

SOUVERÄN INVESTIEREN mit Indexfonds & ETFs

Wie Privatanleger
das Spiel gegen die
Finanzbranche
gewinnen

GERD
KOMMER

4., aktualisierte Neuauflage

campus

Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs

Gerd Kommer studierte Betriebswirtschaftslehre, Steuerrecht und Politikwissenschaft in Deutschland, den USA und Liechtenstein. Er ist in leitender Funktion im Firmenkundengeschäft eines Asset-Management-Unternehmens in London tätig. Er unterhält keine geschäftliche Verbindung zu einem Indexfonds- oder ETF-Produktanbieter.

Kritik und Anregungen zu dem vorliegenden Buch nimmt der Autor gerne entgegen. Seine E-Mail-Adresse lautet gerd.kommer2@outlook.com.

Ausgewählte frühere Buchveröffentlichungen des Autors:

Die Buy-and-Hold-Bibel. Was Anleger für langfristigen Erfolg wissen müssen (2009).

Kaufen oder Mieten? Wie Sie für sich die richtige Entscheidung treffen (2010).

Herleitung und Umsetzung eines passiven Investmentansatzes für Privatanleger in Deutschland. Langfristig anlegen auf wissenschaftlicher Basis (2012).

Die Optimierung von Quellensteuerbelastungen bei Aktienindexfonds aus Sicht eines Privatanlegers in Deutschland (2015).

Gerd Kommer

Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs

Wie Privatanleger das Spiel
gegen die Finanzbranche gewinnen

Campus Verlag
Frankfurt/New York

© Campus Verlag GmbH

Haftungsausschluss: Investieren heißt stets auch Risiken eingehen. Investments in Immobilien, Rohstoffe, Wertpapiere und Fondsanteile sind mit beträchtlichen Verlustgefahren verbunden. Historische Daten bieten keine Gewähr für zukünftige Renditen oder Erträge. Es besteht keine Garantie für die Richtigkeit der Daten und Berechnungen in diesem Buch. Wir können keine Haftung für Schäden übernehmen, die aus der Befolgung der in diesem Buch gegebenen Empfehlungen resultieren. Die Aussagen in diesem Buch spiegeln die persönlichen Ansichten des Autors wider, sind rein didaktischer Natur und sind nicht als Anlageempfehlungen im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes zu verstehen.

ISBN 978-3-593-50454-4 Print
ISBN 978-3-593-43207-6 E-Book (PDF)

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 © 2015 Campus Verlag GmbH, Frankfurt am Main.

Umschlaggestaltung: Anne Strasser, Hamburg
Satz: Fotosatz L. Huhn, Linsengericht
Gesetzt aus: Minion und Myriad
Druck und Bindung: Beltz Bad Langensalza
Printed in Germany

www.campus.de

Inhalt

Einleitung	9
Was dieses Buch für Sie tun wird	13
1 Wie die Wertpapiermärkte tatsächlich funktionieren	15
1.1 Die enttäuschenden Renditen von Aktienanlegern und Investmentfonds	15
1.2 Mindestens 50% Underperformer sind mathematisch notwendig	26
1.3 Die Moderne Portfoliotheorie: Wissenschaft schlägt Praxis	32
1.4 Die Efficient-Market-Theorie (EMT): »Die praktischste Sache der Welt«	38
1.5 Risiko und Rendite sind untrennbar miteinander verbunden	56
1.6 Regression zum Mittelwert: Die mächtige Tendenz zum Durchschnitt	60
1.7 Wie Diversifikation wirklich funktioniert	64
1.8 Asset-Allokation: Was die Rendite Ihres Portfolios tatsächlich bestimmt	76
1.9 Investmentpornografie: Allgegenwärtig in der Finanzbranche	79
1.10 Risiko richtig verstehen	85
1.11 Warum Anleger noch immer das Verliererspiel des aktiven Managements spielen	101

2 Lassen Sie sich nicht täuschen: 18 verhängnisvolle Anlegerfehler . . .	105
2.1 Fehler 1 – Sich an historischen Renditen von Fonds und aktiven Investmentstrategien orientieren	105
2.2 Fehler 2 – Nebenkosten des Investierens unterschätzen . .	107
2.3 Fehler 3 – An Kursprognosen der »Experten« glauben . .	114
2.4 Fehler 4 – Aktive Anlagestrategien praktizieren	121
2.5 Fehler 5 – Annehmen, den Markt schlagen zu wollen, koste nichts	135
2.6 Fehler 6 – Glauben, Experten könnten den besten Einstiegszeitpunkt finden	138
2.7 Fehler 7 – Ein gutes Unternehmen für eine gute Aktie halten (Value- versus Growth-Aktien)	142
2.8 Fehler 8 – Sich an Fonds-Ratings (Fondsnoten) orientieren	150
2.9 Fehler 9 – Von Fondsmanagern einen Mehrwert erwarten	153
2.10 Fehler 10 – Annehmen, Risikoabsicherung sei umsonst zu bekommen	160
2.11 Fehler 11 – Mit einzelnen Branchen den allgemeinen Markt outperformen wollen	163
2.12 Fehler 12 – Sich auf Renditeangaben der Finanzindustrie verlassen	166
2.13 Fehler 13 – Der Geldillusion aufsitzen (sich von nominellen Zahlen narren lassen)	176
2.14 Fehler 14 – Auf die Beratung durch Banken und Vermögensberater vertrauen	181
2.15 Fehler 15 – In einzelne Aktien und andere einzelne Wertpapiere investieren	185
2.16 Fehler 16 – Auf »Private Banking« und bekannte Markennamen vertrauen	188
2.17 Fehler 17 – In aktiv gemanagte Rentenfonds investieren . .	192
2.18 Fehler 18 – In Hedge-Fonds investieren	197

3 Grundprinzipien einer überlegenen Anlagestrategie: Indexing . . .	206
3.1 Passiv investieren mit traditionellen Indexfonds und ETFs	206
3.2 Verstehen, wie ein Indexfonds einen Wertpapierindex nachbildet (Replikationsmethoden)	216
3.3 Auch risikoscheue Anleger sollten in Schwellenländer investieren	221
3.4 Nebenwerte schlagen Blue Chips	223
3.5 Rohstoff-Investments lohnen sich – aber viele Anleger machen es falsch	226
3.6 Immobilien-Investments: Oft, aber nicht immer sinnvoll	234
3.7 Das eigene Humankapital bei Anlageentscheidungen berücksichtigen	240
3.8 Währungsabsicherung bei Aktienfonds ist überflüssig . .	243
3.9 Sollte man noch andere »Faktorprämien« berücksichtigen?	247
3.10 Gewichtung nach Marktkapitalisierung oder nach BIP?	251
3.11 Das Konzept der »risikofreien« Anlage	253
3.12 Der eingebaute Steuervorteil von Buy and Hold (Kaufen und Halten)	262
3.13 Die Besteuerung von Fondsanlagen in Deutschland	265
4 So bilden Sie Ihr persönliches Indexing-Portfolio (»Weltportfolio«) . .	273
4.1 Ihre Asset-Allokation bestimmen – das Weltportfoliokonzept	273
4.2 An welchen Indizes sollte man sich orientieren?	280
4.3 Das Weltportfolio – Struktur und Aufbau	287
4.4 Das Weltportfolio – Umsetzung mit konkreten Produkten	295
4.5 Rebalancing – Ihre Portfoliostruktur bewahren	301
4.6 Wertpapiersparpläne (Fondssparpläne)	306

5 Lassen Sie sich nicht von der richtigen Strategie abbringen	309
5.1 Ihr Bankberater oder Finanzberater rät Ihnen von Indexing ab	309
5.2 Indexing bedeutet nicht, sich mit dem Durchschnitt zufriedenzugeben	311
5.3 Indexanlagen liegen auch in der Baisse vorn	312
5.4 Indexfonds sind auch bei Nebenwerten und Schwellenländeraktien überlegen	314
5.5 Investmentprodukte, von denen man die Finger lassen sollte	316
5.6 Indexing – wie man es nicht machen sollte	324
5.7 Was tun im Crash?	325
5.8 Zwanzig Gebote für rationale Anleger	335
Anhang	344
Historische Korrelationen zwischen den wichtigsten Asset-Klassen	344
Historische Asset-Klassen-Renditen seit 1970	346
Glossar	348
Verzeichnis der Infoboxen	352
Danksagung	354
Literaturverzeichnis	355
Leseempfehlungen	361
Webseiten	362
Register	364

Einleitung

»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

Die meisten Leser werden es schon oft gehört und gelesen haben: Rund drei Viertel aller Aktien- und über 90% aller Rentenfonds scheitern langfristig an der Aufgabe, einen korrekt gewählten Vergleichsindex – also den Markt – zu schlagen. Dasselbe gilt für Profianleger außerhalb der Investmentfondsbranche und erst recht für Privatanleger, die direkt in Aktien investieren. Schlimmer noch: Die kleine Gruppe derjenigen, denen es gelingt, den Markt in einem einzelnen Zeitabschnitt zu übertreffen, wechselt in ihrer Zusammensetzung ständig und unvorhersehbar. Aktives Investmentmanagement – der Versuch, den Markt zu übertreffen – scheitert fast immer grandios. *Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs* deckt das Ausmaß und die Ursachen dieses Debakels auf, das vielen Privatanlegern jährlich unnötig niedrige Gewinne oder hohe Verluste beschert. Das geht zulasten von Vermögensbildung und Altersvorsorge von Privatanlegern.

