GERD KOMMER

SOUVERÄN INVESTIEREN

FÜR EINSTEIGER

Wie Sie mit ETFs ein Vermögen bilden



campus

Das Bestseller-Know-how des ETF-Experten – jetzt für Einsteiger!

Mit einem Fremden würden Sie nicht das Bett teilen, weshalb sollten Sie dann Ihr hart verdientes Geld mit der Bank teilen?

Gut, dass eine freundliche und einfache Art der Geldvermehrung existiert: die Anlage in ETFs (Exchange Traded Funds). Damit wirklich jede Privatperson nach ihren eigenen Möglichkeiten von ETFs profitieren kann, gibt es jetzt dieses Grundlagenwerk vom Top-Experten. Kurz, knackig und kompetent – mit allen Vorteilen der begleitenden Website *www.weltportfolio.net*.

»Gerd Kommers Ansatz für den Vermögensaufbau mit ETFs besticht durch seine Einfachheit und lässt dabei die wichtigsten Fallstricke beim Investieren nicht außer Acht. Ein tolles Buch für alle Anleger, die den Schritt zum eigenen Depot machen wollen.«
DR. HOLGER GRETHE, ARZT UND FINANZCOACH,
www.zendepot.de

»Dieses Buch ist eine gute Hilfe, die gängigsten Fehler bei der Geldanlage zu vermeiden. Auch für Anlageberater empfehlenswert.«
DR. ANDREAS BECK, VORSTAND *INSTITUT FÜR VERMÖGENSAUFBAU AG*, **MÜNCHEN**

»Kommers Einsteiger-Buch ist der Schlüssel zu langfristigem Anlageerfolg ohne viel Arbeit und mit reduziertem Risiko. Jeder, der mehr als 10.000 € besitzt oder einmal besitzen will, sollte es lesen.«
DIPL.-KFM. ALFRED GESIERICH, STEUERBERATER, GILCHING BEI MÜNCHEN

ISBN 978-3-593-50918-1
9 783593 509181
€ 19,95 [D]
www.campus.de

Dr. Gerd Kommer, LL. M. leitet ein Unternehmen in München, das Finanzberatung und Vermögensverwaltung für Privatanleger, kleine bis mittlere Unternehmen und Stiftungen anbietet. Er studierte Betriebswirtschaftslehre, Steuerrecht, Politikwissenschaft und Germanistik in Deutschland, in den USA und in Liechtenstein. Kommer verbrachte 17 Jahre im europäischen und außereuropäischen Ausland.

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

Ausgewählte Buchveröffentlichungen des Autors:

- *Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs. Wie Sie das Spiel gegen die Finanzbranche gewinnen.* 5. Auflage, Campus Verlag, März 2018 (1. Auflage 2002). Dieses Buch ist gewissermaßen die (schon existierende) Fortsetzung von *Souverän Investieren für Einsteiger.*
- *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*; 2. Auflage, Campus Verlag 2016; (1. Auflage 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. Was Anleger für langfristigen Erfolg wissen müssen*, Campus Verlag, 2009.
- *Cleveres Banking. Profi-Know-how für Klein- und mittelständische Unternehmen*; Überreuter, 1999.

GERD KOMMER

SOUVERÄN INVESTIEREN
FÜR EINSTEIGER

Wie Sie mit ETFs ein Vermögen bilden

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 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 978-3-593-50918-1 Print
ISBN 978-3-593-43934-1 E-Book (PDF)
ISBN 978-3-593-44050-7 E-Book (EPUB)

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 ● 2019 Campus Verlag GmbH, Frankfurt am Main.
Umschlaggestaltung: Anne Strasser, Hamburg
Satz: Fotosatz L. Huhn, Linsengericht
Gesetzt aus: Minion und Frutiger
Druck und Bindung: Beltz Grafische Betriebe, Bad Langensalza
Printed in Germany

www.campus.de

INHALT

Wie Ihnen dieses Buch helfen kann – eine Einleitung 9

1 Warum überhaupt sparen, investieren, anlegen? 12

2 Was sind ETFs? Und warum sind sie so nützlich? 15

3 15 Grundprinzipien erfolgreicher Vermögensbildung 21
3.1 Prinzip 1: Machen Sie Geld zu Ihrem Freund 21
3.2 Prinzip 2: Schulden sind tabu (mit drei Ausnahmen) 31
3.3 Prinzip 3: In jedem Quartal gilt: Einnahmen > Ausgaben 35
3.4 Prinzip 4: Humankapital – Ihr größtes Asset verstehen 36
3.5 Prinzip 5: Den Erzfeind Interessenkonflikte bekämpfen 39
3.6 Prinzip 6: Nebenkosten so wichtig nehmen, wie sie sind 43
3.7 Prinzip 7: Rendite als Schmerzensgeld für Risiko sehen 46
3.8 Prinzip 8: Realistische Renditevorstellungen haben 48
3.9 Prinzip 9: Die Macht der Langfristigkeit für sich nutzen 53
3.10 Prinzip 10: Den Markteinstieg nicht timen wollen 57
3.11 Prinzip 11: Nicht auf Omas Immobilienlegende reinfallen 61
3.12 Prinzip 12: Ohne Aktien oder Immobilien geht es nicht 65
3.13 Prinzip 13: Verpackung und Inhalt auseinanderhalten 67
3.14 Prinzip 14: Sich möglichst selten selbst austricksen 74
3.15 Prinzip 15: Investmentpornografie nicht auf den Leim gehen . . . 85

4 Aktiv versus passiv Investieren 88

5 ETFs: Wie sind sie aufgebaut? Wie funktionieren sie? 97

6 Risiko beim Investieren – eine kurze Einführung 104

7 Das Weltportfolio-Konzept 113
7.1 Was es ist und auf welchen Prinzipien es basiert 113
7.2 Ein simpler Weltportfolio-Vorschlag zur Umsetzung 116
7.2.1 Die »Level-1-Asset-Allokation« festlegen 117
7.2.2 Die »Level-2-Asset-Allokation« festlegen 122
7.3 Immobilien, Gold und Rohstoffe – brauche ich sie in meinem Depot? 126
7.4 Wechselkursrisiko – wie damit umgehen? 132
7.5 »Rebalancing« – das Portfolio auf Kurs halten 136
7.6 Was das Weltportfolio-Konzept nicht ist 139

8 Praktische Umsetzungsfragen 141
8.1 Fondssparen mit ETFs: Regelmäßig kleine Beträge anlegen 141
8.2 Was tun, wenn Aktien überbewertet erscheinen? 146
8.3 Ausschüttende versus thesaurierende ETFs – was ist besser für mich? 153
8.4 Wie und wo ein ETF-Depot anlegen und ETFs kaufen? 159
8.5 Die Website zum Buch: www.weltportfolio.net 165
8.6 Sozial verantwortlich investieren mit ETFs – macht das Sinn? . . 166

9 Steuern: Die Basics, die Sie kennen müssen 175

10 Die Kritik an ETFs und am Passiven Investieren 184

11 17 Anlageprodukte, von denen Sie die Finger lassen sollten 190

12 Wie Sie Ihr Geldwissen weiterentwickeln 202

13 Wenn Sie einen Berater engagieren wollen 206

14 Was tun im Crash? 211

15 Was bedeutet das alles für Sie? 217

16 Anhang 222
16.1 Verzeichnis aller Infoboxen 222
16.2 Verzeichnis aller Tabellen und Abbildungen 222
16.3 Literaturquellen 224
16.4 Glossar 228
16.5 Danksagung 236
16.6 Register 236

WIE IHNEN DIESES BUCH HELFEN KANN – EINE EINLEITUNG

»Geld macht nicht glücklich. Ich habe 50 Millionen Dollar. Als ich 48 Millionen Dollar hatte, war ich genauso glücklich.«

Arnold Schwarzenegger, österreichisch-amerikanischer Bodybuilder, Schauspieler, Politiker

Das vorliegende Buch richtet sich an Leser, die kein oder nur geringes Investmentvorwissen besitzen und Unterstützung bei ihrem Start in die Welt der rationalen Vermögensbildung und Altersvorsorge suchen.

Souverän investieren für Einsteiger zeigt Ihnen einen simplen, vollständig prognosefreien, nichtspekulativen Anlageansatz. Es orientiert sich, soweit es irgend geht, an etablierten Erkenntnissen der Wissenschaft und nicht – wie die meisten anderen Finanzbücher – an der Meinung einzelner »Experten«, »Gurus« oder »Altmeister«; auch nicht an so genannten »Börsenweisheiten«, über die Wissenschaftler oft nur schmunzeln oder sogar den Kopf schütteln.

So zu sparen und zu investieren, wie es hier begründet, dargestellt und empfohlen wird, ist erstaunlich unkompliziert. Dieser Ansatz lässt sich leichter und mit weniger Zeitaufwand umsetzen als jede andere Form der langfristigen Geldanlage, die über ein Giro- und Sparkonto hinausreicht. Er ist einfacher als der Kauf und die Finanzierung einer selbstgenutzten Immobilie und viel, viel einfacher als Investieren in Vermietungsimmobilien. Geläufige Namen für die hier vorgestellte Art der Vermögensbildung sind »passiv investieren«, »Indexing«, »ETF-Investing« oder »Buy-and-Hold-Anlegen mit Indexfonds« (Kaufen und Halten).

Das Akronym »ETF« klingt anfangs kompliziert und abschreckend. In Wirklichkeit sind ETFs (Exchange-Traded Funds, zu Deutsch börsengehandelte Indexfonds) jedoch sehr gradlinige und transparente Anlageprodukte, die jeder verstehen kann. ETFs sind »Indexfonds«, also Investmentfonds, die ganz schnörkellos einen Wertpapierindex nachbilden. Indexfonds gibt es seit 1973,

ETFs – als eine spezifische Indexfondsvariante – seit 1993. In den zurückliegenden 25 Jahren waren ETFs weltweit eine beispiellose Erfolgsstory. Inzwischen nutzen viele Millionen Privatanleger auf fünf Kontinenten ETFs in ihrer privaten Vermögensbildung und Altersvorsorge.

Ein ETF-Nutzer oder »Indexer« müht sich nicht mit der Analyse von Einzelwertpapieren, liest die Wirtschaftsnachrichten nie oder nur sporadisch, praktiziert kein fortwährendes »Rein-Raus«, weil irgendein »Experte« soeben wieder den globalen Aktien-Crash oder den Zusammenbruch der Eurozone angekündigt hat, sagt »nein, danke« zu einer Finanzindustrie, die unerträglich hohe Gebühren nimmt und in den vergangenen 20 Jahren eine schier endlose Serie an Skandalen und Beratungsdesastern aneinandergereiht hat.

Ein Indexer investiert langfristig für Jahrzehnte, vertraut auf den ➔ Zinseszinseffekt, lehnt sich zurück und ignoriert das schrille Tagesgeschehen, das sich ausgehend von den Medien, Politikern und seinem eigenen Freundeskreis seit 30 Jahren in immer neuen, hysterischen »Dieses-Mal-ist-alles-anders-Wellen« über ihn und die Öffentlichkeit ergießt.

Die theoretische Herleitung von Indexing mag komplex sein,[1] seine praktische Umsetzung ist jedoch überraschend simpel. Sie bedeutet für Privatanleger letztlich weniger Arbeit, mehr nachhaltigen Ertrag und mehr Seelenfrieden als mit jeder anderen Form der Vermögensanlage und Altersvorsorge.

Wie ist das vorliegende Buch gegenüber meinem Buch *Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs – Wie Sie das Spiel gegen die Finanzbranche gewinnen* (5. Auflage, Campus Verlag) einzuordnen? In seiner ersten Auflage im Jahr 2002 war *Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs* noch ein Einsteigerbuch. Im Laufe von 16 Jahren und vier überarbeiteten Neuauflagen wurde das Buch jedoch immer länger und anspruchsvoller.[2] Weil ich von Investmentnovizen oft gehört habe, dass ihnen das Buch zu anspruchsvoll und zu lang ist, habe ich nun diese leicht verständliche und kürzere Einsteigerversion geschrieben. Sie ist jedoch »komplett« in dem Sinne, dass hier eine vollständige und sofort umsetz-

1 In den vergangenen 35 Jahren wurde ein halbes Dutzend Wirtschaftsnobelpreise für wissenschaftliche Beiträge zu dem Wissensgebäude vergeben, aus dem sich passives Investieren ableitet.

2 *Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs* stand von 2015 bis heute (August 2018) nahezu ununterbrochen auf der Bestsellerliste für Wirtschaftsbücher des *Manager Magazins*.

bare Anlagestrategie erst begründet und dann dargestellt wird. Das Lesen des »Fortgeschrittenen-Bandes« ist für das Verständnis und die Umsetzung von *Souverän investieren für Einsteiger* nicht notwendig.

Umgekehrt, wer das lange Buch *Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs* schon gelesen und verstanden hat, braucht dieses neue Buch nicht zu kaufen, es sei denn er oder sie möchte sich einen leicht verdaulichen »Refresher« gönnen.

Wer nach der Lektüre des vorliegenden Buches tiefer in die Materie eindringen will, der könnte das naturgemäß mit *Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs* tun.

Zum Souverän-investieren-Ansatz existiert die Webseite *www.weltportfolio.net*. Sie soll das Buch unterstützen und ergänzen. Man muss sie jedoch nicht unbedingt nutzen, um die Strategie zu verstehen und für sich umzusetzen.

Um das vorliegende Einsteigerbuch angenehm lesbar zu halten und um seine Länge zu begrenzen, habe ich viele wichtige Konzepte, Argumente, statistische Daten und Zahlen hier nur in vereinfachter, oft sehr knapper Form dargestellt. Alle diese Konzepte, Argumente und Daten, die den Souverän-investieren-Ansatz belegen, werden in *Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs* detaillierter und mit Verweisen auf Hunderte wissenschaftliche Studien belegt.

Zum Schluss dieser Einleitung noch ein Lesehinweis: Alle in diesem Buch verwendeten Fachbegriffe, die das Wissen eines Anlegers mit Investmentgrundkenntnissen übersteigen, werden entweder im laufenden Text in einer speziellen »Infobox« oder im Glossar am Buchende erläutert. Im Glossar enthaltene Fachbegriffe sind im laufenden Text mit einem Pfeil wie diesem »➔« gekennzeichnet.

Offenlegung: Der Autor ist Gesellschafter und Geschäftsführer der Gerd Kommer Invest GmbH, ein Finanzberatungs- und Vermögensverwaltungsunternehmen in München. Weder in der Vergangenheit noch zum Zeitpunkt dieser Veröffentlichung erhielt er wirtschaftliche Zuwendungen von einem Hersteller eines Finanzproduktes. Sein gesamtes Privatvermögen ist nach den Grundsätzen investiert, die in diesem Buch dargestellt werden.

1 WARUM ÜBERHAUPT SPAREN, INVESTIEREN, ANLEGEN?

»Sinn und Zweck des Investierens ist nicht, die Rendite zu maximieren und reich zu werden. Der Sinn und Zweck ist, nicht arm zu sterben.«

Finanzbuchautor und Neurologe William Bernstein

Die sprichwörtlichen Spatzen pfeifen es inzwischen von den Dächern: Allein aus der gesetzlichen Rente werden normale Arbeitnehmerhaushalte ihren unmittelbar vor Eintritt in den Ruhestand erreichten Lebensstandard mit großer Wahrscheinlichkeit nicht halten können.[3] Das war, beziehungsweise ist, für die heutige Rentnergeneration noch überwiegend möglich. Für die Geburtsjahrgänge ab etwa 1960 ist das wohl eine Illusion. Die Hauptursachen: eine niedrige Geburtenrate in Kombination mit einer steigenden Lebenserwartung und zu geringem Wirtschaftswachstum. Man kann es auch etwas drastischer formulieren: Das so genannte ➔ Umlageverfahren, auf dem die gesetzliche Rentenversicherung in Deutschland und vielen anderen europäischen Ländern beruht, ist strukturell fehlkonstruiert. Angesichts der oben genannten Faktoren kann es zwangsläufig und unreparierbar nur durch hohe Steuermittelzuschüsse, Rentenkürzungen und/oder Erhöhungen des Renteneintrittsalters vor dem Kollaps bewahrt werden.

Doch halten wir uns nicht mit Klagen auf, sondern wenden uns möglichen Lösungen zu. Wer den Wunsch hat, seinen unmittelbar vor Eintritt in den Ruhestand erreichten Lebensstandard zu halten, muss vermutlich, wenn er nicht auf ein heute kaum zu prognostizierendes Wunder vertrauen will, eine oder mehrere der folgenden Maßnahmen ergreifen:

3 Loomann (2018) zeigt die bemerkenswert niedrige Rendite der gesetzlichen Rentenversicherung für künftige Rentnergenerationen. Die Bundesregierungen jeder politischen Couleur weigern sich seit Jahrzehnten, diese Zahlen an die Wählerschaft ehrlich und verständlich zu kommunizieren.

(1) Man muss mehrere Jahre über das heutige durchschnittliche Renteneintrittsalter hinaus arbeiten. Für Männer liegt das derzeit bei 61,7 Jahren, für Frauen minimal niedriger. Dieser Weg ist – sofern es die persönliche Gesundheit erlaubt – grundsätzlich realistisch. Allerdings sind Umfragen zufolge die meisten Bundesbürger davon wenig angetan.

(2) Man muss das Glück gehabt haben, nennenswert zu erben oder in der Lotterie zu gewinnen. Klar ist, dass diese »Vermögensbildungsformen« entweder vom Haushalt nicht beeinflussbar sind (Erbe) oder einfach nur einen kontraproduktiven Fall von »Sieg der Hoffnung über die Vernunft« darstellen (Lotteriespielen).[4]

(3) Man muss ein Eigenheim erworben haben (Haus oder Wohnung) und den etwaigen Kredit bei Renteneintritt ganz oder größtenteils abbezahlt haben. In diesem Buch zeige ich, dass das Eigenheim eine gute, aber im Allgemeinen keineswegs die renditemäßig beste Route zur sinnvollen Altersvorsorge ist, obwohl das viele Bundesbürger »seit anno Tobak« glauben. Außerdem ist ein Eigenheimerwerb für eine Vielzahl aller Haushalte aus finanziellen und anderen Gründen grundsätzlich ausgeschlossen oder unwirtschaftlich.[5]

(4) Man muss über Geld- beziehungsweise Finanzanlagen ein nennenswertes Vermögen erzielt haben. Davon handelt dieses Buch. Wie hoch dieses Finanzvermögen bei Eintritt in den Ruhestand sein muss, hängt vom Lebensstandard des Haushaltes und anderen Faktoren ab. Als grobe Faustregel sollen Arbeitnehmer, die mehr oder weniger ihr gesamtes Berufsleben in die gesetzliche Rentenversicherung eingezahlt haben, zusätzlich etwa 10% ihres laufenden Nettoeinkommens über Jahrzehnte hinweg sparen und in eine Geldanlage investieren, die eine dauerhaft positive Rendite nach Inflation, Kosten und Steuern produziert. Wer nicht mindestens 20 Jahre durchschnittlich so spart und investiert, wird aufgrund des verkürzten Zeitraums mehr als 10% aufwenden müssen.

Eine langfristig positive, inflationsbereinigte (reale) Rendite nach Steuern und Kosten kann man mit Sparbüchern, Festgeldern, Tagesgeldern, kapitalbilden-

4 Schon vor über 350 Jahren nannte der britische Ökonom William Petty Lotterien »eine Steuer auf unglückliche, sich selbst überschätzende Narren« (»a tax upon unfortunate self-conceited fools«).

5 Siehe hierzu meine beiden Bücher *Kaufen oder mieten* (2016) und *Immobilienfinanzierung für Selbstnutzer* (2017).

den Lebensversicherungen und Bausparen – daran besteht kein Zweifel – nicht erreichen. Leider sind ausgerechnet das – neben dem Eigenheim – die bevorzugten Investmentformen der Deutschen.

Infobox: Inflation und »Inflationsbereinigung«

Renditen aus der Vergangenheit oder in der Zukunft sollten immer in *inflationsbereinigter* Form angegeben werden, weil alles andere unklar ist und bei Vergleichen mit älteren oder jüngeren Zahlen zu Missverständnissen führen kann. Ein Beispiel: 1972 betrugen die deutschen Sparbuchzinsen (Geldmarktzinsen) im Jahresmittel 5,6% pro Jahr. Klingt toll, insbesondere, wenn man das mit den Geldmarktzinsen heute, Mitte 2018, nämlich negativen 0,3% vergleicht. Doch ein solcher simpler Vergleich hinkt schlimmer als der Pirat mit Holzbein. 1972 betrug die Inflation beträchtliche 6,4%. Somit lagen die 1972er Zinsen »real« (inflationsbereinigt) bei negativen 0,8% (5,6% minus 6,4%). Das erscheint deutlich weniger lustig. Wenn man jetzt noch berücksichtigt, dass man 1972 von den 5,6% ➔ »nominalen« Zinsen rund ein Drittel als Steuern (1,9%) ans Finanzamt abgeben musste, dann stand der Sparer real nach Steuern 1972 schlechter als 2018, obwohl die (nominalen) Zinsen 1972 deutlich höher waren als 2018 (1972: 5,6% – 1,9% – 6,4% = –2,7% gegenüber 2018: –0,3% – 0% – 1,6% = –1,9%). Die Inflation betrug 2018 1,6% (vorläufiger Wert per Juni 2018), Steuern fielen 2018 nicht an, da die ➔ Nominalzinsen negativ waren.

Eine dauerhaft positive, reale Rendite nach Steuern und Kosten kann man nur mit Geldanlagen erreichen, die zumindest teilweise Investments in ➔ Aktien, also Eigenkapital an börsennotierten Unternehmen, darstellen. Genau das geht mit ETFs und zwar einfacher als mit jedem anderen Anlagevehikel und in den allermeisten Fällen auch billiger. Dieses Buch zeigt, warum das so ist und wie man es macht.

2 WAS SIND ETFS? UND WARUM SIND SIE SO NÜTZLICH?

»Es wird oft gesagt, ETFs hätten die Demokratisierung des Anlagemarktes bewirkt. Die Bandbreite der heute in ETF-Gestalt verfügbaren Anlagen und Anlageklassen verschafft dem einfachen Anleger Zugang zu Investments, die vor 20 Jahren großen institutionellen Investoren vorbehalten waren.«

Joanne Hill, Leiterin Institutional Investment Strategy des amerikanischen Vermögensverwalters ProShares in den USA, in einem Artikel im Financial Analysts Journal *im September 2016*

Das Kürzel *ETF* steht für »Exchange-Traded Fund«, zu Deutsch »börsengehandelter Fonds«. Trotz dieses abschreckend technisch klingenden Namens sind ETFs simple, letztlich leicht zu verstehende Investmentprodukte, wie dieses Buch zeigen wird.

Weil ETFs so einfache und transparente Anlageprodukte sind und weil sie gegenüber ihren Alternativen erstaunliche Vorteile besitzen, existiert aus meiner Sicht heute kein Anlageprodukt, das sich besser für die langfristige Vermögensbildung und Altersvorsorge von Privathaushalten eignet als ETFs – ganz egal, ob der Haushalt »arm« oder »reich« ist. Der Glückspilz, der soeben eine Million geerbt hat, ist ebenso gut beraten, sein Vermögen in ETFs anzulegen wie der junge Kleinanleger, der in den nächsten Jahren nur 50 Euro im Monat sparen kann.[6]

Was genau sind ETFs? Zunächst einmal sind ETFs ganz normale »Investmentfonds«. Ein Investmentfonds bündelt die relativ kleinen Anlagebeträge vieler einzelner Anleger und investiert dieses Geld gemäß seiner veröffentlichten Anlagestrategie in börsengehandelte Kapitalmarktanlagen. Kapitalmarktanlagen sind in diesem Zusammenhang Wertpapiere wie → Aktien oder → Anleihen. Ein Investmentfonds ist also ein »kollektives Investmentvehikel« für Privatanleger – so ähnlich wie man ein Mehrfamilienhaus als »kollektives

6 Die Wörter »sparen«, »anlegen«, »investieren«, »Vermögen bilden« und »Altersvorsorge betreiben« werden in diesem Buch als Synonyme verwendet. »Schulden tilgen« ist ebenfalls eine Form von sparen oder investieren.

Wohnvehikel« für Privathaushalte bezeichnen könnte. Investmentfonds für Privatanleger wurden 1924, also vor über 90 Jahren, in den USA erfunden, verbreiteten sich danach auch in Europa und Asien und sind seitdem in Bezug auf Transparenz und Sicherheit ihrer rechtlichen Struktur immer weiter verbessert worden. ETFs, als eine Variante von Investmentfonds, entstanden vor rund 25 Jahren im Jahr 1993. ETFs wurden mehrfach als die vielleicht »bedeutendste Finanzinnovation« der vergangenen Jahrzehnte bezeichnet.

Geld via Investmentfonds anzulegen, hat für den Anleger drei große Vorteile: (a) Es ist einfacher und bequemer als direkt in Wertpapiere zu investieren; (b) der Anleger erzielt schon bei kleinen Anlagebeträgen eine risikoreduzierende Streuung (➔ Diversifikation), die mit Direktanlagen nicht möglich wäre; und (c) die Nebenkosten des Investierens sind niedriger als bei Direktanlagen. Das Argument »niedrige Kosten« trifft übrigens ganz besonders stark auf ETFs zu, weniger oder gar nicht auf konventionelle (traditionelle) Investmentfonds.

Viele Leser werden »normale« oder »traditionelle« Investmentfonds besser kennen als ETFs. Bei einem normalen Investmentfond wie zum Beispiel einem Aktien- oder einem Anleihenfonds (oft auch Rentenfonds genannt), gibt es einen Fondsmanager. Sein Job ist es, das Geld der Anleger auf der Basis einer – leider immer nur diffus – schriftlich festgelegten Anlagestrategie erfolgreich zu investieren. »Erfolgreich investieren« heißt in diesem Zusammenhang, eine im Vergleich zur (sinnvoll vergleichbaren) Konkurrenz attraktive Kombination von hoher Rendite und niedrigem Risiko zu erzielen. Solche normalen Investmentfonds werden als »aktiv gemanagte« oder einfach nur als aktive Fonds bezeichnet; »aktiv« deswegen, weil der Fondsmanager »aktiv« versucht, attraktive Wertpapiere herauszupicken beziehungsweise unattraktive zu vermeiden und/oder gute Börsenphasen mitzunehmen beziehungsweise in schlechten Börsenphasen aus dem Markt zu gehen, also das Fondsvermögen in risikoarme »Cash-Anlagen« umzuschichten. Diese traditionelle Form zu investieren, basiert stets und notwendigerweise auf Prognosen und ist daher spekulativ.

Dagegen existiert bei einem ETFs kein Fondsmanager, der jeden Morgen nach einem angestrengten Blick in seine Glaskugel entscheidet, welche Wertpapiere zu kaufen oder zu verkaufen sind. Stattdessen bildet der ETF einfach nur ganz unspektakulär einen Börsenindex ab (Fachjargon: Der ETF *repliziert* den Index). ETFs sind ➔ »Indexfonds«.

Der in Deutschland bekannteste Börsenindex ist der DAX. Mehr als zwei Dutzend hierzulande an Privatanleger vertriebene ETFs replizieren diesen Index.[7] Der DAX umfasst die 30 größten börsennotierten Unternehmen in Deutschland. Wer diese 30 Unternehmen sind, wird alle sechs Monate neu überprüft. Der wohl bekannteste US-Aktienindex ist der S&P-500-Index. Er umfasst die 500 größten amerikanischen Börsengesellschaften angefangen von Apple Inc., dem größten Mitglied, bis hin zu Under Armour Inc., dem kleinsten (Stand Mai 2018). Das Gewicht eines einzelnen Unternehmens im Index bemisst sich nach seiner ➔ Marktkapitalisierung, also dem Unternehmenswert.

Börsenindizes, oder allgemeiner Finanzmarktindizes, existieren für jede Art von Kapitalmarktanlage: für Aktien, Anleihen, Rohstoffe, Immobilien, Wechselkurse (Währungen), Zinssätze, ➔ Derivate, Kunst und andere Sammelobjekte wie zum Beispiel historische Geigen. Ein Index kann sich geografisch auf ein Land, eine Region oder die gesamte Weltwirtschaft beziehen. Der DAX bezieht sich auf Aktien großer deutscher Unternehmen (»Large Caps«), der »MSCI World Standard Index« auf Aktien großer und mittelgroßer weltweiter Unternehmen (»Large Caps« und »Mid Caps«) aus insgesamt 23 Industrienationen.

Wie sich ein Index zusammensetzt und von wem er in welchen Abständen (zum Beispiel minütlich oder stündlich) neu berechnet und veröffentlicht wird, ist nach einer verbindlich schriftlich fixierten, transparenten, regelgebundenen, sachlogischen Methodik festgelegt, und zwar von einem anderen Unternehmen als dasjenige, das einen ➔ Indexfonds auflegt. Jeder Anleger kann die öffentlich zugängliche Methodik des Index nachprüfen; nach der anfänglichen Festlegung ändert sich diese normalerweise nicht mehr. Indizes sind somit keine willkürliche und schon gar nicht eine »firmeninterne« Angelegenheit der Fondsgesellschaft, die von der schwankenden Meinung und dem nie abschließend bestimmbaren Fähigkeitsniveau, dem Gesundheitszustand und der Motivation einer einzelnen Person wie einem Fondsmanager abhängen.

7 Man könnte fragen, ob es so viele ETFs braucht, die den gleichen Index und damit die gleiche Rendite abbilden. Vermutlich ja, denn dieser intensive Wettbewerb hat seit der Erfindung von ETFs 1993 – ähnlich wie bei Konsumelektronik – zu ständig fallenden Kosten, immer weiter verbesserten rechtlichen Produktstrukturen und zur Abdeckung einer großen Zahl von ➔ Asset-Klassen geführt. Davon profitieren alle Anleger.

Infobox: Investmentfonds und ihr rechtlicher Hintergrund

Was in Deutschland häufig einfach »Investmentfonds« (früher auch »Publikumsfonds«) genannt wird, ist in der Rechtssprache ein »UCITS-Fonds«. »UCITS« steht für »Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities« oder auf Deutsch »Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren« (»OGAW«). Alle in Deutschland und Österreich zum Vertrieb an Privatanleger zugelassenen ETFs sind UCITS-Fonds; dasselbe gilt für alle konventionellen Investmentfonds. Seit 1985 hat die EU vier so genannte UCITS-Richtlinien erlassen, die die 28 EU-Mitgliedstaaten in nationales Recht umzusetzen hatten. In Deutschland geschah dies zuletzt 2013 in Gestalt des KAGB (Kapitalanlagengesetzbuch). Die UCITS-Richtlinien haben die primären Ziele, (a) den europäischen Binnenmarkt für »kollektive Investmentvehikel« (Fonds), die an Privatanleger vertrieben werden, zu stärken (zum Beispiel durch EU-weite, einheitliche aufsichtsrechtliche Standards) und (b) hierbei einen hohen Anlegerschutz zu gewährleisten. Ein UCITS-Fonds, der in einem einzelnen EU-Mitgliedstaat eine rechtliche Zulassung erworben hat und dort der staatlichen Aufsicht unterliegt, darf in allen anderen EU-Mitgliedstaaten an Privatanleger verkauft werden. UCITS-Fonds sind in gewisser Weise die am schärfsten und engsten regulierten Anlageprodukte überhaupt. Auf ihre für Anleger besonders wichtige Eigenschaft als »Sondervermögen« gehe ich in Kapitel 5 ein.

In Deutschland werden etwa 1 200 ETFs an Privatanleger vertrieben (Stand Juni 2018). Mit diesen 1 200 ETFs kann man mittlerweile alle für Privatanleger relevanten Indizes und dadurch alle relevanten → Asset-Klassen (Anlageklassen) abdecken: Aktien einschließlich Immobilienaktien, → Geldmarktanlagen, → Anleihen, Edelmetalle und Rohstoffe. Zum Vergleich: In Deutschland werden mehr als 5 000 aktiv gemanagte Investmentfonds an Privatanleger vertrieben. (Zur Einordnung: Weltweit existieren knapp 50 000 Aktien, über eine Million Anleihen und eine unbekannte Anzahl an → Derivaten. Diese Vielfalt individueller Möglichkeiten für Direktanlagen in Kapitalmarktprodukte wird jedoch in der wertmäßig und anzahlmäßig größten aller → Asset-Klassen, nämlich Immobilien, weit übertroffen.)

Weiter oben erwähnte ich, dass konventionelle Investmentfonds eine aktive Anlagestrategie verfolgen, das heißt, sie wollen »den Markt schlagen«, also eine bessere Rendite-Risiko-Kombination erzielen als ein korrekt gewählter Vergleichsindex. Leider entpuppt sich dieser im Marketing-Material der Fondsgesellschaften stets fett und bunt herausgestellte Anspruch in der Realität überwiegend als Mogelpackung. Seit über 50 Jahren haben nämlich Tausende wissenschaftlicher Untersuchungen für wohl jedes Land und jede Asset-Klasse immer und immer wieder zwei in dieser Hinsicht fundamentale Feststellungen bestätigt:

(1) Je nach untersuchtem Zeitfenster (das können beispielsweise die letzten zwölf Monate sein oder die 15 Jahre von 2000 bis 2014) liegen 50% bis 100% aller Investmentfonds mit ihrer Rendite schlechter als der relevante Markt, also schlechter als einfaches, völlig neutrales (»blindes«) Investieren in den relevanten Gesamtmarkt (zum Beispiel mit einem ETF).

(2) Die Minderheit der Fonds, die in einem bestimmten Zeitfenster besser liegt als der Markt, ist im Vorhinein nicht zuverlässig prognostizierbar. Mit anderen Worten: Die Zusammensetzung dieser meistens eher kleinen Minderheit wechselt von Zeitfenster zu Zeitfenster rein zufällig.[8]

In Kapitel 4 dieses Buches erläutere ich im Detail, warum das so ist und warum das auch in der Zukunft so bleiben wird. Im vorliegenden Kapitel geht es uns zunächst nur um die praktische Schlussfolgerung für Privatanleger, und die lautet ganz einfach:

Nicht in aktiv gemanagte Investmentfonds investieren, sondern in ihre schlauere, weil rentablere und meistens sogar noch risikoärmere Alternative: ETFs.

Warum sind ETFs die rentablere Alternative? Mit ETFs erzielt der Anleger die jeweilige Marktrendite, also beispielsweise die Rendite des Weltaktienmarktes

8 Siehe die Kapitel 1 und 2 von → SIMIE (2018). Dort wird umfangreiches Datenmaterial für Aussage 1 und 2 präsentiert sowie einige der hierzu wichtigsten wissenschaftlichen Studien genannt. Aussage 1 und 2 beziehen sich nicht nur auf aktiv gemanagte Investmentfonds, sondern auf jede Art von aktivem Investieren in den Kapitalmärkten, insbesondere auch auf Direktanlagen von Privatanlegern oder ihren Vermögensverwaltern.

abzüglich *geringer* Kosten. Mit aktiv gemanagten Fonds erzielt der Anleger – trotz vollmundiger Versprechungen der Fondsgesellschaften – in den meisten Fällen auch nur die Marktrendite, aber *abzüglich hoher* Kosten und das bei üblicherweise stärkeren Wertschwankungen (mehr Risiko) als bei einem Vergleichs-ETF. Aufgrund des ➔ Zinseszinseffektes erreicht der durchschnittliche ETF-Anleger – wenn er ein disziplinierter »Buy-and-Hold-Anleger« (siehe Infobox in Abschnitt 3.4) ist – deswegen auf lange Sicht fast immer ein höheres Endvermögen als ein Anleger in aktiv gemanagte Fonds und oft sogar ein beträchtlich höheres Endvermögen.[9] Dabei ist Sparen oder Investieren mit ETFs einfacher als Anlegen mit aktiv gemanagten Fonds, wie wir noch sehen werden.

Wenn ETFs so viele Vorteile haben, wie kommt es dann, dass man von seinem Bankbetreuer oder Finanzberater so wenig über ETFs hört? Die Antwort darauf ist simpel: Banken, konventionelle Vermögensverwalter und Fondsvermittler verdienen an ETFs nur ein Zehntel bis ein Fünftel dessen, was sie an Verkauf und Vermittlung konventioneller Investmentfonds oder anderer Finanzprodukte verdienen. Deswegen finden diese Finanzdienstleister ETFs gar nicht lustig und versuchen sie gegenüber ihren Kunden entweder totzuschweigen oder, wenn totschweigen bei manchen Kunden nicht mehr funktioniert, sie mit – aus wissenschaftlicher Sicht – oft haarsträubenden Argumenten schlechtzureden.

Mit der Frage, ob ETFs als rechtliche Gebilde aus der Sicht eines Anlegers »Strukturrisiken« besitzen, also zum Beispiel »pleitegehen können«, befassen wir uns in Kapitel 5 (hier schon vorab die Klarstellung: Nein, sie können nicht pleitegehen). Kapitel 5 geht auch darauf ein, ob der heute zwar noch kleine, aber in den letzten Jahren deutlich gewachsene Marktanteil von ETFs ein »systemisches« Risiko mit sich bringt.

So viel vorab zum Einstieg in das für mich faszinierende Thema ETFs. Bevor wir uns später eingehender mit diesem elegant simplen Finanzprodukt befassen, sehen wir uns im folgenden Kapitel 15 einfache Grundsätze an, die die fundamentalen Rahmenbedingungen erfolgreicher Vermögensbildung und Altersvorsorge sind.

---

9 Dieses Buch enthält viele Querverweise, weil ich versucht habe, Wiederholungen im Leserinteresse zu vermeiden, aber zugleich sicherstellen wollte, dass der Leser bei allen wichtigen Fragen das »große Ganze« und die »Querverbindungen« zu verwandten Fragen im Blick hat. Man kann einen Querverweis an Ort und Stelle nachschlagen, aber muss es natürlich nicht.

3 FÜNFZEHN GRUNDPRINZIPIEN ERFOLGREICHER VERMÖGENSBILDUNG

3.1 Prinzip 1: Machen Sie Geld zu Ihrem Freund

»Ich habe erkannt, dass unter manchen Eliten eine Art Snobismus besteht,
zu glauben, Geld sei nicht nötig, um glücklich zu sein.
Das ist dumm, das ist falsch, das ist – gewisser Weise – niederträchtig.«

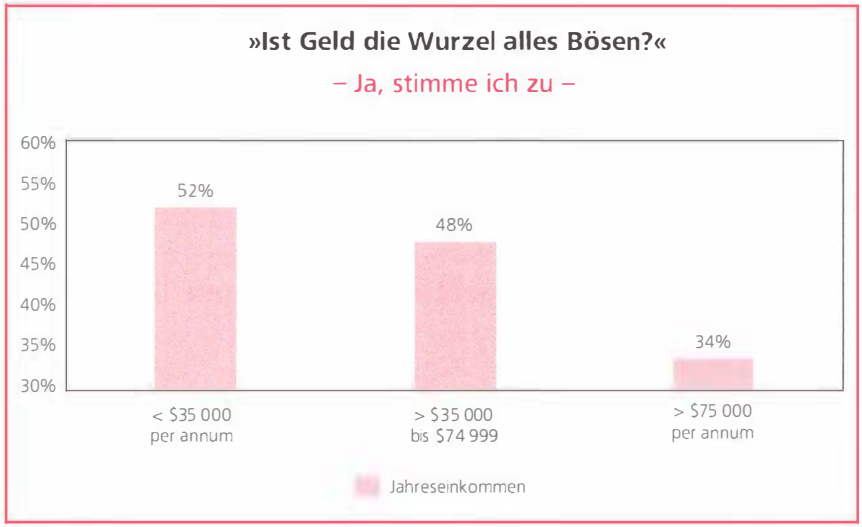
Albert Camus, 1913–1960, französischer Philosoph,
Schriftsteller und Literaturnobelpreisgewinner

»Wenn jemand ernsthaft glaubt, dass er lieber zu
einem anderen Zeitpunkt der Geschichte gelebt hätte,
hat er wahrscheinlich im Geschichtsunterricht gepennt.
Das Leben in den ‚alten Zeiten' war mies.
Die Menschen wussten sehr wenig, und es war wahrscheinlich,
jung an einer schrecklichen Krankheit zu sterben.
Man hätte vermutlich längst keine Zähne mehr.
Ganz besonders schlimm war es für Frauen.«

Elon Musk, Multimilliardär,
Gründer von Tesla, SpaceX, PayPal und anderer Unternehmen

Im November 2006 führte das amerikanische Meinungsforschungsinstitut Gallup eine repräsentative Umfrage unter Amerikanern zu ihrer Einstellung zu Geld und Vermögen durch. Eine der Fragen, die Gallup stellte, lautete: »Man hört oft die Redensart ›*Geld ist die Wurzel alles Bösen*‹. Stimmen Sie dieser Sichtweise eher zu oder stimmen Sie ihr eher nicht zu?« Die Antworten sind in Abbildung 1 zusammengefasst. Sie wurden nach der Höhe des Jahreseinkommens (niedrig, mittel, hoch) der Befragten aufgesplittet.

Abbildung 1: Der Zusammenhang zwischen Einkommen und weltanschaulicher Einstellung zu Geld



► Quelle: Gallup-Meinungsforschungsinstitut (https://news.gallup.com/poll/25846/most-americans-strong-desire-rich.aspx – Zugriff am 24.06.2018). ► Die Formulierung stammt aus der Bibel, Neues Testament, 1. Timotheus 6,10. Es ist übrigens nicht endgültig klar, ob die richtige Übersetzung des altgriechischen Originals lautet »Geld ist die …« oder »Geiz ist die …«.

Abbildung 1 deutet darauf hin, dass unter sonst gleichen Umständen Personen mit einer »eher positiven Grundhaltung« zu Geld tendenziell ein höheres Einkommen erzielen und damit auf lange Sicht möglicherweise auch ein höheres Vermögen als Personen mit eher »geldfeindlicher« Einstellung. Ich persönlich halte diese Interpretation des Befragungsergebnisses für plausibel, jedenfalls im westlichen Kulturkreis und vielleicht sogar weltweit.[10]

Geld ist eines der wichtigsten Zahnräder im Getriebe der Marktwirtschaft und steht symbolhaft sogar für das gesamte marktwirtschaftliche System. Befragungen der Bevölkerung haben gezeigt, dass die Bürger in den meisten

10 Natürlich liefert dieses Umfrageergebnis keinen »Beweis« dafür, dass unter den Befragten tatsächlich ein kausaler Zusammenhang zwischen vermeintlicher »Geldfeindlichkeit« (Ursache) und Einkommensniveau (Wirkung) bestand. Denkbar wäre auch, dass die Kausalität in die entgegengesetzte Richtung läuft: Menschen mit hohem Einkommen finden das Bibelzitat »falsch«, weil sie ein hohes Einkommen haben. Wer sich auf anspruchsvolle Weise mit der Psychologie und Soziologie der Voraussetzungen des Reichwerdens auseinandersetzten möchte, dem sei das Buch von Rainer Zitelmann »Psychologie der Superreichen« (2017) empfohlen.

westlichen Ländern, die deutschsprachigen eingeschlossen, mehrheitlich eine kritische bis ablehnende Einstellung zur Marktwirtschaft haben. Der Historiker Rainer Zitelmann berichtet im ersten Kapitel seines lesenswerten Buches *Der Kapitalismus ist nicht das Problem, sondern die Lösung* (2018) von mehreren solcher Umfragen in Deutschland und den USA (ebenso Issing 2014).

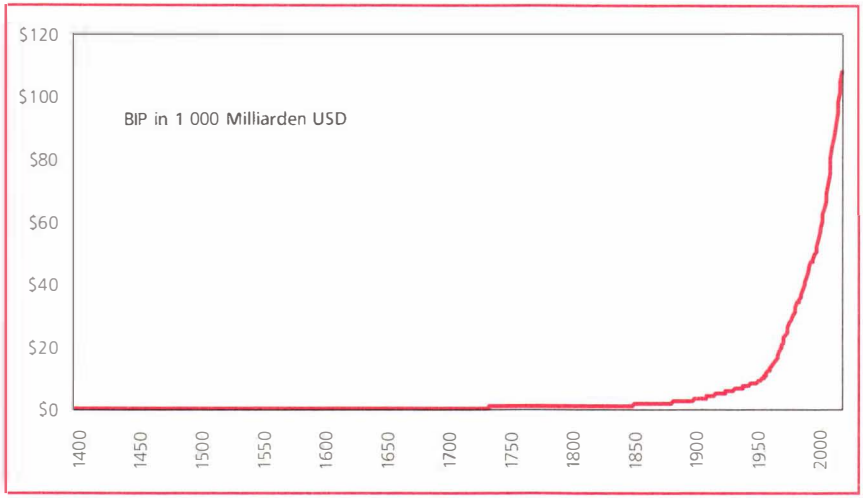
Diese Umfrageergebnisse stimmen aus zwei Gründen nachdenklich. Zum einen, weil auf der Ebene des einzelnen Bürgers eine geld- oder marktwirtschaftsfeindliche Einstellung bei der persönlichen Vermögensbildung eher schädlich sein dürfte. Das ist die Kernthese dieses Abschnitts, und darauf komme ich weiter unten noch zu sprechen. Zum anderen, weil auf der Ebene der Gemeinschaft damit eine ablehnende Haltung zu ausgerechnet demjenigen Wirtschaftssystem zum Ausdruck kommt, das wie kein anderes bitterste Armut beseitigt, Wohlstand auf breiter Front geschaffen und das Los der Schwachen verbessert hat.

Die moderne Marktwirtschaft – von ihren sozialistischen Gegnern seit jeher mit dem Klassenkampfbegriff »Kapitalismus« diffamiert – entstand vor ungefähr 220 Jahren. Das geschah, weil damals etwa zeitgleich zwei welthistorische Umwälzungen in den westlichen Ländern (Europa, Nordamerika, Australien, Neuseeland und Japan) einsetzten: die industrielle Revolution und der Anfang des langsamen Niedergangs des antimarktwirtschaftlichen, religiös legitimierten Feudalismus (Bernstein 2004). Die Geburt der modernen Marktwirtschaft am Beginn des 19. Jahrhunderts initiierte einen weltgeschichtlich nie dagewesenen bis heute andauernden Anstieg des Wohlstandes und anderer Indikatoren von Lebensqualität der Weltbevölkerung. Das illustrieren die beiden Abbildungen 2 und 3. Diese dramatische Verbesserung für die Menschheit schließt natürlich die arme Hälfte der Weltbevölkerung ein.

Wie Abbildung 2 zeigt, wuchs das globale ➔ Bruttoinlandsprodukt (BIP) in den 421 Jahren von 1400 bis zum Jahr 1820 – also einer Zeit ohne Marktwirtschaft im modernen Sinne – nur ganz, ganz langsam und zwar mit einer kümmerlichen durchschnittlichen Wachstumsrate von 0,27% pro Jahr. Selbst dieser Kriechgang ist noch nach unten zu relativieren, weil fast alles davon auf bloßes Bevölkerungswachstum zurückgeht.[11] Auf Pro-Kopf-Basis wäre das Wachstum nur wenig über null gewesen. Dazu sind aber auf globalem Level keine eigenen Daten verfügbar.

11 In den 1400 Jahren von Christi Geburt bis ins Jahr 1400 war das BIP-Wachstum sogar noch geringer, weswegen ich darauf verzichtet habe, diese Zahlen in der Grafik zu zeigen. Die BIP-

Abbildung 2: Anstieg des globalen Bruttoinlandprodukts (BIP) von 1400 bis 2015 in »Internationalen US-Dollar von 2011«



► Quelle: www.ourworldindata.org. ► Das → Bruttoinlandsprodukt drückt die jährliche volkswirtschaftliche Wertschöpfung aus. ► Die Recheneinheit »Internationale Dollar von 2011« (auch »Geary-Khamis-Dollar 2011« genannt) ist ein »künstlicher« Wechselkurs, der Zahlen in unterschiedlichen Währungen kaufkraftmäßig vergleichbar macht (siehe deutsche Wikipedia, Stichwort »Internationaler Dollar«). Diese Zahlen kann man nicht exakt mit aktuellen US-Dollars von 2017 vergleichen. In aktuellen US-Dollar wären sie methodenbedingt etwas niedriger.

Mit der Entstehung der modernen Marktwirtschaft ab etwa 1800 in den westlichen Ländern setzte erstmals in der Geschichte der Menschheit eine dauerhafte Verbesserung der in den vorherigen Jahrtausenden ebenso unsäglichen wie normalen Verhältnisse für die »unteren 99%« der Menschheit ein. In den rund 150 Jahren von 1870 bis 2016 wuchs das weltweite Bruttoinlandsprodukt pro Kopf um etwa 1,7% per annum.[12] In den rund 2000 Jahren vor 1800 hatte diese Wachstumsrate dagegen nur marginal über null gelegen. Bei einer jährlichen Wachstumsrate von 1,7% dauerte eine Verdoppelung des Haushaltseinkommens nur noch etwa 47 Jahre, also etwas mehr als eine menschliche Generation. Zum ersten Mal nach Tausenden von Jahren wirtschaftlichem Fast-Stillstand konnten

Entwicklung wäre in Abbildung 2 einfach nur eine nahezu horizontale Fortsetzung der Linie links vom Jahr 1400 über 1400 Jahre bis ins Jahr 1 gewesen.

12 Vor 1870 sind keine hinreichend genauen BIP-pro-Kopf-Daten auf globalem Level verfügbar.

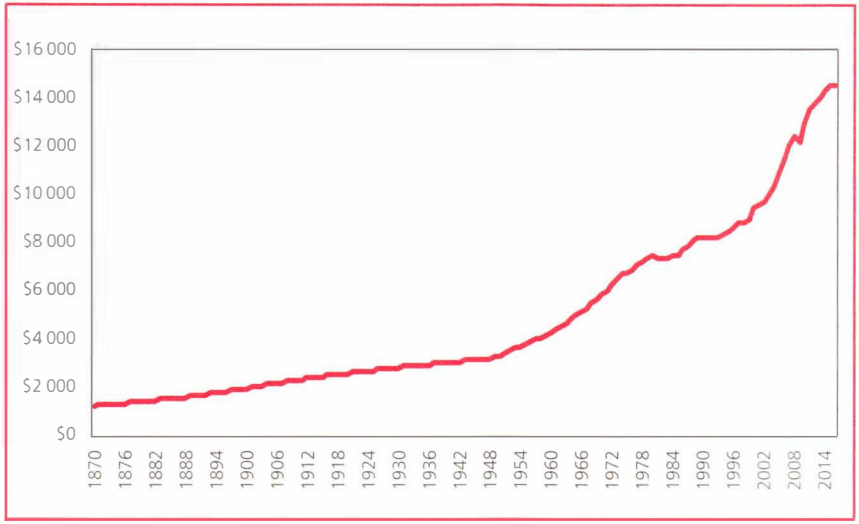
Eltern nun darauf hoffen, dass es ihren Kindern einmal besser gehen würde als ihnen selbst. Gerade in den letzten rund drei oder vier Jahrzehnten hat diese fundamentale Verbesserung nicht nur die westlichen Länder, sondern auch Entwicklungsländer erfasst.

Das Bruttoinlandsprodukt ist eine »Stromgröße«, wie es das Gehalt eines Arbeitnehmers ist. Es ist keine Maßzahl für Vermögen oder Wohlstand – das sind Bestandsgrößen. Wirklich verlässliche Daten zu Vermögen und Wohlstand auf der Ebene der Weltbevölkerung existieren jedoch erst für die Zeit ab etwa 1970. Deswegen verwenden wir das BIP pro Kopf als groben Ersatzindikator für wirtschaftlichen Wohlstand, so wie das häufig geschieht. Aus diesem folgern wir, dass bis zum Jahr 1800 etwa 99% der Weltbevölkerung auf einem Wohlstandsniveau *unterhalb* dessen lebte, was die UN (Vereinte Nationen) heute als »extreme Armut« definiert. Angesichts dessen nimmt es nicht Wunder, wenn der britische Philosoph Thomas Hobbes die Existenz des Menschen 1651, also vor Beginn von echtem wirtschaftlichem und politischem Fortschritt, der mit der Marktwirtschaft ab etwa 1800 einsetzte, in seinem Hauptwerk *Leviathan* als »solitary, poor, nasty, brutish, and short« beschrieb (einsam, arm, scheußlich, brutal und kurz). Ab etwa 1800, dank der sich dann entwickelnden Marktwirtschaft, veränderten sich die Verhältnisse endlich dauerhaft und dramatisch zum Besseren wie die beiden Abbildungen 2 und 3 illustrieren.

Aber nicht nur in Bezug auf das Einkommen verbesserte die moderne Marktwirtschaft von Beginn an das Los der Menschheit. Nachfolgend nenne ich nur einige wenige andere Indikatoren für Lebensqualität, die sich in der Vergangenheit drastisch verbessert haben.

