiven Investmentmanagements zu informieren. Eine aus Sicht vieler Experten besonders anspruchsvolle Analyse der Langfrist-Performance von

2 Ohne Berücksichtigung von Steuern, die beide Anleger grundsätzlich gleich betreffen. In der Studie von Arnott/Berkin/Ye 2010 lag die Jahresrendite des durchschnittlichen US-Standardwerte-Aktienfonds im Zeitraum von 1979 bis 1998 (20 Jahre) um 2,8 Prozentpunkte hinter derjenigen des Vanguard-S&P-500-Indexfonds.

Investmentfonds stellte der amerikanische Finanzökonom Mark Carhart an. Er analysierte die Performance von 1892 aktiv gemanagten amerikanischen Aktienfonds über die 35-Jahres-Periode von 1961 bis 1995. In dieser Studie lagen knapp über 94% aller aktiv gemanagten Fonds unter ihrer Benchmark (Carhart 1997). In einer anderen einflussreichen Studie zu US-Aktienfonds über den Zeitraum von 1984 bis 2006 kamen der bekannte Wirtschaftsnobelpreisträger Eugene Fama und sein Forscherkollege Ken French zu dem Schluss, dass lediglich drei Prozent aller Aktienfonds-Manager über diesen 23-Jahreszeitraum eine korrekt gemessene Outperformance erzielt hatten und selbst bei dieser kleinen Gruppe der Zufall als Ursache für diese Outperformance nicht mit Sicherheit ausgeschlossen werden konnte (Fama/French 2010).[3] Dyakov u.a. 2015 zeigten, dass die Unter-Performance aktiv gemanagter Fonds im Zeitablauf bis in die jüngste Vergangenheit zugenommen hat. Besserung ist also nicht in Sicht.

Infobox: Benchmark (Vergleichsindex)

Der englische Begriff Benchmark steht für »Vergleichsmarke«, also ein Vergleichsmaßstab für aktiv gemanagte Fonds. Ziel eines aktiv gemanagten Fonds oder generell jedes aktiv gemanagten Portfolios muss es notwendigerweise sein, den korrekt gewählten Vergleichsindex nach Abzug von Kosten zu schlagen. Um die Performance (Rendite bei Berücksichtigung des Risikos) von Investmentfonds objektiv beurteilen zu können, werden Börsenindizes als Benchmark verwendet. Auch ein anderes sinnvoll vergleichbares Wertpapier oder ein sinnvoll vergleichbarer Fonds kann als Benchmark dienen. In vielen Werbeanzeigen für aktiv gemanagte Investmentfonds oder Zertifikate und Veröffentlichungen der Finanzbranche wird bewusst eine falsche Benchmark gewählt, die das jeweilige Produkt in einem günstigeren Licht erscheinen lässt. Bei passiv gemanagten Indexfonds ist der Benchmark-Index identisch mit dem »Referenzindex«. Passiv gemanagte Indexfonds entwickeln sich immer genau wie der Referenzindex oder der Benchmark-Index abzüglich der »Tracking-Differenz«. Da ein Indexfonds im Unterschied zum Index selbst stets Nebenkosten des Inves-

3 In Abschnitt 2.8 wird gezeigt, wie lange es unter realistischen Bedinungen dauert, bis man mit einer hohen Wahrscheinlichkeit annehmen kann, dass die gezeigte Outperformance nicht dem Zufall geschuldet ist.

tierens verkraften muss, die die Rendite schmälern, lässt sich bei einem Indexfonds immer eine Renditedifferenz zum Benchmark-Index beobachten.

Es kommt aber noch schlimmer: Die vom typischen aktiven Privatanleger tatsächlich realisierten Renditen liegen weit unterhalb der von aktiven Investmentfonds publizierten Rendite. Der Grund: Die Mehrheit der Anleger handelt »prozyklisch«, d. h. sie steigt erst dann in bestimmte Fonds und Asset-Klassen ein, wenn diese bereits seit zwei bis drei Jahren überdurchschnittliche Renditen erzielt haben – womit die Anleger einen Großteil der im Fondsprospekt oder anderen Informationsmaterialien ausgewiesenen Rendite verpassen (siehe **IB** »Performance-Chasing«). Das bringt uns zu einer weiteren fundamentalen Einsicht, die bisher vielen Fondsanlegern kaum bekannt und bewusst ist und die nur selten von den populären Finanzmedien erkannt und aufgegriffen wurde. Es lohnt sich, diese Einsicht deutlich hervorzuheben: Die Forscher Friesen/Sapp 2007 zeigten, dass der durchschnittliche amerikanische Aktienfondsanleger in den 14 Jahren von 1991 bis 2004 lediglich eine Rendite von 6,1% p.a. erzielte. Die veröffentlichte Fondsrendite betrug jedoch 7,7% p.a. gegenüber einer Marktrendite von 12,3% p.a. (Wilshire-5000-Index). Untersuchungen mit analogen Ergebnissen für andere Zeiträume und Aktienmärkte wurden z. B. von Bogle 2005, Frazzini/Lamont 2008, Clare/Motson 2010, Bhattacharya u.a. 2014, Pakula u.a. 2014 wie auch in regelmäßiger Aktualisierung von dem US-Forschungsinstitut Dalbar angestellt. Die Schlussfolgerung hieraus lautet: Nicht nur liegen aktive Aktien- und Rentenfonds mit ihren veröffentlichten Renditen mehrheitlich unter der Marktrendite, sondern die tatsächliche Anlegerrendite ist noch einmal deutlich niedriger, weil Anleger renditeschädliches *Performance-Chasing* praktizieren (siehe **IB**).