Doch wichtiger als die Diagnose des Missstandes ist seine Therapie. Dieses Buch zeigt Ihnen, wie das Investieren mit Indexanlagen (kurz »Indexing« genannt) funktioniert und warum dies die Idealstrategie für Privatanleger ist. Indexing kombiniert vier Prinzipien:

- radikale Kostenminimierung,
- »Buy and Hold« (Kaufen und Halten) statt Spekulieren und renditeschädliches »Rein-und-Raus«,
- »passives« Investieren mit denkbar simplen, einfach zu verstehenden Indexfonds und

- höchstmögliche Sicherheit relativ zur Zielrendite durch globale Diversifikation.

Was sind Indexanlagen? Es handelt sich dabei um einfache Investmentprodukte, mit denen sich die Rendite eines Wertpapierindex, wie z.B. des DAX, exakt nachbilden lässt. Steigt der Index um 1%, so erhöht sich auch der Wert der Indexanlage um 1% – und umgekehrt. Um die Rendite einer Indexanlage, seien das nun Aktien, Anleihen, Immobilien oder Rohstoffe, zu überprüfen, genügt daher ein kurzer Blick in die Zeitung oder ins Internet, wo täglich die Veränderungen aller wichtigen Wertpapierindizes der Welt über einen Tag, ein Jahr oder längere Zeiträume genannt werden. Mühselige Produktrecherche, hektisches hinter immer neuen Produkten Herhecheln und laufende Depotüberwachung entfallen.

Es gibt zwei Typen von Indexanlagen: traditionelle Indexfonds und börsengehandelte Indexfonds. Letztere sind besser bekannt unter ihrem Akronym: ETFs – Exchange Traded Funds.

Die Vorteile von Indexing gegenüber den Dutzenden alter und neuer »aktiver« Anlagestrategien¹ sind gewaltig: Indexing

- führt Sie auf lange Sicht mit höherer Wahrscheinlichkeit in die Gruppe der erfolgreichsten 10% bis 20% aller Anleger als jeder andere Investmentansatz;
- ermöglicht eine genauere Festlegung des Risikos als aktives Anlegen auf die Höhe, die Ihrer spezifischen Wunschkombination aus persönlicher Risikotragekapazität und Zielrendite entspricht;
- ist leichter zu verstehen, leichter umzusetzen und erfordert weniger Betreuungsaufwand als konventionelles, aktives Investieren;
- ist Investieren *mit* dem Markt, nicht gegen ihn.
- verhilft Ihnen aufgrund seiner wissenschaftlichen Begründung zu mehr Seelenfrieden als jeder andere Investmentansatz.

1 Alle in diesem Buch verwendeten Fachbegriffe, die das Wissen eines Anlegers mit Investmentgrundkenntnissen übersteigen, werden entweder im laufenden Text in einer speziellen Infobox (abgekürzt **IB** – siehe auch **IB**-Verzeichnis am Buchende) oder im Glossar (ebenfalls Buchende) erläutert. Im Glossar enthaltene Fachbegriffe sind mit einem → Pfeil gekennzeichnet.

Indexing lässt sich bereits mit 100 Euro im Monat umsetzen, wird aber auch von den größten Wirtschaftsunternehmen der Welt angewandt.

Die Erfolgsgeschichte von Indexing (»passivem« Investieren) begann mit einer Dissertation, die der französische Mathematiker Louis Bachelier im Jahr 1900 an der Pariser Universität Sorbonne einreichte und in der er einige der theoretischen Grundlagen formulierte. Leider wurde Bacheliers Genialität (der sogar eine wichtige mathematisch-physikalische Erkenntnis Einsteins um fünf Jahre vorwegnahm) zu seiner Zeit verkannt und die Dissertation fand erst rund fünf Jahrzehnte nach seinem Tod Beachtung.

Infobox: Aktives und passives Investieren

Aktives Anlagemanagement ist der Versuch, auf der Basis einer bestimmten Anlagestrategie eine »Überrendite« (neudeutsch »Outperformance« oder »excess return«) zu erzielen, also eine höhere Rendite als der Durchschnitt der übrigen Marktteilnehmer – gemessen an einem Vergleichsindex (»Benchmark«, siehe Infobox/IB, Abschnitt 1.1). 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) abweicht, also auf mögliche Diversifikation verzichtet. Dem steht »passives« Portfoliomanagement (Indexing) gegenüber – eine Buy-and-Hold-Strategie (siehe IB, Abschnitt 1.1), 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. Abschnitt 1.1 wird zeigen, dass auf lange Sicht die große Mehrheit der aktiven Anleger den Markt, also einen korrekt gewählten Vergleichsindex, underperfornt und dass die wenigen Outperformer von Periode zu Periode nicht vorhersehbar wechseln.

Anfang der 70er Jahre hatte sich die Finanzökonomie jedoch so weit entwickelt, dass man begann, die Vorteile von Indexing zu erkennen. 1973 legte die amerikanische Wells Fargo Bank den weltweit ersten Indexfonds für »institutionelle«, das heißt große gewerbliche Anleger auf. 1976 folgte die Auflage des ersten Indexfonds für Privatanleger durch die amerikanische Fondsgesellschaft Vanguard. Vanguard war kurz vorher vom mittlerweile legendären John Bogle gegründet worden. 2014 war Vanguard die zweitgrößte Fondsgesellschaft der Welt. Zunächst wurde der »Vanguard 500 Index Fund« (der bis heute den amerikanischen S&P-500-Index der Standardwerte abbildet) als »Bogles Narrheit« verlacht, doch nach einem zähen Start wuchs der Fonds im Jahr 2000 aufgrund seines Erfolgs zum größten Publikumsfonds der Welt – 100 Jahre nach Bacheliers bahnbrechender Veröffentlichung. Heute konzentrieren sich drei der fünf größten Vermögensverwaltungsgesellschaften der Welt vorwiegend auf indexbasierte, »passive« Anlagen und sieben der zehn größten Publikumsfonds der Welt sind Indexfonds.

Über alle Länder hinweg dürfte der Marktanteil des passiven Investierens immer noch unter 10% liegen (exakte weltweite Zahlen sind nicht verfügbar, aber es besteht kein Zweifel: seit rund 20 Jahren wächst er schneller als der Marktanteil des aktiven Investierens). In Deutschland hat Indexing seit Mitte der 90er Jahre langsam an Popularität gewonnen; seit einigen Jahren zunehmend auch bei Privatanlegern. Die bitteren Erfahrungen, die viele Anleger und Investoren mit aktiven Investmentstrategien seit dem Dot-com-Crash ab Anfang 2000 und dann noch schlimmer in der Finanzkrise 2007 bis 2009 sammelten, lassen eine zwar immer noch kleine, aber wachsende Anzahl von Anlegern auf die Seite des konservativen und wissenschaftlich orientierten Indexings wechseln.