- Der Anteil der Weltbevölkerung, der nach der Definition der Vereinten Nationen in »extremer Armut« lebt, ging von 94% im Jahr 1820 auf 10% im Jahr 2015 zurück. Das ist ein doppelter Sieg, weil trotz wachsender Weltbevölkerung auch die absolute Zahl der sehr Armen seit 1970 sinkt.
- Der Anteil der Weltbevölkerung, der nach der Definition der FAO (Food and Agriculture Organization) der Vereinten Nationen (UN) unterernährt ist, sank von 19% im Jahr 1991 (frühere Daten nicht verfügbar) auf 11% in 2015.
- Die Lebenserwartung bei der Geburt eines durchschnittlichen Weltbürgers betrug im Jahr 1820 traurige 29 Jahre gegenüber 71 Jahren in 2015. (Die

Abbildung 3: Anstieg des inflationsbereinigten globalen Bruttoinlandsprodukts (BIP) pro Kopf von 1870 bis 2016 (147 Jahre) in »Internationalen US-Dollar von 2011«



► Quelle: www.ourworldindata.org ► Das → Bruttoinlandsprodukt pro Kopf drückt die jährliche volkswirtschaftliche Wertschöpfung pro Person aus. ► Zur Recheneinheit »Internationale Dollar von 2011« siehe Anmerkungen zur Abbildung 2. ► Für die Jahre vor 1950 basieren die Daten teilweise auf linearer Interpolation.

Lebenserwartung eines Deutschen betrug im Jahr 1820 41 Jahre, im Jahr 2015 81 Jahre.) Diesen Zugewinn an Lebenschancen für die ganze Menschheit hat letztlich die Marktwirtschaft ermöglicht, denn ohne sie gäbe es nicht die finanziellen Mittel, die notwendig sind, um moderne Medizin zu bezahlen.

- Der Anteil der Erwachsenen, die mindestens elementare Kenntnisse in Lesen und Schreiben besitzen, nahm von etwa 10% im Jahr 1820 auf 86% im Jahr 2015 zu. Der Anteil der Mädchen, denen wenigstens eine Grundschulausbildung zuteilwird, stieg von 65% im Jahr 1970 auf 90% im Jahr 2015 (weiter zurückreichende Daten nicht verfügbar).

Für wen das alles unglaubwürdig und übertrieben klingt, den bitte ich, das brillante und äußerst lesbare Buch *Factfulness* des schwedischen Arztes und Statistikers Hans Rosling zu lesen, das 2018 erschien. Rosling präsentiert nicht nur die statistischen Daten, die den in gewisser Weise beinahe unglaublichen globalen wirtschaftlichen Aufschwung in den vergangenen 200, 100 und 50 und

20 Jahren belegen, sondern erklärt auch, warum wir alle stattdessen glauben, der Zustand der Welt verschlimmere sich von Jahr zu Jahr.

Natürlich existieren unter den gut 200 Ländern der Welt noch einige, die nur wenig an diesem globalen Fortschritt teilhaben. Das hat fast immer mit Krieg, Bürgerkrieg, Korruption, Misswirtschaft oder von der Obrigkeit verschuldeter Rückständigkeit in diesen Staaten zu tun, einschließlich der Unterdrückung von Frauen. Diese schlimmen Umstände bedeuten regelmäßig die Abwesenheit oder einen eklatanten Mangel an Marktwirtschaft. Das gilt sowohl für die ärmsten Länder Afrikas, in denen Tribalismus und kleptokratische Herrscher freien marktwirtschaftlichen Wettbewerb in einem rechtstaatlichen Rahmen verhindern als auch für große Teile der islamischen Welt, in der religiöses Dogma der Entfaltung marktwirtschaftlicher Prinzipien im Weg steht oder für die verbleibenden armen sozialistischen »Inseln« wie Venezuela, Kuba und Nordkorea.

Anschaulich zeigt das seit rund 30 Jahren der jährlich aktualisierte *Index of Economic Freedom* (Index der wirtschaftlichen Freiheit) der amerikanischen Heritage Foundation (*www.heritage.org*). Die ärmsten Länder sind regelmäßig diejenigen mit geringer wirtschaftlicher Freiheit, also wenig Marktwirtschaft, jedenfalls wenn man Marktwirtschaft so definiert, wie es Wirtschaftswissenschaftler tun: einigermaßen freies Wirken von Angebot und Nachfrage, Schutz privater Eigentumsrechte durch den Staat, Rechtsstaatlichkeit, Berufsfreiheit, Gewerbefreiheit und Niederlassungsfreiheit für die ganze Bevölkerung, nicht nur für eine kleine Elite. Die gesetzliche Einschränkung der freien Berufswahl von Frauen in vielen islamischen Ländern ist ein Beispiel für die Einschränkung einer dieser Freiheiten, und sie wirkt natürlich enorm wachstums- und wohlstandshemmend.

Warum sehen wir den Zustand der Welt und die Leistungen der Marktwirtschaft so viel negativer, als es meine kurze Bestandsaufnahme des ökonomischen Fortschrittes in den vergangenen 200 Jahren nahelegt? Vielfach hat unser mit Fakten kaum zu rechtfertigender, weit verbreiteter Pessimismus damit zu tun, dass wir nicht die langfristigen Trends und die Situation der Welt als Ganzes betrachten, sondern uns über unsere Medien fast ausschließlich über kurze Zeitfenster, die Verhältnisse in einem einzelnen Land oder Einzelschicksale informieren. Nicht zuletzt ist die Medienberichterstattung stark negativ geprägt, weil sich schlechte Nachrichten besser verkaufen als gute Nachrichten – wahrscheinlich, weil wir es so wollen.

So sehr dieser chronische Tunnelblick in vielen Fällen verständlich sein mag, so wenig erlaubt er uns, das große Ganze zu sehen. Doch nur wenn wir auch das kennen, können wir die fundamentalen Verhältnisse und langfristigen Trends in der Welt richtig einschätzen. Und diese Einschätzung hat meines Erachtens weitreichende Implikationen dafür, wie Sie Geld anlegen.

Um das traditionelle Ungleichgewicht in den Medien in Richtung »schlechte Nachrichten« und Tunnelblick zu illustrieren, möchte ich Ihnen eine rhetorische Frage stellen:

Wie oft haben Sie in den vergangenen zehn Jahren die folgende Schlagzeile in der *Tagesschau*, im *heute journal,* in Ihrer Tageszeitung oder Ihrem sonstigen bevorzugten Nachrichtenmedium gehört oder gelesen?

»Schon wieder ist ein Jahr vergangen, in dem die Kindersterblichkeit global gefallen ist, mehr Menschen denn je Zugang zu sauberem Trinkwasser haben und das reale Haushaltseinkommen des ärmsten Drittels der Weltbevölkerung gestiegen ist.«

Die Marktwirtschaft funktioniert – trotz ihres miserablen Rufs. Sie funktioniert seit 200 Jahren, und sie funktioniert besser als jede denkbare Alternative. Ohne die Marktwirtschaft könnte ein großer Teil der heute lebenden Weltbevölkerung buchstäblich nicht überleben, weil die erforderlichen Nahrungsmittel und die notwendige Gesundheitsversorgung mit keinem anderen Wirtschaftssystem für 7,6 Milliarden Menschen erzeugt werden könnten. Die Erfolgsbilanz der Marktwirtschaft ist natürlich nicht perfekt, so wie nichts Menschliches je perfekt sein wird, aber sie ist für alle jene, denen es um Fakten geht und nicht ums Rechthaben oder Ideologie, beeindruckend, und sie steht turmhoch über allen realistischen Alternativen – auch und gerade in der Verbesserung des Loses der Ärmsten.

Die Finanz- und Kapitalmärkte sind ein Kernbaustein der Marktwirtschaft. Sie erlauben es Unternehmen und Staaten, sich Geld in Form von Eigen- und Fremdkapital bei Anlegern zu »borgen« und die Kapitalgeber (Risikoträger) dafür mit Zinsen, Dividenden und Kursgewinnen zu vergüten. Die Finanz- und Kapitalmärkte sind kein »Casino«, wie das gerne und oft dargestellt wird, und sie arbeiten tausendmal besser, aber auch tausendmal profaner als es in Hollywood, in der *Tagesschau*, in der *FAZ* und im Internet dargestellt wird.

Dass Wirtschaftsbosse und »Reiche« genauso wie Angehörige der Mittelschicht oder der armen Unterschicht oft unethisch oder illegal handeln, hat nichts mit der Marktwirtschaft zu tun, sondern ist Teil der »Human Condition«. Ähnliches gilt für die banale Tatsache, dass geldgierige oder habgierige Menschen uns im Allgemeinen unsympathisch erscheinen. Unethisches oder illegales Handeln und »materialistische« Persönlichkeitsmerkmale würden in jedem anderen Gesellschafts- oder Wirtschaftssystem ebenfalls auftreten; vermutlich noch viel stärker.

Mit diesem Plädoyer pro Marktwirtschaft will ich keinen Leser von seiner Weltanschauung abbringen. Das wäre ohnehin aussichtslos. Ich versuche lediglich zu zeigen, dass die Marktwirtschaft nicht das »amoralische, böse System« ist, als das sie die Medien, viele »Intellektuelle« und ein beträchtlicher Teil der öffentlichen Meinung gewohnheitsmäßig darstellen.

Ich bin davon überzeugt, dass die »geldfeindliche« oder von »wirtschaftlicher Resignation« geprägte Einstellung mancher Mitbürger, die sich in der am Anfang dieses Abschnittes zitierten Gallup-Umfrage andeutet, direkt oder indirekt mit ihrer negativen Sicht der Marktwirtschaft zusammenhängt. Andere persönliche Ursachen mögen auch zur geldfeindlichen Einstellung beitragen. Wer jedoch schon den volkswirtschaftlichen Rahmen, in dem sich die Kapitalmärkte abspielen, für amoralisch oder ein Casino hält, der wird tendenziell kein Interesse an Aktien und Anleihen entwickeln. Dieses Desinteresse am Investieren schmälert die Wahrscheinlichkeit, Erfolg in der langfristigen Vermögensbildung zu haben.

Dass Geld (oder »Reichtum«) nicht glücklich mache, ist ohnehin ein längst widerlegtes Oma-Sprüchlein. Geld oder »mehr Geld« führt natürlich nicht linear, ausnahmslos und unmittelbar zu mehr Zufriedenheit oder Glücksempfinden im Leben, aber innerhalb eines gegebenen Kulturkreises oder Landes korreliert »mehr Geld« klar positiv mit mehr Lebenszufriedenheit (In den 1970er Jahren hatte der amerikanische Wirtschaftswissenschaftler Richard Easterlin Forschungsergbnisse publiziert, die den fehlenden Zusammenhang zwischen steigendem Einkommen – nicht Vermögen – und subjektivem Glücksempfinden belegen sollten. Spätere Forschung hat die Easterlin-Ergebnisse widerlegt – exemplarisch hierzu Stevenson/Wolfers 2013 und Diriwaechtera/Shvartsman 2018).

Die Überschrift dieses Abschnittes lautete: »Machen Sie Geld zu Ihrem Freund.« Einen Freund muss man gut behandeln. Tut man das, wird er einem über Jahre und Jahrzehnte doppelt und dreifach das zurückgeben, was man ihm

vorher gegeben hat. Wenn Ihre Einstellung zu Geld und im weiteren Sinne zur Marktwirtschaft positiv ist, erhöhen Sie – ich glaube dramatisch – Ihre Chancen, dass es »zu Ihnen kommt«.[13] Wenn Sie Geld hingegen offen oder tief in Ihrem Innern verabscheuen, wird es Ihre Gesellschaft meiden. Das wäre schade, denn Geld und die es umgebende Marktwirtschaft sind nicht verwerflich. Im Gegenteil: Mit Geld kann man sich selbst und anderen Gutes tun. »Geld ist der Schlüssel zur Freiheit«, sagte einst Coco Chanel (1883–1971), die große französische Modeschöpferin und Frauenrechtlerin. Sie hatte Recht.

Der Rest dieses Buches zeigt Ihnen, wie Sie auf simple und herrlich nüchterne Weise Ihr vorhandenes Geld schützen und langfristig sogar mehr daraus machen können.

Aktuelle Literatur zur Marktwirtschaft und zu den Errungenschaften, die sie für die Menschheit gebracht hat, sowie Napoleon Hills Klassiker:

- Hill, Napoleon: *Denke nach und werde reich* (2018) – Original von 1937
- Norberg, Johan: *Progress: Ten Reasons to Look Forward to the Future* (2017)
- Pinker, Steven: *Aufklärung jetzt: Für Vernunft, Wissenschaft, Humanismus und Fortschritt* (2018)
- Ridley, Matt: *The Rational Optimist* (2011)
- Rosling, Hans: *Factfulness: Wie wir lernen, die Welt so zu sehen, wie sie wirklich ist* (2018); zu dem Buch gehört die wunderbare Website: *www.gapminder.org*
- Goetzmann, William: *Money Changes Everything. How Finance Made Civilization Possible* (2017)
- Zitelmann, Rainer: *Der Kapitalismus ist nicht das Problem, sondern die Lösung* (2018)

Wenn Sie nur eines dieser Bücher lesen wollen, lesen Sie das von Rosling. Ich möchte fast garantieren, dass es Ihre Weltsicht verändern wird. Wenn Sie nur zwei lesen wollen, dann die Bücher von Rosling und Zitelmann. Die Website *www.ourworldata.org*, die von dem deutschen Wirtschaftswissenschaftler Max Roser an der Oxford University betrieben wird, ist ebenfalls eine exzellente Quelle für solche Informationen.

13 Praktisch die gesamte, ungeheuer umfangreiche »Denke dich reich«-Ratgeberliteratur basiert auf diesem Axiom (»Wer Geld verabscheut, den wird es meiden.«). Das wohl erste und bis heute weltweit erfolgreichste dieser Bücher ist Napoleon Hills *Denke nach und werde reich* von 1937.

3.2 Prinzip 2: Schulden sind tabu (mit drei Ausnahmen)

»Meine Schulden verbittern mir das Leben, und bei dieser Seelenlage ist es ganz und gar um [meine] schriftstellerische Tätigkeit getan.«

Friedrich Schiller, 1759–1805, einer der größten deutschen Dichter und Schriftsteller

Wer als Privathaushalt langfristig Vermögen bilden möchte, für den müssen Schulden, also Kredite, tabu sein. Das mag in einer Gesellschaft des »I want it all, and I want it now« ziemlich unsexy klingen, ist aber so. Schulden unterminieren die Fähigkeit, Vermögen zu bilden, aus zwei Gründen: Schulden kosten laufend Geld (Zinsen), und sie dienen sehr häufig dazu, Dinge anzuschaffen, die man nicht wirklich braucht oder die man noch nicht anschaffen sollte. Eigentlich ist all das trivial, aber in unserer konsumorientierten Gesellschaft sind Schulden trotzdem seuchenartig verbreitet (Bundesbank, ohne Autor, 2017). In den meisten Fällen führen Schulden natürlich nicht in die Schuldenberatung oder den Privatkonkurs. Dennoch haben sie fast immer eine toxische Auswirkung auf unseren langfristigen Erfolg bei Vermögensbildung und Altersvorsorge.

Die einzigen beiden Ausnahmen von dieser Grundregel sind Immobilienkredite und Kredite zur Finanzierung eines, sagen wir mal, »ausreichend lukrativen Studiums«, mithin eine Investition in Ihr »Humankapital« (siehe dazu Abschnitt 3.4). Mit »ausreichend lukrativem Studium« sind Fächer gemeint, bei denen die Berufschancen am Studienbeginn mindestens durchschnittlich eingeschätzt werden. Beispiele für Disziplinen, auf die das beinahe sicher nicht zutrifft, sind Soziologie, Ethnologie, Kunstgeschichte und einige andere Sozial- oder Geisteswissenschaften. Eine dritte mögliche Ausnahme behandle ich hier aus Platzgründen nicht: Existenzgründerkredite. Sie sind ein Sonderfall, dessen Berücksichtigung den Rahmen dieses Buches sprengen würde.

Immobilienkredite und Studienkredite sind beides »Investmentschulden«. Mit ihnen finanziert man »Investments« oder ➔ »Assets«, die voraussichtlich langfristig einen Ertrag abwerfen, der höher sein kann als die Kreditzinsen. Außerdem sind die Zinsen für diese zwei Kreditarten in der Regel weit, weit niedriger als die Zinssätze für Konsumschulden. Investmentschulden sind »gute« Schulden. Sie sind das Gegenstück zu den »bösen« Konsumschulden.

Mit Konsumschulden wird Konsum finanziert, wie zum Beispiel Kleidung, Möbel, Unterhaltungselektronik, Ausgehen, Urlaubsreisen und generell Lebenshaltungskosten. All diesen Dingen oder Aktivitäten ist gemeinsam, dass sie ihren wirtschaftlichen Wert sofort oder quasi sofort nach Erwerb verlieren und keine langfristigen Erträge generieren, wie das bei Immobilien oder Humankapital der Fall ist. Grundsätzlich gilt: Über Schulden finanzierter Konsum reduziert Ihre Fähigkeit, langfristig Vermögen zu bilden.

Infobox: Gesetzliche Einlagensicherung (staatliche Einlagensicherung)

Kontoguthaben bei Banken (Girokonten, Sparbücher, Festgelder, Termingelder und Tagesgelder) können ausfallen, wenn die kontoführende Bank in wirtschaftliche Schwierigkeiten gerät, was weltweit in den vergangenen zwei Jahrhunderten bei Tausenden von Banken geschah; besonders häufig war das in den letzten 30 Jahren der Fall. In Deutschland ist die Einlagensicherung durch das Einlagensicherungs- und Anlegerentschädigungsgesetz geregelt. Geschützt sind 100% der Einlagen bei deutschen Banken und Kreditinstituten bis zum Maximalwert von 100 000 Euro pro Kunde und Bankinstitut. Geschützte Kunden sind Privatkunden sowie kleinere und mittlere Unternehmen. Auf alle üppigeren Versprechen des »privaten« Einlagenschutzes der Banken, unabhängig vom Typus der Bank (private Bank, Sparkasse oder genossenschaftliche Bank), besteht kein gesetzlicher Rechtsanspruch und bei einer systemischen Bankenkrise wie 2008/2009 dürften diese privaten Systeme nur sehr begrenzt helfen. Daher sollte man Bargeldanlagen bei Banken stets nur bis zur Maximalhöhe von 100 000 Euro halten. Wer mehrere Bargeldanlagen bei Banken tätigen will, sollte sie auf mehrere unterschiedliche Banken verteilen. Die Filiale München und die Filiale Rosenheim der Bank XYZ sind jedoch keine unterschiedlichen Banken in diesem Sinne. Auslandsfilialen einer deutschen Bank unterliegen nicht der deutschen gesetzlichen Einlagensicherung. In Deutschland befindliche Filialen einer ausländischen Bank sind von der deutschen gesetzlichen Einlagensicherung gedeckt. In den meisten Mitgliedsländern der EU besteht eine ähnliche, aber nicht unbedingt identische Einlagensicherung wie in Deutschland. In der Schweiz existiert bisher keine gesetzliche Einlagensicherung auf Bundesebene. Keinesfalls sollte man Guthaben in nicht trivialer Höhe bei EU-Banken halten, deren Stammsitzland ein Bonitätsrating (→ Rating) hat, das unter AA– (beziehungsweise Aa3) liegt. Lesenswert ist der Eintrag »Einlagensicherung« bei Wikipedia. Wertpapieranlagen einschließlich Investmentfondsanlagen auf einem Bankdepot sind nicht vom Einlagenrisiko betroffen, denn im Konkursfall der Bank fallen diese Investments – im Unterschied zu den Kontoguthaben – nicht in die Konkursmasse der Bank. Für Wertpapiere und Fondsanlagen ist die Bank im Normalfall lediglich eine Verwahrstelle für das Vermögen des Kontoinhabers.

Konsumschulden werden in wohlhabenden Ländern wie Deutschland, Österreich und der Schweiz nicht gemacht, »weil wir kein Geld haben«. Wenn wir ehrlich zu uns sind, dann werden sie gemacht, weil wir nicht warten wollen, bis wir genug eigene Mittel (Eigenkapital) zur Finanzierung unseres Konsumwunsches angespart haben. Konsumschulden sind die Begleiterscheinung von »nicht warten können«, sie sind der Fluch der Ungeduld. Die legendären »Marshmallow-Experimente« des amerikanischen Psychologen Walter Mischel Ende der 1960er und Anfang der 1970er Jahre illustrieren, wie die Unfähigkeit, Konsum auch nur Sekunden oder Minuten hinauszuschieben, bei Kleinkindern wirtschaftlichen Erfolg im Erwachsenendasein prognostiziert (englische Wikipedia, Stichwort »Stanford marshmallow experiment«).

Ich will damit nicht sagen, dass Geld für Konsum auszugeben, immer schlecht ist. Ich sage allerdings, dass kreditfinanzierter Konsum schlecht ist, ganz schlecht sogar. Vermeiden Sie ihn auf Teufel komm raus, denn er korrodiert ihre Fähigkeit, Vermögen zu bilden und Altersvorsorge zu treffen – objektiv in Bezug auf die nackten Zahlen, aber auch subjektiv in Bezug auf Ihre Motivation und Ihren Seelenfrieden.

Wohlhabende Menschen können mehr konsumieren, weil sie Vermögen haben. Um aber wohlhabend zu werden, muss man zunächst Konsumwünsche in die Zukunft verschieben, also sparen – es sei denn, man gehört zu den wenigen Glückspilzen, die reich geboren wurden.

Zum Schluss noch drei ganz praktische Merker zum Thema Schulden:

- Zu den schlechtesten aller Schulden gehören Kreditkartenschulden und Dispokreditschulden. »They are evil« könnte man neudeutsch sagen, sie sind des Teufels. Zum einen sind ihre Zinskosten exorbitant hoch (bis zu 20% p.a.[14]) und zum anderen können sie – wie Ratgeberbücher zum Thema »schuldenfrei werden« hervorheben – auf lange Sicht schlimme mentale Auswirkungen haben.
- Schulden machen oder haben und gleichzeitig Geld zu investieren, ist fast immer eine vermögensschädliche Vorgehensweise (➔ SIMIE (2018), Abschnitt 7.1).[15] Auch die Rendite selbstgenutzter Wohnimmobilien war in der Vergan-

14 P.a. steht für »per annum« (dt. jährlich).

15 Im weiteren Verlauf des Buches verweise ich an zahlreichen Stellen auf zusätzliche Erläuterungen in meinem längeren Buch *Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs – Wie Sie das Spiel gegen die Finanzbranche gewinnen* (2018). Um hier Platz zu sparen und nicht immer den langen Titel wiederholen zu müssen, kürze ich diese Verweise mit »➔ SIMIE (2018)« ab.

genheit tendenziell umso höher, je geringer der Fremdfinanzierungsanteil war. In meinen Büchern *Kaufen oder mieten* (2016) und *Immobilienfinanzierung für Selbstnutzer* (2017) präsentiere ich historische Daten, die das für Deutschland in den gut viereinhalb Jahrzehnten seit 1970 belegen. Für die USA zeigen eine Reihe wissenschaftlicher Studien ein ähnliches Ergebnis. In Abschnitt 3.11 nenne ich einige dieser Untersuchungen. Tilgen Sie Ihre Schulden also zuerst, bevor Sie anfangen zu sparen und zu investieren.

- Mancher Kauf beinhaltet Schuldenmachen, sieht aber auf den ersten Blick nicht danach aus. Dazu gehört der typische 24-Monate-Mobiltelefonvertrag, und dazu gehören Kfz-Leasing oder Kfz-Kredite. Im autoverrückten Deutschland werden annähernd 40% aller Autokäufe (neu und gebraucht) via Leasing oder Kredit finanziert. Viele Autonarren reden sich die in Wirklichkeit unattraktiv teure Finanzierung über Auto-Leasing oder Autokredit deswegen schön, weil sie nur auf Pump sofort an ihren Traumwagen gelangen. Dann werden von den vielen finanziellen Variablen, die hier mit hineinspielen, einige bewusst oder unbewusst ausgeblendet und andere verzerrt oder ganz falsch eingeschätzt. Besonders gerne übersehen die Schuldenmacher, dass beim Barkauf (Eigenkapitalkauf) ein weit höherer Rabatt auf den so genannten Listenpreis gewährt wird als bei »Finanzierung«. Selbst der größte Autolobby-Club der Welt, der ADAC, gibt zu, dass »Barkaufen« fast immer am billigsten ist (*www.adac.de*, Stichwort »Finanzierung und Leasing«). Ähnlich sieht es bei Mobiltelefonie aus. Mit seltenen Ausnahmen ist es finanzmathematisch billiger, das Mobiltelefon selbst zu kaufen und einen Mobilfunkvertrag ohne Grundgebühr abzuschließen (siehe zum Beispiel die Webseite *www.finanztip.de*, Stichwort »Handy«).

Fazit

Der erste und in mancherlei Hinsicht vielleicht sogar wichtigste einzelne Schritt zur langfristig erfolgreichen Vermögensbildung und Altersvorsorge könnte nicht simpler sein: So schnell wie möglich runter von den Schulden, wenn welche da sind. Wenn keine da sind: Gratulation!

Dann gilt für die Zukunft: Niemals Schulden machen, auch nicht für sechs Wochen via Dispokredit. Die einzigen sinnvollen Gründe für Schulden, die nicht aus blanker Not

resultieren, sind Immobilienfinanzierungen, Studienkredite im Falle eines »lukrativen Studienfaches« und in manchen Fällen auch Existenzgründerschulden.

3.3 Prinzip 3: In jedem Quartal gilt: Einnahmen > Ausgaben

»Unter seinen eigenen Mitteln zu leben, ist die ultimative Finanzstrategie.«

Jack Brennan, ehemaliger Vorstandsvorsitzender der Vanguard Group, der zweitgrößten Fondsgesellschaft der Welt

Dieser Abschnitt ist einer der kürzesten und umstandslosesten im ganzen Buch. Er besteht aus zwei Regeln, die – wenn man das Ziel verfolgt, erfolgreich langfristig Vermögen zu bilden – (a) unmittelbar einleuchten, (b) sehr einfach sind, (c) gut wirken und (d) trotzdem von einem hohen Prozentsatz aller Haushalte missachtet werden.

Regel 1: Tolerieren Sie kein Kalenderquartal, in dem Sie (oder Ihr Haushalt) mehr für Konsum ausgeben, als Sie einnehmen. Einzelne Monate mit Ausgaben > Einnahmen sind erlaubt, solange die Regel im Kalenderquartal eingehalten wird. Konsum ist alles, was keine Investition in einen sofort oder später Ertrag produzierenden Vermögenswert repräsentiert – siehe die Ausführungen im vorigen Abschnitt.

Regel 2: Wenn Sie eine Gehaltserhöhung von 100 Euro netto pro Monat erhalten, dann erhöhen Sie Ihre monatliche Sparleistung um mindestens 30 Euro. Mit anderen Worten: Von jedem zusätzlichen Euro Nettoeinkommen werden Sie sich mit maximal 70 Cent zusätzlichem Konsum belohnen und mindestens 30 Cent sparen, das heißt investieren oder zusätzlich Schulden tilgen.

Diese beiden schlichten Regeln werden auf lange Sicht stark dazu beitragen, dass Sie erfolgreich Vermögen bilden, ohne allzu unangenehme, gefühlte Einschränkung. Sie können anfänglich, wenn Sie mit diesen beiden Regeln star-

ten, sogar Ihr gesamtes Einkommen für Konsum ausgeben, wenn Sie den Eindruck haben, dass »es mit weniger nicht geht«. Sie müssen in dieser Hinsicht also nicht zu sehr knausern, dürfen aber auch nicht mehr ausgeben, als Sie einnehmen. Ferner unterwerfen Sie sich mit Regel 2 einem selbst auferlegten »positiven Zwangssparvertrag«, ähnlich wie beim Kauf einer selbstgenutzten Immobilie auf Kredit: Von jedem zusätzlichen Euro Einkommen in der Zukunft werden Sie mindestens 30% sparen. Ihre Konsumausgaben nehmen damit stets langsamer zu als Ihr Einkommen. So werden zwei Dinge steigen: Ihr Lebensstandard und ihre Aussicht auf erfolgreiche Vermögensbildung und Altersvorsorge.

3.4 Prinzip 4: Humankapital – Ihr größtes Asset verstehen

»Humankapital ist die ertragreichste aller Kapitalformen.«

Jean-Philippe Delsol, französischer Jurist und Ökonom in dem Buch Anti-Piketty: Capital for the 21st Century

Humankapital ist der ➔ Gegenwartswert (Barwert) des noch nicht erhaltenen Arbeitseinkommens, das eine Person oder ein Haushalt voraussichtlich bis zum Ruhestand beziehen wird. Der amerikanische Wirtschaftswissenschaftler Gary Becker erhielt 1992 den Wirtschaftsnobelpreis unter anderem für seine bahnbrechenden Forschungen zum Konzept des Humankapitals. (Die Erklärung des Wortes »Humankapital« zum »Unwort des Jahres« im Jahr 2004 in Deutschland ist ein Beispiel für ökonomische Ahnungslosigkeit, gepaart mit übereifriger politischer Korrektheit.)

Alles Gehalt, das der Haushalt in der Vergangenheit bereits erhielt und nicht verkonsumierte oder verschenkte, hat er definitionsgemäß in Finanzkapital verwandelt – mit anderen Worten: gespart. Bei einem typischen 30-Jährigen mag Humankapital (»HK«) 95% seines Gesamtvermögens ausmachen, bei einem 65-Jährigen, der nicht mehr arbeitet, liegt dieser Wert nahe bei null. Bei sehr wohlhabenden Personen hat HK im jungen Alter einen geringeren Anteil.

Das Humankapital eines 30-Jährigen mit normalem oder etwas überdurchschnittlichem Einkommen kann in heutigem Geld (real) schnell eine Million oder zwei Millionen Euro erreichen – noch mehr, wenn man in eher nutzlosen → nominalen Zahlen rechnet. Bei einem durchschnittlichen Arbeitnehmerhaushalt ohne geerbtes Vermögen und mit einem Gehalt und Sparverhalten in der normalen Bandbreite bildet HK selbst noch rund zehn Jahre vor Eintritt in die Ruhestandsphase den größten einzelnen Teil des Nettogesamtvermögens (Humankapital, Finanzkapital einschließlich Immobilien und der → Barwert von Rentenansprüchen zusammengezählt abzüglich aller Schulden).[16] Wer sich nicht sicher ist, welche Annahmen er der HK-Berechnung zugrunde legen sollte, könnte ein pessimistisches, ein mittleres und ein optimistisches Szenario berechnen. Auch dieser Ansatz hat großen Erkenntniswert. Dass die HK-Schätzung von beträchtlicher Unsicherheit geprägt ist, bedeutet keineswegs, dass es nicht lohnt, den Erwartungswert dieses enorm wichtigen Assets zu ermitteln und ein Gefühl für seine Höhe und seine Stellhebel zu entwickeln.

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-Rendite gegenüber einer korrekt gewählten Benchmark (siehe Infobox in Kapitel 4) resultiert. Deswegen vermeidet Buy-and-Hold dieses laufende Trading, denn es hat einen negativen Erwartungswert. Die »eingebauten« Vorteile von Buy-and-Hold sind: (a) niedrigstmögliche laufende Kosten, (b) Steuervorteil (siehe Kapitel 9) und (c) Vermeidung der oft gravierenden Nachteile von Performance-Chasing (siehe Infobox in Abschnitt 3.5), 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 radikalen Buy-and-

16 Mit diesem Rechner eines kanadischen Finanzdienstleistungsunternehmens kann man sein Humankapital schätzungsweise berechnen: http://www.qwema.ca/calc/humancapital.aspx.

Hold-Anleger. Die meisten Eigenheimbesitzer sind bezüglich 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 traditionell gegen Buy-and-Hold, weil es bei ihr zu geringeren Einnahmen führt.

Weil HK für die meisten Haushalte vor Eintritt in den Ruhestand ein so großes und wichtiges Asset ist, sollten all jene unter uns, die sich wünschen, ihren Lebensstandard im fortgeschrittenen Alter beizubehalten, den Wert ihres HKs aktiv managen. Das kann heißen: Gesund leben, seine beruflichen Fähigkeiten auch noch mit über 40 weiterentwickeln und diversifizieren, einen Job haben oder suchen, den man mit 60+ noch ausüben will, einkommenslose Lücken im Zeitablauf minimieren, und so weiter.

Eine ebenso banale wie unbequeme HK-Einsicht ist: Unter sonst gleichen Umständen wird Ihr HK umso niedriger sein, je früher Sie in Rente gehen, sprich kein Einkommen aus Berufstätigkeit mehr produzieren.

Eine andere fundamentale HK-Erkenntnis lautet wie folgt: Für normale Arbeitnehmer ist es nahezu garantiert, dass Renditen aus Investments (Dividenden, Zinsen, Nettomieterträge und Wertsteigerungsgewinne) bei Eintritt in den Ruhestand einen weitaus kleineren Anteil an ihrem Endvermögen haben werden als die reinen Sparraten, die aus Humankapital in Gestalt von nicht verkonsumiertem Gehalt stammen (Kommer/Weis 2018d).

HK hat in den meisten Fällen eine erfreulich niedrige ➔ Volatilität und eine niedrige oder sogar negative ➔ Korrelation zu Aktienrenditen. Das ist der maßgebliche Grund, warum junge Arbeitnehmer oder Haushalte – jedenfalls im Prinzip – eine höhere Aktienquote vertragen als ältere. Selbst wenn 100% ihres Finanzvermögens in Aktien investiert wäre, könnte der Anteil des Aktienportfolios (➔ Portfolio) am Gesamtvermögen einschließlich HK unter 10% liegen. Bei der Festlegung der für Sie passenden ➔ Asset-Allokation (siehe Abschnitt 7.2) sollten Sie idealerweise Ihr HK miteinbeziehen.

Fazit

- Wenn Sie kein hohes sechsstelliges Vermögen erben, geschenkt bekommen oder einen solchen Betrag in der Lotterie gewinnen (zu Lotterien siehe Fußnote 4), dürfte HK bis zu einem Lebensalter von etwa 55 mit großem Abstand ihr wertvollstes Asset sein. Sie sollten versuchen, seinen Wert zu sichern und zu maximieren.
- Wer als normaler Arbeitnehmer glaubt, dass Renditebeiträge aus Vermögensanlagen den größten Teil seines Endvermögens bei Eintritt in den Ruhestand ausmachen werden und er deshalb nicht oder nur wenig auf sein HK angewiesen sei, wird sich voraussichtlich getäuscht sehen. Dafür sind die erzielbaren Sparraten und die realistisch erzielbaren Nettorenditen in allen Asset-Klassen zu niedrig.

3.5 Prinzip 5: Den Erzfeind Interessenkonflikte bekämpfen

»Es ist schwer, einen Mann dazu zu bringen, etwas zu verstehen, wenn sein Einkommen davon abhängt, dass er es nicht versteht.«

Upton Sinclair, 1878–1968, amerikanischer Schriftsteller

Seit mehr als einem Jahrzehnt ist es ein Gemeinplatz in Politik und Medien, dass Interessenkonflikte in der Finanzbranche und in den Medien ein, wenn nicht sogar der zentrale Ursachenfaktor für die vielen Fälle unerwarteter Verluste in Privatanlegerdepots und für offensichtlichen Anlagebetrug sind, von denen wir jahrein, jahraus hören. Darüber hinaus dürften Interessenkonflikte auch Schuld an dürftigen Langfristrenditen tragen.

Trotzdem ist gerade in den deutschsprachigen Ländern in den letzten Jahren wenig passiert, um die »Pest der Finanzindustrie« (Interessenkonflikte) wirksam einzudämmen. Da die Akteure hier aus Eigeninteresse (Finanzbranche und Medien) oder Inkompetenz (Politik) nichts tun, müssen Sie sich als Privatanleger selbst schützen. Dieser Abschnitt sagt Ihnen, wie Sie das tun. Bevor ich damit beginne, sollten wir jedoch noch kurz klären, wie und wo diese Interessenkonflikte entstehen. Interessenkonflikte im Investmentbereich entstehen dann, wenn folgende Konstellation besteht (Ökonomen-Jargon: »Prinzipal-Agent-Konflikt«):

- Ein Dienstleister (das könnte eine Bank, ein Finanzberater oder ein Vermögensverwalter sein) wird für einen Privatanleger (den Auftraggeber) im Anlagebereich tätig.
- Der Dienstleister hat gegenüber dem Privatanleger einen großen fachlichen und/oder prozessualen Informationsvorsprung über den Sachverhalt (Investieren), und es ist für den Privatanleger de facto unmöglich, im Vorhinein oder im Nachhinein diesen Informationsvorsprung durch eigene Recherche auszugleichen.
- Die Höhe der Bezahlung des Dienstleisters variiert mit der Art der Ausführung der Dienstleistung. Dies ist der Fall, wenn die Dienstleistung zum Beispiel aus der Empfehlung eines Wertpapiers X aus mehreren grundsätzlich zur Auswahl stehenden Wertpapieren besteht und die Kompensation des Dienstleisters für die verschiedenen Wertpapiere unterschiedlich ist.

Alle drei Bedingungen liegen im Anlagegeschäft mit Privatkunden von Banken oder »unabhängigen« Finanzberatern und Vermögensverwaltern in den deutschsprachigen Ländern in wohl 99% aller Fälle vor. Das Ergebnis dürfte nicht überraschen: Der Anleger bekommt regelmäßig nicht die für ihn nach wissenschaftlichen Maßstäben objektiv beste Dienstleistung (die Empfehlung des für ihn besten Wertpapiers im oben genannten Beispiel), sondern jene, an der der Dienstleister am meisten oder jedenfalls mehr verdient als an der besten.

Diese Art von letztlich systembedingter vorsätzlicher oder grob fahrlässiger Fehlleistung dürfte jeden Tag zigtausendfach in Deutschland, Österreich und der Schweiz geschehen – oft verbunden mit kurz-, mittel-, oder langfristig dramatischen Kosten oder Schäden für das Vermögen des Anlegers, und trotzdem wird das nur in Ausnahmefällen bemerkt.

Dass es auch anders geht, haben die Länder Großbritannien und die Niederlande gezeigt. Dort wurde die größte Hauptquelle von Interessenkonflikten in der Finanzbranche – das Zahlen von Provisionen (auch Kommissionen, Rückvergütungen oder »Kickbacks« genannt) von Finanzproduktherstellern an Banken, Vermögensverwalter und Finanzberater – vor einigen Jahren mit großen Erfolg fast vollständig verboten. In Deutschland glänzt das Bundesministerium für Justiz und Verbraucherschutz in dieser Hinsicht seit Jahrzehnten durch konsistente Passivität und Inkompetenz.

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. Umgekehrt läuft es nach einem schlechten Fondsjahr: Für gewöhnlich ziehen Privatanleger Geld aus dem entsprechenden Fonds ab. Performance-Chasing ist »prozyklisches Investieren« (»Performance« = engl. Leistung, Rendite). Die neuen Anleger in dem Fonds partizipieren nicht an der guten kürzlichen Rendite, sondern nur an der bevorstehenden Veschlechterung derselben. 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 pro Quartal in amerikanische »Growth-Aktienfonds« (zu dieser Kategorie gehörten damals fast alle Technologieaktienfonds) rund 14 Milliarden Dollar. Im ersten Quartal 2000 jedoch explodierte der Mittelzufluss förmlich auf 140 Milliarden 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 ließ nicht lange auf sich warten. 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 die 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 (siehe Infobox in Abschnitt 3.4).

Auch die Medien sind Teil dieser unheiligen Allianz. Ihre Investmentberichterstattung ist vollgesogen von Interessenkonflikten. In Abschnitt 3.15 (»Investmentpornografie«) schildere ich, warum und wie. An dieser Stelle soll ein einziges Beispiel hierfür genügen: Die ehrwürdige Stiftung Warentest (Deutschland) publiziert eine monatliche Zeitschrift namens *Finanztest* und darin auch regelmäßig mehrseitige »Ratingtabellen« zu Hunderten oder sogar Tausenden

von Investment-Fonds, die in Deutschland an Privatanleger vertrieben werden. »Fondsratings« sollen Anlegern helfen, die »guten« Fonds von den »schlechten« Fonds zu unterscheiden, ihnen also bei der Fondsauswahl helfen (einer bis fünf Sterne). Dummerweise besteht kein realistischer Zweifel darüber, dass Fondsratings beim Auffinden der in der Zukunft besten Fonds vollkommen nutzlos sind und die Beschäftigung mit ihnen vergeudete Zeit und verschwendetes Geld ist.[17] Warum stellt die Stiftung die Publikation des Ratings dann nicht ein? Antwort: Es verkauft sich gut. Dass es nicht funktioniert, spielt da keine Rolle.

Wie können Sie sich als Privatanleger vor den oft fatalen Konsequenzen von Interessenkonflikten in der Finanzbranche und in den Finanzmedien schützen?

- Die Person, die dem geringstmöglichen Interessenkonflikt in Bezug auf Ihre Geldanlagen unterliegt, begegnet Ihnen jeden Morgen im Badezimmerspiegel. Je mehr diese Person über Geldanlagen weiß und selber tut oder je weniger diese Person mit interessenkonfliktbehafteten Institutionen zusammenarbeitet (siehe folgender Punkt), desto vorteilhafter wird das langfristige Ergebnis für deren Vermögen.
- Befolgen Sie niemals, niemals, niemals die Anlageempfehlung einer Bank, eines Vermögensverwalters oder eines Finanzberaters, wenn diese Institution oder diese Person nicht von Ihnen selbst in Cash (so wie ein Steuerberater, Rechtsanwalt oder Handwerker) bezahlt werden. Das bedeutet leider, dass buchstäblich 98% bis 99% der Institutionen und Firmen, die in den deutschsprachigen Ländern Finanzberatung und Vermögensverwaltung anbieten, nicht infrage kommen. Erfreulicherweise existieren Alternativen. Hierzu mehr in Kapitel 13.
- Stornieren Sie Ihre Abos für Finanzzeitschriften, sofern Sie welche haben. Sparen Sie dadurch Zeit und Geld, die Sie in sinnvollere Dinge stecken können (Dobelli 2012). Lesen Sie Investmentartikel in Ihrer Tageszeitung mit größtmöglicher Skepsis oder am besten gar nicht. In Kapitel 12 werden empfehlenswerte Bücher und Finanzblogs genannt, die wenig oder gar nicht von Interessenkonflikten kompromittiert sind.

17 Siehe hierzu die Untersuchungen Amenc/Le Sourd 2007, Müller/Weber 2010, Kinnel 2010, Davidson/Ptak 2016. Der deutsche Honorarberater Ritzau hat ein ganzes Buch über die Mogelpackung »Fondsrating« geschrieben (Ritzau 2016).

Fazit

Obwohl seit Jahren immer häufiger über die schlimmen Folgen von Interessenkonflikten in der Finanzindustrie berichtet wird, begnügt sich die Politik in den deutschsprachigen Ländern mit kosmetischen Korrekturen. Nur wenige Privatanleger scheinen bisher Konsequenzen aus dem fatalen Missstand gezogen zu haben und unternehmen selbst konkrete Handlungen, um die Risiken von Interessenkonflikten in Zukunft zu vermeiden. In diese Minderheit sollten Sie sich einreihen – um Ihres und Ihrer Familie Geldes willen. Dieses Buch zeigt in mehreren Abschnitten und Kapiteln, was Sie konkret tun können.

3.6 Prinzip 6: Nebenkosten so wichtig nehmen, wie sie sind

> »Die meisten Investoren, institutionelle wie private, werden irgendwann lernen, dass der beste Weg, Aktien zu besitzen über Indexfonds mit minimalen Gebühren führt. Diejenigen, die diese Route bestreiten, werden die Nettorenditen der Mehrheit aller Profiinvestoren schlagen.«
>
> *Warren Buffett, legendärer Investor, im 1996er Geschäftsbericht seines Unternehmens Berkshire Hathaway*

Die meisten Leser werden es schon einmal gehört haben: Die Nebenkosten des Investierens haben auf lange Sicht eine verblüffend hohe Auswirkung auf den Vermögensendwert eines Investments, und nur auf diesen kommt es am Ende ja an. Tabelle 1 illustriert diesen Sachverhalt anhand eines Zahlenbeispiels. Wir vergleichen darin die Entwicklung eines normalen, aktiv gemanagten Aktienfonds mit laufenden Kosten von 1,45% p.a. mit der eines Aktien-ETFs mit Kosten von 0,2% p.a.[18] Zur Illustration: Der größte deutsche Aktienfonds, der »DWS

18 Laufende Kosten sind eine Kostenquote, die sich auf das jahresdurchschnittliche Anlagevermögen des Fonds beziehungsweise auf den jahresdurchschnittlichen Wert Ihrer Fondsanteile bezieht (siehe auch ➔ Total Expense Ratio). Beispiel: Sie haben im Jahresmittel 10 000 Euro in einen Fonds investiert. Dann zahlen Sie bei laufenden Kosten von 1,45% insgesamt 145 Euro an die Fondsgesellschaft, bei 0,20% hingegen nur 20 Euro. Diese Kosten begleichen Sie nicht direkt, sondern sie werden anteilsmäßig täglich dem Fondsvermögen entnommen.

Top Dividende« (ISIN DE0009848119), besitzt genau diese Kostenquote.[19] Der preisgünstigste, Mitte 2018 in Deutschland vertriebene ETF auf den »MSCI World Standard Index« weist eine Kostenquote von 0,12% auf, doch wir verwenden großzügig die etwas höhere Kostenquote von 0,20%, die Mitte 2018 ein halbes Duzend solcher ETFs erreichen oder unterschreiten. Wir unterstellen – wiederum realistisch –, dass der aktiv gemanagte Fonds und der ETF vor Kosten dieselbe durchschnittliche Rendite erzielen, nämlich 8% p.a. Tabelle 1 zeigt, wie fatal sich die über siebenmal so hohe Kostenquote des aktiv gemanagten Fonds gegenüber dem preisgünstigen ETF auf den Endvermögenswert auswirkt. Nach 20 Jahren hat der ETF-Anleger einen um 26% höheren und nach 30 Jahren sogar einen um 42% höheren Vermögensendwert.

Tabelle 1: Die langfristige Wertentwicklung einer anfänglichen Einmalanlage von 10000 Euro in einem Aktienfonds in Abhängigkeit von den Anlagekosten bei einer Vor-Kosten-Rendite von 8% p.a.

Investmentlaufzeit in Jahren	Wert des Investments in Euro		
	nach 10 Jahren	nach 20 Jahren	nach 30 Jahren
Vermögensendwert Fonds A nach lfd. Kosten von 0,2% p.a. des Anlagevolumens	€ 21200	€ 44900	€ 95200
Vermögensendwert Fonds B nach lfd. Kosten von 1,45% p.a. des Anlagevolumens	€ 18900	€ 35600	€ 67100
Endwertvorsprung von Investment A in Euro	€ 2300	€ 9300	€ 28100
Endwertvorsprung von Investment A in %	+12%	+26%	+42%

► Beträge gerundet auf volle Hundert-Euro-Beträge. ► Keine Berücksichtigung von Steuern. ► »p. a«. = per annum = jährlich.

Dass die Zahlen in Tabelle 1 wirklichkeitsnah sind, lässt sich leicht zeigen. Der DWS Top Dividende unterperformte den MSCI World Standard Index in den zehn Jahren bis Ende 2017 um durchschnittlich 1,8 Prozentpunkte pro Jahr (kumulativ war der Endwert des Index um 33% höher als der des Fonds). Da der Index keine Kosten enthält, muss man noch rund 0,2 Prozentpunkte (die Kosten eines ETFs auf den Index) von der Indexrendite subtrahieren, um fair zu verglei-

19 Der DWS Top Dividende ist ein weltweit in Industrieländer investierender, seit 2003 existierender Fonds. Die DWS gehört zum Deutsche-Bank-Konzern.

chen. Das ergibt eine bereinigte Unterrendite von 1,6 Prozentpunkten pro Jahr gegenüber einem ETF. Im Beispiel in Tabelle 1 haben wir jedoch großzügiger gegenüber dem aktiv gemanagten Fonds gerechnet: gleiche Bruttorendite, aber nur 1,25 Prozentpunkte Kostendifferenz.

In einem zweiten Gesichtspunkt haben wir den ETF wirklichkeitsfremd schlecht gerechnet: Wir haben die weit, weit geringeren Kaufkosten des ETFs nicht in der Rechnung berücksichtigt. Diese betragen nur ungefähr ein Zehntel derer des DWS Top Dividende oder eines anderen typischen aktiv gemanagten Aktienfonds, wenn man die üblichen Ausgabeaufschläge oder gelegentliche Rücknahmeabschläge in die Rechnung miteinbezieht.

Hätten wir also ganz korrekt gerechnet, wäre der ETF-Vorsprung beim Endwert in Euro und in Prozent noch größer.

Zum Schluss möchte ich noch auf einen anderen Aspekt im Zusammenhang mit hohen Anlagenebenkosten hinweisen. Viele Banken, Vermögensverwalter und Finanzberater versuchen, die hohen Gebühren ihrer Produkte und Dienstleistungen mit dem abgedroschenen Slogan »Qualität hat nun mal ihren Preis« schönzureden. Der mag bei Autos, Möbeln und Musical-Vorstellungen zutreffen, für Anlageprodukte gilt er ganz sicher nicht. In ➔ SIMIE (2018) zeige ich die Renditen der allerteuersten, »alleredelsten« Anlageprodukte: ➔ Geschlossene Fonds, ➔ Hedge-Fonds und ➔ Private Equity-Fonds. Diese Renditen waren in den vergangenen 10 bis 20 Jahren insgesamt desaströs schlecht. Grund: Die Kosten (Gebühren) dieser Anlageprodukte sind noch höher als die herkömmlicher Investmentfonds. Außerdem ist der Vertrieb dieser Produkte mit schlimmen Interessenkonflikten infiziert.

Fazit

- Relativ harmlos aussehende, kleine prozentuale Unterschiede bei den laufenden Kosten von Anlageprodukten haben auf lange Sicht dramatische Auswirkungen auf den Vermögensendwert. Das ist die in diesem Fall negative Wirkung des ➔ Zinseszinseffekts. Deswegen ist es sehr wichtig, Produkt- und Investmentkosten im Allgemeinen zu minimieren. ETFs sind dasjenige Anlageprodukt mit den niedrigstmöglichen Kosten, ganz besonders, wenn man global diversifiziert investieren möchte.

- Der oft gehörte Hinweis von Finanzdienstleistern, hohe Qualität habe nun einmal ihren Preis, ist Marketing-Blabla, auf das Sie nicht hereinfallen sollten. Er gilt für viele andere Güter und Dienstleistungen, nicht jedoch für Finanzprodukte.

3.7 Prinzip 7: Rendite als Schmerzensgeld für Risiko sehen

»Manche Investments haben in der Tat höhere erwartete Renditen als andere. Welche sind das? Im Großen und Ganzen diejenigen, die sich in schlechten Zeiten am schlechtesten entwickeln.«

William Sharpe, Wirtschaftsnobelpreisträger

Im besonders wichtigen Kapitel 6 gehe ich gesondert auf das Thema Risiko ein. Weil ein richtiges Grundverständnis von Risiko im Kontext von Vermögensbildung aber zu den 15 wichtigsten Geldanlageprinzipien gehört, die in diesem Kapitel behandelt werden, fasse ich bereits hier zwei der zentralsten Aspekte von Risiko zusammen.

Aus der Sicht der wissenschaftlichen Finanzökonomie existieren »gute« Risiken und »schlechte« Risiken. Gute Risiken sind solche, von denen der Anleger erwarten darf, dass der Markt in die Zukunft gerichtet (ex ante) eine Kompensation (Rendite) für das Tragen dieser Risiken zahlen wird. Schlechte Risiken hingegen sind solche, für die man nicht erwarten kann, dass der Markt ihren Träger kompensieren wird. Wer bestimmt, was gute Risiken (ex ante kompensierte Risiken) und schlechte Risiken (ex ante nicht kompensierte Risiken) sind? Ganz einfach: Die Wissenschaft und nur die Wissenschaft – also nicht Finanzblogger »Andi«, einzelne »Anlageexperten« in den Medien und auch nicht die Bank oder der Vermögensberater, die Ihnen ein Anlageprodukt verkaufen wollen. In Kapitel 6 nenne ich Beispiele von guten und schlechten Risiken.