Nun könnte man einwenden, dass die notorische Unter-Performance der meisten Fonds ja letztlich keine Rolle spiele, denn dieses Problem lasse sich leicht umgehen, indem man einfach nur in einen Outperformer-Fonds investiere. Und selbst wenn nur 5% aller Fonds langfristig zu dieser Siegergruppe gehörten, spiele das keine Rolle, denn man könne ja in einen dieser wenigen Gewinnerfonds investieren. Leider führt diese auf den ersten Blick naheliegende Schlussfolgerung – die wohl mehr oder weniger bewusst fast alle Anleger anstellen – komplett in die Irre.

Infobox: Performance-Chasing (»Renditejagen«)

Hat sich ein Fonds oder ein anderes Anlageprodukt über einen Zeitraum von ein bis vier Jahren besonders gut entwickelt, erfährt dieser Fonds erfahrungsgemäß einen stark steigenden Mittelzufluss. Dieses Anlegerverhalten nennt man »prozyklisches« Investieren. Umgekehrt läuft es nach einem schlechten Fondsjahr: Für gewöhnlich ziehen Privatanleger Geld aus dem entsprechenden Fonds ab. Prozyklisches Investieren (Performance-Chasing) spielt sich auf der Ebene einzelner Fonds genauso wie auf der Ebene des gesamten Aktienmarktes ab. Ein Beispiel: In den 37 Quartalen (etwa 9 Jahre) von Anfang 1998 bis ins erste Quartal 2007 betrug der durchschnittliche Nettomittelzufluss in amerikanische »Growth-Aktienfonds« (zu dieser Kategorie gehören fast alle Technologieaktienfonds) rund 14 Mrd. Dollar pro Quartal. Im ersten Quartal 2000 jedoch explodierte der Mittelzufluss förmlich auf 140 Mrd. Dollar. Warum? Nun, der Technologieaktienmarkt (Dow Jones Technology Index USA) war in den 24 Monaten davor um über 200% gestiegen. Doch das dicke Ende kam sogleich. Über die nächsten drei Jahre brach der US-Aktienmarkt um mehr als 40% und der Technologieaktienmarkt um über 70% ein. Performance-Chaser steigen also in der naiven Annahme nahe beim Gipfel ein, dass die jüngste Outperformance etwas mit zukünftigen Renditen zu tun habe, und erleiden deshalb oft weit größere Verluste als Buy-and-Hold-Anleger. In der akademischen Literatur wird auf Anleger, die vergangener Rendite »hinterherinvestieren«, mit dem gelungenen Begriff »dumb money« (dummes Geld) Bezug genommen (vgl. Frazzini/Lamont 2008), weil »dumme« Privatanleger sich von institutionellen Anlegern und Firmen über den Tisch ziehen lassen (siehe **IB** »Nullsummenspiel«, Abschnitt 1.2). Das ist es wert, wiederholt zu werden: Die von einem Fonds veröffentlichte Rendite einschließlich der Fondsrenditen, die im Internet oder in der Zeitung für den Fonds gezeigt werden, ist nicht identisch mit der Rendite des durchschnittlichen Anlegers in dem Fonds. Letztere ist zumeist niedriger.