Die nicht mehr zählbaren Investmenttiefschläge, die deutsche Privatanleger in den vergangenen 20 Jahren einstecken mussten, decken buchstäblich das gesamte Produktspektrum von Banken und »unabhängigen« Vermögens-

beratern ab: »Schrottimmobilien« in den 90er Jahren, Technologieaktieninvestments im Internet-Crash von 2000 bis 2002, aktiv gemanagte Aktienfonds in der Finanzmarktkrise von 2008 bis 2009², überkomplexe Investmentzertifikate à la Lehman Brothers, hochverzinsliche Bargelddepots bei Pleitebanken in Island, rücknahmeverweigernde offene Immobilienfonds, illiquide »geschlossene Fonds«, die in Gewerbeimmobilien, Schiffe, Container, Windparks und Hollywoodfilme investierten und in den vergangenen zehn Jahren reihenweise umkippten, »gebrauchte« englische Lebensversicherungen und zahllose andere Investmentexzesse wie Day Trading für Familienväter, Cross Border Leasing mit den USA durch deutsche Kommunen, Zinswetten bei Mittelständlern und Währungsspekulation via Immobilienkredit in japanischen Yen oder Schweizer Franken für deutsche Häuslebauer.

Es bestehen wenig Zweifel daran, dass passives Investieren (Indexing) in den nächsten Jahren weiter an Popularität gewinnen wird: Die Vorteile von Indexing sind einfach zu offensichtlich. Dennoch ist Indexing kein Massenphänomen und wird es auch nie werden. Dies liegt zum einen daran, dass die Finanzbranche damit nicht viel verdienen kann – ganz im Gegensatz zu den Anlegern, seien es nun Profis oder Privatanleger. Zudem fällt es vielen Privatanlegern schwer, die oft verblüffenden, manchmal kontraintuitiven und nicht selten ernüchternden Gründe für Indexing emotional zu akzeptieren.

Was dieses Buch für Sie tun wird

Kapitel 1 erklärt zunächst die Funktionsweise der Wertpapiermärkte. Auf der Basis langfristiger historischer Daten lernen Sie, wie man Risiko und Rendite einzelner Anlageklassen im Zeitablauf nachvollziehen kann. In Kapitel 2 erfahren Sie, warum Banken, Fondsgesellschaften und Vermögensberater Indexanlagen fürchten wie der Teufel das Weihwasser und wie sie ihren Kunden mit intransparenten, riskanten und teuren Anlagestrategien zu oftmals katastrophalen Renditen »verhelfen«. Es illustriert anhand

2 Über den Zeitpunkt von Beginn und Ende dieser Krise lässt sich streiten. Die meisten nationalen Aktienmärkte begannen im Oktober oder November 2007 zu sinken und fingen im März 2009 an, sich wieder zu erholen. Beim DAX betrug der maximale kumulative Verlust bis Februar 2009 inflationsbereinigt 63%.

statistischer Fakten und sachlogischer Argumente, wie und warum die Finanzmedien Anleger zu teuren Fehlern verleiten und wie man sich gegen die Desinformation durch Finanzbranche und Medien immunisiert. Kapitel 3 zeigt anschließend in verständlicher Sprache, welche wissenschaftlich basierten, einfachen Grundprinzipien die Vermögensbildung von Privatanlegern bestimmen sollten. In Kapitel 4 lernen Sie dann ein konkretes und einfach umzusetzendes Indexing-Portfolio (Depot aus Indexanlagen) – ein »Weltportfolio« – kennen, das zu Ihrem persönlichen Anlagehorizont, Ihrer Risikoneigung und Ihrer Anlagesumme passt. Kapitel 5 schließlich weist auf einige von Banken, Finanzmedien und manchmal den Anlegern selbst gelegte Fallstricke hin, denen man tunlichst aus dem Weg gehen sollte.

Dieses Buch wird Ihnen – unabhängig von Ihrer Vorbildung – ermöglichen, eine brillante und dennoch einfache Investmentstrategie umzusetzen, die ohne kindische Kursprognosen auskommt und mit der Sie 90% oder mehr aller privaten und gewerblichen Anleger langfristig hinter sich lassen. Nach der Lektüre werden Sie in der Lage sein, Ihr Depot mithilfe nationaler und internationaler Indexinvestments so auszurichten, dass Rendite und Risiko in einem für Sie richtigen Verhältnis zueinander stehen – gleichgültig, ob Ihr Depot 5000 Euro oder zwei Millionen Euro »schwer« ist. Sie werden Fakten und Legenden in Fondsprospekten, in der Bankenwerbung, der Berichterstattung der Anlegermagazine und in landläufigen Meinungen zum Thema Geldanlage voneinander unterscheiden können. Sie werden vermutlich mehr über Vermögensanlage wissen als drei Viertel aller Wirtschaftsjournalisten. Und Sie werden in der Lage sein, das einzige Anlagesystem mit dem »TÜV-Siegel der Finanzwirtschaft« für sich anzuwenden, die *Moderne Portfoliotheorie*. Kurzum, dieses Buch wird die langfristige Rendite Ihrer Geldanlagen erhöhen und Ihren Zeitaufwand für die Pflege dieser Anlagen reduzieren.

Betrachten wir nun ein wenig genauer, wie Wertpapiermärkte wirklich funktionieren. Sie werden dabei ein faszinierendes Wissensgebäude kennen lernen, für das ein Dutzend Wirtschaftsnobelpreise vergeben wurden und das die Geschehnisse an der Börse tatsächlich durchschaubar macht. Was Sie nun lesen werden, hat nicht viel gemein mit dem knallbunten Börsenunsinn, der in Medien, Anlegerzeitschriften und den meisten Investmentratgeberbüchern verbreitet wird. Machen Sie sich auf interessante Überraschungen und radikal »andere« Investmenteinsichten gefasst!

1 Wie die Wertpapiermärkte tatsächlich funktionieren

1.1 Die enttäuschenden Renditen von Aktienanlegern und Investmentfonds

»Sogar vor Berücksichtigung von Kosten gibt es keine Evidenz dafür, dass aktives Aktienmanagement einen renditesteigernden Effekt hat.«

Wirtschaftsnobelpreisträger Eugene Fama und sein Kollege Ken French in einer 2010 veröffentlichten Studie über Aktienfondsrenditen

Nur eine erstaunlich kleine Zahl von Anlegern in Aktien- und Rentenfonds und Anlegern in einzelnen Wertpapieren schlägt ihren Vergleichsindex – siehe nachfolgende Infobox (IB) – über Zeiträume von mehr als drei Jahren, insbesondere wenn man Kosten, Steuern und 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 werden wir die von professionellen Fondsmanagern, aber auch von Privatanlegern erzielten Renditen kritisch beleuchten. Diese nüchterne Bestandsaufnahme wird uns dabei helfen, die Wirksamkeit aktiver Anlagestrategien (siehe Infobox in der Einleitung) zu beurteilen, mit denen wir uns später, im Abschnitt 2.4, beschäftigen. Zunächst wollen wir daher einen Blick auf einige Hauptergebnisse der Finanzmarktforschung werfen.

Infobox: Benchmark (Vergleichsindex)

Der englische Begriff Benchmark steht für »Vergleichsmarke«, also ein Vergleichsmaßstab für aktiv gemanagte Aktien-, Renten- oder Rohstofffonds.

Ziel eines aktiv gemanagten Fonds 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 kann, werden Börsenindizes als Benchmark verwendet. Auch ein anderes »vergleichbares« Wertpapier oder ein vergleichbarer Fonds können als Benchmark dienen. Bei passiv gemanagten Indexfonds ist der Benchmark-Index identisch mit dem Referenzindex, doch die beiden sind nicht das Gleiche. Passiv gemanagte Indexfonds (also auch ETFs) entwickeln sich immer genau wie der Referenzindex oder der Benchmark-Index abzüglich der »Tracking-Differenz«. Da ein Indexfonds (wie auch ein aktiv gemanagter Fonds) im Unterschied zum Index selbst stets Transaktionskosten (**IB**, Abschnitt 1.2) verkräften muss, die die Rendite schmälern, lässt sich bei einem Indexfonds immer eine (zumeist relativ kleine) Tracking-Differenz (Renditedifferenz zum Benchmark-Index) beobachten. In vielen Werbeanzeigen für aktiv gemanagte Investmentfonds oder Zertifikate (siehe Abschnitt 5.5) wird bewusst eine falsche Benchmark gewählt, die das jeweilige Produkt in einem günstigeren Licht erscheinen lässt.