Infobox: Erwartete Rendite, erwartetes Risiko

In diesem Buch werden wir an zahlreichen Stellen von »erwarteten Renditen« und »erwartetem Risiko« (englisch *expected return* beziehungsweise *expected risk*) sprechen. In Bezug auf rationales Geldanlegen ist die Bezeichnung »erwartet« ein Schlüsselkonzept. Wissenschaftler formulieren für eine ➔ Asset-Klasse eine »erwartete Rendite« und ein »erwartetes Risiko«. (Wie sie das machen, soll uns an dieser Stelle erst einmal nicht interessieren.) In die Zukunft gerichtet (ex ante) sind das die Renditen, die ein Anleger in dieser ➔ Asset-Klasse erwarten kann und sollte, typischerweise vor Abzug von Kosten und Steuern. Wie soll man erwartete Renditen verstehen? (a) Zunächst einmal hat »erwartet« hier nichts zu tun mit der umgangssprachlichen Bedeutungsvariation »erwünschen« oder »erhoffen«. (b) Die erwartete Rendite ist ein in die Zukunft gerichteter Schätzwert, der auf der Basis einer bestimmten rationalen Methode ermittelt wurde. Jeder Schätzwert kann und wird vermutlich sogar falsch sein. Je kürzer der Zeitraum ist, auf den man die Schätzung bezieht, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit, dass der realisierte Wert weit entfernt liegt von der Schätzung – und umgekehrt. (c) Erwartete Renditen, egal auf welcher Basis berechnet, sind nur als Mittelwert aus einer – je nach Asset-Klasse – mehr oder weniger breit streuenden Wahrscheinlichkeitsverteilung für einen gegebenen künftigen Zeitraum (zum Beispiel 1 Jahr, 10 oder 20 Jahre et cetera) zu betrachten, das heißt, die tatsächliche realisierte Rendite wird am Ende des Zeitraums entweder höher oder niedriger sein.[20] (d) Erwartete Renditen können mathematisch als ➔ arithmetischer Mittelwert oder als ➔ geometrischer Mittelwert berechnet sein. Als Nutzer muss man wissen, welcher Mittelwerttyp gemeint ist. (e) Erwartete Renditen einer Asset-Klasse hängen stark vom Bewertungsniveau der Asset-Klasse ab. Wenn dieses sich gegenüber dem ursprünglichen Zeitpunkt der Formulierung der erwarteten Rendite deutlich nach oben oder unten verändert hat, ist die alte Zahl nicht mehr gültig. (f) Die subjektiven Prognosen von »Gurus« zu einzelnen Wertpapieren oder »Märkten« haben typischerweise wenig bis nichts zu tun mit seriösen Berechnungen erwarteter Renditen für Asset-Klassen.

20 Dieses Grundproblem des Nichtwissens der Zukunft besteht letztlich in allen empirischen Wissenschaften. Ein Arzt prognostiziert im Laufe seines Berufslebens vielleicht Tausende Heilungsverläufe. Wenn er ein guter Vertreter seines Faches ist, wird ungefähr die Hälfte davon besser verlaufen als nach seiner Vorhersage, die andere Hälfte schlechter und gute zwei Drittel aller Heilungsverläufe werden sich relativ eng um die Prognose herum »clustern« (klumpen).

Die zweite fundamentale Risikoeinsicht steht in direkter Verbindung zur ersten: Renditen sind primär die Kompensation für das »Nehmen« von guten Risiken oder, konventioneller formuliert, für das Tragen von Risiko. Wer keine (guten) Risiken nimmt, kann ex ante keine Rendite erwarten. In dieser Hinsicht sind Renditen ganz einfach »Schmerzensgeld«. Das bedeutet auch: Je weniger Schmerztoleranz ein Anleger hat, desto geringer muss seine Renditeerwartung sein; je höher die Schmerztoleranz, desto höher kann die Renditeerwartung liegen.

Wenn Ihnen jemand erzählen will, Anlageprodukt X hätte eine jährliche Rendite von, sagen wir 10% bei »überschaubarem Risiko«, »geringem Risiko« oder »ohne Risiko«, ist das ganz klar ein Dummkopf oder ein Scharlatan, und Sie sollten, so schnell Sie können, das Weite suchen. Vernünftiges Investieren besteht darin, bewusst die für Sie richtige Menge guter Risiken in Ihr ➔ Portfolio zu holen.

Fazit

Es gibt gute Risiken und schlechte Risiken. Ein rationaler, kluger Anleger ist keiner, der Risiko vermeidet, sondern einer, der gute Risiken sucht, diese versteht und sie in genau der Quantität, die seiner wohlüberlegten Risikotoleranz und Renditeerwartung entsprechen, in sein ➔ Portfolio holt. Das tut der rationale, kluge Anleger, weil er weiß, dass Renditen in allererster Linie Prämien für das Nehmen von Risiko sind. Wer kein Risiko nimmt, kann keine Rendite erwarten. (Mehr zum zentralen Thema Risiko in Kapitel 6.)

3.8 Prinzip 8: Realistische Renditevorstellungen haben

»Ich habe drei Perioden erlebt, in denen die Berkshire-Aktie [Warren-Buffett-Aktie] um 50% gefallen ist. Man sollte nur Aktien besitzen, wenn man damit umgehen kann, dass sie um 50% runtergehen. Wenn Dir eine Farm gehört, erzählt Dir niemand, wenn sie um 50% im Wert gefallen ist, weil es dafür nicht jeden Tag einen Marktpreis gibt.«

Warren Buffett, der wohl erfolgreichste Finanzinvestor der Neuzeit, in einem Fernsehinterview im Januar 2009, als die Aktie seines Unternehmens Berkshire Hathaway gegenüber November 2007 um 44% eingebrochen war, etwa so tief wie der gesamte US-Aktienmarkt.

Einer der wichtigsten Gründe, warum Privatanleger in schlechte Geldanlagen investieren, sind ihre sehr häufig falschen Vorstellungen von dem, was an langfristiger Rendite realistisch möglich ist. Wer solche überzogenen Vorstellungen hat, wird nämlich nicht realisieren, wenn ihm jemand aus der Finanzindustrie eine Vermögensanlage unterjubelt, die »falsch« ist. Falsch ist eine Vermögensanlage vor allem dann, wenn ihr Käufer (der Anleger) wirklichkeitsfremde Vorstellungen von ihrer Rendite und/oder ihrem Risiko hat. Das ist die typische Konstellation, in der Geldanlagen mit zu hohen Kosten, zu hohen, unterschätzten Risiken und gefährlichen Interessenkonflikten ins ➔ Portfolio geholt werden. Die unangenehmen, oft sogar desaströsen Überraschungen poppen beinahe unweigerlich erst in den Jahren danach auf.

Damit Sie in Zukunft nicht mehr auf überhöhte und damit vermutlich schädliche Renditeversprechungen der Finanzbranche hereinfallen, sollten Sie sich die zu erwartenden Renditen der sechs wichtigsten ➔ Asset-Klassen in Tabelle 2 gut einprägen. Das sind reale (inflationsbereinigte) Renditen auf globaler Basis der vergangenen knapp 120 Jahre. Man kann diese Zahlen als groben Indikator dafür betrachten, was in der langfristigen Zukunft an Rendite zu erwarten ist.

Für Kosten und Steuern ist von den oben angegebenen Renditen sehr grob geschätzt ein Drittel zu subtrahieren. Wer aktiv, also teuer, investiert, vermutlich die Hälfte. Unterstellt man langfristig eine jährliche Inflationsrate von 2%, wäre diese wieder zu addieren, um auf ➔ nominale Renditen zu kommen. Allerdings empfehle ich grundsätzlich in realen Renditen zu denken, weil nominale Renditen vielfach zu weniger klaren und manchmal sogar ganz falschen Schlussfolgerungen führen. In der Finanzbranche wird leider fast immer von nominalen Renditen geschrieben und geredet. Ein Beispiel: In den 25 Jahren von 1992 bis 2017 lieferte der DAX (die 30 größten Aktiengesellschaften in Deutschland) eine nominale Rendite von 8,9% p.a. in DM beziehungsweise EUR. Klingt erst einmal sehr angenehm. Subtrahiert man hiervon allerdings die deutsche Inflation, sind wir schon bei nur mehr 7,0%. Zieht man dann noch typische Größenordnungen von Kosten und Steuern ab, dürfte man typischerweise irgendwo in der Nähe einer realen Nettorendite von 4,0% bis 5,0% p.a. ankommen (die Steuerregime variieren zwischen Deutschland, Österreich und der Schweiz). Natürlich gelten solche »Rendite-Reality-Checks« in ähn-

Tabelle 2: Langfristige Renditen der wichtigsten Asset-Klassen von 1900 bis 2017 (118 Jahre) – inflationsbereinigt (real), in USD, vor Kosten und Steuern

	Aktien, global	Wohn-immobi-lien [1] in lokaler Wäh-rung	Langfr. Staats-anleihen, global	»Risiko-freie« Rendite (→ Geld-markt USA) [2]	Gold	Roh-stoffe [3]
Reale Rendite p.a.	5,2% p.a.	2,4% p.a.	2,0% p.a.	0,8% p.a.	0,6% p.a.	0,2% p.a.
Vielfaches der »risikofreien« Rendite [4]	6,5x	3,0x	2,5x	1,0x	0,75x	0,25x

► Vor Kosten und Steuern. ► Datenquelle: Kapitalmarktrenditen und Wohnimmobilien Dimson, Marsh, Staunton 2018; Gold: World Gold Council; Rohstoffe David S. Jacks ► [1] Wohnimmobilien, global: Preisrenditen inklusive Instandhaltung und Versicherung bei Dimson, Marsh, Staunton (2018) als minus 2,1% berechnet. Dazu habe ich eine Bruttomietrendite von 4,5% addiert, um zur Gesamtrendite zu gelangen. Leverage (Fremdkapitalkosten) wurden dabei nicht berücksichtigt. ► [2] One Month Treasury Bills (sehr kurzfristige US-Staatsanleihen). Diese Asset-Klasse entspricht der »risikofreien« (risikoärmsten) Rendite ► [3] Rohstoffe umfassen die fünf Hauptrohstoffgruppen Energie, Edelmetalle, Basismetalle, Mineralien und Agrarrohstoffe (nachwachsende Rohstoffe). ► [4] Die Zeile zeigt an, wievielmal höher die jeweilige Asset-Klassenrendite gegenüber der Geldmarktrendite (»risikofreier« Rendite) ist, also dem, was man für eine vom Staat garantierte Spareinlage bekommen konnte ► In Deutschland und Österreich waren diese Renditen für die in der Tabelle in den vier linken Asset-Klassen-Spalten genannten Asset-Klassen aufgrund der schlimmen Auswirkungen der beiden Weltkriege deutlich niedriger. Dieser Umstand illustriert einmal mehr, wie hilfreich (weil risikosenkend) globale Diversifikation ist (zum Thema Diversifikation siehe Kapitel 8). ► Tabelle 9 in Abschnitt 7.3 enthält die gleichen Asset-Klassen-Renditen für den kürzeren Zeitraum von 1975 bis 2017.

licher Form auch für alle anderen Asset-Klassen, wie Immobilien, Rohstoffe, Edelmetalle, Anleihen, verzinsliche Guthaben und noch viel mehr für verpackte Anlagen wie Investmentfonds, Lebensversicherungen, Bausparguthaben und so weiter. Fast überall sind die tatsächlich erzielbaren inflationsbereinigten Nettorenditen deutlich niedriger als das, was in der Werbung oder in den Medien verbreitet wird.

Infobox: Ist die »risikofreie« Anlage wirklich »risikofrei«?

In der wissenschaftlichen Finanzökonomie gelten kurzfristige Staatsanleihen von Staaten höchster ➔ Bonität in der ➔ Heimatwährung des Anlegers als die so genannte »risikofreie« Anlage und ihre Rendite als »risikofrei« beziehungsweise als der risikofreie Zins (engl. risk-free return). Dieser aus der amerikanischen Wirtschaftswissenschaft kommende Sprachgebrauch hat sich schon vor fünf oder sechs Jahrzehnten auch in Deutschland eingebürgert.[21] Es stellt sich angesichts dessen die Frage, ob wirklich »risikofreie« Investments überhaupt existieren?

Die Antwort: Nein, keine Anlage ist wirklich völlig risikofrei. Auch nicht kurzfristige Staatsanleihen der Schweiz, Norwegens, Kanadas oder Deutschlands, die per heute alle zu den Staaten gehören, deren Anleihen die höchsten Bonitätsratings besitzen (➔ Rating). Völlig risikofrei sind diese Assets aus zwei Gründen nicht. Erstens kann niemand für die Zukunft wirklich grundsätzlich und kategorisch garantieren, dass nicht doch einmal ein Zahlungsausfall bei diesen Anleihen auftritt, und zweitens existieren Risikokennzahlen, nach denen diese Anleihen gerade wegen ihrer extrem niedrigen Verzinsung ein höheres Risiko aufweisen als andere Anlagen, zum Beispiel das langfristige ➔ Shortfall-Risk.

Dennoch ist eines völlig klar und in der Wissenschaft ganz und gar unbestritten, obwohl in Internetforen und »am Stammtisch« immer wieder Gegenteiliges geäußert wird: Die *insgesamt* risikoärmsten Anlagen sind tatsächlich kurzfristige Staatsanleihen von Ländern mit AAA-Rating in der ➔ Heimatwährung des Anlegers. Kurzfristig heißt mit einer Restlaufzeit von unter einem Jahr.

Alle anderen Anlagen, zum Beispiel Bankguthaben (egal bei welcher Bank), Unternehmensanleihen (egal von welchen Unternehmen emittiert), Aktien der renommiertesten Unternehmen, Gold, Ihr höchsteigenes Eigenheim und »Immobilien in guter Lage« sind deutlich risikoreicher als die »risikofreie« Anlage (siehe auch Abbildung 6 in Kapitel 6). Wer das ernsthaft bezweifelt, hat einen fundamentalen Grundtatbestand der Finanzökonomie nicht verstanden.

21 Wirtschaftswissenschaftliche Artikel werden inzwischen praktisch nur noch in Englisch publiziert.

Sollte jemand glauben, dass die in Tabelle 2 genannten marktdurchschnittlichen Renditen für ihn nicht maßgeblich seien, weil er nur in überdurchschnittlich ertragreiche Produkte und Strategien investiere, so halte ich das – *ex ante* – für einen klassischen Fall gefährlicher Selbstüberschätzung (siehe dazu Abschnitt 3.14). Im Übrigen muss für jeden, der glaubt, er könne die marktdurchschnittlichen Renditen übertreffen, ein Anderer existieren, der ihm diese Mehrrendite durch dessen eigene marktunterdurchschnittliche Rendite »finanziert«; auf gut Deutsch ein »dummer« Anleger. Der »Markt« sind wir alle, und wir können nicht alle besser sein als der Markt. Die Welt funktioniert nun einmal anders als die Schulklassen im Städtchen *Lake Wobegon* in den Geschichten des amerikanischen Schriftstellers Garrison Keillor, wo alle Schüler überdurchschnittliche Noten haben.

Tabelle 2 hat zwei Datenzeilen. Die obere zeigt die nachhaltig erzielbaren realen Renditen der wichtigsten Asset-Klassen vor Steuern und Kosten an. Die untere Zeile ist genauso wichtig und in mancherlei Hinsicht noch wichtiger. Sie sagt uns, wie viele Male höher zum Beispiel die Renditen von Aktien und Wohnimmobilien gegenüber der so genannten risikofreien Rendite sind, die man salopp mit Sparbuchzinsen oder sehr kurzfristigen Anleihen von Staaten allerhöchster ➔ Bonität ohne Wechselkursrisiko gleichsetzen könnte. Aktien, die renditestärkste Asset-Klasse, sind erstaunliche sechseinhalbmal so rentabel wie das Sparbuch. Das entspricht einem Renditevorsprung von stattlichen 550%. Weil Aktien in den meisten Ländern günstiger besteuert werden als zinstragende Anlagen, kann der Nachsteuervorsprung sogar noch höher sein (siehe hierzu Kapitel 9, Tabelle 13).

Fazit

- Viele von uns haben überzogene Vorstellungen von nachhaltig erzielbaren Renditen. Das ist ein fruchtbarer Boden, um von den Produktverkäufern in der Finanzbranche über den Tisch gezogen zu werden.
- Was die nachhaltig erzielbaren Renditen von Asset-Klassen angeht, ist nicht nur ihre absolute, sondern auch ihre relative Höhe relevant. Aktien sind nicht so rentabel, wie uns die Produktverkäufer der Finanzbranche einreden wollen, aber viel rentabler als alle anderen Asset-Klassen.

- Wenn Ihnen jemand ein Anlageprodukt oder eine Strategie verkaufen will, sollten Sie auseinanderdröseln, aus welchen Asset-Klassen das Anlageprodukt oder die Strategie nach Entfernung der kostenträchtigen »Verpackung« besteht und danach das vom Verkäufer gemachte Renditeversprechen mit den Zahlen in Tabelle 2 vergleichen. Verpackungen erhöhen diese Rendite nämlich nicht. Sie fügen nur Kosten hinzu (siehe Abschnitt 3.13). Wird Ihnen merklich mehr versprochen, als Sie aus Tabelle 2 ablesen, dann sollten Sie diesen Umstand als stark blinkendes Alarmsignal interpretieren. Das Gleiche gilt natürlich auch für Renditeversprechen oder -ziele, die Sie sich selbst geben oder setzen, wenn Sie im Do-it-yourself-Modus investieren.

3.9 Prinzip 9: Die Macht der Langfristigkeit für sich nutzen

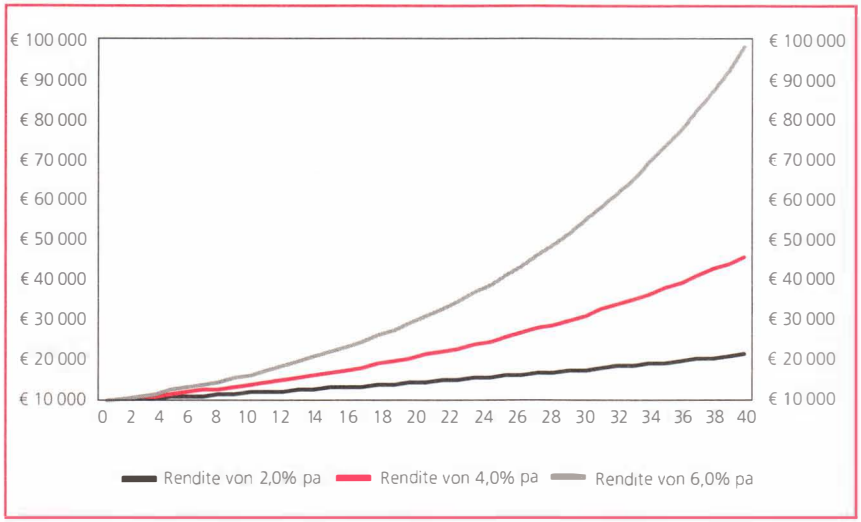
> »Eine wirklich langfristige Perspektive verändert die Sichtweise auf das Risiko von Aktien radikal. Die kurzfristigen Schwankungen an der Börse, die Anlegern bei ihrem aktuellen Auftreten so groß erscheinen, sind im Vergleich zur allmählichen Aufwärtsbewegung der Aktienwerte im Zeitablauf unbedeutend.«
>
> *Jeremy Siegel, BWL-Professor,*
> *Autor des Investmentbuch-Klassikers* Stocks for the Long Run

Die meisten Leser dieses Buches werden es schon oft gehört oder gelesen haben: Der ➔ Zinseszinseffekt führt auf lange Sicht schon bei relativ kleinen jährlichen Durchschnittsrenditen zu erstaunlichen Vermögensvervielfachungen. Abbildung 4 illustriert das für eine anfängliche Einmalanlage von 10 000 Euro über einen Zeitraum von 40 Jahren grafisch.

Abbildung 4 zeigt die großen Endvermögensunterschiede bei Jahresrenditen, die sich jeweils um nur zwei Prozentpunkte unterscheiden. Das bringt in gewisser Weise einen umgekehrten, negativen Zinseszinseffekt zum Ausdruck, nämlich einen, der Kosten betrifft. Kosten senken bedeutet daher, bares Geld zu erzeugen – und nicht zu knapp.

In der Kalkulation in Abbildung 4 habe ich bewusst nicht die hohen Renditen zugrunde gelegt, denen man häufig in solchen Beispielrechnungen zum

Abbildung 4: Die Wirkung des Zinseszinseffektes bei einem anfänglichen, einmaligen Investment von 10 000 Euro in Abhängigkeit unterschiedlicher Durchschnittsrenditen (Gesamtperiode 40 Jahre)



Zinseszinseffekt in Zeitschriften und Ratgebern begegnet wie beispielsweise 9% p.a. In Wirklichkeit sind Werte jenseits von 6% p.a. in zweifacher Hinsicht unrealistisch. Erstens basieren sie auf ➔ nominalen statt auf realen Renditen, und zweitens berücksichtigen sie keine Abzüge für Steuern oder Kosten. Ohne diese Korrekturen übertreiben Renditen jedoch den tatsächlich erzielbaren *echten* Vermögenszuwachs im Sinne von Kaufkraftzuwachs – übertreiben ihn dramatisch. Zur Veranschaulichung: Würde man eine (unrealistische) Rendite von 9% p.a. zugrunde legen, wäre nach 40 Jahren ein Endvermögen von 314 000 Euro erreicht anstatt »nur« 103 000 Euro im Falle von 6% p.a.

Aber auch bei einer Rendite von lediglich 4% p.a. hat sich das Anlegervermögen nach 18 Jahren verdoppelt und nach 40 Jahren fast verfünffacht. Das zeigt die Macht des Zinseszinseffekts.[22] Diesen sollten sich Privatanleger zunutze machen. Sie können das auf einfache Weise, indem sie möglichst früh

22 In vielen Ratgeberbüchern wird Albert Einstein mit der Aussage zitiert, der Zinseszinseffekt sei »das achte Weltwunder« oder »die größte Entdeckung der Menschheit«. Das hat Einstein mit größter Wahrscheinlichkeit nie gesagt (siehe https://quoteinvestigator.com/2011/10/31/compound-interest/). Hätte er es gesagt, wäre die Aussage gerade für ein Genie wie ihn, reich-

anfangen, diszipliniert in Aktien oder Immobilien zu investieren. Mit »diszipliniert« meine ich durch dick und dünn auf Buy-and-Hold-Basis (siehe Infobox in Abschnitt 3.4). Also ganz anders, als es die meisten machen: Nämlich rein in die Kartoffeln, raus aus den Kartoffeln, in der fast immer vergeblichen Hoffnung, man könne die schlechten Marktphasen zuverlässig umschiffen. Dieses Rein-Raus – das haben zahlreiche wissenschaftliche Untersuchungen gezeigt – zerstört Rendite im Vergleich zu einem simplen und sturen Buy-and-Hold-Ansatz. Hierauf gehe ich im nachfolgenden Abschnitt genauer ein.

Hilft der Zinseszinseffekt nur jungen Leuten? Keineswegs. Viele Privatanleger, junge und alte, unterschätzen ihren tatsächlichen Anlagehorizont (siehe Infobox in diesem Abschnitt). Ein zwanzigjähriger Angestellter, der seine Lehre gerade beendet hat, mag bis zum Eintritt in die Rente einen Anlagehorizont von 50 Jahren haben; vielleicht sogar länger, wenn er sein ➔ Portfolio danach nicht schlagartig verbraucht, sondern allmählich über viele Jahre oder Jahrzehnte hinweg »entspart«. Selbst ein siebzigjähriger, gesundheitlich fitter Investor könnte einen Restanlagehorizont von gut 20 Jahren haben, sofern er nicht mehr als etwa 3% seines Portfolios jährlich zur Alimentierung seiner Lebenshaltungskosten benötigt.

Infobox: Wie lange ist Ihr Anlagehorizont tatsächlich?

Obwohl das Konzept des Anlagehorizonts ständig und überall genutzt wird, ist es seltsam diffus und wird immer wieder ganz unterschiedlich genutzt, vermutlich ohne, dass sich alle Beteiligten an einer Diskussion immer über diese Unterschiede im Klaren sind. Mancher versteht darunter einen Zeitraum, der sich irgendwie aus seiner kurz- oder mittelfristigen »Trading-Strategie« ergibt – bei einem Daytrader wären das dann ein Tag oder wenige Tage –; mancher die Zeit, bis er ein bestimmtes Investment – ob Aktie, Goldbarren oder Immobilie – veräußern wird, um den Erlös für andere Dinge einzusetzen, mancher den

lich kurios, denn einfache mathematische Funktionen werden von so großen Geistern nicht als »Weltwunder« betrachtet.

Zeitraum bis zur geplanten nächsten größeren Liquiditätsentnahme, mancher die verbleibenden Jahre bis zum Eintritt in den Ruhestand. Aus meiner Sicht sind alle diese Definitionen zu eng und zu kurz. Der Anlagehorizont der meisten Privatanleger(-haushalte) entspricht – ganz simpel – ihrer Restlebenserwartung. Ein vierzigjähriger Privatanleger hat dementsprechend einen Anlagehorizont von über vier Jahrzehnten, ein gesunder sechzigjähriger Anleger einen von ungefähr 30 Jahren. Der Gleichlauf von Restlebenserwartung und Anlagehorizont trifft immer dann zu, wenn der Anleger oder Anlegerhaushalt davon ausgehen kann, dass er sein Portfolio nicht schon vor seinem Tod komplett aufbrauchen wird. Geht der Anleger hingegen davon aus, dass er das Portfolio vor seinem Ableben komplett verbrauchen wird, dann, und nur dann, ist sein Anlagehorizont entsprechend kürzer als seine Restlebenserwartung. Institutionelle Anleger (Versicherungen, Banken, andere Großunternehmen) und generell Unternehmen haben in der Regel einen »unendlichen« Anlagehorizont. Weil also der Anlagehorizont der meisten Haushalte viele Jahrzehnte lang ist, brauchen sie eine Anlagestrategie, die auf viele Jahrzehnte ausgerichtet ist.

Neben dem Zinseszinseffekt gibt es noch einen anderen guten Grund, Langfristigkeit bei der Vermögensanlage zu betonen. Er heißt »Time-Diversification« (Zeitdiversifikation). Mit diesem merkwürdigen Begriff wird zum Ausdruck gebracht, dass man nicht nur über einzelne Investments hinweg diversifizieren (streuen) kann und sollte, um sein Risiko zu senken, sondern auch über Zeitperioden. Je länger man investiert ist, desto wahrscheinlicher ist es nämlich, dass sich gute und schlechte Perioden ausgleichen und dass man eine realistisch anvisierte Mindestrendite auch tatsächlich erreicht. Anders ausgedrückt: Das ➔ Shortfall-Risk eines Investments sinkt normalerweise mit der Länge der Anlageperiode. Das Konzept der Zeitdiversifikation ist in der Wirtschaftswissenschaft nicht ganz unumstritten, aber ich meine, dass es alles in allem valide ist. In ➔ SIMIE (2018) habe ich mich dazu in Abschnitt 1.9 genauer auseinandergesetzt.

Fazit

Nutzen Sie die Macht des Zinseszinseffektes. Er wird Ihnen umso mehr helfen, (a) je früher Sie anfangen, wenigstens einen kleinen Teil Ihres sauer Verdienten in Aktien oder Immobilien zu investieren und (b) je disziplinierter Sie über einen langen Zeitraum dabeibleiben und regelmäßig sparen, das heißt investieren. Wer einen großen Teil der Zeit »an der Seitenlinie« steht, wird auf dem Investmentspielfeld wahrscheinlich nicht gewinnen.

3.10 Prinzip 10: Den Markteinstieg nicht timen wollen

»Die Vorstellung, dass eine Glocke läutet, die anzeigt, wann Investoren in den Markt hineingehen oder aus ihm aussteigen sollten, ist einfach nicht glaubwürdig. Nach fast 50 Jahren in diesem Geschäft kenne ich niemanden, der das konsistent erfolgreich geschafft hat. Ich kenne nicht einmal jemanden, der jemanden kennt, der es konsistent erfolgreich geschafft hat.«

John Bogle, Indexfonds-Pionier, legendärer Anlegerschützer und ehemaliger Vorstandsvorsitzender von Vanguard, der zweitgrößten Fondsgesellschaft der Welt

Wenn Privatanleger in Aktien investieren wollen, dann stellen sie sich fast immer die Frage, ob »jetzt« der richtige Zeitpunkt für einen Einstieg in den Markt sei. Die Antwort, die sie sich geben, lautet fast immer: »Nein«. Hinter diesem Nein stehen, je nach Zeitpunkt, eine von zwei Überlegungen, die ungefähr so lauten:

(1) Die Aktienmärkte sind derzeit sehr teuer und hoch bewertet, vielleicht sogar überbewertet; das kann man überall lesen. Jetzt einsteigen heißt, wahrscheinlich nahe beim Allzeithoch zu kaufen. Das kann nicht richtig sein. Und vielleicht kommt bald ein Crash. Die Kiste ist mir zu heiß. Ich warte lieber, bis die Märkte wieder billiger sind.

(2) Wir befinden uns ganz offensichtlich mitten in einer starken Abwärtsbewegung oder sogar im Anfangsstadium eines Crashs. Überall hört man, dass der Boden wohl noch lange nicht gefunden wurde. Wer in den letzten Monaten Aktien gekauft hat, hat damit viel Geld verloren. Jetzt ist der falsche Zeitpunkt, Aktien zu kaufen. Fast alle Experten sagen: Besser warten, bis erkennbar ist,

ob Politik und Wirtschaft endlich anfangen, die aktuelle So-und-so-Krise zu bewältigen. Im Moment fehlen mir dafür jedenfalls überzeugende Belege.

Was gibt es hierüber zu sagen? Derzeit (August 2018) befinden wir uns in der Überlegung oder dem »Kontext 1«. Wir können jedoch sicher sein, dass auch die Zeit von Kontext 2 irgendwann in den nächsten Jahren wiederkommen wird.

Insgesamt steht hinter alldem die Frage, ob »Market-Timing«, also das Rein und Raus aus Märkten (hier dem Aktienmarkt) in Abhängigkeit von Bewertungseinschätzungen zuverlässig genug funktionieren kann. Dafür gibt es aus Sicht der Wissenschaft – und nur die zählt für mich – keine überzeugende Evidenz. Dagegen existiert sehr viel Evidenz, dass Market-Timing nicht funktioniert, weil es auf lange Sicht schlechter rentiert als eine kosten- und steuerminimierende Buy-and-Hold-Strategie – und die ist überdies einfacher und nervenschonender. (Die wissenschaftliche Literatur zur »Loser-Strategie« Market-Timing ist umfangreich. Einige aus meiner Sicht besonders überzeugende Aufsätze sind: Estrada 2008, Estrada 2015, Black/Wang 2015, Goetzmann 2016, Israelov 2017, Metcalfe 2017, Goetzmann/Kim 2018.)

Wer an der Seitenlinie steht, kann kein Tennismatch gewinnen, und wer als Wanderer am Morgen nicht losläuft, kann am Mittag nicht auf dem Berggipfel stehen. Neudeutsch und auf den Aktienmarkt gemünzt bedeutet das: »Time in the market is more important than timing the market.«

Denken Sie in Jahrzehnten, nicht in Monaten. Aktien sind die ertragreichste aller → Asset-Klassen; ertragreicher als Immobilien, Zinsanlagen, Rohstoffe, Edelmetalle und viel ertragreicher als die gesetzliche Rentenversicherung. Aktien sind nicht trotz, sondern wegen Ihres dauernden Auf und Abs so rentabel – Renditen sind Risikoprämien (siehe hierzu Kapitel 6).

Wer kein Risiko trägt, weil er ängstlich an der Seitenlinie wartet, der wird auch nicht an den Renditen teilhaben, die Aktien ihren »treuen Besitzern« auf lange Sicht liefern.[23] Egal wann er stattfindet, wird der »Einstieg« sich für die

23 Das sah auch John Maynard Keynes so, der einflussreichste Ökonom der letzten 120 Jahre und selbst ein Investor, der für ein beträchtliches privates Vermögen und für das liquide Vermögen seiner Universität verantwortlich war. Keynes schrieb: »I should say that it is from time to time the duty of a serious investor to accept the depreciation of his holdings with equanimity and without reproaching himself. [...] An investor [...] should be aiming primarily at long-period results and should be solely judged by these.« Es sei also von Zeit zu Zeit die Pflicht eines ernsthaften Anlegers, die Abwertung seiner Anlagen zu akzeptieren.

meisten Privatanleger, das kann ich fast garantieren, immer so anfühlen, als sei es ein ungünstiger Zeitpunkt. Ein mulmiges Gefühl beim Einstieg ist ganz normal. Und noch einmal: Renditen sind die Kompensation für das Tragen von Risiko. Das ist die Natur des Aktienmarktes.

Langfristig – das zeigen die Daten aus den letzten 50 Jahren und aus den letzten 200 Jahren – geht es am Aktienmarkt aufwärts. Seine kurz- und mittelfristigen Bewegungen kann jedoch niemand zuverlässig prognostizieren, auch wenn uns das nicht einleuchten will und auch, wenn beinahe die gesamte Finanzbranche mit ihrer unendlichen Geschichte gebrochener Versprechungen das Gegenteil behauptet. Mehr als die Hälfte meines Buches *Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs* (2018) zeigt, warum das Befolgen von Rendite- und Kursprognosen im Allgemeinen und Crash-Prognosen im Besonderen – also Market-Timing – mehrheitlich Schäden anrichtet.

An der Seitenlinie zu verharren, funktioniert auf die Dauer nicht, und die, die warten, warten typischerweise zu lange, viele vielleicht sogar für immer. Über Monate oder Jahre verpassen die Zögerer und Zauderer positive Aktienmarktrenditen, denn auch vermeintlich oder tatsächlich überbewertete Märkte können jahrelang und manchmal sogar jahrzehntelang höhere Renditen als Tagesgelder (der ➔ Geldmarkt) oder Anleihen produzieren.

Infobox: Home-Bias (»Heimattendenz«)

Die Portfolios von Privatanlegern in allen größeren Ländern, für die solche Untersuchungen durchgeführt wurden, leiden am Home-Bias. Der Home-Bias ist die schädliche Neigung von Anlegern bei Wertpapieren, insbesondere Aktien, solche aus dem Heimatland im eigenen Portfolio übermäßig stark zu gewichten. Diese Übergewichtung bedeutet natürlich umgekehrt, dass Aktien aus Ländern und Regionen, die weit vom eigenen Land entfernt liegen, im Vergleich zu einer marktneutralen Gewichtung gar nicht oder zu gering im eigenen Portfolio repräsentiert sind. Auf lange Sicht kommt das einem irrationalen Verzicht auf leicht erreichbare Risikosenkung (durch globale Diversifikation) und auf Ertragspotenzial gleich. Eine sehr strikte und superrationale Umsetzung der Portfoliotheorie würde bei berufstätigen Personen sogar nahelegen, das eigene Land im Aktienportfolio gegenüber einer marktneutralen Gewichtung *unterzugewichten*, denn ihr Humankapital (siehe Abschnitt 3.4) bringt ohnehin ein »Klumpenrisiko Heimatland« mit sich.

Dass *rückblickend* der spezifische Ein- und Ausstiegszeitpunkt im Aktienmarkt einen großen Renditeunterschied macht, ist offensichtlich klar. Viele leiten aus dieser banalen Tatsache ab, dass man Ein- und Ausstieg für in die Zukunft geplante Investments richtig timen müsse. Ein fataler Irrtum. Hier gilt die Regel: Etwas zu versuchen, das schön und attraktiv klingen mag, das aber mit großer Wahrscheinlichkeit nicht funktionieren wird, bringt nicht nur nichts, sondern kann enorme Verluste oder ➔ Opportunitätskosten anrichten.

Wer in Aktien investieren möchte, jedoch wegen eines vorgeblich überbewerteten Aktienmarktes den Einstieg scheut oder generell Angst hat vor der ➔ Volatilität des Aktienmarktes, dem können vielleicht die folgenden Hinweise helfen:

- Kluges Risikomanagement – darum geht es hier – geschieht gerade *nicht* über aussichtsloses Market-Timing (Raus/Rein, Hin/Her, Warten/Nicht warten), sondern über eine für den Anleger generell passende ➔ Asset-Allokation, die seine grundsätzliche Risikotragfähigkeit, seinen Anlagehorizont und andere Dinge reflektiert (siehe dazu Abschnitt 7.2).
- Aktieninvestments sollten stets global diversifiziert erfolgen, weil das langfristig die etwa gleiche Rendite bei weniger Risiko bedeutet, als sich auf Deutschland, Westeuropa oder die USA zu beschränken. Globale Diversifikation geht mit ETFs ganz einfach.
- In Abschnitt 8.2 »Was tun, wenn Aktien überbewertet erscheinen« zeige ich, dass vieles, was in den Medien über »überbewertete Aktienmärkte« verbreitet wird und wie man darauf reagieren sollte, hochgradig fragwürdig ist. Dort beschreibe ich auch einen einfachen »Einstiegstrick«, den all jene anwenden können, die sich unsicher sind, ob »jetzt« der richtige Zeitpunkt zum Einstieg in den Aktienmarkt ist.
- Wer sich an Aktien gewöhnen will, könnte mit einer 10%-Allokation (10% seines Gesamtportfolios) in einen global diversifizierten Aktien-ETF anfangen und ein oder zwei Jahre beobachten, wie er oder sie damit nervlich und anderweitig zurechtkommt. Nach einem oder zwei Jahren könnte er dann auf 20% aufstocken und so weiter. Investieren in Aktien ist – wie Tangotanzen, Skatspielen, Skifahren oder Kochen – etwas, das man Schritt für Schritt lernen kann.
- In Abschnitt 8.1 beschreibe ich die Vorteile von »Fondssparen«, also automatisiertes Anlegen und Sparen von Beträgen, die sie laufend und mecha-

nisch von Ihrem Einkommen abzweigen. Auch das kann ein Mittel sein, Einstiegsangst und die Market-Timing-Illusion zu überwinden.

- Generell gilt: Investieren Sie Geldmittel (Liquidität) immer dann und immer dann sofort, wenn sie Ihnen zufließen. Das ist die einfachste und die auf lange Sicht richtigste Regel.

Fazit

- Hören Sie auf, an das völlig verstaubte Märchen vom »richtigen Timing« und von der »Umschiffung von Markteinbrüchen« zu glauben. Viele Bauernfänger aus der Finanzbranche und zahlreiche Wirtschaftsjournalisten verbreiten es seit Jahrzehnten jeden Tag neu, doch davon wird es nicht weniger falsch und auf lange Sicht nicht weniger vermögensschädlich.
- Bestimmen Sie stattdessen ganz ruhig die für Sie richtige ➔ Asset-Allokation, die zu Ihrer allgemeinen Risikotragfähigkeit passt und investieren Sie in den Aktienmarkt auf dieser Grundlage immer genau dann und sofort dann, wenn Ihnen Liquidität zufließt, die Sie grundsätzlich anlegen wollen. Folgen Sie dieser einfachen Regel bis an Ihr Lebensende.
- Eine konkrete Handreichung, um die »Angst vor dem Einstieg jetzt« zu überwinden – einen »Investmentphasenplan mit Selbstverpflichtung« –, beschreibe ich in Abschnitt 8.2.

3.11 Prinzip 11: Nicht auf Omas Immobilienlegende reinfallen

> »Ein Eigenheim ist Zuflucht, ist Heimat, ist heiliger Tempel der Kleinfamilie, ist Hort der Selbstentfaltung. Aber eine gute Vermögensanlage ist es nicht, eher eine lebenslange Verbindlichkeit. Anders als Geldanlagen wie Aktien oder Wertpapiere verursacht ein Haus ständig Kosten, statt regelmäßig Gewinn abzuwerfen. Selbst eine vermietete Immobilie bezahlt sich in der Regel nicht selbst, wie oft behauptet. Die Mieteinnahmen werden häufig von Kosten für Instandhaltung, Leerstand und Verwaltung aufgefressen. Bleibt der mögliche Spekulationsgewinn, die Wette auf steigende Preise.«
>
> *Aus einem Artikel mit dem Titel »Fetisch Eigenheim«,* Der Spiegel, *Heft 31, 2018*

In Abschnitt 3.8 haben wir gesehen, was die langfristigen inflationsbereinigten Renditen der sechs wichtigsten Asset-Klassen sind. Dort ist für Wohnimmobilien ein globaler Durchschnittswert von 2,4% p.a. über die 118 Jahre von 1900 bis 2017 angegeben. Diese Zahl wird manchen Betrachter, der glaubt, Immobilien seien unter allen denkbaren Alternativen der vermutlich einfachste und sicherste Weg zur »finanziellen Freiheit«, enttäuschen.

Die besagte reale Gesamtrendite von 2,4% p.a. setzt sich zusammen aus negativen 2,1% p.a. Preissteigerungsrate und einer von mir »angenommenen« positiven 4,5% Bruttomietrendite. Die Preissteigerungsrate kommt von den drei weltweit führenden Experten für weit in die Vergangenheit zurückreichende internationale Asset-Klassen-Renditen, den Londoner Finanzprofessoren Elroy Dimson, Paul Marsh und Mike Staunton (Dimson/Marsh/Staunton 2018, S. 74ff., nachfolgend »DMS« abgekürzt). Manchen Leser mag es erstaunen, dass die reine inflationsbereinigte Preissteigerungsrate von Wohnimmobilien minus 2,1% jährlich sein soll. Hier ist die Erklärung:

- Zunächst einmal sind diese Werte inflationsbereinigt, während das, was wir routinemäßig von der Immobilien- und Finanzbranche und den Medien präsentiert bekommen, fast immer nominale Zahlen sind, also nicht inflationsbereinigte Daten. Der Anteil in einer nominalen Rendite, der auf Inflation entfällt, ist jedoch heiße Luft, denn er repräsentiert keine Wertsteigerung, die in Kaufkraftsteigerung für den Eigentümer mündet.
- Preissteigerungen von Wohnimmobilien waren im letzten Drittel dieser 118 Jahre (1900 bis 2017) deutlich höher als in den ersten beiden Dritteln. Uns werden jedoch überwiegend nur Werte aus den letzten fünf oder zehn Jahren und in seltenen Fällen Werte seit 1970 präsentiert. Diese Zeitfenster dürften nach oben verzerrt sein, nicht zuletzt, weil in den 35 Jahren von 1981 bis 2016 die nominalen Zinsen und zum Teil auch die realen Zinsen einen in der modernen Finanzmarktgeschichte nie dagewesenen Trend nach unten aufwiesen, der Preissteigerungen von Immobilien begünstigte. Dieser enorme Rückenwind für Immobilienpreise wird sich in den nächsten Jahrzehnten nicht wiederholen können. Dafür sind die Zinsen nun zu niedrig.
- Immobilienpreisindizes, aus denen wir unser Bauchgefühl für die langfristige Immobilienpreisentwicklung ableiten, unterstellen, dass die Qualität des

zugrundeliegenden Bündels repräsentativer Wohnimmobilien im Zeitablauf exakt gleichbleibt. Das wäre in der Realität jedoch nur so, wenn fortwährend in Instandhaltung investiert würde. Folglich muss ein normaler Immobilienpreisindex um die typischen Instandhaltungskosten von zwischen 1% und 2% pro Jahr des Immobilienwertes nach unten korrigiert werden, wenn man messen will, wie sich der Wert eines anfänglichen Investments in eine durchschnittliche Wohnimmobilie im Zeitablauf entwickelte. Genau das haben DMS getan. DMS legten ihrer Kalkulation sogar nur 1,0% Instandhaltungskosten pro Jahr zugrunde, was mir eher zu niedrig erscheint.

- Die globalen DMS-Zahlen repräsentieren einen bevölkerungsgewichteten Durchschnitt aus 11 Industrieländern, für die Daten hinreichender Qualität von 1900 bis 2017 vorliegen. Bevölkerungsgewichtung ist eine angemessene Methode, wenn man einen länderübergreifenden Wohnimmobilienindex berechnen will. Das größte der hier relevanten 11 Länder, die USA, gehörte zu den Staaten mit besonders niedrigen Preissteigerungen in diesen 118 Jahren – übrigens, obwohl sich die Bevölkerung in den USA in dieser Zeit mehr als vervierfachte.

Die von mir zu der negativen Preissteigerungsrate von 2,1% p.a. addierte Bruttomietrendite von 4,5% liegt eher etwas über dem, was Immobilienökonomen als nachhaltig erzielbaren Durchschnittswert betrachten. Bulwiengesa, ein Immobilienberatungsunternehmen, hat für die Zeit von 1975 bis 2017 für Wohnungen mittlerer Qualität deutschlandweit eine durchschnittliche Bruttomietrendite von 3,85% berechnet.

Wer übrigens glaubt, dass Großstädte quasi automatisch oder jedenfalls in den meisten Jahren höhere Immobiliengesamtrenditen aufweisen als das platte Land, befindet sich auf dem Holzweg. Auch die tausendste Wiederholung dieses scheinplausiblen Ammenmärchens durch Immobilienmakler oder Wirtschaftsjournalisten ändert nichts an dem Faktum, dass sich eine solche Behauptung nicht empirisch belegen lässt (Kommer 2016a, Abschnitt 4.1).

Die DMS-Zahlen enthalten keinen ➔ Leverage-Effekt. Sie unterstellen also, dass die Immobilien rein aus Eigenkapital finanziert wurden (sind also »Objektrenditen«, nicht »Eigenkapitalrenditen«). In meinem Buch *Kaufen oder mieten* (2016) zeige ich anhand von Zahlen für Deutschland, dass die Kreditfinanzie-

rung von Wohnimmobilien in den meisten Zeitfenstern von 1970 bis 2015 die Rendite auf das eingesetzte Eigenkapitel senkte und eben nicht erhöhte, wie es die Immobilienbranche gerne als »Normalfall« darstellt.

In seinem Buch *Achtung, Anlegerfallen!* geht der Wirtschaftsjournalist Stefan Loipfinger auf in der Immobilienbranche und im dazugehörigen Finanzvertrieb häufig verharmloste Risiken von Direktanlagen in Immobilien sowie von Investments in so genannte Offene Immobilienfonds und Geschlossene Immobilienfonds ein (Loipfinger, 2018).[24] Mein Kollege Schweizer und ich schrieben im August 2018 einen Artikel darüber, wie man Immobilienrisiko besser quantifizieren kann als mit traditionellen Methoden (Kommer/Schweizer 2018).

In meinen beiden Immobilienbüchern *Kaufen oder mieten (2016)* und *Immobilienfinanzierung für Selbstnutzer* (2017) habe ich mich mit den zahlreichen überoptimistischen Mythen zu Rendite und Risiko von Immobilien auseinandergesetzt. Wer sich hierzu genauer informieren möchte, sei insbesondere auf *Kaufen oder mieten* verwiesen. Dort wird gezeigt, dass Mieten kombiniert mit simplen Kapitalanlagen in den meisten Zeitfenstern von 1970 bis 2015 in Deutschland rentabler war als Kaufen. Zum grundsätzlich gleichen Ergebnis kommen mehrere Untersuchungen für die USA, darunter Francis/Ibbotson 2009, Salavei Bardos/Zaiats 2011, Beracha/Johnson 2012 und Szapiro 2014.

All das soll keineswegs heißen, dass ich Immobilieninvestments, insbesondere Investments in selbstgenutzte Wohnimmobilien, grundsätzlich für eine schlechte Idee halte. Der nachfolgende Abschnitt und meine beiden Immobilienbücher illustrieren das. Auch stellen insbesondere selbstgenutzte kreditfinanzierte Wohnimmobilien einen »Zwangssparvertrag« im positiven Sinne dar, der langfristig zur Vermögensbildung bei den betreffenden Haushalten beiträgt (Kommer 2017a, Abschnitt 1.4). Wogegen ich mich allerdings wende, ist die naive Verherrlichung von »Betongold« als »sicher, solide und rentabel«, wie wir ihr tagaus tagein in der Finanz- und Immobilienbranche und den Medien begegnen. Eine Asset-Klasse, die diese drei Eigenschaften zugleich besitzt, existiert auf diesem Planeten nicht und schon gar nicht, wenn das betreffende Investment vorwiegend mit Schulden finanziert wird (➔ Leverage-Effekt).

24 Zu Offenen Immobilienfonds und zu ➔ Geschlossenen Fonds siehe auch Kapitel 11 in diesem Buch.

Fazit

- Sowohl Rendite als auch Verlustrisiko von Immobilieninvestments werden in der Bevölkerung regelmäßig viel zu optimistisch eingeschätzt. Warum das so ist (und sich wohl auch nie ändern wird), wird in meinem Buch *Kaufen oder mieten* erläutert.
- Immobilien, ob selbstgenutzt oder vermietet, sind eine wichtige ➔ Asset-Klasse, wenn es um das Thema langfristige Vermögensbildung geht. Ganz besonders gilt das für Vermögensbildung über die Route Eigenheim (Wohnung oder Haus). Darauf gehe ich im nächsten Abschnitt 3.12 ein. Direktinvestments in Immobilien sind für Privatanleger jedoch im Standardfall weniger ertragreich als global diversifizierte Aktienanlagen auf Buy-and-Hold-Basis.
- Wie die Finanzkrise ab 2007/2008 gezeigt hat, können Privatanleger mit Eigenheiminvestments oder Vermietungsimmobilien dramatische Eigenkapitalverluste bis zu 100% erleiden. Das war in dieser Zeit für Millionen von Haushalten in den USA, Großbritannien, Irland, Spanien, Portugal, Griechenland, Italien und zahlreichen osteuropäischen Ländern der Fall.

3.12 Prinzip 12: Ohne Aktien oder Immobilien geht es nicht

»Jeder Investor verfügt über das Potenzial für eine gute Anlageerfahrung – vorausgesetzt, er ist bereit, Marktrenditen zu akzeptieren. Der effektivste Weg dazu, ist der Aufbau eines global diversifizierten Portfolios mit passiv gemanagten Fonds, zum Beispiel Indexfonds.«

Larry Swedroe, Finanzbuchautor, Forschungsdirektor eines Vermögensverwalters, in einem Artikel 2009

In Abschnitt 3.8 habe ich die auf lange Sicht nachhaltig erzielbaren Asset-Klassen-Renditen dargestellt (Tabelle 2). Diese Renditen sind niedriger als das, was viele Privatanleger glauben oder sich erhoffen. Doch woher rührt diese Differenz? In einem Satz gesagt: Weil wir von den Medien und der Finanzbranche traditionell mit verzerrten Daten gefüttert werden. In welcher Weise geschieht das?

- Renditedaten werden sehr selten inflationsbereinigt präsentiert. (Hierbei bitte bedenken, dass Inflationsraten in jedem westlichen Land in den vergangenen Jahrzehnten stark schwankten und in einzelnen Ländern auch langfristig deutlich voneinander abweichen.)
- Gezeigte Renditedaten decken auffällig häufig historisch überdurchschnittlich gute Perioden ab.
- Ebenfalls auffällig häufig bekommen wir USA-Daten zu sehen, die implizit oder explizit als irgendwie repräsentativ für die ganze Welt interpretiert werden. Daten aus den USA liegen jedoch für die meisten Kapitalmarktprodukte in den vergangenen 118 Jahren über dem globalen Mittelwert.
- Außerdem wird nur selten in klaren Zahlen auf die Größenordnung der renditeschmälernden Wirkung von Kosten und Steuern hingewiesen.
- Nicht selten scheut man auch vor der Anwendung von »mathematischen Tricks« nicht zurück. Diese habe ich in ➔ SIMIE (2018) in Abschnitt 2.11 dargestellt.

Aber auch wenn die wirklich erzielbaren Renditen niedriger sind als die aufgehübschten Photoshop-Renditen, die von Finanz- und Immobilienbranche präsentiert werden, gelten dennoch zwei fundamentale Sachverhalte:

- Wie Tabelle 2 in Abschnitt 3.8 veranschaulicht, produzieren die beiden Asset-Klassen Aktien und – in schwächerem Maße – Immobilien auf lange Sicht weit höhere Renditen als alle anderen für Privatanleger relevanten Asset-Klassen.
- Wenn man vom realen risikofreien Zins – das sind Sparbücher, Tagesgelder und kurzfristige Staatsanleihen[25] – Kosten und Steuern abzieht, resultierte in den vergangenen 100+ Jahren eine reale Nullrendite. In meinem Blog-Beitrag *Nullzinsen und Anlagenotstand – real oder nur konstruiert?* (April 2018) zeige ich, dass der »risikofreie« Zins, wenn man richtig rechnet, schon immer und eben nicht erst in den letzten Jahren, nahe bei null lag (Kommer/Weis 2018c). Mit Sparguthaben oder supersicheren kurzfristigen Staatsanleihen kann man also kein Vermögen bilden, sondern bestenfalls konservieren oder »zwischenparken«.

25 Bankguthaben jedoch nur, soweit sie von der staatlichen Einlagensicherung erfasst werden und der Garantiegeber ein Staat hoher Bonität ist.

Wer sein Geld für sich arbeiten lassen möchte, kommt an Aktien oder Immobilien nicht vorbei. In diese beiden Asset-Klassen investieren, heißt allerdings immer und notwendigerweise auch Risiko tragen, »gutes Risiko« tragen, um genau zu sein (siehe Kapitel 6). Wer Ihnen etwas anderes weismachen will, ist ein Scharlatan.

Nur wer bereit ist, wohlüberlegte »gute« Risiken in sein Portfolio zu nehmen, wer also Rendite in vollem Bewusstsein als »Schmerzensgeld« betrachtet, kann nach Kosten und Steuern eine positive reale Rendite erzielen und damit eine langfristige Vermögensmehrung erreichen. In einem Zeitalter, in dem die gesetzliche Rentenversicherung in Deutschland für Jahrgänge ab 1960 an unheilbarer Schwindsucht leidet, kann man sich diese fundamentale Einsicht nicht häufig genug vergegenwärtigen.