Die kleine Gruppe der Outperformer-Fonds und -Anleger – zwischen 2% und knapp 50%, je nach Zeitfenster – wechselt in ihrer Zusammensetzung von Betrachtungsperiode zu Betrachtungsperiode. Das Zeitfenster kann ein bestimmtes Kalenderjahr sein, die letzten zehn Jahre, die 20 Jahre von

1990 bis 2009 oder jeder andere denkbare Zeitraum. Wählt man rückblickend das »richtige« Zeitfenster, wird jeder Anleger und jeder Fondsmanager irgendwann einmal ganz vorne gelegen haben. Das gilt natürlich auch für die Zukunft. Wie schon Andy Warhol einmal über das Leben in modernen Zeiten sarkastisch sagte: »Everyone will be famous for 15 minutes.« Das gilt wohl auch für die Welt des Investierens, nur bringt es leider nichts. Dass ein Fonds oder ein Anleger in irgendeinem willkürlichen Zeitfenster ganz vorne lag, bedeutet weder etwas für die Rendite über den gesamten verfügbaren Datenzeitraum, noch für den gesamten für einen Anleger relevanten Zeitraum, noch für die Rendite nach diesem Zeitraum. Es existiert praktisch keine Performance-Konstanz und es ist – wie vielfach von Forschern gezeigt – unmöglich, Gewinnerfonds im Voraus mit einer Treffsicherheit zu identifizieren, die nennenswert über dem statistischen Zufall liegt. Diese Feststellung hat eine ebenso große Bedeutung wie die viel bekanntere Feststellung, dass der durchschnittliche aktive Investmentfonds unter dem Markt liegt.

Mangels Performance-Kontinuität nutzt es also nichts, in die Siegerfonds der vergangenen zwölf Monate oder drei Jahre zu investieren. Das gilt für Publikumsfonds, Hedge-Fonds, Private-Equity-Fonds und auch Ihren Bankberater, wenn Sie Ihn als Portfoliomanager betrachten. Auch zur wichtigen Frage der »Performance-Kontinuität« aktiver Anleger (einschließlich Fonds) gibt es Hunderte von Studien aus den vergangenen rund 50 Jahren. Hier habe ich nur eine Untersuchung beispielhaft herausgegriffen (Tabelle 3). Die bereits zitierte Rating-Agentur Standard & Poor's veröffentlicht etwa alle zwei Jahre eine Performance-Konstanz-Untersuchung für mehrere unterschiedliche Kategorien (Asset-Klassen) von US-Aktienfonds.

Tabelle 3: USA-Aktienfonds: Wie viele Top-Quartil-Fonds (Top 25%) aus Jahr 1 schaffen es in den nachfolgenden vier Jahren im Top-Quartil zu bleiben?

1		Jahr 1 Ausgangsperiode: 12 Monate bis 03/2013	Jahr 2 12 Monate bis 03/2014	Jahr 3 12 Monate bis 03/2015	Jahr 4 12 Monate bis 03/2016	Jahr 5 12 Monate bis 03/2017
2	Top Quartil-Fonds aus dem Jahr 1 [1]	585 Fonds (100%)	25,6%	4,1%	0,5%	0,3%

► *Quelle:* S&P Dow Jones Indices (2017c). [1] Fondskategorie »All Domestic Equity Funds«.

Zur Erläuterung der Zahlen in Tabelle 3: Die untere Zeile gibt den Prozentsatz derjenigen Fonds an, die im Jahr 1 das »Top-Quartil« bildeten (die 25% aller Fonds mit der höchsten Rendite im Jahr 1); im Jahr 2 sind diejenigen Fonds genannt, die sowohl in Jahr 1 und Jahr 2 im Top-Quartil waren, im Jahr 3 die Fonds, die ununterbrochen in allen drei Jahren im Top-Quartil blieben et cetera. Der Anteil dieser »kontinuierlichen Gewinnerfonds« nimmt von Jahr zu Jahr rapide ab. Bei vollständiger Performance-Konstanz müsste in Zeile 2 überall »100%« stehen, weil die 585 Fonds ihre Top-Performance im Jahr 1 fortsetzen können und in den folgenden Jahren unverändert das Top-Quartil bilden. Das ist aber leider nicht so. Die gesamte Untersuchung von S&P ist weit detaillierter als der Ausschnitt, den ich hier zeige. S&P's schockierender Kommentar: »Die Daten zeigen eine größere Wahrscheinlichkeit für die am besten performenden Fonds anschließend zu den schlechtesten zu werden, als umgekehrt.« Ernüchternde Schlussfolgerung: Im Großen und Ganzen liegt die Performance-Konstanz im Bereich des Zufalls. Zahlreiche methodisch anspruchsvollere Studien aus den vergangenen 30 Jahren bestätigen, dass Under- wie auch Outperformance bei Investmentfonds laufend wechseln und dass, wo es in geringem Maße Performance-Konstanz gibt, diese wohl auf Glück oder Pech basiert, siehe z. B. Goetzmann/Ibbotson 1994, Carhart 1997, Barras u. a. 2008, Fama/French 2010.