Je nach Untersuchungsmethode, betrachteter Periode und Marktsegment schwankt der »Verliererprozensatz« der aktiven Anleger einschließlich Investmentfonds zwischen 50% und über 90% (bis zu 99% bei Rentenfonds). Der durchschnittliche aktiv gemanagte Aktienfonds liegt bei Berücksichtigung aller Kosten und des Survivorship Bias (siehe **IB**, Abschnitt 2.18) um einen 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 (inflationbereinigten) Rendite von 6% bis 7% p.a. Bei der Gruppe der Anleger in Einzelaktien oder in Rentenfonds fällt dieser Rückstand gegenüber dem korrekt ausgewählten Vergleichsindex sogar noch höher aus (Odean 1999 und 2000, Hackethal u.a. 2012b). Die Underperformance 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 existieren³. In diesem Abschnitt werden wir einige wenige zahlenmäßige Forschungsergebnisse zusammenfassen.

Seit über zehn Jahren veröffentlicht Standard & Poor's (die größte Anleihe-Rating-Gesellschaft der Welt) in halbjährlichen Abständen Renditevergleiche für die wesentlichen Fondskategorien, die jeweils 5 bis 10 Jahre zurückreichen (je nach Asset-Klasse). Es handelt sich hierbei um die umfassendste kontinuierlich aktualisierte Studie dieser Art weltweit. Die bei Redaktionsschluss dieses Buches (05/2015) jüngste dieser Untersuchungen für in Europa und USA domizilierte⁴ Fonds lieferte folgende Ergebnisse:

Tabelle 1: Anteil von in Europa ansässigen (domizilierten), aktiv gemanagten Aktienfonds, die 2010 bis 2014 (5 Jahre) unter ihrer Benchmark lagen – ausgewählte Asset-Klassen

Fondskategorie/Asset-Klasse (Anlageschwerpunkt)	Anteil der Fonds, die unter ihrer Benchmark lagen	Durchschn. Fondsrendite vs. Benchmark-Rendite (p.a.) – EUR
Aktien – Eurozone	85,8%	5,5% vs. 7,4%
Aktien – Deutschland	72,3%	10,3 vs. 11,4%
Aktien – USA	98,5%	15,0% vs. 19,5%
Aktien – Schwellenländer	90,7%	3,5% vs. 6,2%

Quelle: S&P Indices Versus Active Funds (SPIVA) Europe Scorecard, Year-End 2014, equally weighted returns. ► Ohne Berücksichtigung von Kosten für etwaige Ausgabeaufschläge der Fonds.

Die Minderheit der Fonds, denen es gelingt, den Index in einem bestimmten Zeitfenster zu schlagen, hat im Durchschnitt einen viel kleineren Vorsprung auf den Benchmark-Index (Markt), als die weit größere Gruppe der Verlierer-

3 Einige bekannte Studien sind: Sharpe 1966, Jensen 1968, Malkiel 1995, Brown/Goetzmann 1995, Carhart 1997, Odean 1999, Barber/Odean 2000, Arnott/Berkin/Ye 2000, Barras u.a. 2008, Cornell 2009, Fama/French 2010.

4 Fachbegriff für den Staat, in dem der Fonds registriert (ansässig) ist. Die meisten der in Deutschland vertriebenen Publikumsfonds sind entweder in Deutschland, Luxemburg oder Irland domiziliert.

fonds hinter dem Index zurückliegt. Man male sich diese Katastrophe 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 (die einfachste Art zu investieren überhaupt). Nach 30 Jahren wird der Vermögensendwert von Hans um gut 50% höher liegen als der von Fritz⁵. Wie wir in diesem Buch noch mehrfach sehen werden, führen bereits relativ kleine Prozentsatzunterschiede in der jährlichen Rendite durch den Zinseszinsseffekt über lange Zeiträume hinweg zu enormen Unterschieden im Vermögensendwert. Hierbei ist zu bedenken, dass wir alle – ob uns das immer klar 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.

Tabelle 2: Anteil von in den USA domizilierten, aktiv gemanagten Anleihenfonds (Rentenfonds) und Immobilienfonds, die 2010 bis 2014 (5 Jahre) unter ihrer Benchmark lagen – ausgewählte Asset-Klassen^[1]

Fondskategorie/Asset-Klasse (Anlageschwerpunkt)	Anteil der Fonds, die unter ihrer Benchmark lagen	Durchschn. Fondsrendite vs. Benchmark-Rendite (p.a.) – USD
USA Staatsanleihen, langfristig	97,7%	3,7% vs. 9,9%
USA, Hochzinsanleihen (»Junk Bonds«)	88,8%	7,8% vs. 9,0%
Schwellenländer-Staatsanleihen	89,7%	4,2% vs. 7,4%
Immobilienfonds	91,5%	13,6% vs. 17,0%

Quelle: S&P Indices Versus Active Funds (SPIVA) U.S., Year-End 2014, equally weighted returns. ► [1] Für Europa veröffentlicht S&P derartige Daten bisher lediglich zu Aktienfonds (ohne Immobilienfonds). Daher verwenden wir für Anleihenfonds und Immobilienfonds US-Daten. Diese sind aber vermutlich ohne Einschränkungen auf europäische Verhältnisse übertragbar.

Die SPIVA-Untersuchungen von S&P sind nur eine unter Hunderten, wenn nicht gar Tausenden von Quellen, um sich über das Versagen des aktiven

5 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.

Investment Managements zu informieren. In der aus Sicht vieler Experten vielleicht anspruchsvollsten Analyse der Langfrist-Performance von Investmentfonds, die jemals durchgeführt wurde, untersuchte der amerikanische Finanzökonom Mark Carhart 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 Finanzökonom Eugene Fama und sein Forschungscollege Ken French auf der Basis eines innovativen Auswertungsansatzes zu dem Schluss (Fama/French 2010), dass lediglich 3 Prozent aller Aktienfondsmanager über diesen 17-Jahres-Zeitraum eine korrekt gemessene Outperformance erzielt hatten und selbst bei dieser kleinen Gruppe der Zufall (Glück) als Ursache für diese Outperformance nicht mit Sicherheit ausgeschlossen werden konnte.⁶ Auch Performance-Vergleiche von aktiv gemanagten Fonds mit Indexfonds statt mit Indizes führen zu keinem anderen Ergebnis (Benke/Ferri 2013): Bei aktiven Aktienfonds liegen über fünf Jahre rund 80% aller Fonds unter einem Indexfonds in der gleichen Asset-Klasse, bei Anleihenfonds etwa 90%; mit zunehmender Länge des Untersuchungszeitraums verschlechtert sich die »Versagerquote« aktiver Fonds nochmals.

Infobox: Veröffentlichte Fondsrendite versus tatsächliche Anlegerrendite

Die tatsächlich realisierte Rendite des durchschnittlichen Anlegers in einem Investmentfonds und einem gegebenen Zeitraum ist in den meisten Fällen niedriger als die veröffentlichte Rendite des Fonds. Wichtig hierbei: Diese Renditelücke hat nichts mit den laufenden Kosten der Fonds zu tun (diese sind bereits in der veröffentlichten Rendite berücksichtigt), sondern beruht auf renditeschädlichem Verhalten der Anleger in Bezug auf ihre Zah-

⁶ In Abschnitt 2.9 wird gezeigt, weil lange es dauert, bis man mit einer hohen Wahrscheinlichkeit annehmen kann, dass die gezeigte Outperformance nicht dem Zufall geschuldet ist.

lungsströme in die Fonds hinein und aus ihnen heraus (schädliches »Market Timing«). Die Kostenbelastung aktiver Fonds ist die Hauptursache dafür, dass sie als Gruppe langfristig unter der Markttrendite liegen. Das könnte man die »Renditelücke 1« nennen. Darüber hinaus gibt es noch eine »Renditelücke 2« zwischen der veröffentlichten Fondsrendite und der von den Fondsanlegern kollektiv tatsächlich erzielten Rendite. Von dieser Renditelücke 2 ist im Informationsmaterial der Fonds und in den Finanzmedien so gut wie nie zu hören.

Es kommt aber noch schlimmer: Die vom aktiven Privatanleger tatsächlich realisierten Renditen liegen weiter unterhalb der von aktiven Investmentfonds publizierten Rendite. Der Grund: Die Mehrheit der Anleger handelt »prozyklisch«, das heißt, 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. 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 Markttrendite 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 Markttrendite, die tatsächliche Anlegerrendite ist noch einmal deutlich niedriger, weil Anleger renditeschädliches Performance Chasing praktizieren (siehe folgende IB).