3.13 Prinzip 13: Verpackung und Inhalt auseinanderhalten

»Auch wenn es schwer zu akzeptieren ist: Die Märkte sind so weit informationseffizient, dass Spekulation dem normal informierten Privatanleger mehr schadet als nützt.«

Martin Weber, BWL-Professor, Universität Mannheim

Vielen Privatanlegern erscheint langfristig erfolgreiches Investieren auch deswegen so schwierig, weil sich Investieren notwendig innerhalb eines »Produktdschungels« abspielt, der auf sie unübersehbar und beinahe beängstigend wirkt. Diese Gefühlswelt ist legitim. Bei genauerer Betrachtung hat sie viel mit dem Sachverhalt »Verpackung versus Inhalt« zu tun. Wem es gelingt, Verpackung (überflüssige Hülle) und Inhalt (relevanter Kern) eines Anlageproduktes einigermaßen korrekt auseinanderzudröseln, der hat einen gigantischen Schritt in Richtung »richtiges Verständnis von Chance und Risiko« des Produkts getan. Man kann fast sagen: Das wichtigste einzelne mentale Werkzeug beim angemessenen Verständnis von Finanzanlagen ist die Unterscheidung zwischen Verpackung (rechtliche Struktur) und Inhalt (ökonomischer Kern oder Motor). Der verwirrend und vielleicht sogar bedrohlich anmutende Produktdschungel

ist in Wirklichkeit primär ein reiner »Verpackungsdschungel«. Das heißt aber auch: Wer die Unterscheidung zwischen Verpackung und Inhalt nicht versteht, wird im Laufe eines langen Sparer- und Anlegerlebens immer und immer wieder über den Tisch gezogen werden, indem er sich eine suboptimale oder sogar katastrophale Rendite-Risiko-Kombination einkauft oder verkaufen lässt.

In diesem Zusammenhang nennt Tabelle 3 die drei mit großem Abstand wichtigsten ➔ Asset-Klassen. Sie sind der ökonomische Motor eines normalen Privatanlegerportfolios. Im Endeffekt stellen die buchstäblich Millionen unterschiedlicher Finanzanlageprodukte, die an Privatanleger vertrieben werden,[26] zu 95% nur unterschiedliche Verpackungen mit gleichen Inhalten dar. Wer diese Grunderkenntnis verinnerlicht und künftig bei der Betrachtung eines möglichen Investments sich immer zuerst die Frage stellt: »Was ist hier der Inhalt, und was ist die Verpackung?«, der hat einen ersten Riesenschritt getan, den Produktdschungel zu durchdringen.

Die allermeisten für Privatanleger relevanten und sinnvollen Anlageprodukte beziehen sich auf diese drei Basis-Asset-Klassen. Wie sich in diesem Buch an vielen Stellen zeigen wird, ist es nur eine geringfügige Vereinfachung zu sagen: »Mehr braucht's nicht.« Investmentprodukte, die teilweise oder ganz aus anderen Asset-Klassen bestehen, sind für Privatanleger zu komplex, zu risikoreich, haben zu hohe Nebenkosten, sind illiquide und sind renditemäßig (in die Zukunft gerichtet) unattraktiv.

Bevor wir auf die Frage eingehen, wie man Verpackung und Inhalt auseinanderhalten kann, müssen wir uns noch in aller Kürze mit fünf weiteren Asset-Klassen bekannt machen. Keine von ihnen ist für normale Privatanleger aus meiner Sicht sinnvoll.[27] (Dass es davon selten Ausnahmen geben kann, soll uns an dieser Stelle nicht weiter ablenken.)

---

26 Weltweit existieren etwa 40000 Aktien, viele Hunderttausende Anleihen und ➔ Derivate. Deutschland ist – das kann man durchaus als Zeichen eines seit jeher rückständigen Anlegerschutzniveaus in diesem Land interpretieren – unrühmlicher Weltmeister bei der Zahl der Zertifikate (siehe Kapitel 11). Von ihnen werden hierzulande sage und schreibe mehr als eine Million unterschiedliche an Privatanleger vertrieben. In allen anderen EU-Ländern (mit der Ausnahme von Österreich), den USA, Kanada und Australien existiert diese kuriose und letztlich überflüssige Produktkategorie für Privatanleger de facto gar nicht, weil die Finanzaufsicht das nicht toleriert oder die Produkthaftungsbestimmungen strenger sind als in Deutschland.

27 Mit der besonders wichtigen »Sonder-Asset-Klasse« Humankapital haben wir uns schon in Abschnitt 3.4 befasst.

Tabelle 3: Die für einen Privatanleger wesentlichen »Basis-Asset-Klassen« im Überblick

Gängiger Name der Asset-Klasse	Erläuterung
Aktien: Eigenkapital börsennotierter Unternehmen	Aktien sind ganz einfach Unternehmensbeteiligungen oder, präziser formuliert, Anteile am Eigenkapital eines börsennotierten Unternehmens. Nicht börsennotiertes Eigenkapital ist dagegen eine direkte Unternehmensbeteiligung, zum Beispiel ein Anteil an einer GmbH. Letztere spielen für normale Privatanleger typischerweise keine Rolle, weil sie nicht frei erwerbbar sind. Zudem ist ihre Bewertung komplex und ihre Veräußerung schwer und langwierig. Der → erwartete Ertrag (Rendite) aus einer Aktie (die Gesamtrendite) besteht aus einer Kombination von Dividendenerträgen und Kurssteigerungen. Grundsätzlich gilt: Je höher die Dividendenkomponente, desto niedriger die Kurssteigerungskomponente und umgekehrt (Kommer/Weis 2018b).
Zinstragende Anlagen: Bankguthaben und Anleihen	Zinstragende Anlagen sind komplizierter als Aktien, obwohl viele Privatanleger sie für die simpelsten Anlageformen halten. Ein verzinsliches Bankguthaben ist wirtschaftlich betrachtet ein Kredit des Sparers an die Bank. Kontoguthaben sind eine äußerst ambivalente Anlageform, die in Kapitel 11 näher beschrieben wird. Oberhalb der gesetzlichen Einlagensicherung (siehe Infobox in Abschnitt 3.2) sollte kein Privathaushalt Bankguthaben halten, weil das – für länger als ein paar Wochen – ganz einfach zu risikoreich ist. Wer als Privatanleger außerhalb der gesetzlichen Einlagensicherung zinstragende Anlagen tätigen will, sollte das in der Form von Anleihen tun. Der Emittent dieses »Fremdkapitals« kann ein Unternehmen oder ein Staat sein (oder eine öffentliche Organisation, die Teil eines Staates ist, wie zum Beispiel ein Bundesland). Eine Anleihe ist nichts anderes als ein Kredit, der von Vornherein zum freien Handel (Kauf und Verkauf) konzipiert war. Im Englischen heißen zinstragende Anlagen »Fixed Income Investments«. Diese Bezeichnung stellt darauf ab, dass der zu erwartende Ertrag für den Anleger im Wesentlichen fixiert ist, was bei Aktien und letztlich auch bei Immobilien nicht der Fall ist.
Immobilien (Direktinvestments)	Immobilien sind hier als »Direktanlagen« zu verstehen. Solche Direktanlagen sind abzugrenzen von Investments in börsennotierte Aktien oder Anleihen von Immobilienunternehmen. Letztere gehören zu den oben genannten ersten beiden Asset-Klassen. Zu unterscheiden sind Wohnimmobilien und Gewerbeimmobilien. Der → erwartete Ertrag aus einer Immobilie besteht aus einer Kombination von Mieteinnahmen und Wertsteigerungen abzüglich (vielfach unterschätzter) Kosten für Instandhaltung und Versicherungen. Sehr viele Direktanlagen in Immobilien werden partiell mit Fremdkapital finanziert (→ Leverage-Effekt). Das erhöht das Risiko und kann die Rendite steigern oder senken. Die selbstgenutzte Wohnimmobilie ist insofern ein Sonderfall, da sie einen untrennbaren Doppelpack aus Lebensstilentscheidung und Investment darstellt (siehe Abschnitt 3.11).

Edelmetalle: Gold, Silber, Platin, Palladium. In Abschnitt 3.8 haben wir gesehen, dass die langfristige Rendite von Gold weit schlechter ist als die von Aktien und als das, was die meisten Menschen annehmen. Ich persönlich glaube nicht, dass Gold unbedingt in ein Privatanlegerdepot gehört. Abschnitt 7.3 zeigt, dass das auch in den vergangenen rund 40 Jahren nicht anders war. Silber stellt eine

noch schlechtere Risiko-Rendite-Kombination als Gold dar. Platin und Palladium sind unklare Fälle und von allen Anlagen, die unklar sind, sollte man sowieso die Finger lassen.

Rohstoffe: In Rohstoffe kann man – das mag manchem Privatanleger nicht bewusst sein – gar nicht direkt investieren. Das geht nur über den Umweg Rohstoff-Futures (Rohstoff-Terminkontrakte). Ihre Rendite ist ohnehin nichts, das man unbedingt im Portfolio haben möchte. Näheres hierzu in Abschnitt 7.3.

Sammlerobjekte: Das sind zum Beispiel Kunst, Antiquitäten, Diamanten, Oldtimer-Autos. Sie sind für normale Privatanleger als Vermögensanlagen in der Praxis eher sinnlos, weil diese Asset-Klasse besonders hohe Expertise erfordert, weil sie extrem illiquide ist, sie sehr hohe Versicherungs- und Lagerkosten aufweisen und über ihr Risiko und ihre Rendite kein hinreichender Konsens in der Wissenschaft besteht (zur langfristigen Rendite siehe Korteweg u. a. 2016 sowie Dimson/Marsh/Staunton 2018.

Wechselkurse/Währungen: Siehe hierzu auch Abschnitt 7.4 und – ausführlicher – Kommer/Weis 2018a. Generell ist die ➔ *erwartete* Rendite von Wechselkursen beziehungsweise Währungen ganz einfach null und ihre Schwankungsintensität – auch die von »Hartwährungen« wie Schweizer Franken und norwegischen Kronen – außerordentlich hoch.

Derivate: Auf ➔ Derivate als Asset-Klasse gehe ich hier aus Platzgründen nicht ein, weil sie für normale Privatanlegerhaushalte sehr selten Sinn ergeben. Das schließt zumeist auch die Konstellation ein, mit Derivaten mögliche Verluste »nach unten« zu begrenzen (siehe hierzu ➔ SIMIE (2018), Abschnitt 2.9.)

Nachdem wir nun die drei Basis-Asset-Klassen und fünf weitere für Privatanleger aber in der Regel nicht geeignete Asset-Klassen kennen gelernt haben, können wir zum Kernpunkt dieses Abschnittes, der Unterscheidung zwischen Verpackung und Inhalt, kommen. Sehr häufig ist es so, dass die Verpackung drei Dinge tut:

- Sie verursacht zusätzliche Kosten, ohne den ➔ erwarteten Ertrag zu erhöhen;

- Sie macht das Investment weniger transparent und/oder komplexer, also letztlich schwerer zu durchschauen und zu verstehen;
- Sie führt möglicherweise zusätzliche Risiken ein.

In eher seltenen Fällen produziert die Verpackung tatsächlich einen Anlegernutzen. Ich zeige das in Tabelle 4 anhand von neun konkreten Beispielen:

Tabelle 4: Neun populäre verpackte Investmentprodukte, was sie enthalten und was ihre Verpackung bedeutet

Name des verpackten Produkts	Was ist der Inhalt des Investments?	Was ist die Verpackung? Welche Nachteile hat sie?
Kapitalbildende Lebensversicherungen (KLV)	Staatsanleihen (normale KLV) oder Aktien (fondsgebundene KLV)	Das ist eine strukturell sinnlose Kombination eines reinen Versicherungsprodukts (Risikolebensversicherung) mit einem reinen Sparprodukt (Wertpapiersparen auf Anleihen oder Aktien). Der »Versicherungsmantel« hat enorme Zusatzkosten, ist illiquide, intransparent und führt überflüssiges, weil leicht vermeidbares ➜ Bonitätsrisiko der Versicherungsgesellschaft ein (mehr zur KLV in Kapitel 11)
Offene Immobilienfonds	Direktanlagen in ein relativ kleines deutsches oder europäisches Gewerbeimmobilienportfolio	Innerhalb seiner Investmentfondshülle werden 30% bis 50% des Immobilienportfolios mit Krediten finanziert. Die Verpackung in einen Investmentfondsmantel verursacht hohe Kosten und verdeckt das wahre Risiko des Portfolios aufgrund einer altmodischen, interessenkonfliktbehafteten Bewertungsmethodik, woraus eine unklare, unzuverlässige Risikomessung resultiert. Gegenüber Immobilienaktien-ETFs sind die Renditen schlechter, die Diversifikation geringer und die Kosten höher (mehr zu Offenen Immobilienfonds in Kapitel 11).
Bausparverträge	Ein sehr langfristiger Kontosparvertrag mit einer Bank, der auf komplexe Weise mit einem fünf bis zehn Jahre später folgenden Immobilienkredit dieser Bank an den vormaligen Sparer verschweißt ist	Mehr Verpackung relativ zum Inhalt als bei einem Bausparvertrag geht beinahe nicht. Diese Verpackung ist so dick und undurchsichtig, dass nicht einmal klar ist, ob es sich hier um ein Kredit- oder um ein Anlageprodukt handelt. Näheres zum Bausparvertrag in Kapitel 11. Die Komplexität der Verpackung und die Unsicherheit ihres Nutzens wird nur getoppt durch die Verpackung bei Geschlossenen Fonds (siehe nachfolgendes Produkt).
Geschlossene Fonds	Eine rechtlich außerordentlich komplexe, nicht börsennotierte Beteiligung des Privatanlegers an einer Kommanditgesellschaft (dem Investmentvehikel), das in »unternehmerische Vorhaben mit Steuervorteil« investiert	Dieses Produkt ist ein Spitzenreiter in der Kategorie »Verhältnis anlegerschädliche Verpackung zu kargem Inhalt«. Der Inhalt sind schlecht diversifizierte Direktanlagen in Immobilien oder Unternehmen, die in Wind- oder Solarkraftanlagen, Schiffe, Container, Flugzeuge oder Hollywood-Filme investieren. Die offenen und versteckten Kosten (sowohl anfänglich als auch laufend), die durch die rechtliche Verpackung dieser Investments verursacht werden, sind atemberaubend hoch. Dieses Kostenvolumen garantiert nahezu, dass der Anleger nichts verdient oder viel Geld verliert (mehr zu Geschlossenen Fonds in Kapitel 11).

Name des verpackten Produkts	Was ist der Inhalt des Investments?	Was ist die Verpackung? Welche Nachteile hat sie?
Zertifikate	Bankanleihen, die aber nicht Zinsen zahlen, sondern ein anderes komplexes »Auszahlungsprofil« haben	Der Inhalt einer »Bankschuldverschreibung« wird bis zur Unkenntlichkeit mit einem von Hundertausenden an möglichen »Pay-off-Profilen« umwickelt, das einzelne Aktien, Rohstoffe, Zinsen und nahezu unendliche Kombinationen von diesen zum Gegenstand hat. Ein großer Teil der insgesamt hohen Kosten von Zertifikaten ist versteckt und kaum nachvollziehbar. Gerät die emittierende Bank in eine Schieflage (da Bankschuldverschreibung), kann das vorgebliche »Aktieninvestment« (im Falle eines aktienbezogenen Zertifikats) seinen gesamten Wert verlieren, obwohl es der zugrundeliegenden Aktie gut geht (mehr zu Zertifikaten in Kapitel 11).
Peer-to-Peer-Kredite (P2P-Kredite)	Zinstragendes Investment, sprich ein Kredit, den eine Privatperson einer anderen (fremden) Privatperson oder einem Kleinunternehmen gewährt. Der Kredit wird durch einen (natürlich nicht kostenlosen) Mittelsmann, die P2P-Plattform, über das Internet vermittelt.	P2P-Kredite sind aus der Perspektive des Geldgebers ökonomisch ein sehr illiquides Anleiheninvestment, bei dem der Anleiheemittent eine kleine Firma oder eine Privatperson ist. Die rechtliche Struktur (Verpackung) ist besonders komplex und wenig »getestet«, da das Investmentprodukt noch sehr neu ist. Die staatliche Regulierung ist eher unklar oder nicht vorhanden. Das wahre Risiko dieses zinstragenden Investments lässt sich, weil nennenswerte historische Daten letztlich fehlen, schwer beurteilen. Letzterer Nachteil wird durch Diversifikation (Streuung) in viele kleine Kredite nur partiell reduziert. P2P-Kredite kommen als neuartiges, hippes Anlageprodukt daher, sind es aber nicht. Das einzig Neue daran ist das Internet als Vertriebskanal.
Crowd-Funding	Letztlich ähnlich wie Peer-to-Peer-Kredite	Zu unterscheiden ist Crowd-Funding für gemeinnützige Zwecke oder Crowd-Funding als gewinnorientiertes Investment (nur um Letzteres geht es hier). Das meiste, was oben über die ähnlichen Peer-to-Peer-Kredite gesagt wurde, gilt auch für Crowd-Funding. Bei Crowd-Funding sind Einzelkreditsummen jedoch in der Regel kleiner, und es werden häufig der Freundeskreis des Kreditnehmers oder bestimmte »Social Communities«, die mit dem Kreditnehmer irgendwie verbunden sind, als Anleger mobilisiert.
Aktiv gemanagte Investmentfonds	Ein Investmentfonds (Publikumsfonds) als rechtliche Hülle, in der in die Kern-Asset-Klassen Aktien und/oder Anleihen investiert wird	Der Anleger zahlt für den »Luxus«, nicht selbst entscheiden zu müssen, in welche Aktien oder Anleihen wann zu investieren ist, heftige Gebühren, die leider selten durch entsprechende Bruttorenditen (Renditen vor Kosten) ausgeglichen werden. Da, wo das ausnahmsweise der Fall ist, ist es aus der Sicht der Wissenschaft vermutlich Zufall und wiederholt sich in der Zukunft nur durch Glück oder schlägt in sein Gegenteil um (warum das so ist, erkläre ich in Kapitel 4). Was ihre spezifischen Anlagen zu einem gegebenen Zeitpunkt betrifft, sind diese Fonds eine Blackbox. Immerhin: Auch aktive Investmentfonds sind »Sondervermögen« (siehe dazu Ausführungen in Kapitel 5) und unterliegen einer scharfen, gut getesteten Regulierung und Aufsicht.
ETFs (passiv gemanagte Investmentfonds)	In rechtlicher Hinsicht grundsätzlich identisch mit aktiv gemanagten Investmentfonds	Hat alle Vorteile des aktiv gemanagten Investmentfonds zu einem Bruchteil der Kosten (oft nur ein Zehntel bis ein Fünftel) und dadurch langfristig höhere Nettorenditen. Außerdem viel transparenter und einfacher zu verstehen. ETFs sind das einzige Produkt in dieser Tabelle, in dem die Verpackung aus meiner Sicht einen echten Nettonutzen für den Anleger erzeugt.

Tabelle 4 sollte illustrieren, dass Verpackungen in den meisten Fällen einfach nur anlegerschädlicher, teurer Ballast sind, der den Blick auf den »Renditemotor« (den Kern des Investments) verstellt. Kluge Anleger beurteilen ein Anlageprodukt nach dem Grundprinzip: Was ist die Verpackung und was der Inhalt? Sollte es Ihnen aus Ihrer eigenen, ehrlichen Perspektive nicht gelingen, klar auseinanderzuhalten, was der Inhalt und was die Verpackung ist, rate ich Ihnen, Nein zu sagen, denn das Nicht-auseinander-halten-Können ist ein Indikator für Nichtverstehen. Anlagen, die man nicht versteht, sollte man nicht in sein Vermögensportfolio nehmen oder nicht darin tolerieren.[28]

Wenn der Inhalt eines Anlageprodukts nicht klar erkennbar eine der drei Basis-Asset-Klassen aus Tabelle 3 in Reinform darstellt, sollten bei Ihnen die Warnlampen angehen. Diese drei Basis-Asset-Klassen sind der Motor der Weltwirtschaft. In sie und nur in sie sollten Sie Ihr sauer Verdientes investieren. Abweichungen von diesem Grundprinzip sind für normale Privatanleger renditemäßig nicht erforderlich und repräsentieren zudem meist »schlechte Risiken«, also Risiken, die der Markt nicht kompensiert.

Ganz schrill sollten die Alarmlampen bei Ihnen blinken, wenn entweder die anfänglichen Kosten (Kaufkosten) eines Anlageprodukts mehr als ein halbes Prozent des Investmentbetrages betragen und die fortlaufenden Kosten mehr als ein Prozent pro Jahr. Bei vielen Anlageprodukten dürfen Sie allerdings nicht davon ausgehen, dass Sie alle Kosten leicht erkennen können (ETFs sind hier eine erfreuliche Ausnahme). Seien Sie sich darüber bewusst, dass die Anbieter, Vermittler oder Verkäufer des Produkts beachtliche Kreativität beim Verstecken von Kosten entwickelt haben. Bei diesem Punkt zahlen sich gesundes Grundmisstrauen und intensive Recherche besonders aus.

28 Es ist übrigens generell ein verlässliches Merkmal von langfristig erfolgreichem Investieren, wenn es auf lange Sicht von deutlich mehr Nein-mach-ich-nicht-Entscheidungen als Ja-mach-ich-Entscheidungen geprägt ist.

3.14 Prinzip 14: Sich möglichst selten selbst austricksen

»Wenn Sie den größten Gefahrenherd für Ihre finanzielle Zukunft sehen wollen, gehen Sie nach Hause und schauen Sie in den Spiegel.«

Jonathan Clements, Wirtschaftsjournalist beim Wall Street Journal, *Finanzbuchautor*

In den vergangenen gut 25 Jahren wurden in der wissenschaftlichen Kognitionspsychologie und der wirtschaftswissenschaftlichen Teildisziplin Behavioral Finance (»Verhaltensökonomie«) viele systematische Denkfehler oder Denkirrtümer dokumentiert, die uns Menschen zu schlechteren Anlegern machen, als wir sein könnten.[29] Diese Denkfallen werden manchmal auch als kognitive Fehlsteuerungen oder Selbsttäuschungen bezeichnet. Im Englischen heißen sie *cognitive biases* (bias = Voreingenommenheit, Tendenz, Verzerrung). In der englischen Wikipedia findet sich dazu unter dem Stichwort »List of cognitive biases« eine umfangreiche, interessante Aufzählung. Fast alle der nachfolgenden »Biases« werden in der deutschen und der englischen Wikipedia auch mit einzelnen, lesenswerten Einträgen und Literaturverweisen näher beschrieben. Am Ende dieses Abschnittes nenne ich drei Bücher, die eine nützliche und spannende Einführung in dieses Gebiet bieten. In ihnen werden die nachfolgend beschriebenen Denkfallen viel ausführlicher beschrieben und belegt, als ich es hier in diesem kurzen Abschnitt tun kann.

Ich bin sicher, dass nahezu jeder Privathaushalt, der finanzielle Vorsorge betreibt, Nutzen daraus zieht, wenn er sich diese allgegenwärtigen Denkfehler ins eigene Bewusstsein ruft. Je mehr man über diese mentalen Sackgassen weiß, desto häufiger gelingt es einem, nicht in sie hineinzulaufen.

Kognitive Fehlsteuerungen sind deswegen so verbreitet, weil sie zu einem beträchtlichen Teil von der Evolution gewissermaßen in unsere Gene hineingebrannt wurden. Das geschah über Hunderttausende von Jahren, in denen die Menschheit als Jäger und Sammler in kleinen nomadischen Gruppen in der afrikanischen Savanne umherzog. In einer solchen Umwelt waren ganz andere Denk- und Verhaltensmuster als heute wichtig, um – im wahrsten Sinne des Wortes – zu überleben. Der frühe *Homo sapiens sapiens* der Savanne hatte vor allem eine

29 2002 gewann der Israeli Daniel Kahneman für seine Forschungsbeiträge auf diesem Gebiet einen Wirtschaftsnobelpreis, 2017 der Amerikaner Richard Thaler.

»Prio 1« – die eigenen Gene mittels einer möglichst zahlreichen Nachkommenschaft in die Nachwelt zu übertragen. Säbelzahntiger und häufiger Nahrungsmangel arbeiteten intensiv in die Gegenrichtung. *Homo sapiens sapiens* musste in diesem Ökosystem vor allem in einer Disziplin gut sein: Blitzschnell instinktiv auf der Basis einiger weniger, soeben eingetroffener, Daten (Sinneswahrnehmungen) reagieren und sofort handeln, also zum Beispiel niederkauern, flüchten, angreifen oder eben die vorige Aktivität unverändert weiterführen.

In der Industriegesellschaft des 21. Jahrhunderts geht es nicht mehr um das nackte physische Überleben und die Weitergabe der eigenen Gene, sondern um viele andere Dinge, darunter erfolgreiche Vermögensbildung und finanzielle Altersvorsorge. In diesen beiden Disziplinen gelten völlig andere Erfolgsfaktoren als beim Überleben in der Savanne. Die kurze Phase seit dem Beginn der Industriellen Revolution vor gut 200 Jahren hat die genetische Programmierung aus unserer Savannenzeit jedoch noch nicht *updaten* können. Dafür arbeitet die Evolution zu langsam. Deswegen müssen wir uns hier quasi »manuell« selbst korrigieren. Dabei will die nachfolgende Darstellung ein klein wenig helfen. Nun zu zwölf wichtigen Denkfehlern, wenn es um Vermögensbildung geht.

Recency-Bias (recent = kürzlich): Die Tendenz, jüngeren oder kürzlicheren Daten eine höhere Bedeutung oder mehr Aufmerksamkeit zuzumessen als ebenso wichtigen länger zurückliegenden Daten. Veranschaulichen wir das am Beispiel von Aktienrenditen: Privatanleger und Profianleger neigen dazu, den Renditen der jüngsten rund sechs Monate oder zwei, drei Jahre für ihre nun anstehende Investmententscheidung höheres Gewicht einzuräumen als den Renditen der zehn oder zwanzig Jahre davor. Aus Sicht der Wissenschaft führt diese irrationale Übergewichtung der jüngeren Vergangenheit jedoch in den allermeisten Fällen zu falschen oder jedenfalls zu weniger zuverlässigen Schlussfolgerungen als die korrekte Denke ohne die Bevorzugung der aktuelleren Daten. ► *Pragmatischer Tipp:* Betrachten Sie Datenreihen unter 20 Jahren Länge im Allgemeinen als tendenziell nutzlos, weil vermutlich nicht repräsentativ. Wenn Sie erfreulicherweise eine Datenreihe von 20+ Jahren vor sich haben, geben Sie jedem einzelnen Jahr darin die gleich hohe Bedeutung in Ihrem Entscheidungsfindungsprozess.

Insensitivity to sample size (Nichtbeachtung der Stichprobengröße): Hier handelt es sich um die Tendenz, aus kleinen Datenmengen (Stichproben), weitreichende Schlussfolgerungen abzuleiten, für deren verlässliche Ableitung man aus statistikwissenschaftlicher Sicht jedoch viel größere Datenmengen bräuchte. Ein fiktives Beispiel: Die Anlegerzeitschrift *Turbobörse* berichtet vom jungen Starfonds-Manager Michel Midas, der in deutsche Aktien investiert und der den DAX in neun der letzten zwölf Kalenderjahren wie auch über die ganzen zwölf Jahre geschlagen hat – insgesamt um durchschnittlich 1,5 Prozentpunkte jährlich. Leider lässt sich aus diesem ➔ Alpha (Überrendite) keineswegs folgern, wie es der Artikel der *Turbobörse* in devot anhimmelnder Weise tut, dass Midas nicht einfach nur Glück hatte, sprich sein gutes Ergebnis ganz banal vom Zufall produziert wurde. Tatsächlich bräuchte man angesichts der typischen Unstetigkeit (Schwankung) der jährlichen Überrenditen von Fondsmanagern eine Datenserie von mindestens 40 Jahren, um mit hinreichender Sicherheit ausschließen zu können, dass diese Leistung nicht möglicherweise durch Zufall zustande kam. ► *Pragmatischer Tipp:* Wenn aus einer historischen Datenreihe Schlussfolgerungen, die die Zukunft betreffen, abgeleitet werden, sollten Sie stets auf einem schriftlichen »Anti-Zufall-Beleg« bestehen. Sofern die vorhandenen Daten einen solchen hergeben, dürfte das ja kein Problem sein. Wenn sie ihn nicht hergeben, sollten Sie diese Schlussfolgerungen ignorieren. Das heißt natürlich, dass Sie vermutlich 95% der Schlussfolgerungen aus vergangenen Daten in Anlegerzeitschriften ignorieren können. Generell gilt: Auch in 100%ig vom Zufall getriebenen Vorgängen kommen außerordentliche Ergebnisse zustande. Der britische Statistikprofessor David Hand hat hierzu ein spannendes Buch geschrieben (Hand 2015).

Undersampling of failure (zu geringe Berücksichtigung von Fehlschlägen in der Stichprobe): Dieser weniger bekannte, aber im Investmentbereich allgegenwärtige Denkfehler lässt sich ebenfalls an einem fiktiven Beispiel veranschaulichen.[30] Die uns nun schon bekannte Anlegerzeitschrift *Turbobörse* berichtet von den enorm hohen ➔ Aktionärsrenditen in den vergangenen drei Jahren bei

30 Undersampling of failure und Survivorship-Bias (siehe nachfolgender Absatz) sind die zwei einzigen der in diesem Abschnitt aufgeführten Biases, die nur sekundär ein psychologisches Phänomen sind. Primär sind sie ein oft nicht erkannter schwerer Konstruktionsfehler von

zehn amerikanischen Aktiengesellschaften, deren Budget für Investitionen in Digitalisierungsmaßnahmen in diesen Jahren um mindestens 100% über dem Branchenschnitt lag. Der *Turbobörsen*-Journalist will sagen, dass besonders umfangreiche Investitionen in Digitalisierung den Börsenerfolg pushen. Leider ist diese Schlussfolgerung vermutlich Nonsens, denn es ließen sich Dutzende anderer Unternehmen finden, die genau das Gleiche taten wie unsere glorreichen Zehn, deren Aktionärsrendite im fraglichen Zeitraum jedoch mittelmäßig oder sehr schlecht war. Diese anderen Firmen befanden sich jedoch nicht in der Datenstichprobe von *Turbobörse,* die im Artikel genannt wurde. Ergo: Der Artikel liegt qualitätsmäßig auf Stammtischniveau und sollte außer Acht gelassen werden. Leider krankt ein beträchtlicher Teil der Investmentbuchliteratur an der Undersampling-of-Failure-Krankheit. Hier geht es um nicht repräsentative Datenmengen.[31] ► *Pragmatischer Tipp:* Wann immer Ihnen in den Medien ein »Erfolgsrezept«, eine Wenn-dann-Kausalität wie im obigen Beispiel aufgetischt wird, fragen Sie sich, ob diese Erfolgsstorys wirklich und objektiv repräsentativ für das gesamte relevante Datenuniversum sind oder ob man ihnen vielleicht die »nicht so gut passenden Fälle« vorenthalten hat. Bestehen Sie auf eine explizite Adressierung des Undersampling-of-Failure-Fehlers. Wenn das nicht geschah, ignorieren sie diese »Erkenntnisse« (Denrell 2003).

Survivorship-Bias (Ungleichgewicht zugunsten der »Überlebenden«): Enorm viele Datenbanken oder Datenstichproben kranken am Survivorship-Bias. Wenn er vorliegt, sind die Erkenntnisse aus diesen Daten nicht repräsentativ und häufig »nach oben« verzerrt. Zwei Beispiele: Auf der Website des BVI (Bundesverband Investment und Asset Management) kann man Rendite- und andere Daten zu den rund 5000 Investmentfonds, die in Deutschland an Privatanleger vertrieben werden, herunterladen. Errechnet man daraus einen Durchschnittswert für die Rendite in den letzten fünf Jahren aus diesen Daten wird eine Zahl herauskommen, die deutlich zu positiv ist. Warum? Jedes Jahr werden rund 5% aller Fonds vom Markt genommen. In manchen Jahren mehr, in

Datenbanken, Datenstichproben oder von Aufzählungen von Beispielen, die eine These illustrieren sollen.

31 Dieser Denkirrtum ist verwandt, aber nicht identisch mit der zuvor beschriebenen *Insensitivity to sample size,* wo es um zu kleine Datenmengen ging.

manchen weniger. Diese nun »toten« Fonds sind nicht in der öffentlich zugänglichen BVI-Datenbank enthalten. Die toten Fonds hatten jedoch als Gruppe besonders schlechte Renditen. Die schlechten Renditen waren nämlich meistens der Grund, weshalb sie liquidiert wurden. Folglich überzeichnet jede historische Auswertung der zu einem bestimmten Zeitpunkt »lebenden« Fonds die Renditen, die die Anleger im Durchschnitt tatsächlich erzielten. Ganz ähnlich verhält es sich, wenn die Fondsgesellschaft »Groß, Grau und Heftig« (GGH) davon berichtet, dass sich aktuell sechs ihrer zwölf Fonds im besten Viertel der jeweiligen Fondskategorie befänden. GGH erwähnt natürlich nur seine aktuell lebenden Fonds. Die vierzehn weiteren Fonds, die in den letzten zehn Jahren wegen Erfolgsmangels geschlossen wurden, gehen nicht in die Rechnung ein. Wäre das der Fall, müsste es heißen, dass sich im Durchschnitt der letzten zehn Jahre genau ein Viertel *aller* GGH-Fonds im Top-Viertel der Branche befanden, aber das klingt halt weniger spektakulär. Der Survivorship-Bias ist verwandt, aber nicht identisch, mit dem Undersampling-of-failure-Fehler. ► *Pragmatischer Tipp:* Wer sich einmal mit dem Thema Survivorship-Bias beschäftigt hat, wird feststellen, dass er einem in der Finanzbranche beinahe auf Schritt und Tritt begegnet. Viele Daten, aus denen »sehr mutig« alles Mögliche abgeleitet wird, leiden daran. Diese Ableitungen sollte man daher mit einer großen Portion Skepsis betrachten oder – noch besser – ignorieren.

Overconfidence-Bias (overconfidence = Überselbstvertrauen): Viele, vielleicht sogar die meisten Menschen überschätzen ihr eigenes Können und Wissen auf vielen Gebieten. Männer tendenziell mehr als Frauen. Es dürfte sehr, sehr wenige unter uns geben, die dem Overconfidence-Bias nicht wenigstens manchmal zum Opfer fallen. Zwei Beispiele: Befragt man eine repräsentative Stichprobe von Studenten, ob sie ihr Können oder sogar ihre Noten im Fach ABC für überdurchschnittlich gut halten, so bejahen das regelmäßig weit mehr als 50%, obwohl ein Wert über 50% mathematisch betrachtet unmöglich ist. Oder fragt man Probanden danach, wie hoch ihr Vertrauen in die Korrektheit einer von ihnen gegebenen Antwort ist (Beispiel: »Buchstabieren Sie bitte das Wort XYZ. Wie sicher sind Sie, das Sie es richtig buchstabiert haben?«), stellt sich heraus, dass die Gruppe der Probanden, die »90% sicher« reklamieren, tatsächlich nur zu 40% richtig buchstabierte. Eine Abwandlung des Overconfidence-Bias ist der so genannte Dun-

ning–Kruger-Effekt: Er bezeichnet die Tendenz von Personen mit geringem Können auf einem gegebenen Feld ihr Können zu überschätzen, während andererseits Personen mit hohem Können auf diesem Feld ihr Können tendenziell unterschätzen. Im amerikanischen Volksmund existiert dazu ein weises Sprichwort: »A little knowledge can be a dangerous thing.« ► *Pragmatischer Tipp:* Gehen Sie davon aus, dass der Overconfidence-Bias in der Welt des Geldes, sowohl unter Profis als auch Amateuren, epidemisch verbreitet ist. Das gilt ganz besonders für explizite und implizite Vorhersagen zu dem, was in den Finanzmärkten und im Immobilienmarkt kurz-, mittel- und langfristig geschehen wird. Ihr Depot und Ihr Vermögen werden es Ihnen langfristig danken, wenn Sie vor dem Overconfidence-Denkfehler bei anderen und bei sich selbst auf der Hut sind.

Compartmentalization-Bias (compartment = Abteilung; Tendenz zu isolierter Betrachtung): In der wissenschaftlichen Finanzökonomie gibt es einige wenige Erkenntnisse, die besonders wichtig und unumstritten sind. Eine davon lautet so: Das Vermögen eines Haushaltes muss grundsätzlich *ganzheitlich (holistisch)* betrachtet werden, wenn man zu sinnvollen, belastbaren Schlüssen über die ➔ erwartete (in die Zukunft gerichtete) Rendite und das erwartete Risiko dieses Vermögens gelangen möchte. Nur so kann man herausfinden, wie man die ➔ Asset-Allokation und Anlagestrategie gestalten muss, um das angestrebte Optimum zu erreichen. Die Betrachtung und Analyse der verschiedenen *Einzelkomponenten* des Vermögens in Isolation (Immobilien, Aktien, Anleihen, Edelmetalle, Lebensversicherungen, Rentenversicherungen, Humankapital, nicht börsennotierte Unternehmensbeteiligungen und so weiter, oder aber auch einzelner Bankkonten oder -depots) ist bezogen auf die ➔ Asset-Allokation hingegen nicht nur sinnlos, sondern führt oft zu schädlichen Schlussfolgerungen. Noch unsinniger ist die individuelle, isolierte Evaluierung (Bewertung) von einzelnen Depots oder einzelnen Wertpapieren und Fonds, ohne das gesamte (Vermögens-)Portfolio zu berücksichtigen. Besonders deutlich wird das beim Aspekt-Risiko. Der Risikograd einer Einzelanlage in Isolation mag hoch oder niedrig sein, aber dieser Risikograd sagt dem Anleger praktisch überhaupt nichts über den *Risikobeitrag* der Anlage zum Risiko seines Gesamtvermögens. Auch bei einem sehr risikoscheuen Anleger kann die Hinzunahme einer sehr risikoreichen Einzelanlage sinnvoll sein, wenn diese nur niedrig mit dem restlichen Portfolio korreliert. Außerdem – das ist noch bana-

ler – spielt natürlich auch die prozentuale Größenordnung der neuen Einzelanlage eine große Rolle. Wenn sie nur 5% des Gesamtvermögens ausmacht, wird sie die Tachonadel selbst bei einem hohen individuellen Risikograd vermutlich kaum bewegen. Daher sind Risikoeinstufungen von Investmentfonds (Fondsratings) nahezu nutzlos. Sie messen nicht den Risikobeitrag zum Gesamtportfolio, sondern das Einzelrisiko.[32] Ein Fußballtrainer, der das Können und die Leistung jedes der elf Spieler rein individuell, statt den jeweiligen Beitrag des Spielers zum Team, seine spezifische Teilaufgabe im Team, sein Zusammenpassen mit anderen wichtigen Spielern und generell die holistische Gesamtleistung der Mannschaft berücksichtigt, hat seinen Beruf verfehlt. Im Fußball versteht das jeder, nur im Denken und Handeln der Vermögensberatung geschieht erstaunlich vieles noch immer auf »Einzelspielerbasis«. Suboptimale Ergebnisse sind da vorprogrammiert. ► *Pragmatischer Tipp:* Beim Geldanlegen, wie auch oft im Leben generell gilt: Blicken Sie konsequent und *immer,* auch bei der Auswahl und Einschätzung von Einzelkomponenten im Portfolio, auf das Gesamtbild in Bezug auf Rendite, Risiko, Liquidität und Anlagehorizont. Beziehen Sie dabei auch ihr Humankapital mit ein (siehe Abschnitt 3.4). Beachten Sie, dass die Finanzmedien überwiegend das Gegenteil tun. Dort dominiert das steinzeitliche Erkenntnisverfahren »Nabelschau auf Einzelanlagenebene«.

Hindsight-Bias (Rückschaufehler): Das ist möglicherweise der häufigste und »menschlichste«, aber moralisch gesehen »hässlichste« Denkfehler unter den hier genannten. Es ist unsere Neigung, nachdem ein Ereignis eingetreten ist seine ursprüngliche Vorhersehbarkeit zu überschätzen. Hier ein Beispiel, das ich aus der deutschen Wikipedia entnommen habe: »Eine Person soll vor einer Wahl eine Prognose für die Wahrscheinlichkeit des Wahlsieges der Partei X abgeben; sie nennt 30 Prozent. Nach der Wahl wird die Person aufgeklärt, dass die Partei tatsächlich 52 Prozent der Stimmen erhalten hat. Nun bittet man die Person, sich an die Höhe ihrer ursprünglichen Schätzung zu erinnern. Obwohl 30 Prozent geschätzt wurde, ist die Person davon überzeugt, dass sie auf 40 Prozent getippt hatte.« Mit anderen Worten: Im Rückblick wollen wir alle vor uns

32 Fondsratings sind auch noch aus anderen Gründen eine Mogelpackung, von der man die Finger lassen sollte, siehe ➔ SIMIE (2018), Abschnitt 2.7.

selbst und/oder vor Dritten so erscheinen, als ob unsere damaligen Meinungen, Erwartungen und »Prognosen« näher am späteren tatsächlichen Ergebnis lagen, als sie es tatsächlich waren, sodass wir direkt oder indirekt sagen können: »Das war ja vorauszusehen« oder »ich habe es ja immer gewusst«. Der Finanzjournalist Christian Kirchner schrieb in ähnlichem Kontext einmal »Menschen berichten nun mal lieber von finanziellen Heldentaten als von Niederlagen – wenn Ihnen also mehr Fälle von sensationellen Wertsteigerungen erworbener Immobilien bekannt sind als Fehlgriffe oder verfrühte Verkäufe, heißt das gar nichts.« (*Financial Times Deutschland,* 11.4.2011). Der Hindsight-Bias ist also eine Art »psychologisch bedingtes, überwiegend unbewusstes Angebertum« in Bezug auf unser Wissen über die für uns relevante Zukunft. Dieses Wissen ist tatsächlich viel geringer oder jedenfalls unpräziser, als wir uns selbst gerne einreden und Dritten gegenüber behaupten. Deswegen verfälschen wir rückblickend bewusst oder unbewusst unsere frühere Prognosefähigkeit. Wer über ein Jahr ein »Anlegertagebuch« führt, in dem er seine Erwartungen, Prognosen und Rationalisierungen für bestimmte Anlageentscheidungen schriftlich dokumentiert, wird später viele Beispiele für Hindsight-Bias in seinen Aufzeichnungen finden. ► *Pragmatischer Tipp:* Versuchen wir es einfach mal mit Bescheidenheit und Ehrlichkeit in Bezug auf unseren Anspruch die Zukunft im Bereich spezifischer Geldanlagen vorhersehen zu können. Noch einfacher: Wer global diversifiziert, passiv und prognosefrei investiert wie in Kapitel 6 dieses Buches beschrieben, braucht nicht mehr zu flunkern, er habe es ja immer schon gewusst. Das tut dem Portemonnaie gut, dem Gewissen und vielleicht auch dem eigenen Image in der Familie und unter Freunden.

Fading-Affect-Bias (Verdrängung unangenehmer Erinnerungen): Dieser Bias besteht in unserer Neigung, unangenehme Dinge tendenziell zu vergessen oder uns an sie schlechter zu erinnern als an angenehme Dinge. Im Bereich des Investierens ist es offenbar so, dass Anleger unbewusst erfolgreiche Anlageentscheidungen besser in der Erinnerung behalten als erfolglose (Klement 2010). Soweit das der Fall ist, erscheinen wir gegenüber uns selbst als bessere Anleger, als wir tatsächlich sind. Der Fading-Affect-Bias mag im allgemeinen Leben seinen Nutzen haben, denn er könnte ein von der Evolution erzeugter Mechanismus der Psychohygiene sein. Menschen mit weniger negativen Erinnerun-

gen könnten optimistischer und energetischer sein und dadurch sozusagen einen ganz lebenspraktischen Vorteil besitzen (Stichwort »positives Denken«). Ob diese Hypothese stimmt, sei an dieser Stelle dahingestellt. In der Welt des Investierens ist Erinnerung mit Weichzeichnereffekt klar ein Nachteil und ein gravierender Nachteil noch dazu. Im Prinzip gilt: Je schlechter wir uns über unseren tatsächlichen Track-Record im Klaren sind, desto weniger können wir aus unseren Fehlern lernen. Wer aus seinen Fehlern nicht lernt, kann eigentlich kein guter Anleger werden. ► *Pragmatischer Tipp:* Seien Sie ehrlich zu sich selbst. Dokumentieren Sie Erfolge und Misserfolge gleichermaßen. Lernen Sie so, systematisch und im Zeitablauf weniger Fehler zu machen und ein besserer Langfristanleger zu werden.

Availability-Bias (Verfügbarkeitsheuristik): Dieser Bias wurde in den 1970er Jahren von den beiden berühmten Wirtschaftswissenschaftlern und Psychologen Amos Tversky und Daniel Kahneman entdeckt. Der Effekt besagt Folgendes: In der Beurteilung von unklaren oder komplexen Sachverhalten geben Menschen Daten, die unmittelbar verfügbar (immediately available) sind oder an die sie sich leicht und schnell erinnern können, systematisch höheres Gewicht als Daten, für die das nicht der Fall ist. Es leuchtet unmittelbar ein, dass für die Evaluierung vieler, vielleicht sogar der meisten wichtigen Sachverhalte nicht sofort verfügbare Informationen genauso wichtig oder wichtiger sein können als sofort verfügbare. Weil das so ist, kann und wird uns dieser Bias in die Irre führen. Ein Beispiel: Probanden, die innerhalb der letzten Stunde einen Zeitungsartikel über einen Mord gelesen haben, schätzen die Wahrscheinlichkeit dafür, ermordet oder Opfer einer Gewalttat zu werden, höher ein als Probanden einer identischen Vergleichsgruppe, die in der letzten Stunde keinen solchen Artikel gelesen hatten. Der Availability-Bias kann beim Investieren böse Tricks mit unserem Denken spielen. ► *Pragmatischer Tipp:* Die schädlichen Wirkungen des Availability-Bias kann man leicht ausschalten, indem man so investiert, wie es in Kapitel 7 dieses Buches beschrieben wird.

Anchoring-Bias (Verankerungsheuristik): Das ist eine besonders kuriose Denkfalle. Hier ein in der Literatur zu diesem Bias oft beschriebenes Experiment, das den Effekt illustriert: Man zeigt einer Probandengruppe zuerst und vollkommen zusammenhanglos mit der nachfolgenden Aufgabe eine hohe Zahl, zum Beispiel

2521. Dann lässt man die Gruppe das Gewicht eines Pferdes (dessen Foto danach gezeigt wird) schätzen. Das Pferd wiegt tatsächlich 602 Kilogramm. Die Probandengruppe wird im Durchschnitt eine höhere Schätzung abgeben als eine identische Kontrollgruppe, der die Zahl 2521 (die höher als 602 ist) nicht vorher gezeigt wurde. ► *Pragmatischer Tipp:* Diesen Effekt kann man beim Investieren leicht ausschalten, indem man den Anlageprozess bewusst verlangsamt, niemals spontane Entscheidungen fällt und nur Entscheidungen trifft, die auf einem ausführlichen, strukturierten, verschriftlichten Analyseprozess basieren. Wenn es um viel Geld geht, sollte das alles eine Selbstverständlichkeit sein.

Mere-exposure effect (Verwechslung von Vertrautheit mit Wissen): Wir Menschen scheinen die Angewohnheit zu haben, Vertrautheit und Wissen zu verwechseln. Ein Beispiel: In Stuttgart ist die Anzahl der Privatanlegeraktionäre der Daimler AG höher als in jeder anderen größeren Stadt der Welt. Das wird kaum einen Leser überraschen. Im Raum Stuttgart leben überdurchschnittlich viele Daimler-Mitarbeiter und Mercedes-Benz-Fahrer, und diese Mitbürger investieren tendenziell häufiger in Daimler-Aktien als der Rest der Weltbevölkerung. Ziehen diese Daimler-Anleger hieraus einen Vorteil? Die Antwort darauf ist nein – jedenfalls wenn man sich auf objektive (nicht bloß gefühlte) Vorteile bezieht, und das hat nichts damit zu tun, dass Daimler in den vergangen zwanzig Jahren eine besonders schlechte Aktie war. Das Problem ist der so genannte Home-Bias, also die Angewohnheit von Privatanlegern Wertpapiere, die »irgendwie« mit ihrem eigenen geografischen Standort verknüpft sind, über andere Wertpapiere zu bevorzugen. Damit geht typischerweise eine verschlechterte Diversifikation, also eine leicht vermeidbare Erhöhung des Portfoliorisikos einher, der kein zusätzlicher Vorteil auf der Ebene der ➔ erwarteten Rendite gegenübersteht.[33] In Wahrheit wissen die Mitarbeiter von Daimler und die Mercedes-Benz-Fahrer nicht mehr und besser Bescheid über Daimler-Wertpapiere im Sinne ihrer Risiko-Rendite-Kombination als ein X-beliebiger Franzose, der in Marseille lebt. Die Daimler-Mit-

33 Besonders gefährlich sind Klumpenrisiken, die entstehen, wenn »normale« Mitarbeiter eines Unternehmens (nicht Mitglieder der Geschäftsleitung) in nennenswertem Umfang Mitarbeiteraktien dieses Unternehmens anhäufen. So sind das ➔ Humankapital dieser Personen und ihr Finanzkapital in dasselbe Unternehmen investiert. Ein möglicherweise fatalerer Fall von »alle Eier in einen Korb legen« ist schwerlich denkbar.

arbeiter und Kunden verwechseln Vertrautheit mit Wissen. Dieser psychologische Effekt tritt nicht nur in der Welt des Investierens auf, ist dort aber besonders schädlich. ► *Pragmatischer Tipp:* In den Kapitalmärkten gilt: Alle öffentlich verfügbaren Informationen sind schon eingepreist. Das ist die so genannte ➔ Informationseffizienz der Kapitalmärkte. Auch wenn Sie mehr »Fakten« über eine bestimmte Aktie oder Anleihen kennen, werden Sie dadurch nicht zum besseren Anleger in dieses Wertpapier. Anleger, die Vertrautheit mit Wissen verwechseln, fügen sich auf lange Sicht sehr wahrscheinlich finanziellen Schaden zu.

Money-Illusion (Inflationsillusion): Damit ist der einfache und verbreitete Fehler gemeint, Renditen, Zinsen oder Preissteigerungen inklusive Inflation (nominale Zahlen) mit »echten«, also »realen« Zahlen zu verwechseln. Warum ist eine Rendite oder Wertsteigerung inklusive Inflation (nominale Rendite oder Wertsteigerung) nicht »echt«? Sie ist in dem Sinne nicht echt, als sie nicht angibt, welchen Zuwachs an Kaufkraft – und nur auf diesen kommt es an – der Anleger im fraglichen Zeitraum erzielte. Außerdem sind nominale Renditen letztlich weder sinnvoll vergleichbar mit nominalen Renditen aus anderen historischen Perioden, noch sind sie sinnvoll vergleichbar mit zeitgleichen Renditen in anderen Währungsräumen. Allgemein gilt: Ohne das Herausrechnen der Inflation wird man in vielen Konstellationen aus vergangenen Renditedaten für Aktien, Anleihen, Immobilien und andere Asset-Klassen falsche Schlüsse ziehen. Ein Beispiel: Die Zinsen für zehnjährige Bundesanleihen im Jahr 1973 betrugen 9,3%; im Jahr 2009 dagegen nur 3,3%. Trotzdem standen die Anleger 2009 besser da, denn die Realzinsen in diesem Jahr betrugen dank der niedrigen Inflation 2,4% gegenüber lediglich 1,5% 1973. Das zeigt, wie irreführend nominale Zahlen sein können. Dennoch bemühen sich Ratgeberbuchautoren und Wirtschaftsjournalisten kaum, uns inflationsbereinigte (reale) Daten zu zeigen. Das ist überaus schade und unprofessionell. ► *Pragmatischer Tipp:* Nehmen Sie nominale, nicht inflationsbereinigte Renditedaten, wenn sie sich auf Zeiträume von über drei Jahren beziehen, ganz einfach nicht ernst. Bestehen Sie darauf, dass man Ihnen inflationsbereinigte, reale Daten zeigt. Alles andere ist latent täuschend. Natürlich wird das in den meisten Fällen ein frommer Wunsch bleiben, aber am Ende ist es ganz einfach: Besser gar keine Daten als irreführende.