Nachdem wir nun gesehen haben, dass (a) Fonds im Durchschnitt den Markt unter-performen, (b) die Gewinnerfonds nicht vorhersehbar von Periode zu Periode wechseln und (c) Privatanleger mit *Performance-Chasing* die ohnehin unter dem Markt liegenden Fondsrenditen für sich selbst tendenziell noch schlechter machen, stellt sich die Frage, ob Privatanleger, die in einzelne Aktien statt in Fonds investieren, ein besseres Investmenterlebnis erzielen. Doch auch hier besteht offenbar Fehlanzeige. Der amerikanische Finanzökonom Terrance Odean hat die weltweit umfangreichsten statistischen Untersuchungen zu Anlageverhalten und Anlageerfolg von privaten Aktienanlegern durchgeführt. Er kam zu folgenden Ergebnissen: Eine Analyse von über 100 000 Privatanleger-Trades aus dem Zeitraum von 1987 bis 1993 ergab, dass Privatanleger noch schlechter abschneiden, als viele denken. Die von den Anlegern verkauften Aktien verzeichneten danach im Durchschnitt eine höhere Rendite als die neu erworbenen. In einer anderen Analyse von 60 000 Depots über den Zeitraum von 1991 bis 1996 stellte sich heraus, dass deren jährliche Nettorendite um 1,8 Prozent-

punkte unter der Rendite des Marktindex lag – ohne Berücksichtigung des zudem höheren Risikos. Das Quintil (die 20-Prozent-Gruppe) der intensivsten Trader unter diesen 60 000 Haushalten schnitt sogar um 5,8 Prozentpunkte schlechter als der Index ab (Odean 1999 und Barber/Odean 2000). Für Einzelanleger in Deutschland, Schweden und Taiwan wurden analoge und zum Teil noch ernüchterndere Ergebnisse festgestellt (Glaser/Weber 2007, Anderson 2007, Barber u.a. 2001, Hackethal u.a. 2012b).

Privatanleger, die die Finanzberatung von Banken nutzen, schneiden im Durchschnitt ebenfalls schlechter ab als der Markt. Sie erzielen schlechtere Renditen als eine simple, breit gestreute risikomäßig entsprechende Indexfondsanlage auf Buy-and-Hold-Basis. Besonders bitter für die Banker: Bankkunden ohne Finanzberatung durch die Bank (Do-it-Yourself-Anleger) erzielen bessere Nettorenditen als Kunden *mit* Finanzberatung (Bergstresser u.a. 2009; Hackethal u.a. 2012a, Foerster u.a. 2017).

Infobox: Buy-and-Hold (Kaufen und Halten)

Buy-and-Hold ist eine Anlagestrategie, die annimmt, dass durch laufenden Kauf und Verkauf (»Trading«) von Investments – bei Berücksichtigung von Kosten, Steuern und Risiko – in der Mehrzahl der Fälle eine langfristige Unter-Performance gegenüber einer korrekt gewählten Benchmark resultiert. Deswegen vermeidet Buy-and-Hold dieses laufende Trading. Die »eingebauten« Vorteile von Buy-and-Hold sind: (a) Niedrigst-mögliche laufende Kosten, (b) beträchtlicher Steuervorteil (siehe Abschnitt 3.12) und (c) Vermeidung der oft gravierenden Nachteile von dem oben erwähnten *Performance-Chasing*, nämlich unbeabsichtigt zu einem höheren Kurs »wieder einsteigen« als man Monate oder Jahre vorher »ausgestiegen« ist. Warren Buffett, der vielleicht erfolgreichste Finanzinvestor der neueren Geschichte, bezeichnet sich als radikaler Buy-and-Hold-Anleger. Die meisten Eigenheimbesitzer sind bzgl. ihrer Immobilie Buy-and-Hold-Anleger, ohne sich dessen immer bewusst zu sein. Der Markt selbst ist ein Buy-and-Hold-Konzept, da der Markt nicht kauft oder verkauft (nur Teilnehmer *innerhalb* des Marktes traden untereinander). Wer also die »Marktrendite« replizieren will, *muss* eine Buy-and-Hold-Strategie verfolgen. Die Finanzbranche wettert schon seit Jahrzehnten gegen Buy-and-Hold, weil es bei ihr zu geringeren Einnahmen führt (siehe auch **IB** »Ist Buy-and-Hold tot?« in Abschnitt 5.1).