Infobox: Performance Chasing (»Renditejagen«) von Privatanlegern

Hat sich ein Fonds oder ein anderes Anlageprodukt in einem Jahr besonders gut entwickelt, erfährt dieser Fonds erfahrungsgemäß im Folgejahr einen stark steigenden Mittelzufluss. Dieses Anlegerverhalten nennt man »prozyklisches« Investieren. Umgekehrt läuft es nach einem schlechten Fondsjahr: Für gewöhnlich ziehen die Privatanleger Geld aus dem entsprechenden Fonds (oder den Asset-Klassen im Allgemeinen) 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 amerikanischen »Growth-Aktiefonds« (zu dieser Kategorie gehören fast alle Technologieaktiefonds) 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 (Verdreifachung). 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, dass jüngste Outperformance etwas mit zukünftigen Renditen zu tun habe, nahe beim Gipfel ein 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 (hier den Aktienverkäufern) über den Tisch ziehen lassen (siehe **IB** »Nullsummenspiel«, Abschnitt 1.2).

Nun könnte man einwenden, dass die notorische Underperformance 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.

Die kleine Gruppe der Outperformer-Fonds und -Anleger (zwischen 2% und knapp 50%, je nach Zeitfenster⁷) wechselt in ihrer Zusammensetzung von Betrachtungsperiode zu Betrachtungsperiode. Das heißt, es gibt 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. Anders formuliert: Die Wahrscheinlichkeit, dass die Outperformer der Periode 1 auch in Periode 2 zu den Outperformern gehören, liegt nicht signifikant höher als die Chance der Underperformer der Periode 1, dies zu erreichen. Diese Feststellung – das wird oft übersehen – hat eine noch größere Bedeutung als die viel bekanntere Feststellung, dass der durchschnittliche aktive Investmentfonds unter dem Markt liegt oder – dieselbe Feststellung »in Grün« – weit mehr als die Hälfte aller Fonds unter der Markttrendite abschneiden.

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 haben wir nur eine Untersuchung beispielhaft herausgegriffen (Tabelle 3). Die bereits zitierte Ratingagentur Standard & Poor's veröffentlicht etwa alle zwei Jahre eine Performance-Konstanz-Untersuchung für mehrere unterschiedliche Kategorien (Asset-Klassen) von US-Aktienfonds.

7 Das Zeitfenster kann ein bestimmtes Kalenderjahr sein, die letzten drei Jahre oder 10 Jahre, die 20 Jahre von 1990 bis 2009 oder jeder andere Zeitraum. Wählt man rückblickend das »richtige« Zeitfenster, wird jeder Anleger und jeder Fondsmanager irgendwann einmal »ganz vorne« gelegen haben. Das gilt auch für die Zukunft.

Tabelle 3: USA-Aktienfonds: Wie viel 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 09/2010	Jahr 2 12 Monate bis 09/2011	Jahr 3 12 Monate bis 09/2012	Jahr 4 12 Monate bis 09/2013	Jahr 5 12 Monate bis 09/2014
2	Top-Quartil-Fonds aus dem Jahr 1 ¹⁾	706 Fonds (100%)	266 Fonds (37,7%)	73 Fonds (10,3%)	33 Fonds (4,7%)	9 Fonds (1,3%)

Quelle: Standard & Poor's: Indices Versus Active Funds (SPIVA): »Does Past Performance Matter? The Persistence Scorecard«; Dezember 2014. ► [1] Fondskategorie »Domestic Equity Funds«.

Zur Erläuterung von Tabelle 3: Zeile 2 gibt diejenigen 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 augenscheinlich von Jahr zu Jahr rapide ab. Bei vollständiger Performance-Konstanz müsste in Zeile 2 überall »706 Fonds (100%)« stehen, weil die 706 Fonds aus dem Jahr 1 weiter unverändert das Top-Quartil bilden. Das ist aber leider nicht so. Die gesamte Untersuchung von Standard & Poor's ist weit detaillierter als der Ausschnitt, den wir hier zeigen. S&Ps – bei genauer Überlegung – 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.⁸

Nachdem wir nun gesehen haben, dass (a) Fonds im Durchschnitt den Markt underperformen, (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,

8 Zahlreiche methodisch weit anspruchsvollere Studien aus den vergangenen 30 Jahren bestätigen, dass Unter- wie auch Über-Performance 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.

die in einzelne Aktien statt in Fonds investieren, ein besseres Investmentergebnis erzielen. Doch auch hier besteht offenbar Fehlzanzeige. Der amerikanische Finanzökonom Terrance Odean hat weltweit die 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 Prozentpunkte 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).

Infobox: Buy and Hold (Kaufen und Halten)

Buy and Hold ist eine Anlagestrategie, die nicht annimmt, dass durch wiederholten Kauf und Verkauf (mehr oder weniger häufiges Trading) von Investments eine langfristige Outperformance gegenüber einer korrekt gewählten Benchmark und bei Berücksichtigung von Kosten, Steuern und Risiko erzielbar ist. Die »eingebauten« Vorteile von Buy and Hold sind: (a) Niedrigste Transaktionskosten, (b) beträchtlicher Steuervorteil (siehe Abschnitt 3.12) und (c) Vermeidung der oft gravierenden Nachteile von Performance Chasing, nämlich unbeabsichtigt zu einem höheren Kurs »wieder einsteigen« als man Monate oder Jahre vorher »ausgestiegen« ist (siehe **IB**). Die meisten Eigenheimbesitzer sind bzgl. ihrer Immobilie Buy-and-Hold-Anleger, ohne sich dessen bewusst zu sein. Warren Buffett, der vielleicht erfolgreichste Finanzinvestor der neueren Geschichte, bezeichnet sich als radikalen Buy-and-Hold-Anleger. Der Markt selbst ist

ein Buy-and-Hold-Konzept, da der Markt selbst nicht kauft oder verkauft (nur Teilnehmer *innerhalb* des Marktes traden untereinander). Wer also die »Markttrendite« replizieren will – wie in diesem Buch aus vielerlei Gründen empfohlen –, muss eine Buy-and-Hold-Strategie verfolgen. Die Finanzbranche wettet gerne gegen Buy and Hold, weil es bei ihr zu geringeren Einnahmen führt (siehe auch **IB** »Ist Buy and Hold tot?« in Abschnitt 5.1).

Wir wollen es bei den genannten Belegen bewenden lassen (weitere werden in diesem Buch noch an anderer Stelle zitiert). Interessierte Leser seien auf das Literaturverzeichnis verwiesen, das ein Dutzend der relevanten Studien zum Thema aufführt.

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 wir im nachfolgenden Abschnitt zeigen werden. Die entsprechenden Fonds repräsentieren nicht genau dieselbe Asset-Klasse wie der Vergleichsindex. Beispielsweise gibt es praktisch keinen deutschen Standardwertefonds (→ Blue-Chips-Fonds), der nicht auch in Aktien außerhalb des DAX investiert (der DAX repräsentiert die 30 nach Marktkapitalisierung – siehe folgende **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) verwendet – die eigentlich passenden Benchmarks –, sondern eben der DAX, weil dieser bekannter ist. Das ist zwar falsch, aber üblich.

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 (z.B. den Ausgabeaufschlag), berücksichtigen nicht das eingegangene Risiko, vergleichen Fonds mit der falschen Benchmark und/oder bereinigen die Renditedaten nicht um den Survivorship Bias, der dafür verantwortlich ist, dass besonders schlechte Fonds überproportional häufig nicht in das Untersuchungsergebnis eingehen.

Infobox: Marktkapitalisierung

Auch »Börsenwert« oder »Börsenkapitalisierung« genannt; auf ein einzelnes Unternehmen bezogen, entspricht die Marktkapitalisierung dem Aktienkurs multipliziert mit der Anzahl der umlaufenden Aktien. Die Marktkapitalisierung ist der aktuelle Marktwert des Gesamtunternehmens unter Abzug seiner Schulden (Verbindlichkeiten), das heißt der Marktwert seines Eigenkapitals. Von diesem Marktwert des Eigenkapitals ist der Buchwert des Eigenkapitals, der sich in der Bilanz des Unternehmens findet, zu unterscheiden. Das »Preis-Buchwert-Verhältnis« ist die Marktkapitalisierung geteilt durch den Buchwert des Eigenkapitals. Wenn diese Kennzahl sehr niedrig ist, handelt es sich um eine Value-Aktie (Substanzwertaktie). Die Marktkapitalisierung kann man auch für einen nationalen oder regionalen Markt (z.B. Westeuropa) errechnen. Dann ist es die Summe der individuellen Marktkapitalisierungen aller in diesem Land oder in dieser Region börsennotierten Unternehmen (nur Ort des Haupt-Listings zählt).