Fazit

- Wir sind alle nur Menschen und unterliegen in vielen Teilen unseres Daseins nun einmal systematischen Denkfehlern, die von der Wissenschaft in den letzten Jahrzehnten dokumentiert wurden. Viele dieser Denkfallen sind sehr menschlich und in gewisser Weise gehören sie zu unserer Persönlichkeit, zu unserem Dasein. Sie machen uns zu dem, was wir sind. Auf dem Gebiet des Investierens sind sie jedoch oft fatal, auch wenn uns diese Einsicht nicht behagt. Wer sich diese Denkfallen ehrlich und realistisch eingesteht, sie reflektiert und überwindet, hat einen großen Schritt in die Richtung, ein besserer Anleger zu werden, getan.
- Wer sich mit dem sehr spannenden Thema Behavioral Finance näher auseinandersetzen möchte, dem seien die folgenden drei, sehr lesbaren, enorm nützlichen Bücher empfohlen: Rolf Dobelli: *Die Kunst des klaren Denkens: 52 Denkfehler, die Sie besser anderen überlassen*, Daniel Kahneman: *Schnelles Denken, langsames Denken* und Jason Zweig: *Gier. Neuroökonomie: Wie wir ticken, wenn es ums Geld geht.*

3.15 Prinzip 15: Investmentpornografie nicht auf den Leim gehen

»Artikel, die glauben machen, dass Investieren kinderleicht sei – beispielsweise ›Drei Wege, Ihr Geld zu verdoppeln‹ oder ›Zehn heiße Aktien‹ –, das ist Investmentpornografie.«

Jane Bryant Quinn, amerikanische Wirtschaftsjournalistin, Finanzbuchautorin

Investmentpornografie sind Aussagen über Vermögensanlagen, die von den Medien, im Internet und von der Finanzbranche als »Information« verkleidet verbreitet werden, die aber aus der Sicht der Wissenschaft völlig unrealistisch sind. Drei Beispiele aus der Welt der Finanzratgeber:

Der in Deutschland meistverkaufte Finanzratgeber ist Bodo Schäfers *Der Weg zur finanziellen Freiheit – Die erste Million in 7 Jahren*, der 2000 erstmalig erschien. Ein kleines Rechenbeispiel zum Untertitel des Buches »die erste Million in 7 Jahren«: Wer anfänglich 100 000 Euro investiert, braucht eine durchschnittliche Rendite von rund 39% p.a. (nach Steuern und Kosten), um in sieben

Jahren zu einer Million zu gelangen. Abgesehen davon, dass eine solche Rendite in sieben aufeinanderfolgenden Jahren bisher nur bei *Alice im Wunderland* beobachtet wurde, stellt sich die Frage, woher die anfänglichen 100 000 Euro kommen sollen. Startet man mit weniger, muss die Rendite entsprechend noch höher sein.

Ein weiteres Beispiel: *Erfolgreiche finanzielle Freiheit im Schlaf* (2017) von Elisabeth Raynor. Die Autorin suggeriert ihren Lesern allen Ernstes, dass man mit ihrem Büchlein »im Schlaf« finanziell frei werden könne. Unter finanziell frei versteht sie ausreichend »passives« Einkommen, um nie mehr arbeiten zu müssen. Wer die Realität von Geldanlegen und Existenzgründung kennt, kann über derart haarsträubenden Unsinn nur den Kopf schütteln.

Ein Buch zu Immobilienanlagen von Michael Peter aus dem Jahr 2015 hat den Untertitel »Warum Immobilien so phänomenal lukrativ sind«. Erstens existieren »phänomenal lukrative Geldanlagen« außerhalb der illegalen oder Insidersphäre und in die Zukunft gerichtet nur verknüpft mit phänomenal hohen Risiken. Zweitens besteht in der Wissenschaft ein weit reichender Konsens darüber, dass Immobilienanlagen risikobereinigt eher schlechtere Renditen produzieren als Aktien, und Aktien sind ganz gewiss nicht »phänomenal lukrativ«. Allgemein formuliert sind Investmentpornografie Aussagen über oder Empfehlungen zu Anlagemöglichkeiten, die eine oder mehrere folgende Eigenschaften besitzen:

- Ihr Eintreffen ist unrealistisch oder unwahrscheinlich;
- Sie sind teilweise oder ganz erfunden oder gelogen;
- Sie appellieren bewusst an die schlechtesten Eigenschaften von Anlegern, nämlich Gier, Selbstüberschätzung, Gutgläubigkeit und Unwissenheit;
- Sie prahlen mit selektiv ausgewählten, nicht repräsentativen historischen Renditen über kurze Zeiträume aus der jüngeren Vergangenheit;
- Sie beziehen sich besonders häufig auf neue oder neuartige Investments;[34]
- Im Rückblick (wenn es zu spät ist) stellt sich heraus, dass ihr Verkauf in unethischer Weise erfolgte und sie in den allermeisten Fällen die Finanzgesundheit von Anlegern geschädigt haben. Das Mitte 2018 jüngste Beispiel hierfür war »P&R«, ein süddeutsches Unternehmen, das Privatanlegern seit

34 Zum Zeitpunkt der Abfassung dieses Manuskripts (Mitte 2018) war die Kryptowährung *Bitcoin* die letzte Masche oder Mode, mit der zahlreiche Privatanleger auf der Basis von Investmentpornografie im Internet Geld verloren.

1975 Investments in Schiffs-Container verkaufte. Der Anlegerschaden dürfte 1 Milliarde Euro überschreiten.

In meinem Buch *Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs* (2018) widme ich dem schlüpfrigen Thema Investmentpornografie einen viel ausführlicheren Abschnitt als hier, mit mehr Beispielen aus Anlegerzeitschriften und dem im Vergleich zum Buchmarkt – wen überrascht es – noch viel krasseren finanzpornografischeren Internet.

Der ehemalige Hedge-Fonds-Manager und Finanzbuchautor Nassim Taleb fragt in seinem Bestseller *Der Schwarze Schwan* (2007): »Weshalb verringert das Lesen der Zeitung unser Wissen über die Welt sogar?« Der Verdacht, dass der laufende Konsum von »Nachrichten« in den tagesaktuellen Medien einschließlich dem Internet uns per saldo dümmer macht – so wie der Schweizer Denker und Schriftsteller Rolf Dobelli glaubt –, ist in der Tat nicht ohne Weiteres von der Hand zu weisen (Dobelli 2012). Auf alle Fälle macht uns dieser Konsum – da bin ich sicher – zu schlechteren Investoren.

Fazit

- Die Medien, das Internet und das Marketingmaterial der Finanz- und Immobilienbranche quellen seit Jahrzehnten über mit Investmentpornografie à la »mit den richtigen Aktien 5 000 Prozent Gewinn« oder »Titel, die Jahr für Jahr steigen« (Titelseite der Zeitschrift *Börse Online*). Ähnlich wie bei konventioneller Pornografie läuft man durch intensiven Konsum ihrer Investmentvariante Gefahr, sein Familienleben (und auch seine Finanzgesundheit) unreparierbar zu schädigen.
- Wenn Sie irgendwo von »garantierten Renditen« über null Prozent lesen oder noch allgemeiner von Anlagemöglichkeiten, die in Ihren Ohren einfach nur sehr attraktiv klingen, dann seien Sie extrem auf der Hut. Es könnte sein, dass Sie in diesem Moment auf Investmentpornografie hereinfallen. Grundregel Nummer 1: Beim Geldanlegen existiert kein *Free Lunch* (kein Gratismittagessen). Wo hohe Renditen versprochen werden, muss irgendwo auch hohes Risiko lauern. Wenn Sie es nicht sehen, haben Sie nicht genau genug hingeschaut. Wo niedrige Risiken in Verbindung mit mittleren oder hohen Renditen versprochen werden, handelt es sich entweder um eine Lüge, oder das Versprechen ist nichts wert.

4 AKTIV VERSUS PASSIV INVESTIEREN

»Es ist absurd, zu glauben, dass normale Privatanleger jemals Geld mit Marktvorhersagen verdienen werden.«

Benjamin Graham, 1894–1976,
Autor des wohl legendärsten aller Investmentbücher
The Intelligent Investor, *Lehrmeister und Mentor von Warren Buffett*

Diesem Kapitel muss ich eine kleine Warnung voranstellen: Es ist das einzige im Buch, auf das man das Attribut »theoretisch« anwenden muss. Alle anderen Kapitel bewegen sich sehr nahe an der Anlagepraxis und -umsetzung. Doch ganz ohne Theoriekenntnisse geht es bei manchen wichtigen Themen im Leben nicht. Investieren gehört dazu.[35] Daher hier ein klein wenig unverzichtbare Theorie.

Aus der Helikopterperspektive existieren eigentlich nur zwei Grundformen von Investieren: »aktiv« und »passiv«. Die meisten Menschen, die sich nicht schon eine Weile mit Börseninvestments beschäftigt haben, assoziieren »Investieren« quasi automatisch nur mit Aspekten, die in die Kategorie »aktives Investieren« fallen. Aktives Investieren ist »das, was alle machen«. Sein globaler Marktanteil dürfte bei etwa 98% bis 99% liegen. Aktiv investieren heißt, Geld anlegen mit dem ausgesprochenen oder unausgesprochenen Ziel, ein »besonders gutes« oder »attraktives« Investment zu tätigen. Wie der jeweilige Anleger »besonders gut« oder »attraktiv« im Einzelfall interpretiert, da mag es eine Million unterschiedliche Auffassungen geben. Ihnen allen ist dennoch gemein, dass der Anleger mit seiner ursprünglichen, anfänglichen Investmententscheidung auf ein im weitesten, wenn auch nicht immer im wörtlichen Sinne überdurchschnittlich attraktives Investment abzielte. Diese Charakterisierung gilt im Kontext von »aktiv anlegen« für *jede* Art von

35 Zur denkbar weiten Bedeutung von »investieren« in diesem Buch siehe Fußnote 5 am Anfang des Buches.

Investment: Aktien, zinstragende Anlagen, Immobilien, Gold, Rohstoffe und natürlich für alle »verpackten« Investments (siehe Abschnitt 3.13), in denen diese Primär-Asset-Klassen enthalten sind, zum Beispiel kapitalbildende Lebens- oder Rentenversicherungen. Die aus meiner Sicht einzigen und auch nur partiellen Ausnahmen von dieser Aussage sind selbstgenutzte Immobilien – sie sind typischerweise eine Lebensstilentscheidung und ein Investment gleichzeitig.

Infobox: Benchmark (Vergleichsindex)

Der englische Begriff Benchmark steht für »Vergleichsmarke«, also einen Vergleichsmaßstab für aktiv gemanagte Portfolios, zum Beispiel 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 aktiven Investments (zum Beispiel 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 (siehe Kapitel 11) 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 Investierens verkraften muss, die die Rendite schmälern, lässt sich bei einem Indexfonds immer eine Renditedifferenz zum Benchmark-Index beobachten.

Passiv investieren ist im Vergleich dazu fundamental anders: Bei passivem Investieren zielt der Anleger nicht darauf ab, eine überdurchschnittliche Rendite zu erzielen oder den Markt zu schlagen. Der passive Anleger sagt vielmehr: »Ich will die Marktrendite zu niedrigstmöglichen Kosten.« Punkt. Die Marktrendite ist definitionsgemäß die durchschnittliche Rendite aller Marktteilnehmer. Damit würde sich ein überzeugter aktiver Anleger seinem Anspruch nach niemals zufriedengeben – er hat »höhere Ziele«. In diesem Kontext mag die folgende Begebenheit bezeichnend sein: Der erste Indexfonds für Privatanleger wurde 1976 von der amerikanischen Fondsgesellschaft Vanguard aufgelegt. In seinen wenig erfolgreichen Anfangsjahren wurde der Fonds von Vertretern der etablierten Fondsindustrie als »unamerican« (unamerikanisch) ausgelacht, weil er auf die Erzielung einer Überrendite, also einer über dem Markt liegenden Rendite, verzichtete.[36]

Ein passiver Anleger muss definitionsgemäß ein Buy-and-Hold-Anleger sein, denn der Markt selbst ist ein Buy-and-Hold-Konzept. Wenn ein Wertpapier von Anleger A an Anleger B verkauft wird, hat sich aus der Sicht des Marktes ja ganz offensichtlich nichts verändert. Für den Markt ist das ein Linke-Tasche-rechte-Tasche-Vorgang. Der Markt war vor dem Besitzerwechsel der Halter des Wertpapiers und ist es danach immer noch.

Die Begründung und Motivation für passives Anlegen (das übrigens nichts mit dem Konzept des »passiven Einkommens« zu tun hat) wurde über die letzten fast 60 Jahre hinweg von der empirischen Finanzmarktforschung in Form von buchstäblich Tausenden wissenschaftlicher Studien geschaffen. In ➔ SIMIE (2018) führe ich einige der bekanntesten dieser Studien auf. Hier unterbleibt das aus Einfachheits- und Platzgründen. Mehrere Wissenschaftler, die zu dieser Forschung maßgeblich beitrugen, gewannen den Wirtschaftsnobelpreis. In Kapitel 2 hatte ich die beiden zentralen Feststellungen schon angeschnitten:

- Das durchschnittliche aktiv gemanagte Kapitalmarktportfolio unterperformt über einen ausreichend langen Zeitraum seine korrekt gewählte Benchmark (siehe Infobox in diesem Kapitel) in 70% bis 100% aller Fälle.

36 Der Fonds hieß anfänglich »Vanguard Index Trust« und wurde später in »Vanguard 500 Index« umbenannt. Er ist inzwischen der zweitgrößte Investmentfonds der Welt.

- Die Minderheit der Outperformer (Anleger mit Überrendite) für ein gegebenes Zeitfenster ist nicht zuverlässig prognostizierbar und die Zusammensetzung dieser Gruppe wechselt rein zufällig. Sie anzustreben, ist letztlich sinnlos, denn wer für ein bestimmtes Zeitfenster zu ihr gehören wird, bestimmt der Zufall. Mit bestimmten Zeitfenster sind beispielsweise gemeint: Die letzten fünf Jahre, das Kalenderjahr 2015, das Kalenderjahr 2016, die Dekade von 2000 bis 2009 und so weiter.

Wer diese Forschungsergebnisse ernst nimmt, kann eigentlich nur zu dem Schluss kommen, dass passives Investieren die überlegene Alternative ist. Es ist – wie der Wirtschaftsnobelpreisträger William Sharpe 1991 in einem berühmten Aufsatz zeigte – eine mathematische Notwendigkeit, dass der durchschnittliche passive Anleger eine höhere Nettorendite erzielt als der durchschnittliche aktive Anleger, vorausgesetzt man rechnet und vergleicht richtig, nämlich so, wie es die Wissenschaft tut, und nicht so, wie es an Stammtischen und in der Finanzbranche verbreitet ist (Sharpe 1991). Und je länger der Betrachtungszeitraum, desto höher klettert der durchschnittliche passive Anleger in der Renditerangfolge aller vergleichbaren Anleger. Ein passiver Anleger landet mit hoher Wahrscheinlichkeit nach 10+ Jahren in den Top 10% einer adäquaten Vergleichsgruppe. Ein aktiver Anleger landet mit hoher Wahrscheinlichkeit nach 10+ Jahren irgendwo in den unteren 90% einer adäquaten Vergleichsgruppe und mit einer über 100%igen Wahrscheinlichkeit in den unteren 50%.

Etwas paradox könnte man formulieren: Passiv investieren heißt, den Durchschnitt anpeilen, um über dem Durchschnitt anzukommen. Der wesentliche Grund dafür liegt in den viel niedrigeren Kosten passiven Investierens. Tabelle 5 fasst einige Stichworte rund um aktives und passives Investieren zusammen.

Nachdem wir nun eine grobe Vorstellung der »Aktiv-Passiv-Unterscheidung« haben, können wir uns an einen präziseren Versuch wagen, die Essenz von aktivem Investieren zu beschreiben:

Aktives Anlagemanagement ist der Versuch, auf der Basis einer bestimmten Anlagestrategie eine »Überrendite« (neudeutsch »Outperformance« (Mehr-Performance), »Excess-Return« oder ➔ »Alpha«) zu erzielen, also eine höhere Rendite als der Durchschnitt der übrigen Marktteilnehmer – gemessen an einer

Tabelle 5: Ausgewählte Merkmale von aktivem und passivem Investieren

Aktives Anlegen	Passives Anlegen
• Stock-Picking, Fonds-Picking, Market-Timing • Mehr oder weniger häufiges Rein-Raus • Absicherungsstrategien nutzen • »Den Markt schlagen wollen« • Strukturierte Produkte nutzen: ➔ Geschlossene Fonds, Zertifikate, Lebensversicherungen, ➔ Hedge-Fonds, Peer-to-Peer-Lending • Gold als »sicheren Hafen« sehen • Viele Produkte im Portfolio • … und »tausend« andere aktive Strategien oder »verpackte« Produkte	• Indexfonds (ETFs) [1] • Buy-and-Hold (kaufen und halten) • Globale Diversifikation • Kostenminimierung • Wenige Produkte im Portfolio • Einfachheit

► [1] Ein in diesem Zusammenhang wichtiger Gesichtspunkt: Ein Portfolio aus ETFs bedeutet keineswegs, dass der Eigentümer des Portfolios ein passiver Anleger ist. Der größte Teils des weltweiten Anlagevolumens in ETFs (Mitte 2018 ca. 5000 Milliarden USD) wird von institutionellen Investoren für aktives Investieren in Gestalt von Market-Timing eingesetzt.

sinnvollen Benchmark. Anders formuliert: Es ist der Versuch eines einzelnen Investors oder Fondsmanagers, Wertpapiere oder Marktsegmente zu identifizieren, welche die restlichen Marktteilnehmer vorübergehend über- oder unterbewertet haben. Sobald der restliche Markt seinen »Irrtum« erkennt und korrigiert, kann der Investor oder 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 abweicht, also auf mögliche Diversifikation verzichtet. Dem steht »passives« Portfoliomanagement gegenüber – eine Buy-and-Hold-Strategie, 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.

An dieser Stelle liegt die Frage nahe, *warum* systematische, also verlässliche Outperformance in den Kapitalmärkten insbesondere für Privatanleger so selten vorkommt. Die beiden wichtigsten Antworten auf diese Frage heißen »Arithmetik des aktiven Investierens« und »Efficient-Market-Theorie«.

Tabelle 6: Fundamentale Unterschiede zwischen aktivem und passivem Investieren

Aktives Investieren	Passives Investieren
• Machen alle • Ist intuitiv sinnvoll • Kaum wissenschaftlicher Bezug, repräsentiert den Wissensstand von etwa 1960 • Basiert auf Prognosen/Spekulation • Häufiges Rein-Raus, dadurch hohe Kosten • Betrachtet den Markt als Gegner und »feindseligen« Risikofaktor, den man schlagen muss • Sehr komplex • Hoher Stressfaktor, wenig Seelenfrieden ➔ Wenig Evidenz dafür, dass die Anlageziele erreicht werden, viel Evidenz dafür, dass es zu Enttäuschungen kommt	• Machen nur wenige • Ist intuitiv zunächst nicht sinnvoll • Hoher wissenschaftlicher Bezug, repräsentiert den aktuellen wissenschaftlichen Stand • Prognosefrei/ohne Spekulation • Buy-and-Hold, dadurch niedrige Kosten • Betrachtet den Markt als Freund und Renditemotor, mit dem man gemeinsam langfristig unterwegs ist • Wenig komplex • Niedriger Stressfaktor, hoher Seelenfrieden ➔ Viel Evidenz, dass die Anlageziele erreicht werden

- Die »Arithmetik des aktiven Investierens« besagt Folgendes: Alle Anleger zusammen sind der Markt (für »Markt« könnte man auch »Asset-Klasse« sagen). Mit mathematischer Notwendigkeit produziert die durchschnittliche investierte Geldeinheit im Markt die Marktrendite. In geringfügiger Vereinfachung folgt daraus, dass der durchschnittliche aktive Anleger die Marktrendite erzielt – allerdings die Marktrendite abzüglich seiner Kosten, denn in die Ermittlung der Marktrendite (in Gestalt von Börsenindizes) fließen keine Anlegerkosten ein. Der durchschnittliche passive Anleger erzielt definitionsgemäß ebenfalls die Marktrendite abzüglich *seiner* Kosten. Die Kosten des durchschnittlichen passiven Investors sind jedoch notwendigerweise niedriger als die des durchschnittlichen aktiven Anlegers. Daher folgt wiederum: Der durchschnittliche passive Anleger erzielt in jeder Asset-Klasse (in jedem »Markt«) eine höhere Rendite als der durchschnittliche aktive Anleger.[37] Die Aussage ist mit mathematischer Notwendigkeit wahr, und Medienberichte oder Marketingmaterial der Finanzbranche, die im Widerspruch zu dieser simplen, universellen Tatsache stehen, basieren auf bewusst

37 Dieses Argument stammt vom Wirtschaftnobelpreisträger William Sharpe (Sharpe 1991).

oder unbewusst falschen Zahlen. Man könnte auch sagen auf Apfel-Birnen-Vergleichen.

- Die »Efficient-Market-Theorie (»EMT«) sagt ganz simpel, dass Wertpapierkurse zu jedem gegebenen Zeitpunkt alle öffentlich zugänglichen Informationen über diese Wertpapiere beinhalten. Daher ist der gegenwärtige Marktpreis eines Wertpapiers die beste Schätzung des zukünftigen Marktpreises. Andere Schätzungen sind nur aus Zufall besser. Mit öffentlich zugänglichen Informationen kann man, so die EMT, den Markt nicht schlagen. Wer es dennoch probiert, schlägt ihn nur aus Glück, und jedem der Glück hat, steht einer mit Pech gegenüber, der relativ zur Marktrendite Geld verliert. Die Wurzeln der EMT gehen auf die beiden französischen Ökonomen Louis Bachelier und Jules Regnault aus dem 19. Jahrhundert zurück. In neuerer Zeit hat der amerikanische Wirtschaftswissenschaftler und Nobelpreisträger Eugene Fama von der Universität Chicago seit Mitte der 1960er Jahre am meisten zur Weiterentwicklung der EMT beigetragen. In → SIMIE (2018) gehe ich ausführlich auf viele Detailaspekte der EMT ein. Hier soll es genügen, ihre zentrale Implikation festzuhalten: Mit öffentlich zugänglichen Informationen (und andere stehen Privatanlegern nicht zur Verfügung) ist es de facto unmöglich, den Markt anders als durch Glück zu schlagen. Wer es probiert, kann genauso gut Pech haben. Insbesondere wird er aber viel höhere Kosten als ein passiver Anleger produzieren.

Dieses Buch zeigt in vielfältiger Weise, dass passives Investieren die für Privatanleger überlegene Alternative ist.[38] Nimmt man an, dass es tatsächlich so ist, drängt sich die Frage auf, warum nicht »alle« passiv investieren? Die Antwort darauf könnte man in einer 400-seitigen Dissertation abhandeln, die vermutlich immer noch unvollständig wäre. Man kann die drei Hauptargumente aber auch in einem kurzen Absatz zusammenfassen:

Erstens sind Menschen in Ihrer DNA (also durch die Evolution) so »programmiert«, dass sie das aktive Investieren intuitiv richtig und besser finden. Passiv zu investieren, fühlt sich für die meisten Menschen jedenfalls anfänglich »unna-

38 Etwas präziser formuliert, meine ich damit Privatanleger, die selbst investieren (Do-it-yourself-Anleger), wie auch Privatanleger, die jemanden gegen Bezahlung damit beauftragen, für sie zu investieren, zum Beispiel einen Fondsmanager oder Vermögensverwalter.

türlich« an (siehe zweite Zeile in Tabelle 6). Diese genetische Programmierung allein wird dafür sorgen, dass auch noch in 100 Jahren die meisten Profi- und Amateuranleger aktiv investieren werden.

Zweitens hat die Finanzbranche eine sehr starke Präferenz für aktives Investieren. Dies deswegen, weil sie am aktiven Investieren zwischen fünf und zehnmal so viel verdient. Weltweit würden buchstäblich Millionen von Arbeitsplätzen in der Finanzbranche wegfallen, wenn der (korrekt berechnete) Marktanteil passiven Investierens von derzeit 1% bis 2% auf, sagen wir, 50% stiege. Daran hat diese Branche natürlich kein Interesse. Deswegen fließen 95% der Marketinggelder und -bemühungen der Finanzbranche in aktives Investieren und deswegen pusht sie aktives Investieren, auch wenn es schlecht funktioniert.

Drittens haben die Medien ebenfalls eher wenig Interesse an passivem Investieren, weil dabei buchstäblich 90% der tagtäglichen Investmentberichterstattung in Printmedien, im Fernsehen und im Internet überflüssig wäre. Im Abschnitt 3.15 zu Investmentpornografie bin ich hierauf bereits eingegangen. Aus diesen drei Gründen wird passives Investieren immer eine Minderheitenbeschäftigung bleiben – eine Minderheit von besonders rationalen, besonders abgeklärten Anlegern.

Zum Schluss noch eine Anmerkung zur Bezeichnung »passiv investieren«. Manche sagen, der größte Marketingerfolg der Aktiv-Investieren-Industrie in ihrer ganzen Geschichte sei es gewesen, vor etwa vierzig Jahren das Etikett »passives Investieren« auf das zu kleben, was wir heute gemeinhin als passiv investieren (Indexing) verstehen und zugleich selbst das Etikett »aktiv investieren« zu besetzen. Tatsächlich ist die Bezeichnung »passiv investieren« falsch, denn auch dann trifft der Anleger im Zeitablauf viele aktive Entscheidungen, nämlich jene, von denen Wissenschaft und Vernunft belegen, dass sie statistisch einen vorteilhaften Einfluss auf ➔ erwartetes Risiko und/oder erwartete Rendite des Investments haben. Die Entscheidungen, die getroffen werden, sind zumeist regelbasiert und mechanisch. Hingegen sind bei »normalem aktivem« Investieren in erster Linie Spekulation oder Hoffnung die Grundlage der zahlreicheren, komplexeren und vorwiegend situationsgetriebenen Anlegerentscheidungen. Aktiv Investieren besteht zu einem beträchtlichen Teil aus Entscheidungen und Handlungen, die in Wirklichkeit Aktionismus sind – hektisches Hin und Her, das per saldo keinen Mehrwert schafft. Mancher Anhänger passiven Investierens ist

mit dem Passiv-Etikett unglücklich, weil das Adjektiv »passiv« umgangssprachlich negativ besetzt ist. Wer möchte im Leben schon als passiv gelten? Letztlich sind diese begrifflichen Eiertänze jedoch müßig. Fakt ist, dass »passiv« für diese Art zu investieren ein seit Jahrzehnten in Wissenschaft und Praxis etablierter Begriff ist und man daher kaum um ihn herumkommt.

Fazit

- Die vielleicht grundlegendste aller Investmententscheidungen, die ein Anlegerhaushalt treffen muss, ist diejenige zwischen »aktiv« und »passiv« investieren.
- Dennoch ist der weit überwiegenden Zahl aller Privatanleger diese grundsätzliche Unterscheidung weder in ihrer Herleitung noch in ihren Konsequenzen klar.
- Dieses Buch zeigt, dass Privatanleger, die langfristig einen passiven Investmentansatz verfolgen, mit großer Wahrscheinlichkeit für einen gegebenen Risikolevel ein höheres Endvermögen erreichen.

5 ETFs: WIE SIND SIE AUFGEBAUT? WIE FUNKTIONIEREN SIE?

»ETFs sind eine der erfolgreichsten Finanzinnovationen der vergangenen Jahrzehnte. Dieser Erfolg wurde durch zwei Faktoren bestimmt: Geringe Kosten und Einfachheit.«

Aus einem Artikel in 2013 im weltweit vielleicht angesehensten allgemeinem Wirtschaftsmagazin, dem britischen Economist, *zum 20-jährigen Jahrestag der Erfindung von ETFs*

ETF steht für *Exchange-Traded Fund*, zu Deutsch »börsengehandelter Fonds«. Eine »Mini-Einführung« zu ETFs enthielt bereits Kapitel 2 dieses Buches. Die dort genannten ETF-Grundmerkmale werde ich daher hier nicht wiederholen. Dieses Kapitel 5 geht etwas mehr in die Tiefe, ohne dabei allzu technisch zu werden. Da sich dieses Buch nur an Privatanleger, die auf Buy-and-Hold-Basis in ETFs investieren wollen, richtet, ist die Darstellung einiger ETF-Eigenschaften hier überflüssig, weil diese nur für spekulatives, aktives Investieren mit ETFs relevant sind.

- ETFs sind rechtlich gesehen zunächst einmal ganz normale »Investmentfonds«. Investmentfonds wurden früher oft auch »Publikumsfonds« genannt, da sie aufsichtsrechtlich für den Vertrieb an Privatanleger (»Publikum«) zugelassen sind. Investmentfonds sind »kollektive Investmentvehikel«, die relativ kleine Anlagesummen von vielen einzelnen Anlegern »poolen« (bündeln) und diesen Pool gemäß einer bestimmten Strategie in börsennotierte Wertpapiere investieren.
- Der erste (aktiv gemanagte) Investmentfonds wurde vor etwa 90 Jahren in den USA aufgelegt; in Deutschland existieren sie seit etwa 50 Jahren. Investmentfonds sind, das kann man ohne Wenn und Aber sagen, ein bewährtes Investmentprodukt, das weltweit wohl über eine halbe Milliarde Menschen zur Vermögensbildung und Altersvorsorge nutzen. Die Regulierung von Investmentfonds (einschließlich ETFs) wurde im Laufe der Jahrzehnte sowohl im angelsächsischen Raum als auch in der EU immer strenger (siehe dazu auch die Ausführungen weiter unten).

- Der erste Indexfonds (für institutionelle Anleger) wurde vor etwa 45 Jahren im Jahr 1973 auf den Markt gebracht; der erste ETF als eine spezielle Form von Indexfonds 1993, vor etwa 25 Jahren. ETFs sind daher keineswegs neu, sie haben jedoch in Europa erst mit und nach der Finanzkrise 2008/2009 nennenswert an Popularität gewonnen. Das hing mit den einmal mehr enttäuschenden Erlebnissen sehr vieler Anleger mit ihren aktiv gemanagten Investments zusammen.
- ETFs sind die in Deutschland im Privatanlegersegment dominierende Form von Indexfonds, sprich passiv gemanagten Investmentfonds, die einen Börsenindex abbilden (replizieren). Die andere, ältere Form von Indexfonds sind nicht börsengehandelte Indexfonds. Diese haben kurioserweise keinen eigenen, spezifischen Namen. Deswegen bezeichne ich sie als »Indexfonds im traditionellen Fondsformat«. Andere nennen sie »klassische Indexfonds«. Sie sollen uns hier jedoch nicht weiter interessieren.[39]
- ETFs werden rechtlich und aufsichtsrechtlich genauso eingeordnet wie aktiv gemanagte Investmentfonds. Dieser rechtliche Hintergrund wird in der Infobox »Investmentfonds und ihr rechtlicher Hintergrund« in Kapitel 2 kurz beschrieben. Investmentfonds sind in der EU und in anderen Staaten wie den USA, Kanada oder Australien eines der aus Anlegersicht am strengsten regulierten Geldanlagenprodukte – strenger reguliert als zum Beispiel Lebensversicherungen, Direktinvestments in Immobilien, Zertifikate und viele andere Anlageprodukte für Privatanleger.
- In den vergangenen rund zehn Jahren ist der globale Marktanteil von Indexfonds (und ihrer Unterkategorie der ETFs) relativ zu anderen Fondstypen deutlich gestiegen, weil immer mehr Anleger die Vorteile von Indexfonds zu schätzen lernen. Allerdings wird der globale Marktanteil von passivem Investieren vielfach falsch berechnet und nach oben übertrieben, insbesondere wird dabei oft vergessen, dass mit ETFs auch aktiv investiert werden kann (siehe Kapitel 4).

39 Indexfonds im traditionellen Fondsformat haben weltweit unter allen Indexfonds noch immer einen Marktanteil von über 50%. Sie dominieren im »institutionellen« Markt (Profi-Anlegermarkt). In der Schweiz sind Indexfonds im traditionellen Fondsformat teilweise auch noch im Privatanlegermarkt vertreten.

- ETFs sind – wie alle Investmentfonds – so genannte »Sondervermögen«. Das bedeutet, dass weder ein Konkurs der Depotbank des Anlegers noch der Konkurs der Fondsgesellschaft das Vermögen des Anlegers beeinträchtigen. Beides, die Depotbank und die Fondsgesellschaft, sind rechtlich lediglich Verwahrstellen für das Vermögen des Anlegers. Dieses Vermögen gehört auch nach Erwerb der Fondsanteile weiterhin ihm selbst, nicht den Verwahrstellen. Der Sondervermögenstatus von Investmentfonds (UCITS-Fonds, siehe Infobox in Kapitel 2) ist einer ihrer wichtigsten und größten Vorteile. Hingegen trifft ein Bankkonkurs den Inhaber eines Bankguthabens unter Umständen risikomäßig mit voller Wucht (siehe Infobox »Gesetzliche Einlagensicherung« in Abschnitt 3.2).
- Investmentfonds- oder ETF-Anteile sind hochliquide, das heißt Sie können jederzeit (innerhalb von wenigen Werktagen) zum Marktpreis verkauft und somit in Bargeld umgewandelt werden. Im Vergleich zu Immobilien, kapitalbildenden Lebensversicherungen und selbst zu offenen Immobilienfonds ist das an sich schon ein beträchtlicher Vorteil. Die Kehrseite dieser Medaille ist, dass viele Privatanleger ihre Aktienfonds, nachdem der allgemeine Markt um zum Beispiel 20% oder mehr abgesackt ist – das kommt natürlich regelmäßig vor –, verängstigt verkaufen. Diese »Hasenfußstrategie« führt auf lange Sicht in der weit überwiegenden Mehrzahl der Fälle zu schlechteren Renditen als einfaches Nichtstun (Buy-and-Hold). Siehe hierzu die Infobox »Performance-Chasing« in Abschnitt 3.5.
- Mit ETFs kann man schon ab sehr kleinen Beträgen investieren: entweder als Einmalanlage beziehungsweise Einmalanlage in unregelmäßigen Intervallen und variierender Anlagesumme oder regelmäßig über einen Fondssparvertrag zum Beispiel monatlich, quartalsmäßig oder halbjährlich (siehe Abschnitt 8.1). Naturgemäß sind die Transaktionskosten (Kosten für Kauf und Verkauf) bezogen auf den Anlagebetrag prozentual umso niedriger, je höher der Anlagebetrag ist. Das gilt jedoch für praktisch jede Kapitalmarktanlage. Im Vergleich zu beispielsweise kapitalbildenden Lebensversicherungen oder zu Immobilien sind die Transaktionskosten von ETFs mikroskopisch klein.
- Besondere Vorteile von ETFs gegenüber aktiv gemanagten Fonds sind ihre viel niedrigeren laufenden Nebenkosten und damit im Durchschnitt bes-

sere Nettorendite, ihre hohe Transparenz und ihre systematischere Diversifikation. Mit Indexfonds kann man beispielsweise präzise, überlappungsfrei, ohne Klumpenrisiken und konkurrenzlos kostengünstig in den globalen Aktienmarkt (also die gesamte Weltwirtschaft) investieren.

- In Bezug auf die Art und Weise, wie ETFs ihren Referenzindex abbilden (»Indexreplikation«), existieren zwei ETF-Varianten. ETFs können einen Index *physisch* nachbilden. Das bedeutet, der ETF kauft direkt die Wertpapiere, die der Index vorgibt, oder – bei sehr breiten Indizes – zumindest eine repräsentative Stichprobe der Wertpapiere (»Optimised Sampling«). Optimised Sampling ist aus Anlegersicht unproblematisch und sogar vorteilhaft, denn es hilft, die Kosten zu senken. Eine zweite Technik der Indexreplikation sind so genannte »Swaps« (Tauschverträge) zwischen dem ETF und einer dritten Partei, typischerweise einer Bank. Auf die technischen Details der ETF-Swap-Konstruktion gehe ich hier aus Platzgründen nicht ein.[40] Die Motivation für die ungeliebten Swap-ETFs besteht darin, die Kosten der Indexreplikation zu senken. Die geringen Zusatzrisiken der Swap-Konstruktion werden in den Medien allerdings oft übertrieben und noch öfter technisch falsch dargestellt. Aus meiner Sicht gilt: Das eher kleine Zusatzrisiko, das ein Swap-ETF gegenüber einem physischen ETF darstellt, sollte mit mindestens 0,15 Prozentpunkten niedrigeren laufenden Kosten bezahlt werden. Bei einem kleineren Kostenvorteil lohnt es sich nicht, das Zusatzrisiko zu nehmen. Erfreulicherweise existieren für die allermeisten Asset-Klassen beide ETF-Typen. Swap-ETFs haben weltweit einen seit Jahren schrumpfenden Marktanteil an allen ETFs, der mittlerweile global bei unter 2% liegt. Swap-ETFs sind besonders häufig Opfer übertriebener »Anti-ETF-Tiraden« der Vertreter der konventionellen Investmentindustrie (siehe Kapitel 10). Mir ist kein Fall bekannt, in dem Anleger in Swap-ETFs jemals aus der Swap-Konstruktion heraus Schäden erlitten.

40 Leser, die sich detaillierter über die Konstruktion von Swap-ETFs (auch latent irreführend »synthetische ETFs« genannt) informieren wollen, verweise ich auf → SIMIE (2018), Abschnitt 5.3 sowie den gelungenen Artikel »Der Abschied von synthetischen ETFs« (Juli 2018) auf der Website *www.justetf.com* (einfach den Titel des Artikels googeln).

Infobox: Der MSCI World Index

Aufgrund seines Namens halten viele Anleger den bekannten MSCI World Index (vollständiger Name MSCI World Standard Large Cap and Mid Cap Index) für einen »Weltaktienindex«, der den globalen Aktienmarkt abbildet. Das stimmt aber bestenfalls näherungsweise. Der MSCI World Index bildet nämlich nur ungefähr 75% des Weltaktienmarktes ab. Die fehlenden rund 25% sind die Asset-Klassen »Industrieländer-Small-Caps« (kleine Unternehmen in den Industrieländern) und Schwellenländeraktien (Unternehmen jeglicher Größe in den Schwellenländern). Wer wirklich den *gesamten* Weltaktienmarkt mit *einem* ETF abdecken will, tut das jedenfalls nicht mit einem ETF, der den MSCI World Standard zum Referenzindex hat. Abschnitt 7.2.2 nennt globale Aktienindizes, die breiter aufgestellt sind als der MSCI World.

- Bei vielen ETFs wird so genannte »Wertpapierleihe« betrieben. Auch sie ist – wie Swap-Replikation (siehe oben) – ein im Zusammenhang mit ETFs nicht selten missverstandenes Thema. Die damit einhergehenden Risiken für den Anleger werden in den Medien mit erstaunlicher Regelmäßigkeit überzeichnet. Zunächst einmal gilt, dass *alle* Investmentfonds, also auch aktiv gemanagte, Wertpapierleihe aufsichtsrechtlich betreiben dürfen, nicht nur ETFs. Merkwürdigerweise wird Wertpapierleihe als »Risiko« in den Medien fast ausschließlich bei ETFs thematisiert, praktisch nie bei aktiv gemanagten Investmentfonds. Doch wie dem auch sei: Wertpapierleihe ist ein altes, eng reguliertes, risikoarmes, aber natürlich nicht vollkommen risikofreies Zusatzgeschäft von Investmentfonds. Sie generiert geringe Zusatzeinnahmen für den Fonds (gering deswegen, weil das Risiko von Wertpapierleihe gering ist), die direkt oder indirekt den Anlegern zugute kommen. Warum Fonds manche ihrer Wertpapiere vorrübergehend gegen eine Gebühr verleihen, stelle ich hier aus Platzgründen nicht dar.[41] Aus meiner Sicht ist Wertpapier-

41 Siehe auch Stichwort »Wertpapierleihe« auf der deutschen Wikipedia sowie BlackRock (ohne Autor) 2018 (Literaturverzeichnis).

leihe nichts, womit sich ein normaler Privatanleger bei ETFs aus *Risikogründen* auseinandersetzen muss. Dutzende anderer Risiken, die mit Investieren einhergehen, sind größer und wichtiger.

- Der Vorgang, wie ein ETF-Anteil juristisch und technisch entsteht, bevor er an die Börse gebracht wird, nennt sich »Creation-Redemption-Prozess« (Erzeugungs- und Rücknahmeprozess). Normale Privatanleger brauchen diese Details meines Erachtens nicht zu verstehen, genauso wie ein Autokäufer keine Kfz-Mechaniker-Kenntnisse braucht, um mit seinem Fahrzeug gut fahren zu können. Wer sich dennoch über den »Creation-Redemption-Prozess« informieren möchte, könnte das in knapper Form über die Artikel dazu auf der deutschen Wikipedia tun. Weitere gute Zusammenfassungen dazu finden sich auch auf den Webseiten von *www.justetf.com* und *www.finanzwesir.com*.
- Eine komplexere Variante des passiven Investierens ist unter dem Etikett »Smart Beta Investing« bekannt (auch ➔ Factor-Investing genannt). Ein einfaches Beispiel für Factor-Investing ist das mechanische Übergewichten von Aktien kleiner Unternehmen (Small Caps), weil für diese eine höhere Renditeerwartung besteht (die mit höherem Risiko einhergeht). In dem Maße wie Factor-Investing in den vergangenen Jahren an Popularität gewonnen hat, sind naturgemäß zahlreiche Faktor-ETFs auf den Markt gekommen. Generell ist Factor-Investing eine ambitioniertere Form von passivem Investieren, auf die ich in meinem Buch *Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs* (2018) ausführlich eingehe. Im vorliegenden Einsteigerbuch spielt Factor-Investing jedoch keine Rolle, und als passiver Anleger kann man auch ohne Weiteres darauf verzichten.
- Neben den oben dargestellten »normalen« ETFs (einschließlich Smart-Beta-ETFs), die vermutlich über 98% des globalen ETF-Marktes ausmachen, existieren noch drei exotische ETF-Varianten. Diese sind jedoch für normale Privatanleger, die dem in Kapitel 7 und 8 dieses Buches dargestellten Weltportfolio-Ansatz folgen wollen, nicht von Bedeutung. Ich nenne diese exotischen ETFs hier nur kurz der Vollständigkeit halber. Zunächst einmal sind da *Leverage-ETFs* (auch gehebelte ETFs genannt), also ETFs, in die der ➔ Leverage-Effekt eingebaut ist. Der Leverage-Effekt verstärkt die Ausschläge eines Investments nach oben und unten, das heißt, sowohl die Ren-

dite-Chance als auch die Verlust-Chance erhöhen sich. Allerdings wird sich die langfristige Rendite eines solchen ETFs aufgrund des täglichen »Leverage-Resets« nicht genau spiegelbildlich zu dem des Index verhalten. Zweitens existieren so genannte *Short-ETFs*. Sie nehmen im Wert zu (ihre Rendite steigt), wenn der Referenz-Index fällt. Sie sind also »umgekehrte« oder »inverse« ETFs. Auch bei ihnen existiert ein täglicher Reset, sodass ihre langfristige Rendite nicht genau spiegelbildlich zu entsprechenden konventionellen ETFs verläuft. Sowohl Leverage-ETFs als auch Short-ETFs werden zu spekulativen Zwecken eingesetzt. Ich rate von ihrer Nutzung dringend ab. Sie haben deutlich höhere Kosten als konventionelle ETFs. Ihr Marktanteil ist mikroskopisch klein. Drittens existieren im Markt für an Privatanleger vertriebene ETFs einige wenige aktiv gemanagte ETFs, also ETFs, die keinen Index replizieren, sondern eine aktive Anlagestrategie verfolgen, genauso wie ein konventioneller aktiver Investmentfonds. Meistens sind das stark regelgebundene »quantitativ orientierte« Strategien. Auch sie können für die Zwecke dieses Buches ignoriert werden. Bestimmte Zertifikate (siehe Kapitel 11), die gelegentlich auch als ETPs (Exchange-Traded Products) oder ETNs (Exchange-Traded Notes) vermarket werden, sind trotz ähnlichen Namens keine ETFs und keine »Sondervermögen«.

In Abschnitt 8.4 »Wie und wo ein ETF-Depot anlegen und ETFs kaufen« nenne ich rund ein Dutzend ETF-Merkmale, die man bei der Suche und Auswahl von ETFs wie auch beim Ordern von ETFs berücksichtigen sollte. Dort werden auch drei Webseiten genannt, die hierbei behilflich sind.

In Kapitel 10 gehe ich auf die in den Medien immer wieder aufpoppende Kritik an ETFs ein. Der größte Teil dieser Kritik bewegt sich auf einem sachlich – bleiben wir höflich – bescheidenen Niveau. Diese Kritik stammt nahezu ausschließlich von Vertretern der traditionellen Investmentindustrie, die durch die zunehmende Popularität von preisgünstigen ETFs befürchten, dass ihre üppigen Gebühreneinnahmen in Zukunft schrumpfen werden. Diese Befürchtung wird sich hoffentlich bewahrheiten.

6 RISIKO BEIM INVESTIEREN – EINE KURZE EINFÜHRUNG

»Die Rendite eines gegebenen Vermögenswerts in einer gegebenen Periode ist genau die, die der Vermögenswert liefert; sein Risiko hingegen ist dasjenige, das der Investor wahrnimmt.«

Javier Estrada, BWL-Professor, IESE Business School, Barcelona

Risiko ist die Möglichkeit, dass Sie an einem bestimmten Zeitpunkt weniger liquide Geldmittel zur Verfügung haben, als Sie es bei Ihrer ursprünglichen Investitionsentscheidung erwarteten. Risiko hat viele Gesichter: Je nach Situation, Zeitpunkt und Investor variiert das subjektive Empfinden von Risikoart und Risikoausmaß, das heißt, es gibt nicht »das« Risiko oder »ein« Risikomaß, sondern viele. Das geht auch aus dem Eingangszitat dieses Kapitels hervor. Sogar ein und derselbe Anleger hat im Zeitablauf eine variierende Risikotoleranz. Auch für das Kollektiv aller Anleger, also den gesamten Markt – ob Aktien, Anleihen oder Immobilien – steigen und sinken »Risikoaversionsgrade« im Zeitablauf. Neudeutsch nennt man das »time-varying risk premia«.

In diesem Kapitel beschreibe ich acht zentrale Aspekte von Risiko beim Geldanlegen, die man kennen sollte. Naturgemäß ist das nur ein sehr knapper Einstieg in ein denkbar umfassendes Gebiet, das in den vergangenen rund 30 Jahren einen enormen Fortschritt erlebt hat: quantitative Risikomessung (»die Zahlen«) und subjektive Risikowahrnehmung von Menschen (die emotionale Seite). Wenn Sie sich genauer über Risiko informieren wollen, können Sie das über die Lektüre von ➔ SIMIE (2018) machen.

Kommen wir nun zu den erwähnten acht zentralen Aspekten in Bezug auf Risiko:

Welches ist die aus Anlegersicht wichtigste Unterscheidung zwischen unterschiedlichen Risiken? Das ist die fundamentale Unterscheidung in »gutes Risiko« und »schlechtes Risiko«. Diese Zweiteilung repräsentiert eine der zen-

tralsten Erkenntnisse der Kapitalmarktforschung der vergangenen 50 Jahre. Gute Risiken sind solche, für die der Kapitalmarkt aus *Ex-ante*-Sicht (im Voraus) eine Kompensation (Belohnung) verspricht. (Da konkrete Investmententscheidungen stets vorwärtsgerichtet sind, zählt primär die Ex-ante-Perspektive.) Schlechte Risiken sind solche, deren Tragen der Kapitalmarkt aus einer Ex-ante-Perspektive nicht belohnt. Die Aufgabe eines klugen Anlegers ist, bewusst gute, also bezahlte Risiken in sein Portfolio (Depot) zu holen und dafür zu sorgen, dass schlechte, nicht bezahlte Risiken draußen bleiben. Die Aufgabe des Anlegers ist es hingegen nicht, zu versuchen, Risiko grundsätzlich zu vermeiden. Beispiele für schlechte Risiken sind:

- Wetten auf einzelne Aktien oder Unternehmensanleihen;
- Wetten auf einzelne Banken (Bankguthaben oberhalb der staatlichen Einlagensicherung);
- Wetten auf einzelne Länder;
- Wetten auf einzelne Branchen;
- Wetten auf einzelne Fondsmanager;
- Wetten auf einzelne Zeitabschnitte (Market-Timing); oder
- »Verpackungsrisiken« (siehe Abschnitt 3.13).

Das Risiko einer ganzen Asset-Klasse ist nahezu ausnahmslos »gutes Risiko«. Definitionsgemäß kann man es durch Diversifikation *innerhalb* der Asset-Klasse nicht weiter reduzieren (optimale Diversifikation wird in der Definition des Konzepts »Asset-Klasse« vorausgesetzt). Ferner können wir davon ausgehen, dass der Kapitalmarkt das Risiko einer Asset-Klasse »richtig« bepreist. Richtig bepreist ist gleichbedeutend mit »die beste Schätzung der angemessenen Bewertung« der Asset-Klasse. Jede andere Schätzung ist mit einer geringeren Wahrscheinlichkeit korrekt. Mit ETFs kann man ganze Asset-Klassen sehr preisgünstig in sein Portfolio holen.

Anlegen in Einzelwerten – also Wetten auf einzelne Aktien oder Unternehmensanleihen – ist schlechtes Risiko. Aus wissenschaftlicher Perspektive gilt: Einzelwertanlagen haben in der Vorausschau (und nur diese zählt) die gleiche Ertragserwartung wie die entsprechende Asset-Klasse, bei gleichzeitig viel höherem Risiko. Diese Einsicht ist einer der am besten etablierten

Lehrsätze der modernen Finanzökonomie. Daraus folgt: Für einen wirklich rationalen Privatanleger sind Investments in einzelne Aktien oder einzelne Unternehmensanleihen (durch ihn selbst oder durch seinen Vermögensverwalter) ohne jede Einschränkung eine grundsätzlich und ausnahmslos schlechte Idee.

Risiko und Rendite sind untrennbar miteinander verbunden. Rendite ist die Belohnung für das Tragen oder das »Nehmen« von gutem Risiko. Manche Anleger glauben, künftige Rendite sei das Ergebnis von erwartetem Wachstum, erwarteten Gewinnen oder erwarteten zukünftigen ➔ Cash-Flows. Falsch. Erwartete Rendite ist die Belohnung für das Eingehen von Risiko. Ein Investment A mit hohen erwarteten zukünftigen Gewinnen hat allein deswegen keine höhere Rendite als ein Investment B mit niedrigen erwarteten Gewinnen. Investment A mag einen höheren Preis haben als Investment B, aber der Preis allein ist unerheblich für die Rendite eines Investments. Entscheidend dagegen ist, wie hoch die erwartete Unsicherheit der ➔ Cash-Flows in den beiden Fällen ist. Das Investment mit der höheren erwarteten Unsicherheit liefert – auf der Basis der heute vorhandenen Informationen – die höhere ➔ erwartete Rendite. Sofern sich später herausstellt, dass sich das Risiko nicht »materialisiert« hat oder es ursprünglich überschätzt wurde, wird es einen »Sondergewinn« geben (einmaliger Preisanstieg des Assets), also eine Erhöhung der tatsächlichen Rendite gegenüber der am »Tag 1« ursprünglich erwarteten Rendite; andernfalls einen »Sonderverlust« (Preisabfall des Assets), das heißt, eine Senkung der Rendite von »Tag 1« an gerechnet. Ohne Risiko kann es keine Rendite geben. Deswegen sind Versprechen einer hohen Rendite mit geringem Risiko stets in hohem Maße verdächtig. Wenn es zu schön klingt, um wahr zu sein, dann ist es das wahrscheinlich auch.

Was ist die klügste Form der Risikoreduktion? Diversifikation (Streuung) innerhalb von Asset-Klassen und über Asset-Klassen hinweg. Warum ist das die klügste Form der Risikoreduktion? Weil sie kostenlos ist. Diversifikation, wenn richtig gemacht, reduziert Risiko und zwar beträchtlich, ohne die erwartete Rendite gleichermaßen zu senken. Daher wird Diversifikation oft als der einzige Free Lunch (»Gratismittagessen«) beim Investieren bezeichnet. Veranschauli-

chen wir uns anhand eines einfachen Beispiels, warum Diversifikation ein so cleverer Weg zur Risikosenkung ist. Wir denken uns zwei Aktiengesellschaften. Ihre jährlichen Gewinne, die wir – in realitätsferner Vereinfachung – mit Aktionärsrenditen gleichsetzen, sind in Tabelle 7 dargestellt. Das eine Unternehmen stellt Badehosen her, das andere Wintermäntel. In überwiegend heißen Jahren geht es der Badehosen AG finanziell gut, ihr Gewinn steigt. In eher kalten Jahren hingegen geht er zurück. Genau umgekehrt verhält es sich mit der Wintermantel AG. Im langfristigen Durchschnitt gibt es gleich viele kalte wie heiße Jahre. Ein Investor hätte – vereinfacht gesagt – drei Möglichkeiten: Er könnte seine Mittel vollständig in die Badehosen AG, vollständig in die Wintermantel AG oder je zur Hälfte in beide Unternehmen investieren. Wie aus Tabelle 7 hervorgeht, ist die langfristige Durchschnittsrendite aller drei Portfolios identisch. Dennoch ist das diversifizierte »50:50-Gesamtportfolio« (Portfolio Nr. 3) klar vorzuziehen, denn es weist keinerlei jährliche Renditeschwankungen und daher kein Risiko auf – hier gemessen als Standardabweichung, einem Maß für die ➔ Volatilität von Renditen. Bei den anderen beiden Portfolios ist das nicht der Fall. Die ➔ Korrelation der Gewinne der beiden Firmen hat den Idealwert von –1,0.