Dass in manchen der in Zeitungen und Zeitschriften veröffentlichten Renditevergleiche scheinbar mehr als die Hälfte aller Fonds über dem Marktindex liegen, ist stets die Folge eines Äpfel-Birnen-Vergleichs, wie ich im nachfolgenden Abschnitt zeigen werde. Die entsprechenden Fonds repräsentieren nicht genau dieselbe Asset-Klasse wie der Vergleichsindex. Beispielsweise gibt es praktisch keinen deutschen Standardwertefonds (➔ Blue Chips), der nicht auch in Aktien außerhalb des DAX investiert (der DAX repräsentiert die 30 nach Marktkapitalisierung (siehe IB) größten deutschen börsennotierten Aktiengesellschaften). Trotzdem werden so gut wie nie der HDAX (die 100 größten Aktien Deutschlands) oder der CDAX (alle in Frankfurt gehandelten deutschen Aktien) für solche Vergleiche verwendet, obwohl der HDAX oder der CDAX die passenderen Benchmarks wären, sondern eben der DAX, weil dieser bekannter ist. Das ist zwar falsch aber üblich.[4]

Auch hat die Wissenschaft statistische Kriterien dafür definiert, welchen Bedingungen Überrendite in einem bestimmten begrenzten Zeitraum genügen muss, um den Zufall als ihre Ursache mit hinreichender Sicherheit auszuschließen. Da die verfügbare Datenhistorie und Datenmenge in der Finanzökonomie, anders als z. B. in den Naturwissenschaften, immer relativ kurz bzw. begrenzt ist, muss man mithilfe solcher statistikwissenschaftlicher Techniken wahrscheinliche Pseudo-Outperformance von wahrscheinlich echter Outperformance unterscheiden. Die im Marketing von Finanzproduktherstellern oder in Anlegerzeitschriften gezeigte »Outperformance« genügt solchen Kriterien so gut wie nie, wenn sie nicht schon an einfacheren Prüfsteinen wie der Nichtberücksichtigung von Kosten oder aberwitzig kurzen Zeiträumen scheitert (Harvey u.a. 2015). In Tabelle 15, Abschnitt 2.8 gehe ich hierauf ein klein wenig genauer ein.

Infobox: Marktkapitalisierung

Ein enorm wichtiges ökonomisches Konzept bei Wertpapieren, das jeder Anleger insbesondere in Bezug auf Aktien gut verstehen sollte. Andere Bezeichnungen für MK sind »Börsenwert« oder »Börsenkapitalisierung«.

4 Der CDAX rentierte von 1970 bis 2016 um durchschnittlich 0,6 Prozentpunkte pro Jahr besser als der DAX – auf lange Sicht ein nicht zu vernachlässigender Vorsprung. Die schwächere Rendite des DAX dürfte erklären, warum er bei aktiven Anlegern die populärere Benchmark ist.

Die MK eines börsennotierten Unternehmens entspricht arithmetisch dem Aktienkurs multipliziert mit der Anzahl der umlaufenden Aktien. Konzeptionell entspricht die MK dem aktuellen Marktwert des Eigenkapitals des Unternehmens. Wichtig: Die MK ist nicht der Wert aller Assets (Vermögenswerte, Aktiva) des Unternehmens, sondern nur der Wert des Eigenkapitals. Die MK ist vom *Buchwert* des Eigenkapitals zu unterscheiden, der in der Bilanz steht. Das ➔ Preis-Buchwert-Verhältnis (auch Kurs-Buchwertverhältnis) ist die Marktkapitalisierung des Unternehmens geteilt durch den Buchwert des Eigenkapitals. Wenn diese Kennzahl sehr niedrig ist, handelt es sich tendenziell um eine Value-Aktie (Substanzwertaktie). Die MK kann man auch kollektiv für einen nationalen oder regionalen Markt bzw. einen Index wie den DAX oder den MSCI World errechnen, also für eine Vielzahl von Aktiengesellschaften, statt nur für eine. Dann ist es die Summe der individuellen Marktkapitalisierungen aller in diesem Land oder dieser Region börsennotierten Unternehmen. Das Konzept der MK kann man auch auf Anleihen anwenden. Dort ist die MK der *Marktwert* einer Anleihe im Unterschied zu Ihrem Nominalbetrag (Rückzahlungsbetrag oder Nennbetrag).

Generell gilt: Die meisten Untersuchungen und Ad-hoc-Vergleiche in den Medien zur Performance von aktiv gemanagten Fonds oder anderen Portfolios stellen die durchschnittlichen Ergebnisse zu positiv dar, denn sie berücksichtigen entweder nicht alle Kosten der Fondsanlage, berücksichtigen das eingegangene Risiko nicht, vergleichen Fonds mit der falschen Benchmark und/oder bereinigen die Renditedaten nicht um den Survivorship-Bias (siehe **IB**, Abschnitt 2.18), der dafür verantwortlich ist, dass besonders schlechte Fonds überproportional häufig nicht in das Untersuchungsergebnis eingehen.

Nach dieser für aktives Investieren ernüchternden Bilanz wollen wir uns im folgenden Abschnitt mit einem zwar wenig beachteten, aber umso bedeutsameren Merkmal der Wertpapiermärkte befassen. Der Wirtschaftsnobelpreisträger William Sharpe nannte diese unscheinbare Eigenschaft in einem inzwischen berühmten Aufsatz die »Arithmetik des aktiven Anlagemanagements« (Sharpe 1991).