Nach dieser für aktives Investieren sehr 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«.

1.2 Mindestens 50% Underperformer sind mathematisch notwendig

»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.«

William Sharpe, Wirtschaftsnobelpreisträger

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 folgende 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 wir den Begriff der Outperformance (Überrendite) und Underperformance (Unterrendite) noch oft gebrauchen. Um Missverständnisse zu vermeiden, muss man »Outperformance« und »Rendite« auseinanderhalten. Outperformance sind Renditen, die über der Performance (Rendite) des entsprechenden Marktsegmentes (der Asset-Klasse) liegen, insbesondere wenn man das Risiko und die Transaktionskosten (siehe IB in diesem Abschnitt) des Wertpapierhandels berücksichtigt. Beispiel: Deutsche Standardwerteaktien (DAX) erbrachten in den 35 Jahren von 1980 bis 2014 eine (historisch überdurchschnittliche) Rendite von 10,4% p.a. (real 8,2% p.a.). Erzielte ein Anleger in diesem Marktsegment und diesem Zeitraum ein Ergebnis über 10,4% abzgl. der laufenden Kosten für einen preisgünstigen DAX-Indexfonds von ca. 0,30% p.a., liegt eine Outperformance vor. Man kann auch für einzelne Jahre von einer Outperformance sprechen. Hatte beispielsweise ein global anlegender Nebenwertefonds im Jahr 2008 einen geringeren Verlust als -39% erzielt (die negative Rendite in Euro für den MSCI World Small Cap 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 Anleger).

Mathematische Notwendigkeit will es, dass 50% aller investierten Geldeinheiten über und 50% unter dem Marktdurchschnitt (Index) rentieren (Sharpe 1991). Dieses Gesetz ist so sicher wie die Gravitation und hängt nicht von der Effizienz 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 liegen. Wir nennen diese Regel 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 (Börsenindizes sind nach Geldeinheiten, das heißt nach Marktkapitalisierung gewichtete Durchschnittswerte). Im Eingangszitat dieses Abschnitts beschrieb der Nobelpreisträger William Sharpe genau diesen Umstand: Im Durchschnitt rentieren aktive und passive Investments innerhalb einer Asset-Klasse vor Kosten exakt gleich; nach Kosten müssen die aktiven Investments schlechter rentieren.

Infobox: Nullsummenspiel

Ausdruck aus der wirtschaftswissenschaftlichen Disziplin der Spieltheorie 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 der Marktrendite (ohne Berücksichtigung von Kosten).

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. Bezogen auf die Börse als Teilsystem des Kapitalismus heißt das: Die langfristige Gesamtrendite des Wertpapiermarktes (bzw. aller Kapitalmärkte) ist positiv. Allerdings ist die *Verteilung* der Renditen in einem Markt tatsächlich ein mathematisches Nullsummenspiel. (Dass es sich um ein Nullsummenspiel handelt, bedeutet allerdings nicht, dass das Spiel volkswirtschaftlich nutzlos ist – im Gegenteil, es ist hochgradig nützlich.)

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 Transaktionskosten (siehe **IB** in diesem Abschnitt) einfließen. Wie bereits erwähnt, schwankt der Wert der aktiven »Underperformer nach Kosten« je nach Aktienmarkt und betrachteter Zeitperiode zwischen 50% und über 90% (bei Anleihen bis zu 100%).

Infobox: Markteffizienz (Informationseffizienz)

Ein effizienter, präziser formuliert, informationseffizienter Markt ist ein Markt, in dem es unter Berücksichtigung von Transaktionskosten, Steuern und Risiko und bei korrektem Vergleich (im Unterschied zu einem »Äpfel-Birnen-Vergleich«) nicht möglich ist, »systematisch« (dauerhaft und wiederholt) eine Outperformance gegenüber der entsprechenden Markttrendite zu erzielen, ausgenommen durch Zufall. Dies ist im Wesentlichen auf Informationseffizienz zurückzuführen, das heißt, im aktuellen Marktpreis des entsprechenden Wertpapiers sind alle öffentlich verfügbaren Informationen bereits enthalten. Auf der Basis solcher Informationen (einschließlich Spekulationen) ist dann keine systematische Outperformance möglich. Auf die Implikationen von Markteffizienz (Informationseffizienz) für Privatanleger gehen wir im Abschnitt 1.4 über die Efficient-Market-Theorie (EMT) noch genauer ein.

Die Transaktionskosten eines typischen aktiven Wertpapieranlegers liegen langfristig bei etwa 2% p.a. seines jahresdurchschnittlichen Anlagevolumens. Bei Anlegern mit starker Handelsaktivität (Trading-Aktivität) kann dieser Wert über 6% hochschnellen (vgl. Anderson 2007). Dieses Geld fließt in Form unterschiedlicher einmaliger oder laufender Gebühren an Vermögensberater, Wertpapierhändler, Börsen, Banken, Steuerberater, die Medien 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 – wie die Wissenschaft – eine realistische, langfristige, inflationsbereinigte Rendite für Industrieländer-Standardwerteaktien (Blue Chips) von etwa 5,5% p.a.

an⁹, so »verschenkt« der durchschnittliche aktive Aktienanleger (der mit mathematischer Notwendigkeit genau diese Vorkostenrendite erreicht) mehr als ein Drittel seiner realen Rendite an die Finanzbranche (und noch mehr, wenn Nachsteuerrenditen betrachtet werden). Aufgrund des Zinseszins-effektes ist der Unterschied im wichtigeren Vermögensendwert sogar noch größer¹⁰.

Wir haben oben erwähnt, dass in jedem Wertpapiermarkt der Welt nach Kosten mindestens 50% aller Geldeinheiten unter dem Marktdurchschnitt liegen müssen. In dieser Aussage sprechen wir bewusst nicht von 50% der Anleger. Hier besteht ein kleiner, aber feiner Unterschied. Rechnerisch wäre es mit dem Nullsummengesetz vereinbar, dass mehr als 50% der Anleger (vor Kosten) mit ihren jeweiligen Portfolios über dem Renditedurchschnitt liegen und zugleich 50% der investierten Geldeinheiten (vor Kosten) unter dem Durchschnitt. Diese Situation könnte eintreten, wenn tendenziell die großen Portfolios (also die Portfolios der »institutionellen« Anleger und anderer Großanleger) schlechter abschnitten als die Portfolios der kleinen Anleger. Dass diese Annahme unrealistisch ist, brauchen wir an dieser Stelle wohl nicht näher zu belegen. Daher kann man das Renditenullsummengesetz über die Verteilung der Überrenditen in der Praxis nicht nur auf die investierten Geldeinheiten beziehen, sondern auch auf die Anleger bzw. ihre Portfolios selbst.

Infobox: Transaktionskosten

Im weiteren Sinne sind Transaktionskosten sämtliche Kosten, die mit dem Kaufen, Halten und Verkaufen von Vermögenswerten einhergehen, gleichgültig ob diese Kosten offen ausgewiesen oder »versteckt« sind (mit Erträgen oder anderen Kosten verrechnet/vermischt), z.B.: Bei Wertpapieren

⁹ Nebenwerteaktien (»Small Caps«), Value-Aktien (siehe Abschnitt 2.7) und Schwellenländeraktien haben höhere Langfristrenditen.

¹⁰ Bei 5,5% Rendite 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 (entgangenen Gewinn) von 49%, während bei der Rendite die Einbuße »nur« 36% betrug (2% von 5,5%).