Tabelle 7: Auswirkung von Diversifikation auf die Schwankung der jährlichen Renditen (Gewinn) eines gemischten Portfolios

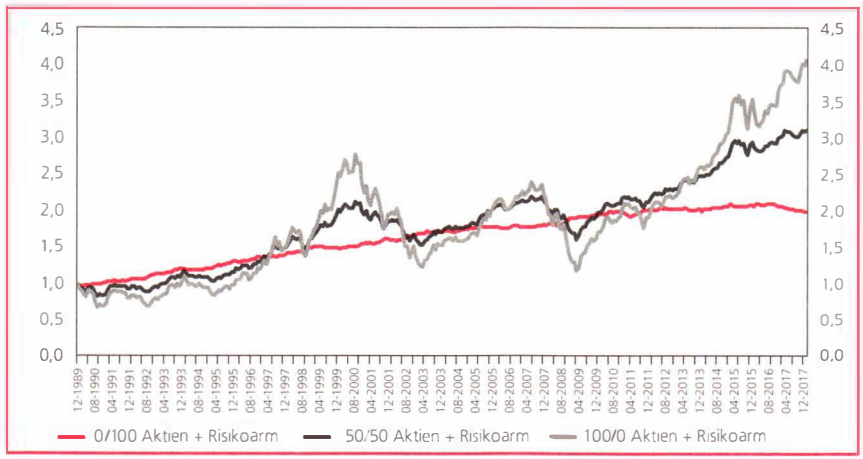
	Jahr 1 Heiß	Jahr 2 Kalt	Jahr 3 Heiß	Jahr 4 Kalt	Jahr 5 Heiß	Jahr 6 Heiß	Jahr 7 Kalt	Jahr 8 Kalt	Ø Jahres-rendite	Risiko: Streu-breite [1]	Risiko: Std.-abw. [2]
Portfolio A: 100% Bade-hosen AG	€ 10	€ 4	€ 10	€ 4	€ 10	€ 10	€ 4	€ 4	€ 7	€ 6	€ 3
Portfolio B: 100% Winter-mantel AG	€ 4	€ 10	€ 4	€ 10	€ 4	€ 4	€ 10	€ 10	€ 7	€ 6	€ 3
Portfolio C: 50% Badeh. AG + 50% Winterm. AG	€ 7	€ 7	€ 7	€ 7	€ 7	€ 7	€7	€7	€ 7	€ 0	€ 0

► [1] Streubreite: Differenz zwischen maximaler und minimaler Rendite in einem einzelnen Jahr. ► [2] Standardabweichung. Siehe Erläuterungen zur ➔ Volatilität im Glossar.

So unrealistisch das Badehosen-Wintermantel-Beispiel im Detail sein mag, so illustriert es doch korrekt, dass der Risikosenkungsvorteil, jedenfalls bei Diversifikation innerhalb von Asset-Klassen, kostenlos erzielt wurde. Er musste nicht mit einem Renditeverlust erkauft werden.

Eingangs habe ich von Diversifikation innerhalb von Asset-Klassen und über Asset-Klassen hinweg gesprochen. Ein Beispiel für Diversifikation innerhalb einer Asset-Klasse ist ein globaler Aktien-ETF. Ein Beispiel für Diversifikation über Asset-Klassen hinweg ist eine 50/50-Mischung aus einem globalen Aktien-ETF und einem kurzlaufenden Staatsanleihen-ETF. Ihr risikosenkender Effekt kommt in Abbildung 5 zum Ausdruck.

Abbildung 5: Vergleich einer 50/50-Asset-Allokation (globale Aktien/»risikofreie« Anlage) mit 100/0- und 0/100-Asset-Allokationen im Zeitraum von 1990 bis 2017 (28 Jahre) – inflationsbereinigte Entwicklung des Wertes eines anfänglich investierten Euros

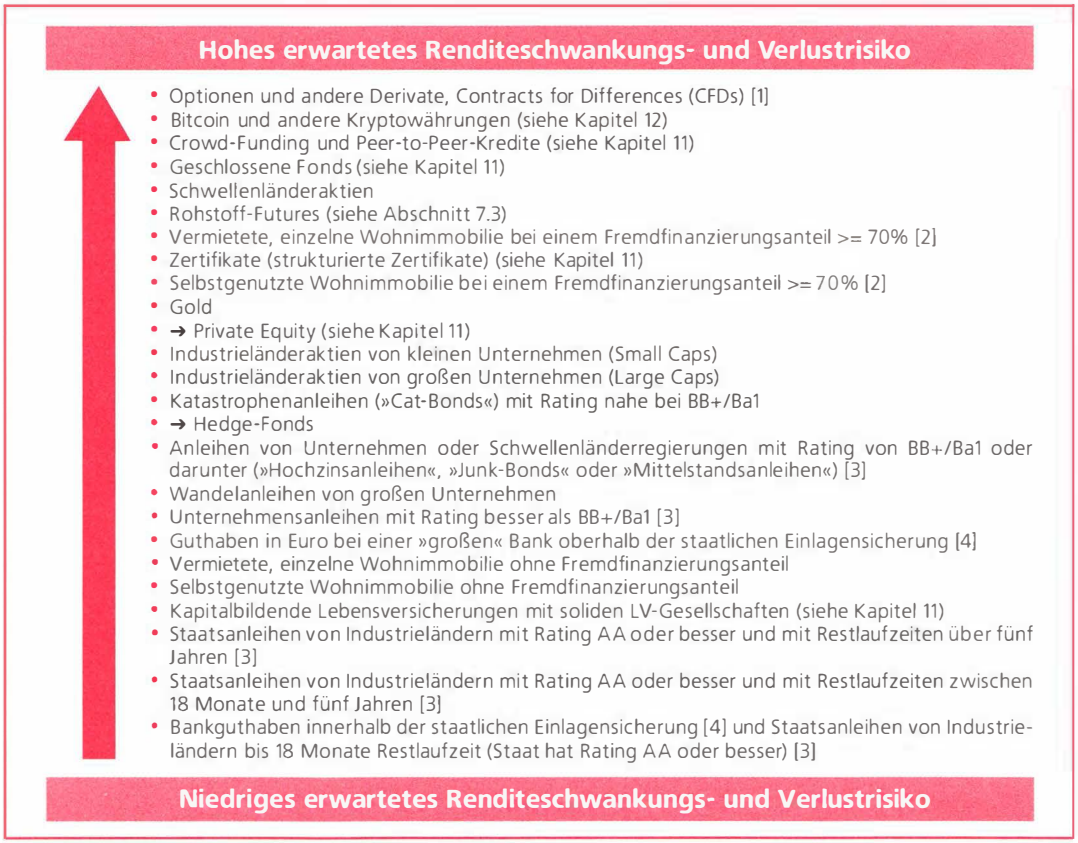


► Ohne Kosten und Steuern. ► Daten: Aktienteil: MSCI World Standard 1970 bis 1987, MSCI ACWI Standard 1988 bis 1995, danach → MSCI ACWI IMI. »Risikofreier« Portfolioteil: 50/50 RexP (deutsche mittelfristige Staatsanleihen) und deutscher → Geldmarkt (Frankfurter Geldmarkt Dreimonatsgelder bis Ende 1998, danach Dreimonats-Euribor). ► Datenquellen MSCI, Deutsche Bundesbank.

Was sind die relativen Größenordnungen von Risiken einzelner Anlagen?

Abbildung 6 listet die gängigen Anlageformen (Asset-Klassen) auf, grob geordnet nach erwartetem Ertrag und dem damit einhergehenden Risiko.

Abbildung 6: Ungefähres Risikospektrum unterschiedlicher Asset-Klassen und Anlageprodukte (bei zinstragenden Anlagen wird die Abwesenheit von Wechselkursrisiko unterstellt)



► Die dargestellte Risikoreihenfolge ist nur als grobe Indikation zu betrachten. ► Mit Ausnahme von Crowd-Funding, Peer-to-Peer-Krediten, Geschlossenen Fonds, Immobilieninvestments, kapitalbildenden Lebensversicherungen und Kontoguthaben wurden hier diversifizierte Investments in eine → Asset-Klasse unterstellt. Ohne Diversifikation innerhalb der Asset-Klasse (z. B. bei Einzelaktien oder aktiv gemanagten Aktienfonds) erhöht sich das Risiko beträchtlich. Bei partiell fremdfinanzierten Immobilien wird der Risikolevel auf der Ebene des Eigenkapitals gemessen. ► Mit Ausnahme der genannten Immobilieninvestments wird überall angenommen, dass die Anlage rein aus Eigenkapital finanziert wird (also ohne → Leverage). ► [1] Bei Optionen ist die Käuferposition weniger risikoreich als die Verkäuferposition. Bei der Käuferposition sind jedoch auch prozentuale Verluste bis zu 100% möglich und sogar sehr häufig. Bei der Verkäuferposition sind unbegrenzte Verluste möglich. ► [2] Je tiefer der Fremdfinanzierungsanteil gemessen am Marktwert abzüglich Verkaufskosten, desto risikoärmer. Die Länge der verbleibenden Festzinsbindung beeinflusst den Risikograd bei gegebener geplanter Mindesthaltedauer ebenfalls stark. Die tatsächlichen Schwankungen des Eigenkapitalteils in einer Immobilie sind nicht in »Echtzeit« beobachtbar, aber das reduziert sie nicht. ► [3] Bei Anleihen gilt: (a) Je länger die Laufzeit, desto risikoreicher. (b) Sofern Anleihen oder Kontoguthaben nicht in der → Heimatwährung des Anlegers denominiert sind, erhöht sich das Risiko zusätzlich aufgrund von Wechselkursschwankungen. ► [4] Zur gesetzlichen Einlagensicherung siehe Infobox in Abschnitt 3.2.

Buchverluste versus realisierte Verluste. Diese Unterscheidung mag manchem Leser trivial erscheinen, anderen dagegen als eine ganz essenzielle Einsicht: Für einen disziplinierten global diversifizierten Buy-and-Hold-Anleger ist vermutlich der allergrößte Teil der Verluste, die er in seinem Anlegerleben ertragen muss, und der allergrößte Teil der Zeit, in der solche Verluste auftreten, nur vorübergehende Buchverluste. Buchverluste sind – anders als realisierte Verluste – »nur« Verluste auf dem Papier und eben nicht endgültig. ➔ Volatilität, die bekannteste Risikokennzahl überhaupt, misst, solange man die entsprechende Anlage nicht verkauft, »nur« Buchverluste und Buchgewinne. Warren Buffett hat in seinem großen Unternehmensportfolio immer irgendwo Buchverluste; jeder Unternehmer, ob Apple Inc. oder Schulzes Zeitungskiosk um die Ecke, hat sie zumindest zeitweilig, und die meisten deutschen Eigentümer einer Wohnimmobilie, die zwischen 1981 und 2009 gekauft wurde, haben sie bezogen auf ihr eingebrachtes Eigenkapital noch heute oder hatten sie viele Jahre lang. Für Unternehmer ist dieses temporäre Auf und Ab, zumindest für einen Teil ihrer Investmentprojekte, »die normalste Sache auf der Welt« und ein selbstverständlicher Teil der Risikonehmerfunktion des Unternehmertums, ohne die es für sie letztlich keinen Gewinn geben kann. Die Chance, aus Buchverlusten wieder herauszuwachsen, ist weitaus höher für global und über mehrere Asset-Klassen hinweg diversifizierte Buy-and-Hold-Anleger als für aktive Anleger. Eine globale Asset-Klasse kann nicht Konkurs gehen, ein einzelnes Unternehmen oder ein einzelnes Land durchaus, wie auch eine einzelne Immobilie 100% des in ihr steckenden Eigenkapitals verlieren kann.

Risiko ist subjektiv, nicht objektiv. Auf der einen Seite existiert das Messergebnis für eine bestimmte Risikokennzahl und auf der anderen Seite steht die subjektive Wahrnehmung dieses Risikos und der Kennzahlausprägung. Der globale Aktienmarkt besitzt eine relativ leicht und genau zu bestimmende historische oder eine für die Zukunft geschätzte ➔ Volatilität oder andere Risikoausprägungen. Wie diese objektive Risikorealität von einem *bestimmten* Anleger wahrgenommen und gefühlt wird, ist von den nackten Daten jedoch fast völlig unabhängig (siehe Eingangszitat dieses Abschnitts). Ein simples Beispiel: Der Freestyle-Skifahrer Franz stürzt sich gerne nahezu vertikale Tiefschneehänge in den Hochalpen hinunter, während der gleichalt-

rige Otto aus Angst (Risikoscheu) solche Hänge allenfalls unter physischem Zwang und auf dem Bauch robbend hinunterrutschen würde. Nicht anders verhält es sich mit der Wahrnehmung von Finanzrisiken.

Deep Risk (»tiefes Risiko«). In seinem scharfsinnigen, kurzen Buch *Deep Risk* setzt sich der amerikanische Finanzökonom William Bernstein mit dem aus seiner Sicht größten aller Risiken auseinander, nämlich damit, dass Inflation – sowohl normale Inflation in der Größenordnung von 2% bis 3% jährlich und noch mehr »galoppierende« Inflation in zweistelliger Größenordnung, die alle paar Jahrzehnte in den meisten Ländern auftritt, die Altersvorsorge von Privathaushalten »schleichend« unterminiert (Bernstein 2013).[42] Der gleichen Ansicht ist der US-Finanzprofessor Jeremy Siegel in seinem Investmentbuchklassiker *Stocks for the Long Run* (2014). Daher halten Bernstein und Siegel niedrig rentierliche, so genannte »sichere« Anlagen wie Sparbücher, Tagesgelder, kapitalbildende Lebensversicherungen und alles, was eine Mindestertragsgarantie (und daher keine nennenswerte »Upside« hat), zum Beispiel Riester-Anlagen und Garantiefonds, für die in Wirklichkeit risikoreichsten Investments (das ist mit »Deep Risk« gemeint). Deep Risk hat nichts mit Risiko in Gestalt kurz- und mittelfristiger Wertschwankungen (Volatilität) zu tun, an dem sich viele Menschen bei Aktien so furchtbar stören. Mit so genannten »sicheren« Anlageformen wird man nämlich nach Kosten, Steuern und Inflation langfristig vermutlich einen nur minimalen Kaufkraftzuwachs erreichen oder sogar – je nach Inflationsniveau – an Kaufkraft verlieren. Noch einmal anders formuliert: Das → Shortfall-Risk der »risikofreien« Anlage (zum Beispiel das Risiko, nicht mindestens eine Null-Rendite zu erzielen) ist auf lange Zeiträume betrachtet bei zinstragenden Anlagen, trotz ihrer niedrigen Wertschwankungen, höher als das von Aktien.

Hat das Aktienrisiko in den letzten Jahren zugenommen? Dass das Aktienrisiko »seit Jahren« zunehme oder »in den letzten Jahren« zugenommen habe, ist immer wieder in den Medien zu lesen oder wird oft von Finanzberatern und

42 In den 50 Jahren von 1968 bis 2017 wies Deutschland eine durchschnittliche Inflation von 2,6% p.a. auf. Unter allen Industrieländern »unterbot« nur ein einziges Land, die Schweiz, diesen Wert. Die durchschnittliche Inflationsrate für die USA in diesen fünf Jahrzehnten betrug 4,2% p.a.

Bankern behauptet, die ihre so genannten »sicheren« Produkte verkaufen wollen. Außerdem neigen wir alle dazu, uns einzureden, unser eigenes Zeitalter sei »besonders« und natürlich auch »besonders risikoreich«. Dieser Glaube ist in Bezug auf Risiken von Finanzinvestments nachweisbar falsch. Das Wertschwankungsrisiko von Aktien, Anleihen und Immobilien ist seit Mitte 2009 kontinuierlich gefallen. Auch in den letzten 25 Jahren war es im Durchschnitt nicht höher als in den 25 Jahren davor. Ebenfalls falsch ist es, sich selbst oder anderen zu suggerieren, dass »Lebensrisiken« schlechthin in den letzten Jahren oder Jahrzehnten für Bürger in den Industrieländern zugenommen hätten. Das Gegenteil ist der Fall (Pinker 2018, Rosling 2018).

Fazit

- Risiko ist die Voraussetzung von Rendite. Das Ziel eines *rationalen* Anlegers kann nicht sein, Risiken zu vermeiden, sondern *gute* Risiken zu suchen und sie bewusst in sein Portfolio zu holen, weil er dafür vom Kapitalmarkt eine angemessene Kompensation erwarten kann: Ohne (gutes) Risiko keine Rendite. In dieser Hinsicht sind »aktive Anlagestrategien«, die auf die typischerweise erfolglose Umschiffung *aller* Risiken abzielen, strukturell fehlkonstruiert.
- Schlechte Risiken, darunter die in diesem Kapitel genannten, sollte man hingegen vermeiden.
- Buchverluste in einem global diversifizierten Aktienportfolio sind etwas völlig Normales. Wer sie versteht und aushalten kann, hat die essenzielle Grundvoraussetzung für das langfristige Ernten der Erträge der rentabelsten aller Asset-Klassen geschaffen.
- »Deep Risk« ist ein verkanntes Risiko, das diejenigen Privatanleger bedroht, die lebenslang ausschließlich oder größtenteils in so genannte »sichere« Anlagen wie Sparguthaben, Tagesgelder und kapitalbildende Lebensversicherungen investieren.

7 DAS WELTPORTFOLIO-KONZEPT

7.1 Was es ist und auf welchen Prinzipien es basiert

»Spare so viel du kannst und hör' nicht auf damit bis du stirbst.«

Finanzbuchautor und Neurologe William Bernstein in seinem Buch The Investors Manifesto: Preparing for Prosperity, Armageddon, and Everything in Between, *2009*

Das Weltportfolio-Konzept ist ein praxisorientierter Investmentansatz für Privatanleger. Sein Zweck sind langfristige Vermögensbildung, Altersvorsorge und finanzieller Seelenfrieden. Nachfolgend liste ich die wichtigsten theoretischen Hauptmerkmale des Konzepts auf. Diese zu kennen, ist essenziell, um den Ansatz vernünftig umzusetzen. Mit der Umsetzung beschäftigen wir uns im nachfolgenden Abschnitt.

- Der Weltportfolio-Ansatz (WPF oder auch Souverän-investieren-Ansatz genannt) ist einfacher, weniger arbeitsaufwändig, kostengünstiger und transparenter als jede Form von aktivem, traditionellen Investieren, jenseits einer Anlage in einem Sparbuch oder Tagesgeld.[43] Der WPF-Ansatz ist letztlich auch einfacher als eine selbstgenutzte Wohnimmobilie zu erwerben, die partiell mit einem Kredit finanziert wird.
- Der Ansatz eignet sich für junge Anleger, die gerade erst mit Vermögensbildung anfangen und vielleicht anfänglich nur 50 Euro im Monat sparen können gleichermaßen wie für vermögende Haushalte.

43 Natürlich kann man aktives, konventionelles Investieren an einen Dritten delegieren (z. B. einen Vermögensverwalter) und sich so den damit verknüpften hohen Arbeitsaufwand vom Leib halten. Allerdings lässt das den grundsätzlichen Arbeitsaufwand nicht verschwinden und – schlimmer – führt häufig zu den Problemen, die in Abschnitt 3.5 beschrieben wurden.

- Der Ansatz funktioniert sowohl für die Vermögensbildungs- als auch die Phase des Kapitalverbrauchs, also zum Beispiel im Ruhestand.
- Im Grundsatz ist souveränes Investieren »passives Investieren«, auch wenn die Bezeichnung »passiv« konzeptionell falsch ist, siehe Kapitel 4, letzter Absatz.
- Auf der Produktebene wird das Weltportfolio-Konzept über ETFs umgesetzt. ETFs bedeuten zunächst einmal: Einfachheit und niedrige Kosten. Theoretisch wäre auch eine Umsetzung des Weltportfolio-Konzepts mit Einzelwertpapieren möglich. In der Praxis dürfte das bei Privatanlegern jedoch an der damit einhergehenden Komplexität und den höheren Kosten scheitern. Über tausend Einzeltitel in »mikroskopischen« Einzelmengen für den Aktienteil des Weltportfolios zu erwerben, darunter viele Small-Cap- und Schwellenländeraktien, wäre vollkommen unwirtschaftlich – vom Arbeitsaufwand ganz zu schweigen.
- Es wird versucht, den »Markt« hinsichtlich der Asset-Klassen Aktien und »risikofreie Anlage« abzubilden. Einen Markt abzubilden, ist gleichbedeutend mit dem Verzicht darauf, den Markt zu schlagen, also dem Verzicht auf die Nutzung expliziter oder impliziter Prognosen beim Anlegen. (Eine »implizite Prognose« ist eine Vorhersage, die nicht wie eine Vorhersage aussieht, aber trotzdem eine ist. Beispiel: »Schwellenländeraktien haben derzeit besonders attraktive Renditeaussichten«. Zu den vielfältigen Arten von per saldo nutzlosen Finanzprognosetypen siehe ➔ SIMIE (2018), Abschnitt 2.3.
- Der Anleger ist ein konsequenter Buy-and-Hold-Anleger (Kaufen und halten – siehe Infobox in Abschnitt 3.4) und zwar über viele Jahre oder idealerweise sogar mehrere Jahrzehnte hinweg.
- Der Anleger geht keine Wetten auf einzelne Wertpapiere, einzelne Branchen, einzelne Länder, einzelne Fondsmanager oder einzelne Marktphasen ein.
- Der Anleger praktiziert maximale Streuung (Diversifikation) innerhalb von Asset-Klassen. Bei Aktien bedeutet das global, »lückenlos« und überlappungsfrei in Industrie- und Schwellenländer zu investieren.
- Der Anleger diversifiziert auch über Asset-Klassen hinweg, zum Beispiel durch die Kombination der Asset-Klassen Aktien und der »risikofreien«, zinstragenden Anlage.
- Die Gewichtung der einzelnen Portfoliokomponenten basiert auf einer emotionslosen, rational-wissenschaftlichen Begründung. Der »Home-Bias« bei Aktien wird vermieden (siehe Infobox in Abschnitt 3.10).

- Der Anleger minimiert die Nebenkosten des Investierens und lehnt das auf anderen Gebieten des Lebens gültige Prinzip »Qualität hat nun einmal ihren Preis« beim Investieren ab.
- Er hat nur wenige Produkte im Portfolio (typischerweise zwischen zwei und zehn). (Es können auch mehr sein, wenn mehrere Produkte sich historisch angesammelt haben und dieselben Asset-Klassen darstellen.)
- Finanzberatung, Produktverkauf und Vermögensverwaltung, die mit Interessenkonflikten beim Berater, Verkäufer oder Vermögensverwalter einhergehen, lehnt der Anleger kategorisch ab (siehe Abschnitt 3.5).
- Der Anleger betrachtet Rendite primär als Kompensation für Risiko, also als Schmerzensgeld. Er betrachtet Rendite nicht als Kompensation für »brillante Investmentideen« oder »Guru-Können«. Daher lehnt er Investmentpornografie à la »Rendite ohne Risiko« oder »garantierte Rendite« oder »jetzt auf *dieses sichere Investment umsteigen, um dem nahenden Crash zu entgehen*« als gefährliche Sirenengesänge ausnahmslos ab.
- Er praktiziert »evidenzbasiertes Investieren«. Das heißt, er orientiert sich strikt an wissenschaftlich gut abgesicherten Investmentprinzipen und Forschungsergebnissen, statt an der subjektiven, oft wechselnden Meinung eines einzelnen Finanzberaters, einer einzelnen Bank oder Fondsgesellschaft.
- Er übt kritische Selbstreflektion und Demut angesichts der eigenen Investmentfehler und der grundsätzlichen Unfähigkeit des Menschen, die Zukunft von sozialen Systemen wie dem Kapitalmarkt zuverlässig vorhersehen zu können.[44]

Abbildung 7 stellt das Weltportfolio in vereinfachter Form grafisch dar. Nachdem das Portfolio einmal angelegt ist, sollte man ihm, wie bei einem kunstvollen Garten oder Landschaftspark, viele Jahre geben, seine Stärken über gute und schlechte Marktphasen hinweg zu zeigen.[45] Besonders gut ist es, wenn man

44 Warum Märkte im Sinne von zuverlässig mit Gewinn ausbeutbaren Prognosen bei Berücksichtigung von Risiko, Kosten und Steuern gar nicht oder kaum vorhersagbar sind, wird in → SIMIE (2018), Abschnitt 2.3 näher erläutert.

45 Natürlich darf man diesen Vergleich nicht überinterpretieren. Gärten und Parks durchlaufen keine unterschiedlichen Marktphasen, aber auch sie erleben im Laufe von 20+ Jahren ein extremes Auf und Ab ihrer Wachstumsbedingungen: Orkane, andere schwere Unwetter, möglicherweise Überschwemmungen, lange Trockenperioden, Frost zur falschen Jahreszeit, Schädlingsbefall, eventuell Feuer und natürlich auch lange Phasen günstiger oder optimaler Umstände.

im Laufe der Jahre den Garten *peu à peu* vergrößert, in dem man einen Fondssparplan aufsetzt, gelegentlich größere Einzelbeträge nachinvestiert, aber auch durch regelmäßiges Rebalancing verhindert, dass sich eine oder zwei Pflanzenarten und Unkraut auf Kosten der übrigen ausbreitet und damit den Garten – um bei dieser Metapher zu bleiben – seines ursprünglichen Zwecks und seiner Ästhetik beraubt sowie ihn anfällig für Krankheiten macht.

Die anlegerspezifische Gewichtung zwischen dem risikobehafteten und dem »risikofreien« Portfolioteil (im WPF-Ansatz heißt das »Level-1-Asset-Allokation«) ist der wichtigste einzelne Hebel, um die Ertragserwartung, den Risikograd und die Liquidität des Portfolios zu bestimmen. Damit, wie das im Einzelnen zusammenhängt und umgesetzt wird, beschäftigen wir uns im folgenden Abschnitt.

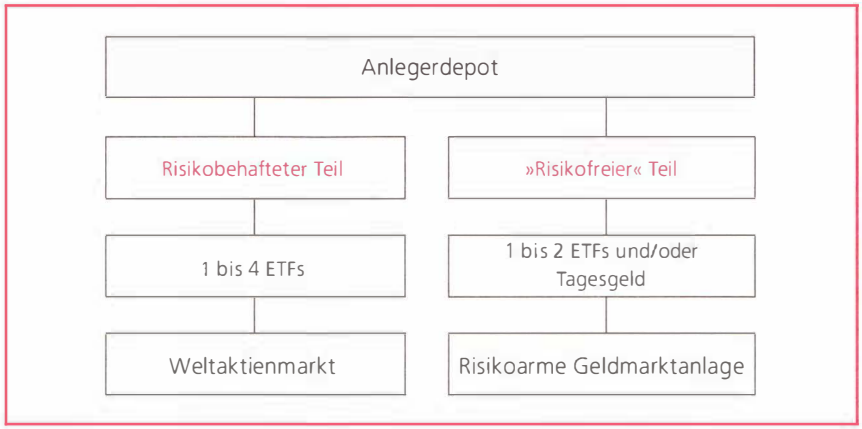
So genanntes ➔ Factor-Investing, auch Smart Beta Investing genannt, ist nicht Teil des in diesem Buch dargestellten einfachen, marktneutralen Weltportfolio-Konzepts. Wer sich für diesen etwas fortgeschritteneren, wissenschaftlich basierten Ansatz interessiert, mit dem man die ➔ erwartete Rendite seines Portfolios etwas erhöhen kann, ohne dabei zu spekulieren, der sei auf ➔ SIMIE (2018) verwiesen.

Aus dem bisher Gesagten ergibt sich vermutlich schon, was ich hier dennoch gesondert betonen möchte: Das Weltportfolio ist ein *Konzept*. Es ist kein spezifisches, einzelnes Portfolio. Letzteres wäre schon deswegen unmöglich, weil Anleger unterschiedliche Ausgangsvoraussetzungen bei den Einflussvariablen Risikotragfähigkeit, Anlagehorizont, Ertragserwartung, Liquiditätsbedarf, Anlagevolumen, Toleranz für Komplexität und Vorwissen haben. Weil das Weltportfolio ein voll integriertes, zugleich aber auch flexibles und einfaches Konzept ist, können es Anleger mit ganz unterschiedlichen Ausgangsvoraussetzungen und Zielen für sich nutzen.

7.2 Ein simpler Weltportfolio-Vorschlag zur Umsetzung

Die nachfolgenden zwei Abschnitte erläutern, wie ein einfaches, konkretes Weltportfolio aufgebaut ist. Das geschieht in zwei Schritten. Im ersten legt der

Abbildung 7: Schematische Darstellung des Weltportfolios



Anleger seine so genannte Level-1-Asset-Allokation für sich fest, im zweiten seine Level-2-Asset-Allokation. Was sich hinter diesen beiden simplen Konzepten verbirgt, werden Sie, lieber Leser, auf den folgenden Seiten erfahren.

7.2.1 Die »Level-1-Asset-Allokation« festlegen

> »Ihre Investment-Performance wird fast vollständig durch einen einzigen Faktor bestimmt – ihre Asset-Allokation über breite Asset-Klassen hinweg. Aktien- oder Fonds-Picking sowie Market-Timing – die Faktoren, von denen traditionell angenommen wird, sie würden den Anlageerfolg bestimmen, sind tatsächlich fast irrelevant.«
>
> *William Bernstein, Finanzbuchautor und Neurologe*

Aus der Helikopterperspektive besteht das Weltportfolio (WPF) lediglich aus zwei Komponenten: einer risikobehafteten Aktienkomponente und einer risikoarmen (»risikofreien«) zinstragenden Komponente (siehe Abbildung 7). Nichts im WPF-Konzept hat mehr Einfluss auf die erwartete Rendite, das erwartete Risiko oder die Liquidität als diese einfache Aufteilung.

Der risikobehaftete Teil (global diversifizierte Aktien) dient – wie Mast und Segel bei einem Segelschiff – als das Fahrzeugelement, das den Vortrieb erzeugt, vorausgesetzt, der Wind (die Märkte) ist freundlich. Der risikoarme

Portfolioteil entspricht beim Segelschiff den Vorrichtungen und Geräten, die der Sicherheit dienen, wie zum Beispiel Rettungsboot, Schwimmwesten und Anker. Diese Gerätschaften geben dem Schiff ganz offensichtlich keinen Vortrieb. Im Gegenteil, sie bremsen den Vortrieb, sind unbequem (Schwimmwesten), kosten sogar Geld und/oder nehmen knappen Platz weg. Das ist aber dennoch »voll in Ordnung«, denn jeder Kapitän weiß, dass es ohne Anker, Schwimmwesten und Rettungsboot nicht geht, wenn man jahrelang auf den Ozeanen kreuzen will. Ganz ähnlich geht es beim risikoarmen Portfolioteil – dem »Risikoanker« im Portfolio – ausdrücklich nicht darum, die Rendite des Portfolios zu erhöhen, sondern ihm den gewünschten Sicherheitsgrad zu verleihen. Hohe und überhöhte Renditeerwartungen an den Risikoanker zu stellen, ist ein stark verbreiteter und gefährlicher Anlegerfehler. Im April 2018 haben mein Co-Autor Alexander Weis und ich hierzu einen Blogbeitrag verfasst, den ich dem Leser in diesem Zusammenhang sehr ans Herz lege (Kommer/Weis 2018c).

Tabelle 8 zeigt elf Level-1-Asset-Allokationen (»Level-1-AA«) für ein WPF mit ihren jeweiligen Rendite- und Risikoeigenschaften. Mit »Level-1-AA« meine ich die oberste Ebene der Asset-Allokation, will heißen, die Aufteilung eines Portfolios in einen risikobehafteten und einen risikoarmen (»risikofreien«) Portfolioteil. Weiter unten in diesem Abschnitt kommen wir zur »Level-2-Asset-Allokation«. Sie ist die Übersetzung einer »Level-1-AA« in einen konkreten Anlagevorschlag auf Produktebene.

Zur Interpretation der Zahlen in der untersten Tabellenzeile »Erwartete Rendite« bitte unbedingt noch einmal die Infobox »Erwartete Rendite« in Abschnitt 3.7 lesen. Neben den dort genannten Hinweisen beachten: (a) Es handelt sich hier um so genannte ➔ geometrische Durchschnitte (arithmetische Durchschnitte wären höher). (b) Das jeweils aktuelle Bewertungsniveau spielt bei der Berechnung erwarteter Renditen eine große Rolle. Ist es beispielsweise zwölf Monate später deutlich niedriger, dann steigen die erwarteten Renditen, ist es höher, dann fallen sie. Die in Tabelle 8 aufgeführten Zahlen unterstellen für den Aktienteil ein normales, mittleres Bewertungsniveau (siehe hierzu auch Abschnitt 8.2). Für den Anleihenteil wurden die erwarteten Renditen relativ zu den historischen Daten aufgrund des aktuell niedrigen Zinsniveaus (ergo hohe Bewertung von Zinsanlagen) nach unten angepasst. (c) Kosten und Steuern sind

Tabelle 8: Kennzahlen für Risiko und Rendite von elf Portfolios aus global diversifizierten Aktien (ohne → Faktorprämien) und einer »risikofreien« Anlage auf der Basis von Renditen in Euro von 1970 bis 2017 (48 Jahre)

Portfolio-Nr.	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Risikobehafteter Portfolioteil (Aktien)	100%	90%	80%	70%	60%	50%	40%	30%	20%	10%	0%
Risikoarmer PF-Teil (zinstragende Anlage)	0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
Maximaler kumulativer Verlust, nominal	–53%	–48%	–44%	–38%	–33%	–27%	–20%	–14%	–8%	–3%	–2%
Längste NRP in Jahren, nominal	12,3	11,8	7,4	7,0	6,2	5,3	4,9	4,6	2,0	1,3	2,1
Erwartete Rendite, real	5,0% p.a.	4,7% p.a.	4,4% p.a.	4,0% p.a.	3,7% p.a.	3,3% p.a.	2,9% p.a.	2,4% p.a.	2,0% p.a.	1,5% p.a.	1,0% p.a.

► Ohne Kosten und Steuern. ► »NRP« = Nullrenditeperiode. Die auf den ersten Blick unplausible Zahl für Portfolio 11 ist richtig. Sie ergibt sich aus den historischen Daten. ► Daten: Aktienteil: MSCI World Standard 1970 bis 1987, MSCI ACWI Standard 1988 bis 1995, danach → MSCI ACWI IMI. »Risikofreier« Portfolioteil: 50/50 RexP (deutsche mittelfristige Staatsanleihen) und deutscher → Geldmarkt (Frankfurter Geldmarkt Dreimonatsgelder bis Ende 1998, danach Dreimonats-Euribor). ► Datenquellen MSCI, Deutsche Bundesbank.

hier nicht berücksichtigt. Auch Zusatzrenditen aus → Faktorprämien sind nicht enthalten.

Ich bin fast sicher, dass den meisten Lesern die Renditezahlen in Tabelle 8 enttäuschend niedrig und die Risikokennzahlen beunruhigend hoch erscheinen. Sofern Sie diesen Eindruck auch haben, empfehle ich Ihnen, Abschnitt 3.8 noch einmal zu rekapitulieren. Hinter diesem Rat steckt, dass die meisten Privatanleger nachhaltig erzielbare Renditen aus einer Vielzahl von Gründen überschätzen. Manche dieser Gründe sind psychologischer Natur, andere haben mit der fortwährenden Desinformation durch die Finanzbranche und die Medien zu tun. Doch wie dem auch sei: Die Renditen in Tabelle 8 sind diejenigen, die wohl mehr als 90% aller aktiv gemanagten Fonds (oder allgemeiner formuliert aller aktiv gemanagten Portfolios) über Zeiträume von drei Jahren an und aufwärts *nicht* erreichen.

Die für Sie passende Level-1-Asset-Allokation wählen Sie folgendermaßen aus: Studieren Sie ausgiebig die Risikokennzahlen in der dritten und vierten Zeile von Tabelle 8. Die Zahlen in der vierten Zeile geben so etwas wie einen

Mindestanlagehorizont (man könnte auch sagen Restanlagehorizont) vor, den die jeweilige Level-1-AA von einem Anleger erfordert. Sie müssen im Moment der Implementierung des jeweiligen Portfolios davon überzeugt sein, dass Sie diesen Anlagehorizont in die Zukunft gerichtet »mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit« (außer in nicht vorhersehbaren Notfällen) werden durchhalten können, andernfalls ist Ihr Risiko, in einer Verlustphase »auszusteigen«, besonders hoch. Das wollen wir jedoch unbedingt vermeiden, weil das in vielen »Anlegerleben« wohl nicht mehr gutzumachen wäre. Innerhalb der angegebenen »NRP« ist es grundsätzlich möglich, dass Ihr Portfolio um den in der dritten Zeile der Tabelle genannten Wert oder noch mehr einbricht.

Je näher Ihr Haushalt der Vermögensverbrauchsphase kommt, desto kürzer wird Ihr Restanlagehorizont tendenziell. Das könnte bedeuten, dass Sie von Jahr zu Jahr Ihre Level-1-AA etwas konservativer machen müssen. Wie das praktisch geht, wird im Abschnitt 7.5 (Rebalancing) erläutert.

Der in der vierten Zeile der Tabelle angegebene »maximale kumulative Verlust« (maximaler Drawdown) ist die Verlustgrößenordnung zunächst einmal im Sinne von Buchverlusten, die Sie und Ihr Haushalt (zum Beispiel Ihr Lebenspartner) mental *und* liquiditätsmäßig auszuhalten in der Lage sein müssen. »Risikotolerant« sind Sie beziehungsweise Ihr Haushalt genau bis zu dem Punkt, an dem Sie angesichts eines solchen Drawdowns (negative Wertschwankung) eine deutliche Beeinträchtigung Ihres Seelenfriedens empfinden oder anfangen, Ihr Verhalten zu ändern. Damit ist insbesondere gemeint, Anlagen zu liquidieren.

Ein Beispiel: Wir nehmen an, Sie wählen heute Portfolio 2. Ein Jahr nach dem Aufsetzen des Portfolios beginnt ein Aktien-Crash. Nach drei oder vier Monaten Marktabschwung beginnen die Dinge ernsthaft ungemütlich zu werden. Nach 14 Monaten hat sich Ihr Portfolio um 35% »in Richtung Süden« bewegt. Schon als Ihr Depot die 10%-Verlustmarke durchbrach, begannen Sie nervös zu werden und eine psychische Belastung zu empfinden. Jetzt, bei minus 35%, sind Sie verzweifelt, schlafen schlecht und können kaum noch an etwas anderes denken. Gegenüber Ihrem Lebenspartner haben Sie ein schlechtes Gewissen, denn *Sie* waren es, der ursprünglich unbedingt die renditeträchtige Portfolio-Variante 2 wollte, weil eine niedrigere Renditeerwartung damals für Sie nicht akzeptabel erschien.

Wenn Sie nun aus Stress, also der Angst davor, dass es noch schlimmer kommen könnte, oder aus einem Liquiditätsengpass heraus einen Teil der Aktien-

komponente des Portfolios oder sogar das ganze Portfolio verkaufen, machen Sie Buchverluste zu endgültigen Verlusten. Damit zementieren Sie Ihr Unglück. Sie nehmen Ihrem Portfolio wahrscheinlich die Chance, sich wieder aus der Verlustzone heraus aufzurappeln. Ich will damit nicht sagen, dass ein solcher Verkauf *immer* die falsche Entscheidung ist. Erstens kann man das erst nach Jahren endgültig beurteilen, und zweitens kann es dann die richtige Entscheidung sein, wenn Sie feststellen, dass Sie ursprünglich Ihre Risikotragfähigkeit falsch eingeschätzt (überschätzt) hatten. Das ist tragisch, aber es ist auch menschlich. Am besten man macht diesen Fehler gar nicht erst. Deshalb gilt: Wenn Sie sich nicht sicher sind, dann wählen Sie ein Portfolio, das eine oder zwei Stufen konservativer ist (in der Tabelle nach rechts gehend) als das, was Ihnen vorschwebt. Nachdem Sie einige Jahre Zeit hatten, sich an das mit einer bestimmten Level-1-AA einhergehende Schwankungspotenzial Ihres Portfolios zu gewöhnen, können Sie später ja immer noch einen Gang hochschalten.

In einer gewissen Weise stellen die beiden in Tabelle 8 genannten Risikokennzahlen eine Worst-Case-Perspektive dar, da sie mathematisch beide unterstellen, dass der Anleger während der Gesamtperiode (hier 48 Jahre) zum ungünstigst möglichen Zeitpunkt mit seinem ganzen Vermögen »eingestiegen« und wieder »ausgestiegen« ist. Das wird für die allermeisten Anleger aus offensichtlichen Gründen nicht zutreffen. Hinzu kommt, dass so gut wie alle von uns unserem Portfolio im Zeitablauf schrittweise Geld zuführen oder aus ihm abziehen. Beides »verwischt« den Einstiegs- und Ausstiegszeitpunkt (das heißt, es dehnt ihn aus) und führt damit im positiven wie auch negativen Sinne zu einer gleichmäßigeren Verteilung der »Downside« und der »Upside« (Risiko und Chance), als es in der Tabelle zum Ausdruck kommt.

Die WPF-Rendite wird, nach allen Kosten und Steuern, auf lange Sicht mit großer Wahrscheinlichkeit höher sein als die der meisten vergleichbaren aktiven Anlageportfolios – vergleichbar im Sinne des eingegangenen erwarteten Risikos (»Ziel-Risiko«). Das hat einige einfache Gründe: niedrigere Kosten, die Berücksichtigung von rentablen Aktienmarktsegmenten, die bei vielen Privatanlegern ansonsten den Weg ins Portfolio nicht schaffen (Small-Cap- und Schwellenländer-Aktien), die Vermeidung renditeschädlicher Effekte aus Performance-Chasing (siehe Infobox in Abschnitt 3.5) und ein vorteilhafter steuerlicher Barwerteffekt durch Buy-and-Hold.

Außerhalb des Weltportfolios sollte ein Haushalt eine zusätzliche Cash-Reserve halten, zum Beispiel auf einem Girokonto oder einem Tagesgeldkonto. Auf diese Reserve muss der Haushalt jederzeit, von einem Tag auf den anderen, verlässlich zugreifen können. Deswegen darf sie nur dem absolut minimalsten Wertschwankungsrisiko unterliegen. Eine grobe Faustregel für die Bestimmung ihrer Höhe könnte sein: sechsmal der langfristige Durchschnittswert aus den monatlichen Ausgaben des Haushaltes. *Zusätzlich* sollten alle unregelmäßigen, höheren Cash-Abflüsse, die man für die nächsten zwei bis drei Jahre voraussehen kann, auf dem Reservekonto liegen; darunter fallen zum Beispiel signifikante, nicht regelmäßig anfallende »Sonderausgaben« für Instandhaltung der selbstgenutzten Immobilie, neue Möbel, eine Kfz-Anschaffung oder -reparatur, größere Urlaubsreisen und Hobbys. Im Optimalfall brauchen Sie dieses Reservekonto über Jahrzehnte hinweg nie anzuzapfen, weil Ihr »laufender Cash-Inflow«, also die laufenden Einnahmen, stets hoch genug sind, um Ihre laufenden Ausgaben zu decken. Das Cash-Reservekonto sollte stets innerhalb der gesetzlichen Einlagensicherung von 100.000 Euro liegen.

7.2.2 Die »Level-2-Asset-Allokation« festlegen

> »Die einzige Art und Weise, wie Marktvolatilität einen dauerhaften Verlust in einem passiven Portfolio produzieren kann, ist, wenn ein Investor sich dazu entschließt, mit Verlust zu verkaufen. Die Märkte werden sich irgendwann wieder erholen..«
>
> *Rick Ferri, Finanzbuchautor, Gründer des US-Vermögensverwalters Portfolio Solutions, LLC, in seinem Buch* The Power of Passive Investing, *2010*

Kommen wir nun zur »Level-2-Asset-Allokation« (»Level-2-AA«). Sie ist das Befüllen der beiden »Gefäße« *Risikobehaftet* und *Risikoarm* in Abbildung 7 mit granulareren Asset-Klassen, die durch konkrete Anlageprodukte abgebildet werden. Damit sind wir bei der Umsetzung des Weltportfolios im engeren Sinne angekommen.

Das WPF kann in unterschiedlichen Komplexitätsstufen realisiert werden – je nach Anlegerpräferenz und -bedürfnissen. In diesem Buch stelle ich lediglich die »WPF-Variante 1« vor, weil sie aufgrund ihrer Simplizität für die allermeisten »normalen« Privathaushalte am besten geeignet ist. In → SIMIE (2018) sind

zusätzlich noch die etwas komplexeren und leicht renditeträchtigeren Varianten 2, 3 und 4 enthalten. Variante 1 ist mit Abstand am einfachsten aufzusetzen, am pflegeleichtesten und funktioniert auch gut bei kleinen Anlagevolumina.

Eine Vorbemerkung zur Frage der Auswahl konkreter ETF-Produkte: Ich nenne nachfolgend lediglich Indizes, die Asset-Klassen repräsentieren. Für diese existieren jeweils in Deutschland an Privatanleger vertriebene ETFs. Ich nenne hier jedoch keine konkreten ETFs, obwohl ich das in der Vergangenheit in einigen meiner Bücher getan habe. Das Auflisten spezifischer ETFs ist deswegen unsinnig, weil diese Nennungen angesichts der laufenden (und begrüßenswerten) Fortentwicklung des ETFs-Marktes vermutlich bereits in wenigen Monaten teilweise veraltet wären. Dieses Buch wird jedoch mehrere Jahre im Druck sein. Außerdem habe ich mit dem Düsseldorfer IT-Experten Jens Stahl zusammen Anfang 2018 die Website *www.weltportfolio.net* lanciert, die bei der Produktsuche und Evaluierung (wie auch beim Betrieb des WPFs) behilflich sein soll – siehe dazu Abschnitt 8.5. Und schließlich stellt Abschnitt 8.4 eine Anleitung dar, wie man bei der Suche nach und Auswahl an geeigneten ETFs am besten vorgehen sollte.

Der risikobehaftete Portfolioteil besteht aus einem einzelnen ETF, der den Weltaktienmarkt so umfassend und lückenlos wie möglich abdeckt. Dafür existieren derzeit (Mitte 2018) zwei globale Aktienindizes, zu denen in Deutschland zahlreiche ETFs vertrieben werden:

- Der ➔ MSCI ACWI IMI Index (MSCI All Country World Investable Market Index). Dieser Aktienindizes deckt rund 98% des Weltmarktes ab, einschließlich Schwellenländer und Small Caps. Die etwa 45 Industrie- und Schwellenländer sind nach ihrer ➔ Marktkapitalisierung gewichtet.
- Der FTSE All-World Index. Dieser Index deckt rund 93% des Weltmarktes einschließlich Schwellenländern ab. Zwar fehlen Small Caps, aber das untere Ende der FTSE Mid Cap-Range reicht weiter hinunter als beim Index-Provider MSCI – daher in Bezug auf den Grad der Gesamtabdeckung des Weltaktienmarktes insgesamt eher geringe Unterschiede zum etwas breiteren MSCI ACWI IMI Index.

Damit ist der risikobehaftete Teil der Level-1-Asset-Allokation mit einem einzigen ETF bereits komplett abgedeckt. Einfacher geht es nicht.

Der risikoarme Portfolioteil kann auf unterschiedliche Weise umgesetzt wer-

den. Für alle Lösungen gilt: Es darf kategorisch kein Wechselkursrisiko bestehen, und das Ziel in diesem Portfolioteil sind höchstmögliche Sicherheit und Liquidität. Wenn das bedeutet, dass die Rendite nach Kosten und Inflation null oder negativ ist, dann akzeptieren wir das ohne Murren. Wir rekapitulieren das Bild des Segelschiffes, das ich im vorigen Abschnitt verwendet habe.

Wer mit der Rendite seines *Gesamtportfolios* – und nur auf diese Rendite kommt es an – unzufrieden ist, muss den Anteil des risikobehafteten Portfolioteils erhöhen und den Anteil des risikofreien Portfolioteils dementsprechend senken – unter bewusster Inkaufnahme der damit einhergehenden Risikozunahme. Rendite ist die Belohnung für das Tragen von Risiko. Hingegen ist die Umwandlung des Sicherheitsankers im Portfolio in eine risikobehaftete Komponente mit höherer erwarteter Rendite ein Fehler. Er beruht auf der gefährlichen Illusion, dass man Sicherheit und Rendite zugleich haben könne.

Die simpelste Form des risikofreien Portfolioteils ist eine verzinsliche Bankkontoanlage (zum Beispiel Tagesgeld, Festgeld oder Sparkontoguthaben), soweit sie betragsmäßig innerhalb der staatlichen Einlagensicherung von 100 000 Euro pro Kontoinhaber und Bankinstitut liegt (siehe Infobox in Abschnitt 3.2). Es darf dabei kein Wechselkursrisiko bestehen, und der garantierende Staat sollte mindestens von zwei Ratingagenturen ein Rating besitzen, das AA– (4. Ratingstufe) oder besser ist.[46] Das gilt beispielsweise für Deutschland oder Österreich. Keinesfalls sollte man Bankguthaben außerhalb beziehungsweise oberhalb der staatlichen Einlagensicherung für mehr als ein paar Monate auf einem Bankkonto halten, weil das unnötiges Zusatzrisiko birgt, das nicht durch zusätzliche Rendite kompensiert wird.

Die zweite Alternative ist die Abbildung durch einen ETF auf einen Anleihenindex: Der Index sollte die folgenden Eigenschaften haben: (a) kurze gewichtete Durchschnittslaufzeit der Anleihen (im Fachjargon auch »Duration« genannt) bis maximal 36 Monate (je kürzer desto risikoärmer); (b) aus Ihrer Perspektive kein Währungsrisiko – entweder weil nur Anleihen in Ihrer ➔ Heimatwährung enthalten sind oder weil etwaige Fremdwährungsanleihen in diese Heimatwährung zurückgehedgt werden; (c) im Falle von Staatsanleihen nur solche höchster Bonität, das heißt Anleihen der ersten circa vier von rund 25 Ratingstufen und,

46 Eine Tabelle mit allen Ratingnoten finden Sie in der deutschen Wikipedia unter dem Stichwort »Liste der Länder nach Kreditrating«.

wenn möglich, von mehr als drei verschiedenen Staaten; (d) im Falle von Unternehmensanleihen nur solche mit mindestens einer »Investment-Grade-Bonität« (Ratingnote BBB– oder besser), einer sehr hohen, länderübergreifenden Diversifikation und einer gewichteten Durchschnittslaufzeit von maximal 18 Monaten.[47] Infragekommende Anleihenindizes sind:

- FTSE MTS Highest Rated Macro-Weighted Government Bond Index 1-3 Years (Staatsanleihen in Euro mit zwischen einem und drei Jahren Restlaufzeit und hoher Bonität),
- EuroMTS Cash 3 Months (sehr kurzlaufende Staatsanleihen in Euro),
- Markit iBoxx EUR Floating Rate Notes Investment Grade 1-3 Index (Unternehmensanleihen in Euro mit einem ➔ Rating von BBB– oder besser).

Die dritte Alternative für die Abbildung des risikofreien Portfolioteils ist der Kauf einiger weniger einzelner Anleihen (Einzelwertpapiere) mit kurzer Restlaufzeit und höchster Bonität. Faustregel: Die vier ersten Ratingstufen bei Staaten und die drei ersten Ratingstufen bei Unternehmensanleihen; in jedem Fall ohne Währungsrisiko. Den meisten Privatanlegern wird dieser Weg jedoch zu kompliziert oder zu aufwändig sein, alleine schon deshalb, weil die Liquidität bei Fälligkeit einer Anleihe immer »manuell« vom Anleger reinvestiert werden muss. Bei einem ETF geschieht das »automatisch« über die Fondsgesellschaft.

Naturgemäß kann man die drei Alternativen bei der Zusammenstellung einer »risikofreien« Anlage auch mischen.

Die Weltportfolio-Varianten 2, 3 und 4, die in ➔ SIMIE (2018) beschrieben werden (im vorliegenden Buch jedoch nicht), schließen – je nach Konstellation – zusätzlich Gold, Rohstoff-Futures, Immobilienaktien und die Übergewichtung so genannter Faktorprämien mit ein.[48] Außerdem wird in ➔ SIMIE (2018) erläutert, warum und wie man die regionalen Gewichtungen im Aktienteil eventuell

47 Auf die ersten vier oder fünf Ratingstufen zu bestehen (was an sich wünschenswert wäre), erscheint hier aussichtslos, weil in diesem High-Quality-Bereich nur sehr wenige kurzfristige Unternehmensanleihen existieren und jedenfalls per heute (Mitte 2018) kein ETF in Deutschland vertrieben wird, der einen solchen Index repliziert. Daher muss das Risiko eines solchen Investments über die kürzere Restlaufzeit reduziert werden.