1.2 Mindestens 50% Underperformer sind mathematisch notwendig

Einer der wichtigsten Gründe dafür, dass die langfristigen Nettorenditen der meisten Anleger unter denjenigen eines angemessenen Marktindex liegen, ist ebenso simpel wie unbekannt. Technisch ausgedrückt könnte man diese Ursache als den »Nullsummenspiel-Charakter« (siehe **IB**) der Wertpapiermärkte hinsichtlich der Verteilung von Outperformance unter allen Anlegern bezeichnen. Das klingt umständlich und trocken. Was ist damit gemeint?

In diesem Buch werden ich den Begriff der Outperformance (Überrendite) und Unter-Performance (Unterrendite) noch oft gebrauchen. »Outperformance« und »Rendite« muss man sauber auseinanderhalten. Outperformance sind Renditen, die über der Performance (Rendite) des entsprechenden Marktsegmentes liegen, insbesondere, wenn man das Risiko und die Transaktionskosten des Wertpapierhandels berücksichtigt. Beispiel: Die 30-DAX-Aktien erbrachten in den 25 Jahren von 1992 bis 2016 eine inflationsbereinigte (reale) Rendite von 6,5% p.a. (vor Kosten und Steuern). Erzielte ein Anleger in diesem Marktsegment und diesem Zeitraum ein Ergebnis über 6,5% p.a. real, liegt eine Outperformance vor. Man kann natürlich auch für einzelne Jahre von einer Outperformance sprechen. Hatte beispielsweise ein global anlegender Fonds aus Large Caps und Mid Caps im Jahr 2008 einen geringeren Verlust als –37% erzielt (die negative Rendite in Euro für den MSCI World-Index in diesem Crash-Jahr), hätte man von einer Outperformance sprechen können. Je länger man das Betrachtungsintervall wählt, desto seltener tritt Outperformance auf – bei korrektem Vergleich innerhalb einer Asset-Klasse; in jedem Fall nie häufiger als bei 50% aller Geldeinheiten und zwar aus dem folgenden Grund: 50% aller investierten Geldeinheiten müssen in jeder Betrachtungsperiode über und 50% *unter* dem Marktdurchschnitt (Index) rentieren. Dieses »Gesetz«, das William Sharpe 1991 formulierte, ist so sicher wie die Gravitation und hängt nicht von der sogenannten Informationseffizienz der Wertpapiermärkte ab. Selbst wenn jeder einzelne Investor plötzlich die Expertise eines Warren Buffett besäße oder gar bei seinen Investitionsentscheidungen fast ausschließlich Volltreffer landen würde, gälte das Gesetz weiterhin. Alle Anleger zusammen bilden den Markt, also den Index; daher kann nie mehr als die Hälfte ihrer Gelder über der Durchschnittsrendite des Marktes lie-

gen. Ich nenne diese mathematische Notwendigkeit das »Renditenullsummengesetz«. Statistisch hat jede angelegte Geldeinheit also von vornherein nur eine 50-prozentige Chance, vor Kosten mehr am Kapitalmarkt zu verdienen als die durchschnittliche Geldeinheit.

Infobox: »The Arithmetic of Active Management«

In einem berühmten Aufsatz aus dem Jahr 1991 formulierte der spätere Wirtschaftsnobelpreisträger William Sharpe eine simple mathematische Einsicht, die ein zentrales Argument für passives Investieren und gegen aktives Investieren darstellt. Diese Einsicht verdient es im O-Ton wiedergegeben zu werden:

»Wenn man die Begriffe ›aktives‹ und ›passives‹ Portfoliomanagement korrekt definiert, dann sind folgende Aussagen zwangsläufig wahr: Erstens, vor Kosten ist die Rendite der durchschnittlichen aktiv gemanagten Geldeinheit genauso hoch wie die der durchschnittlichen passiv gemanagten Geldeinheit. Zweitens, nach Kosten ist die Rendite der durchschnittlichen aktiv gemanagten Geldeinheit niedriger als diejenige der durchschnittlichen passiv gemanagten. Diese zwei Aussagen gelten für jede Zeitperiode und setzen keine zusätzliche Annahme voraus.« (Sharpe 1991)

Sharpes Feststellung geht noch einen wichtigen Schritt weiter: Im Durchschnitt rentieren aktive und passive Investments innerhalb einer Asset-Klasse vor Kosten exakt gleich; *nach* Kosten müssen die aktiven Investments jedoch als Gruppe schlechter rentieren, denn aktive Anleger als Gruppe produzieren notwendigerweise höhere Nebenkosten des Investierens als passive Anleger.