Geld-Brief-Spannen (siehe unten), Courtagen, Spesen, Provisionen; bei Fonds: Verwaltungsgebühren (Management Fee), Research-Kosten des Fondsmanagements, Kosten für die Fondsdepotbank sowie Rechnungslegung/Buchführung; ferner Ausgabeaufschläge von Fonds, Depotkosten des Anlegers (siehe Abschnitt 2.2). Gelegentlich werden auch Steuern unter diesem Begriff berücksichtigt. Im engeren Sinne sind Transaktionskosten nur jene Kosten, die direkt durch das Traden (Kaufen, Verkaufen) von Finanzwerten verursacht werden – im Unterschied zu Kosten, die durch das Halten der Papiere verursacht werden. In diesem Buch wird der Begriff im weiteren Sinne verwendet. Für Wertpapiere (einschl. ETF-Anteile) und Devisen ist die Geld-Brief-Spanne von besonderer Bedeutung. Sie kommt bei Kauf- und Verkauf zur Anwendung und bedeutet, dass der Ankaufspreis etwas höher ist als der Marktkurs (der etwa in der Mitte der Geld-Brief-Spanne liegt) und der Verkaufspreis etwas niedriger. Diese Spanne (die die Handelsmarge des Wertpapierhändlers/Intermediäres repräsentiert) ist etwa hälftig beim Kauf und hälftig beim Verkauf zu zahlen. Sie variiert im Zeitablauf und wird besonders während starker Börsenabschwünge weiter. Die Transaktionskosten bei Immobilien übersteigen diejenigen von Wertpapieren deutlich.

Manche Anleger glauben, sie könnten dem Nullsummengesetz entkommen, indem sie z.B. 80% ihrer Mittel in einen deutschen Blue-Chip-Aktienfonds investieren und 20% in Emerging-Markets-Aktien (Schwellenländer), mit dem Ziel, die Rendite des DAX-Portfolios aufzubessern. Der Investor nimmt jedoch nun an zwei Renditenullsummenspielen teil, da er sich in zwei Märkten (Asset-Klassen) engagiert. Man kann dem »Nullsummenfluch« also nicht dadurch entgehen, dass man sich auf verschiedenen Märkten engagiert oder in seiner Anlagestrategie (durch seine Asset-Allokation) von einem bestimmten Vergleichsindex abweicht. Generell gilt: Vor Kosten liegt exakt die eine Hälfte aller Marktteilnehmer unter der mittleren Performance des Marktes (der Asset-Klasse), 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 (ob ein Tag oder 40 Jahre) und in jedem Wertpapier-

markt. 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)¹¹.

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 (Stichwort mangelnde Performance-Konstanz) 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 Die Moderne Portfoliotheorie: Wissenschaft schlägt Praxis

»Eine der kontraintuitivsten Schlussfolgerungen der Modernen Portfoliotheorie besteht darin, dass die risikobereinigten, erwarteten Renditen für alle Aktien ungefähr identisch sind. Die spontane Reaktion der meisten Anleger zu dieser Aussage ist hartnäckiger Unglauben.«

Ron Ross, Finanzökonom, Finanzbuchautor, Anlageberater

Im Jahr 1990 erhielten drei amerikanische Finanzökonominnen – Harry Markowitz, William Sharpe und Merton Miller – den Wirtschaftsnobelpreis für ihre Beiträge zu einem Theoriegebäude, das seit Mitte der 70er Jahre die Erkenntnisse über Finanzinvestments zweifellos revolutioniert hat. Dieses Theoriegebäude ist unter dem Namen »Moderne Portfoliotheorie« (MPT) bekannt geworden. Die MPT liefert eine Reihe verblüffender Einsichten und ist gleichzeitig die Basis einer cleveren Investmentstrategie, die auch ganz normale Privatanleger umsetzen können. Anleger, welche die zwar mathematisch komplexen, aber in ihren Schlussfolgerungen leicht zu verstehenden Grundprinzipien der MPT nicht kennen, kann man mit Joggern vergleichen, die ohne Training einen Triathlon

¹¹ Bei Benchmark-Vergleichen in den populären Medien ist tendenziell umso mehr Misstrauen geboten, je spezieller (»enger«) die verglichene Strategie (bzw. der Fonds) und je kürzer der Auswertungszeitraum ist.

gewinnen wollen – ein aussichtsloses und für die (Finanz-)Gesundheit gefährliches Unterfangen.

Infobox: Erwartete Rendite, erwartetes Risiko

Engl. expected return, expected risk; bezeichnet den auf der Basis einer bestimmten Methode für die Zukunft angenommenen (geschätzten) durchschnittlichen Wert für Rendite oder Risiko. Beispiel: Ein 50/50-Portfolio besteht aus zwei Aktien. Aktie A rentiert bei einem Marktaufschwung mit +10%, in einem Marktabschwung mit –5%. Für Aktie B betragen diese beiden Werte +25% und –10%. (Andere Renditen gibt es hier der Einfachheit halber nicht.) Marktaufschwung und -abschwung sind gleich wahrscheinlich. Somit beträgt die erwartete Rendite (gewichtete Durchschnittsrendite) 10%. (Wenn Sie nachrechnen wollen: $0,5 \times (10\% + 25\%) + 0,5 \times (-5\% - 10\%)$.) Der Erwartungswert für die Rendite ganzer Märkte wird üblicherweise ermittelt, indem man einen Durchschnitt aller Jahresrenditen während eines mehr oder weniger langen vergangenen Zeitraumes, z.B. über 30 Jahre, errechnet. Das erwartete Risiko in Form der Standardabweichung (siehe Abschnitt 1.10) ist aufgrund der Definition dieser Variablen von vornherein ein Durchschnittswert. Auch er wird in der Regel für die Vergangenheit berechnet und dann auch für die Zukunft angenommen¹². Die historischen Erwartungswerte müssen sich aber keineswegs in der Zukunft, insbesondere nicht in bestimmten Teilabschnitten der Zukunft, bestätigen und bei Aktien wird das überwiegend auch nicht der Fall sein. Dennoch ist dieser Erwartungswert im Allgemeinen die beste Prognose für die tatsächlichen zukünftigen Werte (aber auch die beste Prognose kann sich als falsch herausstellen). Häufig wird vereinfacht von »Rendite« oder »Risiko« gesprochen, wenn eigentlich »erwartete Rendite« oder »erwartetes Risiko« gemeint sind. Für ein aktiendominiertes Portfolio von Wertpapieren gilt: Je länger die Halteperiode, desto höher die Wahrscheinlichkeit, die erwarteten Renditen auch tatsächlich zu erzielen.

12 Für die Zukunft angenommene Werte können auch auf der Basis anderer Methoden ermittelt werden.

Hier die wichtigsten Aussagen der MPT:

- Risiko und Rendite sind untrennbar miteinander verknüpft. Renditen sind in allererster Linie Prämien für erwartetes Risiko: Ohne Risiko kann es auch keine Rendite geben. Risikoreiche Assets (Vermögensanlagen) müssen dieses höhere Risiko durch höhere »erwartete Renditen« kompensieren (siehe vorige IB). Diese höheren Renditen sind jedoch nicht für jeden Zeitabschnitt garantiert (sonst wären sie ja risikolos). Unter den wesentlichen Asset-Klassen (Aktien, Immobilien, Rohstoffe, festverzinsliche Wertpapiere, kurzfristige → Geldmarktanlagen) rentieren Aktien langfristig am höchsten, weisen aber auch die stärksten Renditeschwankungen (Risiko) auf.
- Der Wert eines Investments (ausgedrückt in seinem Wertpapierkurs) wird primär durch die Erwartung der in der Zukunft an den Anleger fließenden liquiden Zahlungen (Cash Flows, das heißt Dividenden und Zinsen) sowie deren Schwankungsintensität bestimmt. Vergangene Zahlungen, wie z.B. frühere Dividenden oder die Angaben in der Bilanz des Unternehmens, spielen letztlich keine Rolle. Streng genommen, irrelevanter Schnee von gestern.
- Die Mehrheit aller privaten und institutionellen Anleger scheitert daran, den Markt (repräsentiert durch einen entsprechenden Wertpapierindex, z.B. den DAX oder RexP, ein deutscher Anleihenindex) bei Berücksichtigung von Risiko und Transaktionskosten dauerhaft und langfristig zu schlagen. Zwar gibt es für ein gegebenes Zeitintervall stets eine kleine Gruppe von Outperformern, aber diese Überrendite – so die herrschende Mehrheitsmeinung in der Wissenschaft – gelingt nur zufällig.
- Die kleinere Gruppe der Outperformer in einer gegebenen Zeiteinheit, z.B. einem Jahr, wechselt in ihrer Zusammensetzung von Periode zu Periode und ist nicht vorhersagbar.
- Der Versuch, den Markt zu schlagen, ist nicht kostenlos. Anleger, die diesen Versuch unternehmen, müssen notwendigerweise höhere Verlustrisiken eingehen, um sich damit die Chance auf eine Outperformance zu erkaufen. Aufgrund der ebenfalls zumeist höheren Transaktionskosten dieser Anleger enden die meisten von ihnen unter der marktdurchschnittlichen Nettorendite.