48 Wie aus Abschnitt 7.3 hervorgeht, bin ich gegenüber dem langfristigen Nutzen, den Gold in einem Weltportfolio stiften kann, sehr skeptisch und gegenüber dem von Rohstoff-Futures moderat skeptisch, aber manche Privatanleger sehen das anders. Das Weltportfolio-Konzept erlaubt den Einbau all dieser Komponenten.

gegenüber dem in den oben genannten beiden globalen Aktienindizes verwendete Kriterium der ➔ Marktkapitalisierung modifizieren könnte. Aus Gründen der Einfachheit wird deshalb hier nicht noch einmal auf diese Aspekte eingegangen, und es sei auf die entsprechenden Kapitel in ➔ SIMIE (2018) verwiesen.

Wie dieser Abschnitt gezeigt hat, ist das Weltportfolio in der simplen Variante 1 schon mit zwei Komponenten realisierbar. Wenn es um Geldanlage geht, bringen Einfachheit und Transparenz enorme Vorteile: Erstens bedeuten sie niedrige Kosten und erhöhen damit die Renditeerwartung. Zweitens senken sie den einmaligen Arbeitsaufwand am Anfang und den dauerhaften beim Betrieb des Portfolios. Drittens erlauben sie auch ganz »normalen« Privatanlegerhaushalten, ihr Depot wirklich zu verstehen und sich damit zu identifizieren. Niedriger Arbeitsaufwand und hohe Identifikation erhöhen wiederum die Wahrscheinlichkeit, dass der Anlegerhaushalt über Jahre und Jahrzehnte bei diesem Ansatz bleibt und seinem Portfolio damit die Chance gibt, die Risikoprämien, die im Portfolio stecken auch tatsächlich zu ernten und von der Macht des Zinseszinses zu profitieren. Ohne diese beiden Effekte wird erfolgreiche Altersvorsorge kaum funktionieren.

In den verbleibenden Abschnitten dieses Kapitels 7 sowie den folgenden Kapiteln 8, 9 und 10 beschäftigen wir uns mit weiteren praktischen Umsetzungsaspekten, denn der Teufel steckt bekanntlich im Detail. Das gilt auch fürs Geldanlegen.

7.3 Immobilien, Gold und Rohstoffe – brauche ich sie in meinem Depot?

»Gold ist eine 6000 Jahre alte Blase.«

Willem Buiter, niederländischer Wirtschaftswissenschaftler, Chefökonom der Citibank, in einem Aufsatz zu Gold von 2004

Ob Gold oder Rohstoffe Teil eines systematisch diversifizierten Weltportfolios sein sollten, ist keine leicht zu beantwortende Frage. Bei Immobilien ist der Sachverhalt einfacher. Beginnen wir mit Gold.

Gemäß Tabelle 2 in Abschnitt 3.8 hatte Gold in den 118 Jahren von 1900 bis 2017 eine inflationsbereinigte Rendite von 0,6% p.a. (in USD) – vor Kosten und Steuern. Auch in dem kürzeren Zeitraum von 1975 bis 2017 (43 Jahre), der in Tabelle 9 weiter unten gezeigt wird, sahen die Dinge mit 1,2% p.a. nicht viel besser aus. Berücksichtigt man nicht nur die Rendite, sondern auch das Risiko, wird das Gesamtbild eher noch schlechter. Gold wies in den vergangenen 43 Jahren ein höheres Risiko auf als Aktien (siehe zum Beispiel die unterste Zeile von Tabelle 9) bei weniger als einem Sechstel von dessen Rendite. Das Beste, was man in diesem Zusammenhang noch über Gold sagen kann, ist, dass seine → Korrelation zum Weltaktienmarkt in diesen 43 Jahren mit fast genau 0,0 erfreulich niedrig war. Eine niedrige Korrelation zwischen zwei Asset-Klassen A und B ist grundsätzlich sehr nützlich, aber eigentlich nur, wenn beide Asset-Klassen gemessen an ihrem eigenen, *individuellen* Risiko einigermaßen attraktive Renditen haben, und das war für Gold ganz klar nicht der Fall.

In rein sachlogischer Sicht ist ein fundamentaler Nachteil von Gold, dass es keinen → Cash-Flow (laufende Erträge) erzeugt wie etwa Aktien, Anleihen und Immobilien und, anders als normale Rohstoffe, de facto keinen industriellen (gewerblichen) Nutzen hat. Dass die Golddeckung von Währungen (klassischer Goldstandard) jemals zurückkommen könnte, erscheint mir als unrealistische Träumerei und selbst wenn das der Fall wäre, hieße es keineswegs, dass der vorherige Besitz von Gold dadurch eine Rendite-Upside bekäme. Es dürfte kein halbwegs entwickeltes Land existieren, in dem im 20. Jahrhundert nicht jahrzehntelange Verbote für Privathaushalte verhängt wurden, Gold zu besitzen – einschließlich Deutschland, alle anderen großen Länder Europas, USA, Australien, Kanada und Russland. Wer diese Goldverbote missachtete, setzte sich dem Risiko drakonischer Konsequenzen wie der Todesstrafe oder mehrjährigen Gefängnisstrafen aus. Käme eine goldgedeckte Währung zurück, würde vermutlich vorher wieder ein solches Goldverbot verhängt werden.

Gibt es vielleicht noch andere Argumente, die für Gold sprechen? Mir fallen nur zwei ein: Physisches Gold (einschließlich Gold-ETFs) wird in Deutschland steuerlich attraktiv behandelt. Nach einer Halteperiode von zwölf Monaten sind Wertsteigerungsgewinne im Privatvermögen steuerfrei. Das zweite Argument: Wer glaubt, in den nächsten Jahren drohe eine »Megakatastrophe« wie zum Beispiel ein Krieg in Westeuropa, ein Weltkrieg oder ein ungeordneter Kollaps der

EU oder der Eurozone, für den könnte Gold eine attraktive Asset-Klasse sein.[49] Für mich sind diese pessimistischen Szenarien allerdings zu unwahrscheinlich, als dass ich mein Geld in eine so schlecht rentierliche Asset-Klasse mit gleichzeitig so unattraktivem Risiko-Rendite-Profil investieren würde. Alles in allem halte ich persönlich Gold daher aus diesen und aus anderen Gründe als Portfoliobeimischung für überflüssig (mehr dazu in ➔ SIMIE (2018), Abschnitt 5.6). Wer abweichender Meinung ist, sollte Gold meines Erachtens dennoch nicht höher gewichten als 5% bis maximal 10% des risikobehafteten Teils in einem Weltportfolio.

Kommen wir nun zu Rohstoffen. Bei diesen spricht aus meiner Sicht genauso viel gegen wie für eine Berücksichtigung in einem Weltportfolio – das Bild ist nicht eindeutig. Nachfolgend in aller Kürze die wichtigsten Fakten und Argumente zu Rohstoffen aus einer Investmentperspektive.

- Lässt man Edelmetalle außen vor (und betrachtet diese als eigenständige Asset-Klasse), existieren vier weitere Rohstoffkategorien: Agrarrohstoffe (zum Beispiel Weizen, Mais, Reis, Schweinebäuche, Fruchtsaftkonzentrat, Holz), Basismetalle (zum Beispiel Kupfer, Nickel, Zink, Aluminium), Energie (zum Beispiel Kohle, Erdöl, Erdgas) und Mineralien (zum Beispiel Bauxit, Phosphat, Schwefel).
- Es ist ein nicht totzukriegendes Ammenmärchen, dass die Menschheit in absehbarer Zukunft auf eine fundamentale Rohstoffknappheit zusteuert. Damit sind nicht vorrübergehende, gelegentlich mehrjährige Knappheiten gemeint, die zu temporären Preissteigerungen führen. Solche Preissteigerungen sind eine ganz gewöhnliche, letztlich harmlose Begleiterscheinung von Knappheiten in einem Markt und der notwendige Auslöser für die Beseitigung der Knappheit. In der Marktwirtschaft führen steigende Preise eines Rohstoffes zu vermehrter Exploration und dazu, dass zuvor unrentable Abbaustätten nun rentabel werden. Außerdem wird es mittel- und langfristig zu Substitutionseffekten kommen. Bei Agrarrohstoffen ist der Grundirrtum der »Endlichkeit von Rohstoffvorkommen« ohnehin offensichtlich, da sie nachwachsend sind und man ihre heutige globale Produktion deutlich

49 Ein geordnetes Ausscheiden eines Eurozonenlandes aus dem Euro oder eine »Schrumpfung« der Eurozone auf bestimmte Kernländer gehört nicht in die Kategorie »Megakatastrophe«.

Tabelle 9: Langfristige Renditen einiger wichtiger Asset-Klassen von 1975 bis 2017 (43 Jahre) – inflationsbereinigt (real), in D-Mark bzw. Euro, vor Kosten und Steuern

	Aktien, global (MSCI World Standard Index)	Deutsche Wohnimmobilien, ohne Kreditfin. [2]	Deutsche mittelfr. Staatsanleihen [1]	Deutscher Geldmarkt (»risikofreie« Anlage«)	Gold	Rohstoffe, S&P GSCI TR-Index [3]
Reale Rendite p.a.	7,8% p.a.	2,4% p.a.	4,0% p.a.	1,9% p.a.	1,2% p.a.	0,9% p.a.
Maximaler Drawdown [4]	–60% (Feb. 2009)	n. v. [5]	–15% (März 1981)	–11% (Dez. 2017)	–76% (Juli 1999)	–79% (Sept. 2015)

► Vor Kosten und Steuern. ► Datenquellen: MSCI, Bundesbank, World Gold-Council. ► [1] RexP-Index (deutsche Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von ca. 5,5 Jahren). ► [2] Preisrendite des Bulwiengesa-Index für 1975 bis 2005. Danach Preisrendite des Europace-Index (EPX Gesamt). Zu diesen Preisrenditen wurde die von Bulwiengesa über diesen Zeitraum ermittelte Bruttomietrendite für neue Eigentumswohnungen von durchschnittlich 3,85% addiert und vom Autor geschätzte jährliche Kosten für Instandhaltung und Versicherung von 1,5% p. a. subtrahiert. Zur Ableitung dieser Instandhaltungskosten siehe Kommer 2017a, Abschnitt 2.2. ► [3] S&P GSCI TR-Index: Ein über alle Rohstoffgruppen einschließlich Edelmetalle hinweg diversifizierter Rohstoff-Futures-Index. ► [4] Maximaler kumulativer Verlust, der sich in diesen 43 Jahren ergeben hat. ► [5] Da der zugrundeliegende Hauspreisindex (wie die meisten Immobilienpreisindizes) einen starken Glättungseffekt enthält, wäre die Angabe dieser Kennzahl im Vergleich zu den anderen Asset-Klassen irreführend. Generell sind kreditfinanzierte Direktanlagen in einzelne Immobilien vermutlich ebenso risikoreich wie ein global diversifizierter Aktienindex. ► Wichtig: Bei Aktien dürften diese historischen Realrenditen um rund zwei Prozentpunkt über dem, was in den nächsten 5 bis 20 Jahren zu erwarten ist, liegen. Bei Staatsanleihen um vermutlich drei Prozentpunkt darüber und bei Geldmarktanleihen ca. 1,5 Prozentpunkt darüber. Zinstragende Anlagen profitierten renditemäßig in den rund 30 Jahren bis 2016 von einem geschichtlich einmaligen, in den nächsten 30 Jahren definitiv so nicht mehr wiederholbaren »Renditerückenwind«, der sich aus den langfristigen Zinssenkungen über diesen Zeitraum ergab. ► Ein Vergleich der Zahlen in dieser Tabelle mit denjenigen in Tabelle 2 in Abschnitt 3.8 ist illustrativ.

erhöhen könnte, würde westliche Effizienz überall auf der Welt zur Anwendung kommen. Aber auch nicht nachwachsende Rohstoffe sind im Überfluss vorhanden, da immer neue Vorkommen gesucht und gefunden werden in dem Maße wie Explorations- und Fördertechnologien weiterentwickelt werden. Man denke zum Beispiel an Fracking bei Öl. Auf dem größten Teil des Planeten Erde, vielleicht über 90% der Meeresfläche, wurde nach den meisten wichtigen Rohstoffen überhaupt noch nicht gesucht, weil es wirtschaftlich bisher nicht notwendig oder technisch nicht machbar war. Bei Energierohstoffen gilt: Die heute bekannten Kohlevorkommen würden vermutlich noch 200 Jahre oder länger reichen. Das schließt heute noch nicht bekannte Kohlevorkommen, die wahrscheinlich auch sehr substanziell sind, nicht mit ein.

Erneuerbare Energien könnten fossile Energieträger schon in den nächsten Jahrzehnten nahezu komplett ersetzen.

- Was vielen Privatanlegern nicht bewusst ist: In Rohstoffe *direkt*, also den genannten Rohstoff-Spot- oder Kassamarkt, kann man als Privatanleger gar nicht investieren, weil die damit verknüpften Lager- und Versicherungskosten jede denkbare Rendite langfristig auffressen würden. Als Privatanleger kann man lediglich in Rohstoff-Termingeschäfte anlegen, so genannte Commodity-Futures.[50] Die vielen verschiedenen Rohstoff-ETFs, die heute verfügbar sind, bilden jeweils einen von mehreren Dutzend Commodity-Futures-Indizes ab. Der in Tabelle 9 gezeigte Standard & Poor's Goldman Sachs Commodity Index Total Return (S&P GSCI TR) ist der bekannteste unter diesen Commodity-Futures-Indizes (präziser formuliert »Collateralised Commodity Futures Indizes«).
- Die Renditen von Rohstoff-Futures entwickeln sich nicht parallel zu den zugrundeliegenden Rohstoffpreisen (Spot-Market-Preisen), weil der ➔ Terminmarkt anders und komplexer organisiert ist als der ihm zugrundeliegende ➔ Spotmarkt (Kassamarkt). In ➔ SIMIE (2018), Abschnitt 5.7 gehe ich auf die Funktionsweise von Rohstoff-Termingeschäften und ihre Renditekomponenten näher ein. Dort erläutere ich auch, warum in jüngerer Zeit einige Fachleute zu dem Schluss gekommen sind, dass Commodity-Futures womöglich auch in Zukunft keine besseren Renditen haben werden als in den 43 Jahren, die in Tabelle 9 dargestellt werden.
- Für Rohstoff-Futures spricht, ähnlich wie bei Gold, dass sie niedrig mit Aktienrenditen korrelieren, eine recht hohe (wünschenswerte) ➔ Korrelation zur Inflation haben und sich aus dieser Perspektive gut zur Diversifikation eignen – wäre da nicht ihre niedrige Rendite bei einem Risiko, das in der Größenordnung desjenigen von Aktien liegt. In schweren politischen Krisen können Rohstoff-Futures unter Umständen im Preis nach oben schießen, wie das beispielsweise während der zwei Ölkrisen in den 1970er Jahren der Fall war und – in schwächerem Maße – auch während der Dotcom-Krise. Dieser

50 Es existieren zwar ➔ Zertifikate, Neudeutsch Exchange-Traded Commodities (»ETCs«), die Rohstoff-Spotmarkt-Indizes replizieren, aber diese Zertifikate sind *nicht* mit physischen Rohstoffen unterlegt. Sie sind als Rohstoffanlagen verpackte Bankschuldverschreibungen. Von ihnen ist aus einer Vielzahl an Gründen klar abzuraten.

wünschenswerte Effekt stellte sich aber nicht in jeder Krise ein, auch nicht während der Großen Finanzkrise ab 2007/2008.

Per saldo denke ich, dass Rohstoff-Futures kein zwingend notwendiger Bestandteil eines Weltportfolios sein müssen. Wer anderer Meinung ist, sollte aus meiner Sicht darauf achten, dass sie als Beimischung nicht über 5% bis maximal 10% des risikobehafteten Portfolioteils ausmachen und dass er in einen Rohstoff-Futures-Index investiert, der *alle* wesentlichen Rohstoffgruppen abbildet, nicht nur einzelne Rohstoffe oder einzelne Rohstoffgruppen, denn auch hier gilt es, die Macht der Diversifikation für sich zu nutzen.

Kommen wir zum Schluss zu Immobilien. Aus Privatanlegersicht sind vor allem die sechs verschiedenen Formen von Immobilieninvestments denkbar, die in Tabelle 10 aufgelistet sind. In der Tabelle schildere ich auch ganz kurz, wie diese sechs Formen in Bezug auf ihre Eignung als Geldanlage einzuschätzen sind.

In den 28 Jahren von 1990 bis 2017 produzierte der S&P Global REIT Index (Immobilienaktien in den Industrieländern) eine etwas höhere Rendite als der Weltaktienmarkt, gemessen am ➔ MSCI ACWI Index (der Immobilienaktienindex reicht nicht weiter zurück). Die Korrelation zwischen den beiden Indizes in diesem Zeitraum war erfreulich niedrig. Alles in allem erscheint eine Beimischung einer global oder wenigstens europaweit diversifizierten Immobilienaktienkomponente (Immobilienaktien-ETF) von 5% bis 10% des risikobehafteten Teils eines Weltportfolios erwägenswert. Wer sein Portfolio simpel halten möchte, kann darauf jedoch leicht verzichten. In diesem Zusammenhang ist zu bedenken, dass der MSCI ACWI IMI Index selbst bereits rund 5% Immobilienaktienanteil enthält.

Dass ein normaler Privatanlegerhaushalt erst mit Aktieninvestments beginnen sollte, wenn er komplett schuldenfrei ist, habe ich in Abschnitt 3.2 dargelegt. Das gilt im Allgemeinen auch für Kreditschulden im Zusammenhang mit einem Eigenheimerwerb. Ausnahmen von dieser gesunden Grundregel dürften tendenziell nur für sehr wohlhabende Anleger gelten (die sich aufgrund ihres hohen absoluten Vermögens ein hohes Risiko leisten können), für Anleger mit sehr hohem Humankapital (siehe Abschnitt 3.4) und für Anleger, die das maximal zulässige Tilgungspotenzial ihrer bestehenden Immobilienkredite zu einem gegebenen Zeitpunkt bereits ausgeschöpft haben.

Tabelle 10: Die wichtigsten Typen von Immobilienanlagen und ihre Einschätzung aus Privatanlegerperspektive

Typ des Immobilien-investments	Einschätzung zu Rendite und Risiko
Selbstgenutzte Wohn-immobilie (Eigenheim)	Zur Hälfte eine Lebensstilentscheidung – keine reine Investmententscheidung. Rendite wird oft über- und Risiko unterschätzt. Grundsätzlich zur Vermögensbildung und Altersvorsorge geeignet. Siehe auch Abschnitte 3.11 und 3.12 sowie Tabelle 9 in diesem Abschnitt.
Vermietungsobjekt (Wohnungsimmobilien, Gewerbeimmobilien)	Für Privatanleger in der Regel nicht geeignet. Rendite wird regelmäßig über- und Risiko unterschätzt; Näheres zu den Gründen der »Nichteignung«, siehe Kommer 2016a, S. 194 ff.
Offener Immobilien-fonds	Grundsätzlich nicht zu empfehlen – siehe Ausführungen hierzu in Kapitel 11.
Geschlossener Immobi-lienfonds	Grundsätzlich nicht zu empfehlen – siehe Ausführungen hierzu in Kapitel 11.
Aktiv gemangter Im-mobilienaktienfonds	In Deutschland wenig verbreitete Form von Immobilienanlage. Von diesen Fonds ist aus den gleichen Gründen abzuraten wie von allen aktiv gemanagten Investmentfonds: Statistisch ist eine Unterrendite zu erwarten.
Immobilienaktienindex-fonds (ETF)	Neben selbstgenutzten Wohnimmobilien die einzige Form von Immobilieninvestments, die ich für Privatanleger als sinnvoll erachte.

7.4 Wechselkursrisiko – wie damit umgehen?

»Die beste, rationalste, effizienteste und billigste Vorgehensweise, ist, Ihre ausländischen Aktien nicht währungszusichern und [zugleich] nur Anleihen in inländischer Währung zu besitzen. Punkt. Halten Sie sich an diese einfache Regel.«

Finanzbuchautor und Neurologe William Bernstein in einem Interview mit einem Finanzportal 2015

Die wichtigsten Schlussfolgerungen zu Wechselkursrisiko und »Währungs-Hedging« (Neudeutsch für die Absicherung von Wechselkursrisiken) in einem Weltportfolio, wie es in den vorangegangenen Abschnitten beschrieben wurde, werden in diesem Abschnitt kurz zusammengefasst. In Kommer/Weis 2018a haben wir diesen Sachverhalt deutlich ausführlicher analysiert und beschrieben.

(a) Die »Berichtswährung« oder »Fondswährung« eines ETFs auf Aktien, Rohstoffe oder Edelmetalle ist für das tatsächliche Währungsrisiko in diesem ETF und damit auch für seine Wertentwicklung vollkommen unerheblich. Erfahrungsgemäß wird die Berichtswährung von manchen Privatanlegern mit dem echten Währungsrisiko in einem ETF (beziehungsweise dem zugrundeliegenden Referenzindex) verwechselt. Zur Illustration: In Deutschland werden ETFs vertrieben auf den globalen MSCI World Standard Index (Aktienindex), den amerikanischen S&P 500 Index (Aktienindex), den japanischen MSCI Japan Index (Aktienindex) und den Goldpreis, jeweils sowohl mit der Berichtswährung USD oder EUR und im Falle des MSCI Japan in Yen (JPY), USD und EUR. Die Rendite und das Risiko in Euro gerechnet (oder Schweizer Franken oder schwedische Kronen) ist jedoch bei all diesen ETFs, sofern sie sich auf den gleichen Index beziehen, absolut identisch. Ergo: Die Berichtswährung eines Aktien-, Edelmetall- oder Rohstoff-ETFs ist ganz einfach irrelevant. Weder erhöht sie, noch senkt sie das Risiko oder die Rendite.

(b) In einem global diversifizierten Aktienportfolio kann es leicht passieren, dass man tatsächliches und vermeintliches Währungsrisiko verwechselt. Das tatsächliche Währungsrisiko resultiert aus den realwirtschaftlichen Währungsräumen, in denen die ➔ Cash-Flows der Unternehmen, die im Portfolio enthalten sind, erzeugt werden. Letztlich wirken in einem global diversifizierten Aktienportfolio daher mehrere Hundert, wenn nicht gar Tausende von Wechselkursen (Währungspaaren). Sie zu hedgen (abzusichern), ist mit vertretbarem Aufwand (Kosten) de facto unmöglich. Das in der Praxis bei währungsgesicherten Aktien-ETFs durchgeführte Hedging der Handelswährungen, die dem Land der primären Börsennotierung der im Portfolio vertretenen Unternehmen zugeordnet werden, ist eben gerade kein echtes Absichern der darunterliegenden ökonomisch wirksamen Wechselkursrisiken. Es handelt sich dabei also in gewisser Weise um »Pseudo-Hedging«. Die Nutzung dieses Pseudo-Hedgings, um das Risiko eines Weltportfolios zu reduzieren, ist ein grundsätzlicher Denkfehler.

(c) Wechselkursrisiken stehen, bei korrekter Betrachtung, etwa gleich große Wechselkurschancen gegenüber. Dieser Sachverhalt ist an sich trivial, muss aber dennoch betont werden. Wechselkursspekulation mit dem Ziel, damit einen

risikobereinigten Gewinn zu produzieren, ist notorisch schwierig und nach Ansicht der meisten Wissenschaftler jedenfalls für Privatanleger reines Glücksspiel. Jeder richtigen Währungskurswette steht eine fehlgeschlagene, Verluste produzierende Wette gegenüber. Auch aus der Tatsache, dass bestimmte Schwellenländerwährungen, vorwiegend aufgrund ihrer hohen (erwarteten) Inflationsraten, chronisch abwerten, lässt sich für Privatanleger nach Kosten und Risiko keinerlei zuverlässiger Gewinn erwirtschaften.

(d) Aus der Existenz des Vorteils, den ein bestimmtes *ex post* (im Rückblick) ausgewähltes Wechselkurs-Hedging in einem Portfolio historisch fast immer produziert hätte, abzuleiten, dass dieser Hedging-Vorteil auch in Zukunft zuverlässig wiederholbar sein wird, ist ein sachlogischer und empirischer Fehlschluss. Warum das so ist, wird in dem zuvor erwähnten Artikel von Kommer/Weis erklärt.

(e) Wechselkursabsicherung (Currency-Hedging) ist nicht kostenlos und je langfristiger man einen Wechselkurs absichern will oder je exotischer ein Währungspaar, desto teurer wird es. Zur Illustration: Währungsgesicherte ETFs auf den MSCI World Standard Index haben gegenüber der unabgesicherten ETF-Variante derzeit Mehrkosten in Form einer höheren ➔ Total Expense Ratio (die »Laufenden Kosten« im Fonds-Fact-Sheet) von rund 0,3 bis 0,4 Prozentpunkten.[51] (Ob diese Differenz auch wirklich alle Hedging-Mehrkosten beinhaltet, sei dahingestellt.) Für Privatanleger, die Währungsabsicherung in Eigenregie betreiben, dürften diese Kosten selbst bei den Hauptwährungen tendenziell um einiges höher sein, wobei die korrekte Quantifizierung im Einzelfall sehr aufwendig sein wird.

(f) Zwar generiert Wechselkurs-Hedging in einem global diversifizierten Aktienportfolio alles in allem keinen attraktiven Nutzen, doch sollten etwaige Wechselkursrisiken im »risikofreien« (risikoarmen) Teil eines Portfolios (Anleiheteil) grundsätzlich immer abgesichert werden. Wenn ein Anleger mit der ➔ Heimatwährung Euro beispielsweise zinstragende Anlagen in Schweizer Fran-

51 Wie unter (b) weiter oben bereits erwähnt, handelt es sich hier letztlich ohnehin um Pseudo-Hedging.

ken, norwegischen Kronen oder US-Dollar tätigt, muss er diese Anlagen dem risikobehafteten Portfolioteil zuordnen; selbst dann, wenn es sich um kurzfristige Staatsanleihen handelt. Der Hauptgrund dafür ist, dass die Volatilität von Wechselkursen, die des risikoarmen Portfolioteils eines Weltportfolios regelrecht »überschwemmt«. Nicht selten kam es in der Vergangenheit vor, dass der Schweizer Franken, die norwegische Krone und der US-Dollar gegenüber dem Euro innerhalb von 24 Monaten um 20% oder mehr auf- oder abwerteten.

(g) Finanzportfolionachteile aus der Aufwertung der Heimatwährung gegenüber anderen Währungen werden bei normalvermögenden Haushalten teilweise durch Vorteile aus dieser Aufwertung bei der Kaufkraft des Haushaltes für importierte Güter und Dienstleistungen oder Auslandsreisen ausgeglichen (»natürlicher Hedge«). Dieser wichtige Aspekt wird regelmäßig übersehen. Wenn der US-Dollar gegenüber dem Euro abwertet, ist das tendenziell schlecht für die US-Investments eines deutschen Anlegers, aber zugleich nimmt seine Kaufkraft für Güter und Dienstleistungen, die aus dem US-Dollar-Raum importiert werden, zu. Da normal vermögende Privathaushalte pro Periode in der Regel mehr konsumieren als sparen (investieren), kann sich aus diesem Effekt eine weitgehende Ausschaltung des Aufwertungsrisikos der heimischen Währung ergeben.

Fazit

- Die Berichtwährung (»Fondswährung«) von Aktienfonds sollte weder mit Anwesenheit noch mit der Abwesenheit von Wechselkursrisiko verwechselt werden. Dieser Fehler ist sehr verbreitet.
- Auf lange Sicht bedeutet Wechselkursrisiko auch Wechselkurschance.
- Historische Wechselkurseffekte, ob vorteilhaft oder nachteilig, haben typischerweise null Prognosekraft für die Zukunft.
- Es ist für einen Privatanleger nicht sinnvoll, ein Wechselkursrisiko in einem global diversifizierten Aktienportfolio hedgen zu wollen.
- Im »risikofreien« Portfolioteil, der aus zinstragenden Investments höchster Qualität basiert, sollte keinerlei Wechselkursrisiko toleriert werden.

7.5 »Rebalancing« – das Portfolio auf Kurs halten

»Ein Vorteil von Rebalancing ist, dass Sie damit automatisch billiger gewordene Vermögenswerte kaufen und teurer gewordene Vermögenswerte verkaufen.«

Das britische Wirtschaftsmagazin The Economist *in der Ausgabe vom 2.6.2018*

Unter Rebalancing versteht man im Kontext von passivem Investieren die periodische Wiederherstellung der ursprünglichen Portfoliostruktur, nachdem sich diese durch unterschiedliche Renditeentwicklung der einzelnen Portfoliokomponenten verschoben hat – eine Situation, die über längere Zeiträume hinweg zwangsläufig eintritt. Tabelle 11 präsentiert hierzu ein Ein-Perioden-Beispiel für ein simples Portfolio mit drei gleich gewichteten Einzelbestandteilen und einem gesamten Anlagebetrag von 100 Euro.

Das Beispiel in Tabelle 11 zeigt, dass die Portfoliokomponenten B und C nach Ablauf von Jahr 1 gegenüber der ursprünglichen Portfoliostruktur recht deutlich unter- beziehungsweise übergewichtet sind. Bei Komponente A hält sich die relative Veränderung im Rahmen. Bei B und C ist die starke Verschiebung der Gewichtung kritisch zu sehen, da sie das Risikoprofil des Gesamtportfolios materiell verändert, sprich die risikoreichste Portfoliokomponente hat nun ein Gewicht von 37,5% gegenüber ursprünglich 33,3%, Das ist eine relative Zunahme von fast 13%.

Da risikoreiche Asset-Klassen langfristig höhere Renditen aufweisen, werden bei einem Verzicht auf Rebalancing die risikoreichen Asset-Klassen im Zeitablauf ein steigendes Gewicht im Portfolio einnehmen. Die Krux: Der Anleger bemerkt das zwar, ist aber oft genug geneigt, es zu tolerieren, weil er intuitiv annimmt, es könne doch nicht richtig sein, die gut gelaufenen Anlagen nun teilweise zu verkaufen und die schlecht gelaufenen aufzustocken. Diese psychologische Hürde gilt es zu überwinden.

Ein anderer Grund, der für Rebalancing spricht, ist sein tendenziell renditefördernder Effekt bezogen auf Rebalancing innerhalb von Asset-Klassen mit ähnlichen erwarteten Renditen, also Asset-Klassen ähnlichen Risikos. Im günstigsten Fall kann das langfristig um 0,2 bis 0,4 Prozentpunkte zusätzliche Ren-

Tabelle 11: Illustration der Notwendigkeit von Rebalancing – Annahme: Portfoliokomponenten A, B, C stehen für unterschiedliche Asset-Klassen

Portfoliokomponente	A	B	C	Gesamt-portfolio ABC
Geldbeträge am Anfang von Jahr 1	33,33 €	33,33 €	33,33 €	100,00 €
Gewichtung im Gesamtportfolio	33,3%	33,3%	33,3%	100,0%
Rendite der Einzelkomponenten in Jahr 1	10,0%	–10,0%	20,0%	6,67%
Geldbeträge am Ende von Jahr 1	36,67 €	30,00 €	40,00 €	106,67 €
Gewichtung im Portfolio Ende Jahr 1	34,4%	28,1%	37,5%	100,0%
Prozentuale Veränd. der urspr. Gewichtung	+3%	–16%	+13%	---

► Es wird angenommen, dass Komponente A das geringste erwartete Risiko besitzt, Komponente B ein mittleres erwartetes Risiko aufweist und Komponente C das höchste Risiko, aber auch die höchste Ertragserwartung. ► Zahlen kaufmännisch gerundet.

dite ausmachen. Warum und wie dieser Effekt, der in der wissenschaftlichen Literatur als »Rebalancing-Bonus« oder »Diversifikationsrendite« bezeichnet wird, entsteht, wird in → SIMIE (2018), Abschnitt 7.6 beschrieben. Keinen solchen Effekt hat Rebalancing zwischen Asset-Klassen mit deutlich unterschiedlicher erwarteter Rendite (also zum Beispiel zwischen Aktien und risikoarmen Anleihen). Hier senkt Rebalancing tendenziell die Portfoliorendite, da man mit Rebalancing ja gerade verhindert, dass die höher rentierlichen Asset-Klassen ihr Portfoliogewicht im Zeitablauf ausdehnen. Aus Gründen des »Risiko-Controllings« und der möglichen Erhöhung der »risikoadjustierten Rendite« ist Rebalancing jedoch auch aus diesem Blickwinkel vorteilhaft und rational zu sehen.

Wie wird Rebalancing konkret praktiziert, und wie wird es umgesetzt? »Richtiges«, diszipliniertes Rebalancing erfordert nicht, dass in jedem Moment exakt oder fast exakt die Zielstruktur des Portfolios realisiert sein muss. Vorübergehende Abweichungen sind durchaus erlaubt, sofern die Befolgung der Rebalancing-Methode (a) strikt und mechanisch ist (also einer generell formulierten Regel folgt); (b) über einen Zeitraum von maximal 24 bis 36 Monaten die realistische Aussicht besteht, wieder nahe zur Zielstruktur zurückzukommen; (c) Verzögerungen/Abweichungen beim/vom Erreichen der Zielstruktur primär motiviert sind durch Einsparungen von Transaktionskosten oder Steuern. Hier einige praktische Hinweise zum Rebalancing:

- Im Normalfall – und dieser dürfte in der Tat auf die Mehrheit der Anleger zutreffen – verwendet man neue Finanzmittel für das Rebalancing, einschließlich eines Fondssparplans, den man etwa alle zwölf Monate aus Rebalancing-Gesichtspunkten ändert (siehe Abschnitt 8.1). Ebenso kann man in der Portfolioverbrauchsphase Rebalancing über die Entnahmen betreiben, indem man Anlagen, deren Gewicht gestiegen ist, zuerst verkauft. In beiden Fällen handelt es sich um »Rebalancing über laufende → Cash-Flows«. Diese Methode, sofern möglich, ist generell gegenüber den anderen Methoden zu bevorzugen, denn sie verursacht keine zusätzlichen Transaktionskosten oder Steuerzahlungen.
- Bei einem, relativ zu den monatlichen Sparleistungen (oder Portfolioentnahmen), sehr großen Portfolio und/oder in einer Börsen-Crash-Situation kann es jedoch sein, dass die monatlichen Cash-Flows nicht ausreichen, um realistischerweise das Portfolio über einen Zeitraum von maximal 36 Monaten wieder nahe an die Zielallokation zurückzubringen. Dann ist eine Portfolioumschichtung durch Verkauf und Kauf notwendig, auch wenn das ungünstige Konsequenzen bezüglich Transaktionskosten und Steuern hat. In jedem Fall sollte man bei Umschichtungen stets die Transaktionskosten und Steuern gegen den Rebalancing-Vorteil abwägen.
- In Ergänzung oder als Ersatz von Rebalancing über laufende Cash-Flows kann man entweder ein fixes Datum, wie zum Beispiel jedes Jahr im Januar oder jedes zweite Jahr im Juli zum Rebalancing verwenden. Alternativ dazu könnte man »Rebalancing-Bänder« verwenden. Ein Beispiel: Bei einer gegebenen Asset-Allokation bleibt man im Falle von Verschiebungen, wie sie in Tabelle 11 beschrieben sind, so lange untätig, bis mindestens eine Asset-Klasse ihre Zielallokation beispielsweise um 20% (oder mehr) über- oder unterschreitet (siehe unterste Zeile von Tabelle 11) – das Rebalancing-Band hat also eine Weite von plus-minus 20%. Soll die »risikofreie« Beimischung beispielsweise 40% in einem Portfolio umfassen, würde das bedeuten, dass sich diese Portfoliokomponente zwischen 32% und 48% bewegen darf. Außerhalb dieses Bandes werden Umschichtungen vorgenommen. Natürlich braucht man, wenn man gemäß dem erstgenannten Punkt (»Cash-Flow-Rebalancing«) dem Portfolio ohnehin laufend Mittel zuführt oder aus ihm entnimmt, nicht bis zum Erreichen der Bandgrenze mit dem Rebalancing zu warten.

Aus wissenschaftlicher Sicht gibt es keine klare Aussage, ob die Kalendermethode (zum Beispiel fortlaufend jährlich oder zweijährlich) oder die Rebalancing-Bänder-Methode zu bevorzugen sind. Die Wahl ist also Geschmacksache. In der Praxis werden all diese Methoden üblicherweise kombiniert.

Keinesfalls sollte man Rebalancing in der Form eines verkappten Market-Timings betreiben. Rebalancing sollte ein strikt mechanischer, disziplinierter und regelbasierter Vorgang sein und keinesfalls in Spekulation auf steigende oder fallende Kurse ausarten.

7.6 Was das Weltportfolio-Konzept nicht ist

»Bears sound clever; bulls make money.«

Amerikanisches Börsenbonmot

Um das Weltportfolio-Konzept angemessen und anwenderfreundlich zu beschreiben, ist es nach meiner Erfahrung hilfreich, es von Ansätzen abzugrenzen, die ihm vielleicht in einzelnen Aspekten ähneln, aber ihm dennoch widersprechen. Nachfolgend daher eine kurze Auflistung von Investmentansätzen, die die Nutzung von ETFs beinhalten, aber kein *souveränes Investieren* darstellen.

- Aktiv investieren mit ETFs: In der Tat wird der größte Teil der rund 5000 Milliarden Dollar, die weltweit Mitte 2018 in ETFs investiert waren, *aktiv*, also spekulativ investiert (Stichwort Market-Timing mit ETFs); also gerade eben nicht passiv. Es ist ein in den Medien und auf Finanzblogs epidemisch verbreiteter Denkfehler, die Verwendung von ETFs mit »passiv Investieren« gleichzusetzen. Aktives Investieren mit ETFs ist sehr verbreitet und besteht in der kurz- oder mittelfristigen Über- und Untergewichtung bestimmter ETFs, die Regionen, Länder oder Branchen abbilden mit dem Ziel, eine Überrendite zu erzielen.
- Investieren in nur einen oder wenige ETFs, auch auf Buy-and-Hold-Basis, ohne auf systematische, weltweite Diversifikation zu achten: Ein DAX- oder EURO-

STOXX-50-Investment allein repräsentiert noch keine nennenswerte Aktienmarktdiversifikation und ist kein marktneutrales, sondern spekulatives, letztlich prognosebasiertes Investieren, weil hier ein relativ kleines, nicht gut diversifiziertes Segment des Weltaktienmarktes gegenüber einer marktneutralen Gewichtung herausgepickt wurde. Ohne, dass das den betreffenden Anlegern unbedingt immer klar ist, wettet derjenige, der nur in ein Teilsegment des Weltaktienmarktes investiert, damit zugleich *gegen* den Rest des Marktes.

- Mischen von ETFs mit aktiv gemanagten Anlagen, zum Beispiel in Form des immer wieder aus der Mottenkiste geholten inzwischen arg angestaubten »Core-Satellite-Ansatzes«: In diesem inkonsistenten Konzept wird der »Kern« (Core) des Portfolios mit ETFs abgedeckt und die »Satelliten« (Ränder, Nischen) mit aktiven Produkten oder Strategien. Das ist beinahe so, wie wenn ein schwer kranker Mensch zu einem Facharzt geht, dann jedoch nur 70% von dessen therapeutischen Maßnahmen umsetzt, aber dafür zusätzlich einen Voodoo-Doktor konsultiert.
- Die Verwendung von Hedging-Techniken zur Absicherung von Kursrisiken nach unten. Beispiele sind Stop-Loss-Orders oder inverse ETFs, die an Wert gewinnen, in dem Maße wie Marktkurse sinken. Von wenigen Spezialkonstellationen abgesehen erfolgt »Downside-Hedging« bei echtem Indexing über das Mischungsverhältnis zwischen dem risikoarmen und dem risikobehafteten Portfolioteil. In ➔ SIMIE (2018), Abschnitt 2.9 habe ich beschrieben, warum »Downside-Hedging« eine kontraproduktive Idee ist.

8 PRAKTISCHE UMSETZUNGSFRAGEN

8.1 Fondssparen mit ETFs: Regelmäßig kleine Beträge anlegen

»Die Deutschen sind ein Volk von Sparbuchsparern und nicht ein Volk von Aktionären. Sie bringen sich damit um die Möglichkeit, mit kleinen Beiträgen ein Vermögen vor allem für ihren Lebensabend zu bilden.«

Friedrich Merz, Rechtsanwalt, ehemaliger Führungspolitiker in der CDU, Aufsichtsratschef BlackRock/iShares Deutschland

Mit einem Fondssparplan, manchmal auch Wertpapiersparplan genannt, wird regelmäßig (zum Beispiel monatlich oder quartalsweise) ein bestimmter fixer Geldbetrag automatisch in einen im Voraus festgelegten Investmentfonds – idealerweise einen ETF – oder ein Einzelwertpapier investiert. Für die Zwecke dieses Textes beschränken wir uns auf die Betrachtung von ETF-Sparplänen (im Folgenden einfach nur als »Sparplan« bezeichnet), also das regelmäßige, periodische Besparen eines oder mehrerer ETFs.

Sparpläne werden bei einer Depotbank angelegt. Vorher muss dort naturgemäß ein Depot für den betreffenden Anleger eröffnet werden. Die Höhe des periodisch anzulegenden Betrags kann man frei festsetzen; allerdings existiert meist ein Mindestbetrag pro zu besparender Position, also pro ETF. Am unteren Ende liegt der Betrag, je nach Depotbank, bei 25 oder 50 Euro pro Monat. Nach oben hin ist die Skala naturgemäß offen. Auch Summen von über 10 000 Euro pro Monat sind grundsätzlich denkbar. Die Transaktionskosten eines Sparplans sind bei einer Direktbank (Online-Broker) fast immer wesentlich niedriger als bei einer traditionellen Full-Service-Filialbank.

Sparpläne eignen sich sehr gut zum langfristigen, allmählichen Vermögensaufbau. Sie haben vier Vorteile:

- Man muss sich nicht jeden Monat neu darüber Gedanken machen, ob und wie viel Geld man anlegt, sobald der Sparplan einmal eingerichtet ist. Wenn das Geld an einem festen Termin pro Monat oder Quartal automatisiert investiert wird, stellt sich gar nicht erst die Frage, ob man das Geld doch lieber für Konsumzwecke verballert. Dies ist vergleichbar mit dem »positiven Zwangssparen«, dem man bei einem Immobilienkauf unterliegt, bei dem ein großer Teil des Kaufpreises über einen Kredit finanziert wurde. Dort hat man ja de facto auch nicht jeden Monat die Wahl, ob man die Kapitaldienstrate für das Darlehen diesen Monat tatsächlich bezahlt oder nicht.
- Ein Sparplan ist bequemer als manuelles periodisches Anlegen und verhindert, dass man den Anlagevorgang ab und zu vergisst.
- Auf lange Sicht (zum Beispiel 10 oder 20 Jahre) können durch einen Sparplan erstaunlich hohe Endvermögenswerte entstehen – nicht zuletzt deswegen, weil der Anleger vom Zinseszinseffekt profitiert.
- Die Transaktionskosten (Nebenkosten des Kaufes) sind im Vergleich zu den Kosten einmaliger, kleinvolumiger ETF-Käufe (»Einmalinvestitionen«) bei einem Sparplan oft niedriger. Es sollte allerdings in jedem einzelnen Fall überprüft werden, ob das auch wirklich zutrifft. Ist dem nicht so, sollte man entweder das Sparplanintervall von monatlich auf zweimonatlich oder auf quartalsmäßig umstellen. Dies funktioniert dann, wenn die Sparplangebühren zumindest zum Teil ein fixer Betrag sind und/oder wenn es eine Deckelung der Ausführungskosten gibt. Damit lässt sich in der Regel eine substanzielle prozentuale Senkung der Transaktionskosten erreichen. Eventuell sollte man die Depotbank hin zu einer günstigeren Alternative wechseln (mehr dazu weiter unten).

Die Frage, wie Sparpläne in der Praxis eingesetzt werden sollten, lässt sich nicht in allen Einzelheiten ganz allgemeingültig und abschließend beantworten, weil jeder Anleger unterschiedliche Ziele und Interessen verfolgt und es einfach zu viele mögliche Konstellationen gibt. Einige generelle Empfehlungen sind jedoch möglich.

Ich unterstelle einen Privatanleger, der monatlich einen festen Betrag über einen Sparplan in ein *Weltportfolio,* bestehend aus drei Positionen (drei ETFs), investieren möchte. Darüber hinaus erhält der Anleger einmal jährlich einen Gehaltsbonus, der zum großen Teil ebenfalls in das Weltportfolio fließen soll. Zwei Fragen stellen sich zunächst: Welche Depotbank soll er wählen, und wie viele Fondspositionen soll er gleichzeitig besparen?

Wahl der Depotbank: Ob ein bestimmter ETF sparplanfähig ist oder ob nicht, variiert von Depotbank zu Depotbank. Nicht jeder grundsätzlich sparplanfähige ETF wird tatsächlich auch bei jeder Direktbank als Sparplan angeboten. Die Kosten eines spezifischen ETF-Sparplans können sich von Depotbank zu Depotbank stark unterscheiden. Diese Kosten werden typischerweise pro periodischer Ausführung (zum Beispiel pro monatlicher Kauftransaktion) angegeben. Es ist von Bank zu Bank unterschiedlich, ob ein Prozentsatz des periodischen Anlagebetrags (dann spielt die Anzahl der zu besparenden Positionen keine Rolle) oder ein fixer Eurobetrag pro besparter Position (dann sollten möglichst wenige Positionen parallel bespart werden) veranschlagt wird. Es ist schwierig, hierfür allgemeingültige Richtwerte anzugeben, aber Sparpläne sollten typischerweise nicht viel mehr als 0,5% des periodischen Sparbetrags kosten – unabhängig davon, ob tatsächlich in Prozent oder Fixbeträgen abgerechnet wird. Die Transaktionskosten für den Kauf von einzelnen Positionen sollten nach Möglichkeit ebenfalls unter 0,5% gehalten werden. Wenn man aus bestimmten Gründen ein Depot bei einer Bank hat, die zwar günstige Sparpläne anbietet, aber hohe Kosten für Einmalinvestitionen verlangt oder umgekehrt, kann es sich auch anbieten, zwei separate Depots zu führen: Jeweils eines für Sparpläne und eines für Einmalinvestments. (Auf weitere Kriterien bei der Wahl der Depotbank gehe ich in Abschnitt 8.4 ein.)

Anzahl der Sparplanpositionen: Oft wird fälschlich angenommen, es sei unbedingt notwendig, immer alle Positionen in einem Portfolio via Sparvertrag auf einmal (parallel) zu besparen. Das ist nicht nur unnötig, sondern gar nicht anstrebenswert. Da ein Weltportfolio regelmäßig – zum Beispiel jährlich oder immer dann, wenn im Voraus definierte Gewichtungsschwellen (Asset-Allokation) überschritten werden – in seine Ziel-Allokation zurückgeführt wer-

den sollte (Rebalancing), bietet es sich an, die Sparplanpositionen so zu wählen und von Zeit zu Zeit so zu modifizieren, dass sie den Rebalancing-Prozess unterstützen. Um dies an einem konkreten Beispiel zu illustrieren: Angenommen, man verfügt über ein Depot mit einem Volumen von 30000 Euro und die Ziel-Asset-Allokation zwischen ETF A, ETF B und ETF C beträgt jeweils ein Drittel. Wenn der Markt sich im Zeitablauf bewegt und sich die tatsächliche Asset-Allokation beispielsweise hin zu einer 50/25/25-Asset-Allokation verschoben hat, dann könnte man einen Sparplan auf ETF B und C einrichten, um sich allmählich wieder der Ziel-Allokation von rund 33/33/33 zu nähern. Etwaige Abweichungen, die nach beispielsweise einem Jahr noch bestehen, können dann durch eine Änderung der Sparpläne oder mittels Einmalinvestment (beispielsweise über den eingangs erwähnten jährlichen Gehaltsbonus) vollends ins Lot gebracht werden. Ohne Rebalancing durch die Sparpläne würde der Bonus möglicherweise nicht ausreichen, um das Portfolio in seine Ziel-Allokation zurückzuführen. Dies gilt, wenn man auf Anteilsverkäufe zugunsten des Rebalancings verzichten möchte. Es liegt auf der Hand, dass ein Sparplan für diese Zwecke regelmäßig angepasst werden muss – und das ist »völlig in Ordnung«. In den meisten Fällen wird es jedoch ausreichend sein, wenn dies im Rahmen des periodischen Rebalancings oder in einem beispielsweise zwölfmonatigen Turnus geschieht. Der Aufwand dafür dürfte sich also in Grenzen halten. Fazit: Sparpläne können nicht nur, sondern sollten auch für Rebalancing-Zwecke verwendet werden.

Sparvolumen sehr klein: Wie ist zu verfahren, wenn man auf monatlicher Basis nur wenig sparen kann und daher ein monatlicher Sparplan nicht kosteneffizient ist, aber aus psychologischen Gründen (Selbstdisziplinierung) oder um seine Finanzen auf monatlicher Basis leichter budgetieren zu können, dennoch monatlich Abbuchungen von seinem Gehaltskonto wünscht? Hier bietet sich die Möglichkeit an, irgendwo ein zusätzliches kostenloses oder jedenfalls preisgünstiges Girokonto einzurichten. Auf dieses »Sparplankonto« wird sodann vom Gehaltskonto der gewünschte Betrag monatlich per Dauerauftrag überwiesen. Vom Sparplankonto erfolgt dann zweimonatlich, quartalsmäßig oder in noch größeren Intervallen (ein Intervall, das transaktionskostenmäßig günstig ist) die Abbuchung in den Fondssparplan.

Sparpotenzial stark schwankend: Mancher Privatanleger mag einwenden, dass seine Einnahmen nicht regelmäßig genug anfallen, um monatlich einen fixen Betrag zur Seite zu legen; das ist zum Beispiel oft bei Selbstständigen der Fall. Klassische Sparpläne eignen sich in solchen Fällen nur bedingt. Das ist jedoch nicht weiter gravierend, denn es gibt eine einfache Alternative: Anstatt monatlich Bargeld in Gestalt eines Sparplans in Wertpapiere zu transformieren, kann man Sparbeträge auf ein speziell dafür eingerichtetes Girokonto überweisen (siehe vorheriger Punkt) und von dort in regelmäßigen Zeitabständen (zum Beispiel quartalsweise oder halbjährlich) im Wege von Einmalinvestments anlegen. Zwar könnte man einen Sparplan simulieren, indem man ein monatliches Intervall wählt, dies wird aber in der Vielzahl der Fälle vergleichsweise teuer (Transaktionskosten) und vielen Anlegern zu arbeitsaufwändig sein. Deshalb sollten die Abstände zwischen den Investitionszeitpunkten groß genug gewählt werden, um die Transaktionskosten in einem akzeptablen Zielkorridor und den Arbeitsaufwand gering zu halten. Die Renditeeinbußen dieser Variante im Vergleich zu »normalen« Sparplänen dürften marginal sein. Generell gilt auch hier: Die regelmäßigen Einmalinvestitionen nach Möglichkeit dafür verwenden, das Portfolio in seine Ziel-Asset-Allokation zurückzuführen (Rebalancing).

Verschiedene Finanzportale und Finanz-Blogger veröffentlichen von Zeit zu Zeit ETF-Sparplanvergleiche. Zwei davon sind *www.justetf.com* und *www.extrafunds.de*.

Am Schluss dieses Abschnitts noch ein Wort zu dem im Zusammenhang mit Fondssparplänen immer wieder genannten »Cost-Average-Effect« (Durchschnittskosteneffekt). Seit Jahrzehnten proklamieren die Finanzbranche und die Medien jahrein, jahraus, dass ein Anleger im Rahmen eines Fondssparplans vom Cost-Average-Effect profitiere. Das ist Nonsens. Dieser Effekt – wenn man ihn als eine systematische, also nicht nur zufällige Verbesserung von Rendite und/oder Risiko versteht – existiert nicht. Warum er nicht existiert, habe ich 2017 in einem Blog-Beitrag erläutert (Kommer 2017b).

8.2 Was tun, wenn Aktien überbewertet erscheinen?

»Weit mehr Geld wurde beim Warten auf Marktkorrekturen verloren als durch die Korrekturen selbst.«

Peter Lynch, der erfolgreichste aktive Fondsmanager der vergangenen 40 Jahre

Angeblich oder tatsächlich »teure«, »hoch bewertete« oder »überbewertete« Aktienmärkte sind ein häufig zitierter Grund dafür, dass manche Privathaushalte über Jahre oder Jahrzehnte davor zurückschrecken, mit Aktieninvestments zu beginnen. In diesem Abschnitt befassen wir uns mit diesem Sachverhalt genauer und nehmen als Ausgangspunkt unserer Betrachtung das Bewertungsniveau des Aktienmarktes Ende Mai 2018.