Man darf dabei allerdings nicht vergessen, dass die Wertpapiermärkte als Ganzes – wie auch die Marktwirtschaft schlechthin – glücklicherweise ein *Positivsummenspiel* sind. Hier ist es eben nicht so, dass der eine nur gewinnen kann, was der andere verliert, sondern die volkswirtschaftlichen Gewinne und Einkommen überwiegen langfristig die Verluste, weil die Marktwirtschaft – besser als jedes andere System – Kapital dahin lenkt, wo es volkswirtschaftlich am besten angelegt ist und das dezentrale Wissen von buchstäblich Milliarden von Menschen wirtschaftlich nutzbar macht. Bezogen auf die Börse als Teilsystem der Marktwirtschaft heißt das: Die langfristige Gesamtrendite des Wertpapiermarktes ist positiv. Allerdings

ist die *Verteilung* der Renditen in einem Markt tatsächlich ein mathematisches Nullsummenspiel.

Führt man nun Kosten, die jeder Anleger unweigerlich verursacht, in diese Gleichung ein, müssen statistisch sogar mehr als 50% aller Geldeinheiten unter dem Marktdurchschnitt rentieren, denn dieser repräsentiert ja einen Durchschnittswert, in dessen Berechnung keine Nebenkosten des Investierens einfließen. Wie in Abschnitt 1.1 dargestellt, schwankt der Wert der aktiven »Underperformer nach Kosten« je nach Aktienmarkt und betrachteter Zeitperiode zwischen 50% und über 95%; bei Anleihen (Rentenpapieren) klettert diese Nachkosten-Underperformer-Quote häufig sogar auf volle 100%.

Infobox: Nullsummenspiel

Ausdruck aus der wirtschaftswissenschaftlichen »Spieltheorie« (ein Gebiet der Mathematik) für eine Situation, in der einer nur gewinnen kann, was ein anderer verliert. Der Gesamtgewinn des »Spiels« ist begrenzt. Hinsichtlich der Verteilung der Über- und Unterrenditen unter den einzelnen Anlegern ist der Wertpapiermarkt ein Nullsummenspiel. Bei jedem Trade (Handelsgeschäft) muss notwendigerweise eine Partei relativ zum Marktdurchschnitt gewinnen, eine verlieren und die addierte Rendite der beiden Handelspartner entspricht, wenn man Kosten ignoriert, der Marktrendite.

Die Nebenkosten des Anlegens eines typischen aktiven Privatanlegers liegen langfristig bei etwa 2% p.a. seines jahresdurchschnittlichen Anlagevolumens. Bei Anlegern mit starker Handelsaktivität kann dieser Wert über 5% hochschnellen (Anderson 2007). Dieses Geld fließt in Form unterschiedlicher einmaliger oder laufender Gebühren an Vermögensberater, Wertpapierhändler, Börsen, Banken, Steuerberater und so weiter. Ein Teil dieser Gebühren wird offen ausgewiesen, der andere, oft größere Teil, ist versteckt und bereits mit der Performance des Investmentproduktes verrechnet. Nimmt man eine realistische, langfristige, inflationsbereinigte Rendite für Industrieländer-Standardwerteaktien (Blue Chips) von etwa 5,5% p.a. an, so »verschenkt« der durchschnittliche aktive Aktienanleger mehr als ein Drittel seines realen jährlichen Ertrages an die Finanzbranche. Aufgrund des Zinseszinseffektes weitet sich dieses schlimme Renditeleck beim Vermögensendwert noch weiter für Zeiträume, die länger als ein Jahr

sind. Bei einer realen Rendite von 5,5% p.a. beträgt der Vermögensendwert (VEW) einer anfänglich investierten Geldeinheit nach hypothetischen 35 Jahren (eine »Anlegergeneration«) 6,51 Geldeinheiten, bei 3,5% p.a. nur 3,33 Geldeinheiten. Bezogen auf den VEW ergibt das einen Verlust von 49%, während bei der Rendite die Einbuße »nur« 36% betrug (2% von 5,5%).