- Die Finanzmärkte sind hochgradig informationseffiziente soziale Systeme. In die jeweils aktuellen Marktpreise (Wertpapierkurse) sind alle am Markt (öffentlich) verfügbaren Informationen einschließlich der Erwartungen und Vermutungen bereits eingepreist. Kein Investor kann hoffen, dauerhaft mehr zu wissen als der Markt insgesamt.
- Entdeckt ein Investor eine »Marktanomalie« (siehe nächste IB), das heißt einen Wettbewerbsvorteil, der es ihm gestattet, erfolgreich unter- oder überbewertete Wertpapiere aufzuspüren, kopiert der Markt (die übrigen Anleger) diese Strategie und zerstört damit ihre Wirksamkeit.
- Wertpapiermärkte »haben kein Gedächtnis«, das heißt, historische Renditen haben zumindest für Zeiträume von ein bis fünf Jahren keine Relevanz oder Prognosekraft für künftige Renditen. In kurzfristiger Sicht folgen Preise am Kapitalmarkt (Aktienkurse, Anleihenkurse, Devisenkurse) einem von niemandem zuverlässig vorhersehbaren »Random Walk« (Zufallslauf).¹³ Für Zeiträume, die deutlich über fünf Jahre hinausgehen, ist dagegen »Regression zum Mittelwert« (mehr dazu im gleichnamigen Abschnitt) beobachtbar, das heißt, auf sehr hohe Jahresrenditen folgen vereinfacht gesagt mit etwas größerer Wahrscheinlichkeit als 50% eher unterdurchschnittliche Renditen und umgekehrt.
- Mittels einer bestimmten Form der Diversifikation über einzelne Wertpapiere *und* über mehrere Asset-Klassen hinweg ist es möglich, rund zwei Drittel des Risikos (der Wertschwankungen) einzelner Wertpapiere ohne gleichzeitigen Verlust an Renditechancen zu eliminieren – oder umgekehrt bei gegebenem Risiko eine maximale Rendite zu erzielen. Portfolios, die so konstruiert sind, nennt man »effiziente« Portfolios.
- Der mit Abstand wichtigste einzelne Einflussfaktor auf die Performance eines Gesamtportfolios (gemeint ist die Nettorendite bei Berücksichtigung des Risikos) ist seine Asset-Allokation, das heißt seine spezifische Aufteilung auf ganze Asset-Klassen. Dagegen sind beispielsweise die Verteilung des Portfolios auf bestimmte Einzelwertpapiere (Stock Picking, siehe Abschnitt 2.4) oder der Zeitpunkt von Käufen und Verkäufen (Market Timing, siehe Abschnitt 2.4) für den Langfristerfolg des

¹³ Wissenschaftliche Studien berichten vom sogenannten »Momentum-Effekt« in historischen Aktienrenditen (siehe z. B. Dimson u.a. 2011). Hierzu mehr in den Abschnitten 1.6 und 3.9.

Portfolios nur von geringer Wirkung – im positiven wie im negativen Sinne. Berücksichtigt man Trading-Kosten, dann haben Stock Picking und Market Timing im Durchschnitt einen negativen Einfluss auf den Investorfolg.

- Zwar ist aktives Portfoliomanagement für den Investor ein Verliererspiel, doch drei andere Institutionen gewinnen dabei durchaus: (a) die Finanzbranche, das heißt Banken, Vermögensberater, Fondsgesellschaften und Wertpapierhändler, die beträchtliche Provisionen und Spesen vereinnahmen; (b) die zahlreichen Finanzpublikationen, die Woche für Woche an den Anlageempfehlungen ihrer »Experten« verdienen; und (c) Vater Staat, der sich über ein Mehr an Kapitalertrags- bzw. Einkommensteuer freut.

Infobox: Marktanomalien

Wertpapierkurse, die von ihrem »fairen« Preis abweichen und daher eine Möglichkeit zur Erzielung einer Überrendite (nach Berücksichtigung von Kosten, Risiko und Steuern), also eine über einer korrekten Benchmark liegende Netorendite bieten. Zwar lassen sich in historischen Daten immer wieder Marktanomalien nachweisen, doch werden diese nach ihrer Entdeckung regelmäßig wegarbitriert (siehe **IB** »Arbitrage«, Abschnitt 1.4), das heißt, sie verschwinden oder sind so gering, dass sich eine Ausbeutung bei Berücksichtigung von Transaktionskosten (siehe **IB**, Abschnitt 1.2) nicht lohnt. Berichte über in der Vergangenheit angeblich oder tatsächlich bestehende Marktanomalien sind für Privatanleger typischerweise deswegen irrelevant, weil die Anomalien nach ihrer allgemeinen Publikation vermutlich verschwinden werden.

Die Investmentstrategie, die sich aus den vorgenannten Erkenntnissen ableitet, heißt passives Investieren, passives Portfoliomanagement oder kurz »Indexing«. Ihre Hauptmerkmale sind eine sehr langfristige Buy-and-Hold-Perspektive, die systematische Diversifikation über Asset-Klassen hinweg sowie eine radikale Kostenminimierung durch den Verzicht auf laufendes Trading und die Nutzung kostengünstiger Indexinvestments wie traditionelle Indexfonds und ETFs. »Passiv« heißt diese Anlagestrategie deshalb, weil auf die aktive Einzelauswahl bestimmter

Aktien mit vermeintlich überdurchschnittlichem Wertsteigerungspotenzial vollständig verzichtet wird. Passives Investieren ist überraschend einfach. Wir stellen diesen Ansatz in den Kapiteln 3 und 4 detailliert vor.

Die MPT ist heute die einzige allgemein akzeptierte wissenschaftliche Theorie der Vermögensanlage. Ohne Übertreibung können wir behaupten, dass Theorien, die zu den Grundaussagen der MPT im Widerspruch stehen, von der Wissenschaft nicht ernst genommen werden. Ganz anders sieht es jedoch in der Finanzbranche aus: Die Informationen und Empfehlungen, die sie tagtäglich verbreitet, lassen sich zu einem beträchtlichen Teil nicht mit der MPT vereinbaren. Dies ist kein Zufall, denn so lassen sich viele Milliarden Euro an Wertpapierprovisionen und anderen Einkünften besser sichern. Der britische Ökonom Andrew Smithers formulierte es so: »Wenn Wissenschaftler einen Konflikt zwischen Theorie und empirischen Daten sehen, verwerfen Sie die Theorie. Wenn die Finanzbranche einen Konflikt zwischen Theorie und Praxis sieht, verwirft sie die empirischen Daten« (Smithers 2009).

Infobox: Asset-Klasse und Asset-Allokation

Asset ist der englische Begriff für Vermögenswert. Eine Asset-Klasse ist eine Gruppe von Assets mit ähnlicher oder identischer Risiko-Rendite-Kombination. Beispiele für (Haupt-)Asset-Klassen: Cash/Barmittel (Termingelder, Geldmarktpapiere bis 12 Monate Laufzeit), festverzinsliche Wertpapiere (ab 12 Monaten Laufzeit), Aktien, Immobilien, Rohstoffe. Diese Haupt-Asset-Klassen lassen sich wiederum unterteilen, die Haupt-Asset-Klasse Aktien etwa in Standardwerte, mittelgroße Werte und Nebenwerte. Diese Unterklassen können wiederum in nationale und internationale Titel und diese wiederum in bestimmte Branchen untergliedert werden. Wie in den meisten Klassifikationssystemen können auch Asset-Klassen – je nach Zielsetzung – in unterschiedlicher Weise gebildet werden und sich je nach Segmentierung auch überlappen. Ein bestimmtes Asset kann also zu vielen verschiedenen Asset-Klassen gehören. Asset-Allokation bezeichnet die Aufteilung eines Portfolios (Wertpapierdepots) auf einzelne Asset-Klassen. Die Bedeutung der Asset-Allokation beruht auf der Tatsache, dass der lang-