Generell gilt: Vor Kosten liegt exakt die eine Hälfte aller Geldeinheiten (und letztlich auch Marktteilnehmer) unter der mittleren Performance des Marktes, exakt die andere Hälfte darüber. Nach Kosten liegen deutlich mehr als die Hälfte aller Anleger unter der mittleren Markt-Performance. Dieses Gesetz gilt immer, in jedem Zeitraum und in jedem Wertpapiermarkt. Veröffentlichungen, die zeigen, dass mehr als die Hälfte aller Anleger oder Fonds einen bestimmten Markt (Index) geschlagen haben, sind zwangsläufig insofern falsch, als der Index und die Fonds nicht genau dieselbe Asset-Klasse darstellen (Äpfel-Birnen-Vergleiche).[5]

Nun könnte ein einzelner aktiver Anleger die praktische Relevanz des Renditenullsummengesetzes bestreiten, wenn sich belegen ließe, dass stets bestimmte Anleger den Marktdurchschnitt schlagen. Wie bereits in Abschnitt 1.1 deutlich geworden ist und wie wir anhand weiterer Argumente in den folgenden Abschnitten noch sehen werden, sprechen sowohl Theorie als auch empirische Realität gegen dieses Wunschdenken.

1.3 Moderne Portfoliotheorie: Wissenschaft schlägt Praxis

Im Jahr 1981 gewann der amerikanische Finanzökonom James Tobin den Wirtschaftsnobelpreis für seinen Beitrag zu einem Theoriegebäude, das seit Mitte der 70er-Jahre unser Wissen über börsennotierte Investments revolutioniert hat. Dieses Theoriegebäude ist unter dem Namen »Moderne Portfoliotheorie« (MPT) bekannt geworden. Nach Tobin wurden bis heute neun weitere Wirtschaftsnobelpreise an Wissenschaftler vergeben, die vorwiegend auf dem Gebiet der MPT forschten und forschen. Die MPT ist die Basis einer smarten Investmentstrategie, die auch ganz normale Privatanleger umsetzen können. Anleger, die die mathematisch komplexen,

5 Bei Benchmark-Vergleichen in den populären Medien ist tendenziell umso mehr Misstrauen geboten, je spezieller (»enger«) die verglichene Strategie und je kürzer der Auswertungszeitraum ist.

aber in ihren Schlussfolgerungen oft einfachen Grundprinzipien der MPT nicht kennen, kann man mit Joggern vergleichen, die ohne Training einen Triathlon gewinnen wollen – ein aussichtsloses, gefährliches Unterfangen. Nachfolgend die wichtigsten Aussagen der MPT.

Infobox: Erwartete Rendite, erwartetes Risiko

Die erwartete Rendite (engl. expected return) bezeichnet den auf der Basis einer aus der Wissenschaft abgeleiteten Methode für die Zukunft angenommenen durchschnittlichen Wert für Rendite (oder Risiko – beim Risiko spricht man dann vom erwarteten Risiko). Ein vereinfachtes Beispiel: Ein Aktienportfolio besteht aus zwei Aktien A und B. Aktie A (80%-Portfoliogewicht) rentiert annahmegemäß in einem guten Börsenjahr mit +10%, in einem schlechten mit –5%. Für Aktie B (20%-Portfoliogewicht) betragen diese beiden Werte +25% und –10%. Gute Börsenjahre treten annahmegemäß in zwei Dritteln aller Jahre auf, schlechte Börsenjahre in einem Drittel. Somit beträgt die *erwartete Rendite* (gewichtete Durchschnittsrendite) 6,67%. Die Zahl errechnet sich so: $2/3 \times (80\% \times 10\% + 20\% \times 25\%) + 1/3 \times (80\% \times -5\% + 20\% \times -10\%) = 6{,}67\%$. Die erwartete Rendite für ganze Märkte (à Asset-Klassen) wird oft ermittelt, indem man einen Durchschnitt aller Jahresrenditen während eines mehr oder weniger langen vergangenen Zeitraums, zum Beispiel über 80 Jahre, ermittelt und gegebenenfalls um bestimmte Sonderfaktoren bereinigt. Ein so ermittelter Erwartungswert ist also ein Schätzwert für die Zukunft, und um die geht es uns als Anleger ja. Soweit seriöse Wissenschaftler einen solchen Schätzwert ermitteln, ist er »der beste Schätzwert« für die langfristige durchschnittliche Rendite in der Zukunft. Es ist allerdings nahezu garantiert, dass dieser Schätzwert nächstes Jahr oder in einem anderen Einzeljahr so nicht eintreffen wird. Das ändert aber nichts daran, dass es sich um den besten Schätzwert handelt. Jede andere Schätzung wäre beziehungsweise ist schlechter. Deswegen macht es Sinn diesen Wert, die erwartete Rendite, bei Asset-Klassen der eigenen Planung zugrunde zu legen. Für ein Portfolio von Wertpapieren gilt: Je länger die Halteperiode, desto höher die Wahrscheinlichkeit, die erwarteten Renditen oder einen ihr nahekommenden Wert auch tatsächlich zu erzielen. In Bezug auf die Zukunft wird häufig vereinfacht von »Rendite« oder »Risiko« gesprochen, wenn eigentlich »erwartete Rendite« oder »erwartetes Risiko« gemeint sind.