In den Medien war Mitte 2018 beinahe täglich von der »Überbewertung« der Aktienmärkte zu lesen und davon, dass »jetzt nicht die richtige Zeit« sei, in den Markt einzusteigen. Im April 2018 warnte der Fondsmanager und »Börsenexperte« Dirk Müller, auch als »Mr. DAX« bekannt, in einem Interview: »Die Situation an den Märkten ist brandgefährlich; so gefährlich wie noch nie zu unseren Lebzeiten«. Müller rechnet mit einem »systematischen Crash, von dem sich die Börsen jahrzehntelang nicht erholen«.

Zu den Lebzeiten von Müller (geboren 1968) gab es vier große Aktienmarkteinbrüche: Den ersten in den 1970er Jahren, ausgelöst von der Ölkrise 1973; den vierten in Gestalt der Großen Finanzkrise ab Ende 2007. Bei einem dieser Einbrüche, der Dotcom-Krise, verlor der DAX in den 39 Monaten bis März 2003 fast 70%. Glaubte man »Mr. DAX« im April 2018, könnten die Folgen, die sich aus der damaligen Marktsituation entwickeln, also noch schlimmer werden als der 70%-Absturz eines breiten Aktienindex und/oder mehr als ein Jahrzehnt an Null-Renditen.

Müllers Crash-Prognose war nur eine von vielen in der ersten Jahreshälfte 2018. Das sollte niemand verwundern. Buchstäblich zu jedem beliebigen Zeitpunkt in den vergangenen 25 Jahren (und vermutlich auch davor) gab und gibt es diese zu Dutzenden. Viele von obskuren Verschwörungstheoretikern, manche von bekannten »Experten«. Treten wir einen Schritt zurück, verlassen die Welt des Subjektiven und kontrastieren Müllers düstere Einschätzung mit den Fakten. Die sahen Mitte 2018 so aus:

- Ende Mai 2018 notierte der DAX bei einem Indexstand von 12 605. Das war nur 7% unter seinem vorherigen historischen Höchststand (13 596 am 23.01.2018). Dennoch waren deutsche Aktien zu diesem Zeitpunkt nicht überbewertet, wie wir gleich sehen werden. Indexstände wie der DAX sind aus Bewertungssicht *per se* irrelevant. Allein die Inflation sorgt ja schon dafür, dass Wertpapierindizes langfristig immer neue historische Höchstwerte erreichen. Das könnte selbst dann der Fall sein, wenn der betreffende Markt oder die Asset-Klasse Jahre oder Jahrzehnte unterbewertet wäre. Ein Aktienindex ist keine Bewertungskennzahl, auch wenn das anscheinend viele »Fachleute« in den Medien und der Finanzindustrie nicht begriffen haben.
- Die am häufigsten betrachtete und eine unumstrittene Bewertungskennzahl für einen Aktienmarkt ist das ➔ KGV (Kurs-Gewinn-Verhältnis). Das KGV des dem DAX ähnlichen MSCI-Germany-Standard-Aktienindex lag per Ende Mai 2018 mit 15,7 nahe bei seinem historischen Mittelwert.
- Der Weltaktienmarkt gemessen am ➔ MSCI ACWI IMI Index wies Ende Mai 2018 ein ➔ KGV von 19,3 und ein Kurs-Buchwert-Verhältnis (➔ KBV) von 2,2 auf. Im Durchschnitt dieser beiden bekanntesten Bewertungskennzahlen ergab sich daraus eine Überbewertung von 22% relativ zum historischen Mittelwert (siehe Tabelle 12). Manche würden 22% als »moderat« umschreiben, andere vielleicht als »beträchtlich«, aber wohl niemand als »dramatisch«.
- Aktien können sich über Jahre und Jahrzehnte auf einem überbewerteten Niveau bewegen. Überbewertung allein führt nicht zu einem baldigen Crash. Ziehen wir beispielsweise das berühmte Shiller-KGV, auch CAPE-Ratio genannt, heran,[52] war der US-Aktienmarkt in den letzten rund 25 Jahren von Mai 1993 bis Ende Juni 2018 in 290 von 300 Monaten überbewertet. Das heißt, in 96% der Zeit während der vergangenen zweieinhalb Jahrzehnte – und eben nicht nur ein oder zwei Jahre vor einem starken Absturz – bewegte sich der US-Aktienmarkt oberhalb seiner historisch durchschnittlichen Bewertung seit 1881.
- Aktien produzieren langfristig eine rund sechsmal so hohe Rendite wie die »risikofreie Anlage« (zum Beispiel staatlich garantierte Tagesgelder, Sparbuchguthaben oder kurzfristige Staatsanleihen hoher Qualität). Diese sechs-

52 Siehe englische Wikipedia, Stichwort »Cyclically adjusted price-to-earnings ratio«. Das Shiller-P/E wurde vom Wirtschaftsnobelpreisträger Robert Shiller entwickelt.

Tabelle 12: Vergleich aktueller Aktienmarktbewertungen für unterschiedliche Regionen mit dem historisch durchschnittlichen Bewertungsniveau

	→ KGV (Kurs-Gewinn-Verhältnis)	→ KBV (Kurs-Buchwert-Verhältnis)
Regionaler Aktienindex	Wert am 31.05.2018	Wert am 31.05.2018
MSCI North America IMI	23,3	3,0
MSCI Europe IMI	17,5	1,8
MSCI Asia Pacific IMI	14,8	1,6
MSCI Emerging Markets IMI	14,8	1,7
MSCI ACWI IMI (Weltaktienmarkt)	19,3	2,2
	Historischer Durchschnitt	Historischer Durchschnitt
MSCI ACWI IMI (Weltaktienmarkt)	15,2	1,9
Aktueller Wert vs. hist. Durchschnitt	+27%	+16%
Aktueller Wert vs. hist. Durchschnitt	+22% (Ø beider Kennzahlen)	

► Anmerkungen zur Tabelle: Der → MSCI ACWI IMI Index (All Country World Index IMI) deckt alle Industrie- und Schwellenländer ab (ca. 98% der Marktkapitalisierung des Weltaktienmarktes). ► Der historische Mittelwert wurde aus den letzten zehn Jahren ermittelt.

mal so hohe Durchschnittsrendite schließt die Verluste aus den zahlreichen Aktienmarktkrisen in den letzten 100 Jahren natürlich mit ein. Selbst wenn Aktien, zum Beispiel gemessen am Markt-KGV, um gut 250% überbewertet wären, wäre ihre erwartete Rendite in der Zukunft immer noch so hoch wie die erwartete Rendite der »risikofreien« Anlage, sofern diese »fair« bewertet wäre. Tatsächlich waren jedoch auch risikofreie Anlagen Mitte 2018 hoch bewertet[53] und damit ihre erwartete Rendite niedriger als meiner 250%-Rechnung zugrunde gelegt.

- Alle drei Haupt-Asset-Klassen (Aktien, zinstragende Anlagen und Immobilien) waren Mitte 2018 »teuer«, das heißt, sie waren höher bewertet als ihr historischer Mittelwert gemäß der üblichen hierbei verwendeten Kennzahlen. Bewertungen sind stets *relativ* zu sehen, denn in »nichts« anzulegen oder »nicht anzulegen«, ist im wahrsten Sinne des Wortes unmöglich. Wer von hohen Bewertungen spricht und nicht im gleichen Atemzug sagt, worin er stattdessen sein Geld investiert, sollte die Narrenkappe aufgestülpt bekommen.

53 Das Bewertungsniveau von zinstragenden Anlagen ist umso höher, je tiefer das Zinsniveau ist.

- Aus der Sicht der Wissenschaft existiert kein Beleg dafür, dass »Crash-Timing«, also der systematische Versuch, starke Börsenabschwünge durch »Rein-Raus« zu umschiffen, zuverlässig genug funktioniert (Boudoukh u. a. 2018). Eher das Gegenteil scheint der Fall zu sein: Diese Form von Market-Timing zu praktizieren, heißt mit beträchtlicher Wahrscheinlichkeit, langfristig gegenüber einem Buy-and-Hold-Anleger Geld in den Sand zu setzen. Wer Crash-Timing rational betrachtet, müsste eigentlich erkennen, dass es keine Sicherheitsmaßnahme ist, sondern selbst ein höchst risikoreiches Unterfangen.
- Gefühlt ist *immer* die falsche Zeit, in Aktien zu investieren. 70% der Zeit sind Aktien laut einem oder vielen namhaften Experten aus den Medien oder der Finanzindustrie »zu teuer«, und die restlichen 30% der Zeit ist es gemäß den Experten »besser, erst einmal abzuwarten, bis sich die Märkte wieder beruhigt haben und eine nachhaltige Erholung oder Aufwärtsentwicklung erkennbar ist«. Ein Beispiel: Im März 2009 erreichte der globale Aktienmarkt während der Großen Finanzkrise nach rund 16 Monaten Abwärtsbewegung seinen Tiefpunkt. Ob das die endgültige Talsohle sein würde, war naturgemäß in diesem Moment unklar. In der ersten Jahreshälfte 2009 erschien das Buch *Crashkurs* des vorhin schon zitierten »Fachmanns« Dirk Müller. Auf Seite 140 des Buches schrieb er: »Aktien und Aktienfonds gehören in diesen unsicheren Zeiten schlicht nicht ins Depot.« In den zwölf Monaten ab Ende Juni 2009 legte der DAX um 24% zu, in den 24 Monaten ab Ende Juni 2009 um 53%. Heute, Ende Juni 2018, steht der DAX 257% über dem Niveau von Mitte 2009. Das Befolgen von Müllers »vorsichtigem Rat« entpuppte sich als sehr kostspieliges Unternehmen.
- Für junge Anleger oder – etwas präziser formuliert – jeden Anleger, der bis zu diesem Punkt weniger als die Hälfte seines lebenslangen Sparvolumens investiert hat, ist ein Crash ein Geschenk des Himmels, weil dieser Anleger nach dem Crash für viele Jahre viel billiger und damit wohl ertragreicher investieren kann als vor dem Crash. Der amerikanische Finanzökonom und Buchautor William Bernstein formulierte das so: »Wenn Sie ein Mittzwanziger zu Beginn Ihrer Sparphase sind, dann fallen Sie auf die Knie und beten Sie für den nächsten Crash.«
- Dass ein Crash kommen wird, ist garantiert und zwar auf jedem Bewertungsniveau, egal ob wir uns auf einem überdurchschnittlichen, einem durchschnittlichen oder einem eher unterdurchschnittlichen Niveau befin-

den. Was hingegen nicht garantiert ist: Wann der Crash kommen, wie tief er sein, wie lange er andauern und welche Asset-Klassen er betreffen wird; Aktien, zinstragende Anlagen, Immobilien, Edelmetalle, Rohstoffe, Sammlerobjekte oder mehrere zugleich. Was ebenfalls nicht garantiert ist: Ob es sich um einen kurzen heftigen, weithin sichtbaren Crash handeln wird (wie typischerweise bei Aktien, Edelmetallen und Rohstoffen) oder einen schleichenden, langsamen, »weniger sichtbaren«, wie das oft bei Immobilien der Fall ist, zum Beispiel bei deutschen Wohnimmobilien in den nun schon wieder vergessenen 29 »Zeitlupen-Crash-Jahren« von 1981 bis 2009.

Insgesamt können wir resümieren: Wer an der Seitenlinie des Aktienmarktes steht, wie die meisten Deutschen das tun, den wird diese Passivität auf lange Sicht teuer zu stehen kommen und zwar durch entgangenen Vermögenszuwachs in möglicherweise saftigen Größenordnungen. Effektive Altersvorsorge von der Seitenlinie aus ist unmöglich.

Wem die Aktienmärkte (oder die Asset-Klasse Immobilien oder irgendeine andere Asset-Klasse) zu risikoreich erscheinen, der muss seine Asset-Allokation konservativer ausrichten, statt über kurz- und mittelfristige Marktbewegungen zu spekulieren.

Infobox: Untergangspropheten und ihre Kosten

Untergangspropheten gab es schon in biblischen Zeiten und im Mittelalter. Dank Internet und der »eingebauten« Negativitätstendenz der Medien haben wir heute mehr davon als je zuvor. Geradezu epidemisch verbreiten sind Untergangsprophezeiungen auf dem Gebiet des Investierens und der Wirtschaft. Die Haupt-Message der Berufspessimisten hat sich eigentlich in den vergangenen 50 Jahren nicht geändert, auch wenn ihre Vorhersagen bei jedem Einzelnen in »Realzeit« immer irgendwie neu und einzigartig erscheinen:

»Ein Aktien-Crash steht vor der Tür«, »die Asset-Klasse X war erst einmal in den letzten 50 Jahren so überbewertet wie heute«, »der Beginn einer Rezession ist laut Statistik längst überfällig«, »der Zusammenbruch der Eurozone ist nur noch eine Frage der Zeit«, »dem Staat Y oder der Region Z droht in den nächsten zwei Jahren der Schuldenkollaps«, »Draghis Geldpolitik kann auf lange Sicht nichts anderes als galoppierende Inflation verursachen«, »die Endlichkeit der Rohstoffvorkommen ist unumstößlich«, »China wird uns in den nächsten zehn Jahren die Hälfte unserer Arbeitsplätze wegnehmen«, »die Digitalisierung könnte die Mittel-

schicht zum Lumpenproletariat degradieren«, »künstliche Intelligenz wird uns zu Maschinensklaven machen«, »in zwanzig Jahren hat Konsumfetischismus unsere Lebensgrundlagen zerstört, »exponentielles Wachstum ruiniert unsere Lebensgrundlagen« und so weiter. Sehr ähnliche Prognosen gab es schon vor 10, 20, 30, 40 oder über 100 Jahren. Man denke an die erste berühmte Weltuntergangsprognose der Neuzeit, die des britischen Ökonomen Thomas Malthus im Jahr 1798. Rund 70 Jahre später folgte eine ähnliche, die von Karl Marx, der glaubte den »notwendigen« Untergang des Kapitalismus vorausgesehen zu haben. Anfang der 1970er Jahre kamen dann Weltuntergangsprophezeiungen des Club of Rome.[54] Alle drei vollkommen falsch.

Schaut man in die Vergangenheit waren wohl 95% aller Crash-Prognosen falsch und die wenigen, die gestimmt haben, kamen fast ausschließlich von Leuten, die ihre Prognose viele Jahre lang wiederholten, sodass sie beinahe zwangsläufig irgendwann einmal, zumindest vorrübergehend oder zumindest teilweise eintreten musste. Die sensationsheischenden Medien feiern diese Zufallstreffer dann als »geniale Weitsicht« und geben dem »Guru« in ihrer Gier nach Auflage und hohen Klickraten danach für lange Zeit ein öffentliches Forum, sein Ratespiel mit noch mehr Publikumsresonanz weiter zu verbreiten – so lange, bis das Nichteintreffen des Weltuntergangs endgültig nicht mehr zu leugnen ist. Aber bis dahin gibt es neue Untergangspropheten mit neuen, stets irgendwie plausibel klingenden Horrorgeschichten. The show must go on.

Das Ernstnehmen solcher Prognosen verursacht in Privatanlegerdepots enorme ➔ Opportunitätskosten, weil diese Anleger deswegen über Jahre und Jahrzehnte an der Seitenlinie des Aktienmarktes verharren. Welchen Endvermögensschaden das anrichtet, haben die britischen Finanzprofessoren Dimson, Marsh und Staunton in ihrer bahnbrechenden Studie *The Triumph of the Optimists* (2002) gezeigt.

Tatsache ist: Menschen können die Zukunft von sozialen Systemen wie Märkten nicht zuverlässig vorhersagen. Tatsache ist auch, dass solange Menschen auf diesem Planeten leben, die Weltwirtschaft nicht »Pleite gehen« wird. Mit ETFs kann man leicht global diversifiziert investieren. Der Konkurs eines Unternehmens, der Niedergang einer Branche, der Kollaps eines Staates und die Fehler eines einzelnen Fondsmanagers oder Vermögensverwalters können einem global diversifizierten, passiven Anleger, der eine für ihn passende Asset-Allokation hat und einen disziplinierten Buy-and-Hold-Ansatz verfolgt, auf lange Sicht nicht viel anhaben.

54 Eine länderübergreifende Gruppe »besorgter« Wissenschaftler, die sich regelmäßig in Rom trafen (daher der Name). 1972 veröffentlichten sie das damals großes Aufsehen erregende Buch *Die Grenzen des Wachstums*, das »die beträchtliche Wahrscheinlichkeit« eines »baldigen dritten Weltkriegs« aufgrund von Bevölkerungsexplosion und Rohstoffverknappung mit Computer-Simulationen »errechnete«.

Aus unserer Perspektive am klügsten ist es, die Geldmittel, die einem im Laufe eines Lebens zufließen, immer sofort gemäß der haushaltsspezifischen Asset-Allokation zu investieren, wenn die Mittel auf dem eigenen Girokonto eingehen; ganz und gar unabhängig von den angeblichen oder tatsächlichen Marktbedingungen in diesem Moment und dem Mediengetöse drum herum. Das gilt für kleine Beträge, die man jeden Monat vom Gehalt abzwacken kann, mittlere Beträge wie einen Gehaltsbonus oder hohe Beträge wie eine große Erbschaft oder einen Lotteriegewinn. Risikomanagement sollte man nicht über langfristig in den meisten Fällen renditeschädliches Market-Timing machen, sondern über eine den eigenen Verhältnissen angemessene Asset-Allokation. Dazu gehört bei Aktien eine systematische globale Diversifikation, die einen beträchtlichen Teil des Wertschwankungsrisikos von Einzelwerten in diesen Asset-Klassen eliminiert.

Die folgende, an der Anlegerpsychologie orientierte »Einstiegsstrategie« mag demjenigen weiterhelfen, der einen größeren Einmalbetrag erstmalig in den Aktienmarkt investieren möchte: die Aufstellung eines »Investmentphasenplans mit Selbstverpflichtung«. Dieser Phasenplan könnte beispielsweise wie folgt aussehen: (a) Man investiert ein Viertel heute und in jedem der drei folgenden Quartale ein weiteres Viertel (Gesamtdauer 9 Monate). (b) Man investiert ein Sechstel des Anlagebetrages sofort und dann alle sechs Monate ein weiteres Sechstel (Gesamtdauer 30 Monate). In jedem Fall muss man den ursprünglich geplanten Plan konsequent und rein mechanisch umsetzen, egal in welche Richtung sich die Märkte kurzfristig bewegen. Mit einem solchen Plan kann ein Anleger gefühlsmäßig eigentlich nur gewinnen: Steigt der Markt nach dem Anfangsinvestment, freut sich der Anleger über den Wertzuwachs seines Portfolios und über seine Klugheit, das Investment nicht aufgeschoben zu haben. Fällt der Markt, hat er nun die Gelegenheit, zu günstigeren Preisen zu kaufen und wird sich in der Entscheidung bestätigt fühlen, nicht alles auf einmal investiert zu haben.

Alles in allem sollten wir das nie endende Trommelfeuer der Medien über den bevorstehenden Untergang der Welt, des Abendlandes oder des Aktienmarktes ganz einfach ignorieren und stoisch, stur und langfristig über Jahrzehnte hinweg einen auf die persönlichen Verhältnisse abgestimmten, festen Teil unseres Vermögens in die Weltwirtschaft investieren. Das geht am besten mit einem global diversifizierten Indexfonds.

Fazit

- Wenn es um »Überbewertungen« von Aktien geht, verbreiten die Medien besonders viel Investmentpornografie. Diese zu beachten, kann schlimme ➔ Opportunitätskosten verursachen.
- Asset-Klassen können Jahre und Jahrzehnte überbewertet oder unterbewertet sein.
- Wenn Aktien oder Immobilien überbewertet sind, können sie dennoch langfristig deutlich höhere Renditen erzeugen als die »risikofreie« Anlage in Gestalt von Tagesgeldern und ähnlichen Anlagen.
- Für einen global diversifizierenden, passiven Anleger spielen lokale oder regionale (angebliche) Überbewertungen keine oder nur eine geringe Rolle.
- Crash-Timing führt in der Praxis auf lange Sicht typischerweise zu schlechteren Renditen als diszipliniertes Buy-and-Hold.

8.3 Ausschüttende versus thesaurierende ETFs – was ist besser für mich?

»Jeder, der ein Urteil auf Basis von [Rendite-]Daten fällt,
die sich über einen Zeitraum von weniger als zehn Jahren erstrecken,
sollte per Gesetz dazu verpflichtet werden, ein Clownskostüm zu tragen.«

William Bernstein, Finanzbuchautor und Neurologe

Von vielen Investmentfonds – seien es aktiv gemanagte Fonds oder ETFs – existiert sowohl eine ausschüttende als auch eine thesaurierende Variante. Daher steht ein Anleger grundsätzlich vor der Frage, welche der beiden Fondsvarianten er wählen soll. Bei ausschüttenden Fonds (nachfolgend der Einfachheit halber »A-Fonds« genannt) werden die Zins- oder Dividendenzahlungen der Wertpapiere im Fonds nach Abzug der Steuern an die Anleger ausgeschüttet. Der Wert eines Fondsanteils vermindert sich um die Ausschüttungen.

Im Falle von thesaurierenden Fonds (nachfolgend »T-Fonds«) bezieht der Fonds diese laufenden Erträge zwar ebenfalls, gibt sie jedoch nicht unmittel-

bar an die Anleger weiter, sondern reinvestiert (»thesauriert«) sie ins Fondsvermögen. Damit nimmt der Fondsanteilswert in Höhe dieser laufenden Erträge abzüglich Steuern im Zeitablauf zu.

Im nachfolgenden Text gehe ich primär auf Aktienfonds ein. Ein großer Teil der hier beschriebenen Sachverhalte und Argumente gilt jedoch analog für Anleihenfonds (Rentenfonds). Gleichwohl ist die Entscheidung zwischen A-Fonds und T-Fonds in der gegenwärtigen Niedrigzinslandschaft für die meisten Privatanleger in der Praxis weniger bedeutsam.

Um die Frage angemessen zu beantworten, welche Ausschüttungsart bei einem Fonds – ausschüttend oder thesaurierend – zu bevorzugen ist, muss man drei Grundkonstellationen unterscheiden, in denen sich ein Anlegerhaushalt befinden kann, denn die Antwort hängt letztlich von der jeweiligen Konstellation ab. Bevor wir auf diese der Reihe nach eingehen, müssen wir jedoch noch drei andere allgemeine Sachverhalte auseinanderdröseln.

- Der wichtigste Aspekt zuerst: Wenn ein Anleger aus einem Fonds, einem Portfolio (Depot) aus Fonds oder einzelnen Wertpapieren Cash abzieht, ist das ökonomisch eine »Entnahme«. Ob diese Entnahme im Wege des Empfangs einer Dividende oder von Zinsen geschieht oder im Wege des Verkaufs eines Fondsanteils beziehungsweise eines Wertpapiers (Aktie oder Anleihe), ist wirtschaftlich betrachtet völlig unerheblich. In allen Fällen ist es das Geld des Anlegers, das aus dem Portfolio abfließt. Dividenden oder Zinsen als Quelle von Entnahmen haben gegenüber Entnahmen via Anteilsverkäufen – vorbehaltlich möglicher Unterschiede bei Steuern und Transaktionskosten – keine objektiven Vorteile. Die im Allgemeinen ohnehin sehr geringen Unterschiede bei Steuern und Transaktionskosten sprechen in den in der Praxis relevanten Konstellationen eher für thesaurierende Fonds. Die Vorteile von Entnahmen via Ausschüttungen sind rein psychologischer Natur. Mehr dazu weiter unten.
- Generell ist der Steuereffekt bei einer Cash-Entnahme via Dividende und einer Cash-Entnahme via Anteilsverkauf bei einem Fondsportfolio auf Anlegerebene in den meisten normalen Konstellationen und bei methodisch korrekter Berechnung identisch oder nahezu identisch (siehe Kapitel 9). Diese Tatsache ist zwar trivial, muss aber dennoch explizit festgehalten werden,

denn immer wieder zeigt sich, dass Privatanleger hier nicht vorhandene Unterschiede vermuten.

- Privatanleger befinden sich bezüglich ihres Portfolios definitionsgemäß in einer von drei möglichen Phasen: der Ansparphase (Vermögensaufbauphase), der Entsparphase (Vermögensnutzung beziehungsweise -verbrauch) und einer »neutralen« Phase. In der neutralen Phase finden keine Nettozuführungen oder -entnahmen statt. Empirisch betrachtet dürfte diese Phase über ein ganzes »Privatanlegerleben« hinweg typischerweise die kürzeste der drei Phasen sein. Die Ansparphase ist so definiert, dass über einen hinreichend langen Zeitraum mehr Geld in das Portfolio eingezahlt als entnommen wird (Nettozuführung). In der Entsparphase werden dem Portfolio über einen hinreichend langen Zeitraum hingegen mehr Mittel entnommen als zugeführt (Nettoentnahme). Diese Nettoentnahme durch den Anleger kann kleiner oder größer sein als die laufenden Erträge (Dividenden[55] und/oder Zinsen) oder die laufende Gesamtrendite (laufende Erträge und Kursgewinne). Wie hoch die erwarteten Entnahmen relativ zu etwaigen erwarteten Ausschüttungen bei A-Fonds sein werden, ist ein in diesem Zusammenhang oft übersehener, aber ganz zentraler technischer Aspekt, auf den ich weiter unten zurückkommen werde.

Konstellation 1: Der Anleger ist in der Ansparphase. Hier wird es fast immer sinnvoller sein, sich für T-Fonds zu entscheiden. Dafür gibt es fünf Gründe, die sich partiell überlappen: (a) niedrigere Transaktionskosten, da keine Kosten für die Wiederanlage anfallen, (b) weniger Arbeitsaufwand für die Wiederanlage, (c) Erzielung eines kleinen Steuervorteils, (d) Selbstdisziplinierung und (e) Erzielung eines kleinen Renditevorteils.

Die Gesichtspunkte (a) und (b) sind selbsterklärend. Den Punkt (c) erläutere ich in Kapitel 9, Tabelle 13, Ziffer 8. Die Punkte (d) und (e) werden nachfolgend ausgeführt. Mit (d) – der Selbstdisziplinierung – ist die Versuchung gemeint, eine Ausschüttung für Konsum zu »verballern«. Diese besteht definitionsgemäß nur bei A-Fonds. Manche Anleger mögen gegen solche Versuchungen immun sein (bei ihnen ist dieses Argument pro T-Fonds unbeachtlich), aber wohl nicht alle.

55 Bei einem global diversifizierten Aktienportfolio lag die ➔ Dividendenrendite in den vergangenen zehn Jahren bei etwa 2,7%.

Was den Renditevorteil (e) anbelangt, muss man sich Folgendes vergegenwärtigen: Die Verwendung eines A-Fonds führt häufig dazu, dass die Ausschüttungen mehr oder weniger lange auf dem renditelosen oder zumindest renditearmen Verrechnungskonto (Depotkonto) »herumliegen«, bis sie wieder reinvestiert werden. Je nach Aufmerksamkeit des Anlegers bedeutet das entgangene Erträge (im Ökonomen-Jargon ➔ Opportunitätskosten), denn innerhalb eines T-Fonds hätte dieses Geld eine im Durchschnitt höhere Rendite erzielt. Der Effekt mag klein sein, aber über einen sehr langen Zeitraum vermutlich nicht vernachlässigbar.

Konstellation 2: Der Anleger ist in der Entsparphase. Hier sind die Handlungsempfehlungen etwas weniger eindeutig als in Konstellation 1. Es lassen sich wiederum drei Fälle unterscheiden: Der jährliche Liquiditätsbedarf des Anlegers ist etwa (a) gleich hoch, (b) höher oder (c) niedriger als die erwarteten Ausschüttungen (aus allen Fonds zusammengenommen). Da Fall (a) auf längere Sicht wohl selten bis gar nie eintrifft, betrachte ich ihn als wenig realistisch und gehe deswegen nicht weiter auf ihn ein.

Für den Fall (b) – die erwarteten jährlichen Portfolioentnahmen sind höher als die erwarteten jährlichen Ausschüttungen – dürften T-Fonds leicht zu bevorzugen sein. In diesem Fall müssen definitionsgemäß weitere Fondsanteile verkauft werden, weil die Ausschüttungen alleine nicht genügen. Die denkbaren Vorteile von A-Fonds (zum Beispiel Bequemlichkeit und, rein auf den Ausschüttungsbetrag bezogen, niedrigere Transaktionskosten) verpuffen damit weitgehend. Man bedenke hierbei, dass ein beträchtlicher Teil der Transaktionskosten von Anteilsverkäufen bei den meisten Depotbanken fix ist, also nicht so sehr von der Höhe des Kaufvolumens abhängt.

Nun zum letzten Fall (c) – die benötigte Liquidität (Portfolioentnahme) ist niedriger als die Ausschüttungen. Hier könnte man als Pro-Argument von A-Fonds anführen, dass kein Arbeitsaufwand für den Verkauf von Fondsanteilen anfällt. Im engen Sinne stimmt das, aber es fällt definitionsgemäß Arbeitsaufwand für die Reinvestition der nicht verbrauchten Ausschüttungen an, den es bei einem T-Fonds nicht gäbe. Insofern dürfte das Argument des Arbeitsaufwandes hier insgesamt eher nicht ausschlaggebend sein. Aus analogen Gründen wird das Transaktionskostenargument hier nicht oder nur in vernachläs-

sigbarer Weise für A-Fonds sprechen, denn es fallen zwar keine Kosten für den Verkauf von Anteilen an, aber eben Kosten für den Kauf neuer Anteile. Ich hatte bereits erwähnt, dass ein nennenswerter Teil dieser Kosten nicht von der Höhe der gehandelten Fondsposition abhängt. In dieser Konstellation wird es keinen nennenswerten Unterschied machen, ob A- oder T-Fonds eingesetzt werden.

Konstellation 3: Der Anleger ist in der neutralen Phase (das heißt, es fallen netto auf längere Sicht betrachtet keine Entnahmen und keine Zuführungen an). Vor dem Hintergrund des bereits Gesagten ist für diese Konstellation eigentlich klar, dass T-Fonds vorzuziehen sind.

In der Praxis existieren noch einige weitere Gesichtspunkte bei der Abwägung, ob man A-Fonds oder T-Fonds auswählen sollte.

Angenommen, für einen infragekommenden Fonds existiert nur eine der beiden Ertragsverwendungsvarianten. Wie die vorhergehenden Ausführungen angedeutet haben, sind die Vor- und Nachteile von A-Fonds versus T-Fonds in den meisten Fällen nicht gewichtig genug, als dass man allein deswegen auf einen ansonsten präferierten Fonds verzichten sollte, weil er nur in einer der beiden Ertragsverwendungsformen verfügbar ist. Daher gilt: Existiert ein aus sonstigen Gründen klar präferierter Fonds nicht in der bevorzugten Ertragsverwendungsvariante, sollte man diesen Fonds vermutlich dennoch verwenden.

Welche Rolle spielt Rebalancing (siehe Abschnitt 7.5) bei der Wahl zwischen A-Fonds und T-Fonds?

Ein Anleger in der Portfolio-Entsparphase (Vermögensnutzung/-verbrauch) sollte grundsätzlich die Entnahmen aus dem Portfolio zu Rebalancing-Zwecken einsetzen, um, wie oben, Transaktionskosten zu neutralisieren oder zu minimieren. Vor dem Hintergrund dieser Überlegungen besitzen T-Fonds den Vorteil, dass mit Anteilsverkäufen Rebalancing einfacher und zielgerichteter vorgenommen werden kann als mit A-Fonds, da es bei diesen zu kostenmäßig nachteiligen Szenarien kommen könnte. Ein Beispiel: Die Ausschüttungen übersteigen den Cash-Bedarf des Anlegers, fließen aber aus der für Rebalancing-Zwecke falschen Portfoliokomponente. Nun muss der Anleger einerseits einen Teil der Ausschüttungen reinvestieren und zweitens an anderer Stelle gleichzeitig Anteilsverkäufe vornehmen. Das führt gegenüber einer reinen T-Fonds-Situation vermutlich zu unnötig hohen Transaktionskosten, mehr Komplexität und mehr Arbeitsaufwand.

Nun noch zu den rein psychologischen Aspekten der Unterscheidung zwischen A- und T-Fonds.

Aus emotionaler Sicht weisen T-Fonds für manche Anleger den folgenden (Pseudo-)Nachteil auf: Die Liquidität, die zur Begleichung der steuerlichen Vorabpauschale (siehe Kapitel 9), also der Steuerzahlung am Anfang eines Kalenderjahres für das Vorjahr notwendig ist, muss der Anleger bei T-Fonds, anders als bei A-Fonds – »von außen« zuführen, weil die Liquidität für die Steuerzahlung von der Depotbank in diesem Fall eben nicht von den unterjährig stattfindenden Ausschüttungen abgezogen werden kann (sofern die kumulative Steuerschuld die Höhe des anlegerspezifischen Freistellungsauftrages bei der betreffenden Depotstelle überschreitet). Das ist jedoch ein rein psychologischer Nachteil, der für einen rational handelnden Anleger keine Rolle spielen sollte. Ob eine Steuerzahlung aus dem Fondsvermögen oder aus dem sonstigen Vermögen des Anlegers erfolgt, ist ein Linke-Tasche-rechte-Tasche-Effekt und somit wirtschaftlich bedeutungslos.

Ferner treten viele Privatanleger bei Aktien und Aktienfonds in die von der Wissenschaft vielfach untersuchte Falle der genannten *Dividend-Fallacy*.[56] Die Dividend-Fallacy besteht aus mehreren Grundirrtümern. Die wichtigsten darunter sind folgende: (a) Dass Aktien mit hoher ➔ Dividendenrendite primär oder allein aufgrund ihrer hohen Dividendenrendite höhere Gesamtrenditen produzieren als äquivalente Aktien mit niedriger Dividendenrendite. (b) Dass eine Gesamtrendite von – sagen wir 10% – irgendwie »wertvoller« ist, wenn sie aus 7% Kursgewinnen und 3% Dividenden besteht als eine Gesamtrendite »nur« aus 10% Kursgewinnen. (c) Dass sich eine Entnahme via Dividende oder Fondsausschüttung irgendwie weniger als Depotentnahme oder noch allgemeiner weniger als Reduktion des Portfoliovermögens anfühlt als eine betragsgleiche Entnahme via Anteilsverkauf. Mit den vielfältigen Anlegerirrtümern rund um die angeblichen Vorteile hoher Dividenden haben sich mein Co-Autor Alexander Weis und ich 2018 in einem Blogbeitrag befasst (Kommer/Weis 2018b), dort wird auch weiterführende Literatur zu diesem Thema genannt.

---

56 Fallacy: Dt. Denkfehler, Irrtum.

Fazit

- Die konkrete Antwort auf die Anlegerfrage »Sind ausschüttende oder thesaurierende Fonds vorzuziehen?« hängt in erster Linie davon ab, ob sich ein Anleger in der Anspar- oder Verbrauchsphase befindet und wie hoch die in der absehbaren Zukunft erwarteten etwaigen Entnahmen relativ zu den erwarteten Ausschüttungen eines infragekommenden ausschüttenden Fonds sein werden.
- Verallgemeinernd hat unsere Szenario-Analyse gezeigt, dass (a) die kostenmäßigen und steuerlichen Unterschiede für Anleger zwischen ausschüttenden und thesaurierenden Fonds vermutlich oft überschätzt werden und (b) die meisten rational agierenden Anleger mit thesaurierenden Fonds in vielen relevanten Konstellationen leicht oder sogar deutlich besser dastehen. Die Betonung liegt dabei auf »rational agierende Anleger«. In emotionaler Perspektive haben ausschüttende Fonds für »irrationale« Anleger die gefühlten Vorteile, dass bei ihnen keine oder weniger Anteilsverkäufe notwendig sind, sie sich über Dividendenzahlungen auf das Verrechnungskonto mehr freuen können als über betragsgleiche Anteilspreissteigerungen und dass sie keine oder weniger Steuerliquidität von außerhalb des Portfolios beschaffen müssen.

8.4 Wie und wo ein ETF-Depot anlegen und ETFs kaufen?

»I'd compare stock pickers to astrologers,
but I don't want to badmouth the astrologers.«

Eugene Fama, amerikanischer Finanzprofessor,
Gewinner des Wirtschaftsnobelpreises 2013

Angesichts der über 1200 in Deutschland an Privatanleger vertriebenen ETFs, die sich vielfach nur minimal unterscheiden, tun sich viele Privatanleger in der Praxis der Suche und Auswahl der für sie am besten geeigneten ETFs schwer. Dieser Abschnitt enthält die wichtigsten Regeln, Kriterien und Werkzeuge, um diesen Auswahlprozess zu erleichtern.

Wahl der Depotbank: Hinsichtlich der Depotbank muss der Anleger sich zunächst entscheiden, ob er eine »teure« Full-Service-Bank (traditionelle Filialbank) nutzen möchte oder eine preisgünstige Direktbank (Online-Broker).[57] Bei einer Full-Service-Bank braucht man sich um vieles (zum Beispiel den Order-Prozess) nicht selbst kümmern, aber dieser Luxus kostet. Bei einer Direktbank hat der Anleger keinen direkten, festen Ansprechpartner und kann in der Regel auch nicht in eine physische Filiale gehen, um Bankgeschäfte zu erledigen. Hier findet die Kommunikation zwischen Bank und Kunde nur über das Internet statt und punktuell vielleicht auch via Telefon oder Post. Außerdem ist man bei Full-Service-Banken unvermeidlich einem interessenkonfliktbehafteten Dauerbeschuss mit »aktuellen attraktiven Investmentchancen« und – genauso schlimm – als Beratung getarnten Verkaufsinitiativen ausgesetzt. Das erspart man sich weitgehend – wenn auch nicht komplett – bei einer Direktbank. Welche von den Dutzenden Direktbanken im deutschsprachigen Raum für Sie am besten geeignet ist, kann nicht allgemein beantwortet werden. Dafür ändern sich diese Dinge viel zu schnell. Grundsätzlich gilt jedoch: Niedrige Depotkosten (reine Depotführungskosten) sind für einen Buy-and-Hold-Anleger wichtiger als niedrige Transaktionskosten (Kosten für kaufen und verkaufen). Die *Stiftung Warentest* führt regelmäßig Vergleiche von Direktbanken durch. Auch die Verbraucher-Website *www.finanztip.de* veröffentlicht Vergleiche (Suchbegriff »Direktbankvergleich«). Wer eine Depotstelle im Ausland nutzt, hat dadurch normalerweise keine steuerlichen Nachteile, allerdings dürfte der Aufwand bei der Erstellung der Steuererklärung höher sein. Das spielt für Anleger, die einen Steuerberater nutzen, keine oder nur eine geringe Rolle. Abschließend soll gesagt sein, dass die Wahl der Depotbank nicht zum »Wahn« ausufern sollte, nur um sich 3 Euro pro Monat zu sparen. Das heißt auch, dass man – nachdem man sich einmal für eine Depotbank entschieden hat – nicht ständig zwischen Banken hin- und herwechseln sollte, weil dies oft mit zusätzlichen Kosten und Zeitaufwand einhergehen kann. (Zur Wahl der Depotbank in Bezug auf das Thema »Fondssparen«, siehe Abschnitt 8.1).

57 Sofern ein *Robo-Advisor* genutzt wird (siehe Kapitel 13), entfällt diese Entscheidung. Alle Robo-Advisors sind Online-Plattformen.

Welche Asset-Klasse? Die essenziellste Frage bei der Suche nach dem »richtigen« ETF ist: Welche Asset-Klasse soll der ETF abbilden? Mancher Anleger hat primär deswegen Schwierigkeiten bei der ETF-Suche und Auswahl, weil er diesen ersten, entscheidenden Schritt auf dem Weg zum geeigneten ETF noch gar nicht bewusst oder vollständig vollzogen hat. Salopp gesagt: Wer nicht weiß, was er sucht, kann es auch nicht finden. Dieses Buch insgesamt und speziell die Abschnitte 7.1 und 7.2 befürworten ein simples passives »Weltportfolio«, das man schon mit zwei bis vier ETFs umsetzen kann.

Marktneutral oder »Smart Beta«? Hat sich ein Privatanleger für einen passiven Buy-and-Hold-Investmentansatz entschieden, kann er diesen grundsätzlich in zwei Varianten umsetzen: durch völlig marktneutrales Investieren (traditionelles passives Investieren, wie in diesem Buch beschrieben) oder durch passives Investieren mit Faktorprämien, auch Smart Beta Investing genannt, siehe ➜ SIMIE (2018), Abschnitt 5.11.

Art der Indexreplikation: ETFs können einen Index physisch nachbilden oder via Swap (Tauschvertrag) zwischen dem ETF und einer dritten Partei, typischerweise einer Bank (siehe Kapitel 5 – dort wird auch beschrieben, ob und wann es sich lohnt, das geringe Zusatzrisiko von Swap-ETFs gegenüber physisch replizierenden ETFs zu akzeptieren).

Wertpapierleihe ja/nein: Viele ETFs betreiben so genannte »Wertpapierleihe«. Auch sie ist, wie Swap-Replikation (siehe oben) ein im Zusammenhang mit ETFs oft missverstandenes Thema und die damit einhergehenden Risiken für den Anleger werden oft übertrieben. Aufgrund seines sehr geringen Risikos würde ich sie nicht zu einem zentralen Kriterium der ETF-Auswahl machen. In Kapitel 5 bin ich näher auf Wertpapierleihe eingegangen.

Kosten: Einer der wichtigsten Vorteile von ETFs gegenüber aktiv gemanagten Fonds sind ihre niedrigen Kosten. Sowohl die Transaktionskosten (Kauf und Verkauf) als auch die laufenden Kosten betragen oft nur ein Zehntel bis ein Fünftel von denen eines vergleichbaren aktiv gemanagten Investmentfonds. Unter sonst gleichen Umständen sollte ein Buy-and-Hold-Anleger den ETF mit

den niedrigsten laufenden Kosten auswählen, gemessen an der ➔ Total Expense Ratio oder der ➔ Tracking-Differenz. Die Höhe der ➔ Geld-Brief-Spanne kann bei ETFs an einem gegebenen Tag zwischen verschiedenen Börsenplätzen etwas variieren (siehe weiter unten »Börsenplatz für Kauf und Verkauf«). Bei den betragsmäßigen Größenordnungen, die im normalen Privatkundengeschäft üblich sind, sind diese Unterschiede für Buy-and-Hold-Anleger in der Regel vernachlässigbar.

Regulierung (Aufsichtsrecht) und Sondervermögensstatus: Regulatorisch und rechtlich gesehen sind ETFs, die in der EU an Privatanleger vertrieben werden, mit wenigen Ausnahmen, »Publikumsfonds« – genauso wie die rund 5 000 aktiv gemanagten Publikumsfonds oder »offenen Investmentfonds«, die sich hierzulande an Privatanleger richten. Siehe hierzu die Infoboxen »UCITS-Fonds« und die Ausführungen zu »Sondervermögen« in Kapitel 5.

Steuerliche Gesichtspunkte: Für Privatanleger in Deutschland werden ETFs genauso besteuert wie alle anderen offenen Investmentfonds (UCITS-Fonds), nämlich im Wege der Kapitalertragsteuer (Abgeltungsteuer). Steuern dürften im Allgemeinen kein relevantes Auswahlkriterium für ETFs sein. Eine Ausnahme hiervon könnte in Bezug auf Quellensteuern bei Aktien-ETFs gelten. Hier können ETFs, die in Irland domiziliert sind, kleine Vorteile haben (siehe Kapitel 9).

Fondsdomizil: Die populärsten Fondsdomizile (rechtlicher Fondssitz) von in Deutschland an Privatanleger vertriebenen ETFs sind (in dieser Reihenfolge): Irland (mit großem Abstand), Luxemburg, Frankreich und Deutschland. Mit Ausnahme des oben genannten quellensteuerlichen Sachverhaltes dürfte das Fondsdomizil selten ein wichtiges Auswahlkriterium sein.

Fondsgröße: In Bezug auf die Fondsgröße können kleine ETFs das kaum zu quantifizierende, aber auf jeden Fall eher geringe und merkwürdig oft überschätzte Risiko bergen, irgendwann von der ➔ KVG aus Gründen mangelnder Profitabilität für die KVG liquidiert zu werden. Daraus ergeben sich für den Anleger in der Praxis selbst im schlimmsten Fall nur geringe bis sehr geringe

wirtschaftliche Nachteile bei Steuern und Transaktionskosten.[58] Dennoch ist eine solche Liquidierung etwas ärgerlich. Einen festen Schwellenwert für »zu klein« bei der Fondsgröße kann nicht genannt werden; allerdings könnte unterhalb von 15 Millionen Euro die Luft für das langfristige Überleben eines ETFs dünn werden. Dieses Größenkriterium sollte man jedoch nicht auf Fonds anwenden, die jünger sind als drei bis vier Jahre.

Die Marke: Der Brand – sei es die des Marktführers iShares (BlackRock) oder die der Zacharias-Zamperl-KVG – spielt bei der Auswahl eines ETFs eine vernachlässigbare Rolle; dies auch deswegen, weil regulatorisch alle in der EU offiziell an Privatanleger vertriebene ETFs der hier schon mehrfach erwähnten EU-UCITS-Regulierung unterliegen und Sondervermögen darstellen.

Sparplanfähigkeit: Siehe hierzu ausführlich Abschnitt 8.1.

Ausschüttend oder thesaurierend: Mit diesem Gesichtspunkt haben wir uns detailliert im vorigen Abschnitt auseinandergesetzt. In den meisten Konstellationen sind thesaurierende Fonds vorzuziehen, aber die Unterscheidung ist weniger relevant als viele Anleger glauben.

Wechselkurssicherung ja/nein: Zunächst ist hier zu bemerken, dass die Berichtswährung (Fondswährung) bei ETFs auf Aktien, Edelmetalle oder Rohstoffe völlig irrelevant ist und keine Wechselkurssicherung oder -reduktion darstellt. Bei Aktien-ETFs ist eine Wechselkurssicherung in der Regel überflüssig oder sogar nachteilig. Bei Anleihen-ETFs sollte kein Wechselkursrisiko akzeptiert werden, sofern der entsprechende ETF dem »risikofreien« (risikoarmen) Portfolioteil zugeordnet wird. Zu diesem wichtigen Sachverhalt siehe Abschnitt 7.4.

Börsenplatz für Kauf und Verkauf: Für Privatanleger, die ETFs auf der Basis eines Buy-and-Hold-Ansatzes halten, spielt die Auswahl der Börse (→ XETRA-

58 Bei der Verschmelzung von Fonds (im Unterschied zur Liquidierung) dürften die ohnehin eher marginalen steuerlichen Nachteile normalerweise komplett wegfallen, weil die Anschaffungsdaten des alten, nun verschmolzenen Fonds auch für den neuen Fonds gelten. Hiervon mag es seltene Ausnahmen geben.

Frankfurt, Frankfurt-Präsenzhandel, Stuttgart, Zürich, Wien, London, New York et cetera) in der Regel keine große Rolle. In den allermeisten Fällen fahren Anleger mit Sitz in Deutschland oder Österreich wahrscheinlich am besten, wenn sie ihre Orders an der XETRA platzieren, weil sie oft die günstigste und für die meisten Wertpapiere liquideste Börse im deutschsprachigen Raum ist. Im Allgemeinen dürfte es sinnvoll sein, eine ETF-Order nicht außerhalb der jeweiligen Börsenhandelszeiten (also nachts oder am Wochenende) aufzugeben, weil sich die ➔ Geld-Brief-Spannen ausweiten könnten, wenn die Order direkt nach Handelsbeginn einer Börse durchgeführt wird (siehe auch Stichwort »Kosten« weiter oben).

Order-Typen: Eine Kauf- oder Verkauf-Order für Wertpapiere (einschließlich ETFs) wird letztlich immer bestimmten Bedingungen unterliegen und hinsichtlich dieser Bedingungen kann man verschiedene Order-Typen unterscheiden. Eine Bedingung, die bei jedem Order-Typ vorgegeben werden muss, ist, wie lange die Order gelten soll, also zum Beispiel eine Stunde oder einen Tag. Wird sie bis dahin nicht ausgeführt, wird die Order automatisch ungültig. Der simpelste Order-Typ ist die »Market-Order«. Sie wird beim Kauf als »billigst« und beim Verkauf als »bestens« tituliert. Der Kauf erfolgt hierbei zu dem in diesem Moment billigsten verfügbaren Preis des gewählten Handelsplatzes, der Verkauf zum bestmöglichen erzielbaren Preis. Der Anleger gibt also kein »Limit« an, sondern akzeptiert die sofortige Ausführung unabhängig vom Preis. Dafür kann er jedoch (relativ) sicher sein, dass seine Order ausgeführt wird. Da der Kapitalmarkt ein hochgradig ➔ informationseffizienter Markt ist, kann man davon ausgehen, dass der Marktpreis ein »fairer« Preis ist. Aus meiner Sicht wird ein Privatanleger fast immer gut damit bedient sein, diese einfache Order-Form zu wählen. Daneben existieren auch noch »Limit-Orders«, bei denen ein Maximalpreis (für einen Kauf) oder ein Minimalpreis für einen Verkauf vorgegeben wird. Exotischere Order-Typen sind »Stop-Orders«, »Trailing-Stop-Orders« oder »Stop-Loss-Orders«. Auf sie gehe ich hier nicht ein, weil sie für normale Privatanleger letztlich nur sehr selten relevant sind. Bei Fondsanteilen im traditionellen Fondsformat (also keine ETFs, sprich börsennotierten Fonds) sind Limit-Orders typischerweise nicht möglich. Hier wird stets zu dem (im Moment der Orderabgabe noch unbekannten) Anteilskurs des folgenden Handelstages gekauft oder

verkauft; oft besteht dort allerdings auch die Möglichkeit, Anteile für einen vorgegebenen Betrag zu kaufen, anstatt eine Stückzahl anzugeben.

Websites, die bei der ETF-Auswahl helfen: (a) *www.weltportfolio.net* – eine kostenpflichtige, werbungsfreie Website, die vom Düsseldorfer IT-Experten Jens Stahl und mir betrieben wird. (b) *www.justetf.com* – eine teilweise kostenpflichtige Website, die besonders bei der Suche und Auswahl von ETFs sehr nützlich sein kann. (c) *www.extra-funds.de* – ein kostenloses, aber nicht werbefreies Finanzportal mit Schwerpunkt ETFs, das ebenfalls eine nützliche ETF-Such- und Vergleichsfunktion enthält. Auch die in Kapitel 12 genannten Finanz-Blogs können bei der Auswahl von ETFs behilflich sein.

8.5 Die Website zum Buch: www.weltportfolio.net

»Wir [Berkshire Hathaway] verdienen weiterhin mehr Geld während wir schlafen als durch aktives Handeln. [...] Inaktivität erscheint uns als intelligentes Verhalten.«

Warren Buffett, legendärer Investor, im 1996er Geschäftsbericht seines Unternehmens Berkshire Hathaway

Die unterstützende Website zu diesem Buch heißt *www.weltportfolio.net*. Tun Sie sich den Gefallen und schauen Sie sich die Website online für ein paar Minuten an, um dann zu beurteilen, ob Sie sie nutzen wollen oder nicht.

Weltportfolio.net ist sehr eng auf den in diesem Buch und im weiterführenden Anschlussbuch *Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs* (2018) dargestellten Investmentansatz abgestimmt. Für Nutzer, die anders investieren wollen, wird die Website wenig attraktiv sein. *Weltportfolio.net* ist ein schlank gehaltenes »Spezialwerkzeug«. Sie ist kein Finanz-Blog, kein Finanzportal, kein Finanzberater, kein Online-Broker und kein Robo-Advisor (zu Robos siehe Kapitel 13).

In Bezug auf das persönliche Weltportfolio eines Nutzers bietet die Website Unterstützung: (a) beim Strukturieren und Aufsetzen eines Weltportfolios, (b) bei der Produktsuche und -auswahl, (c) beim »Monitoring« und der (simplen) Analyse des Portfolios, (d) beim Rebalancing und (e) bei der historischen und in

die Zukunft gerichteten Renditeberechnung. All dies geschieht auf Musterportfolio- oder virtueller Basis.

Weltportfolio.net besteht aus einem kleinen kostenlosen Teil und einem größeren kostenpflichtigen Teil. Die Kosten des Nicht-Gratis-Teils halte ich für bescheiden, doch dieses Preisurteil muss jeder Nutzer selbst treffen. Die Kosten werden hier im Buch nicht beziffert, weil sie sich im Zeitablauf ändern dürften. Werbung ist aus heutiger Sicht auf der Seite nicht vorgesehen.

8.6 Sozial verantwortlich investieren mit ETFs – macht das Sinn?

> »Als ich im College war, fragte ich mich, ›Was sind die Dinge, die die Zukunft der Menschheit am ehesten in großem Maßstab verbessern werden?‹ Das schienen mir das Internet, erneuerbare Energien, die Besiedelung neuer Planeten, Genforschung und künstliche Intelligenz zu sein.«
>
> *Elon Musk, Multimilliardär, Gründer von Tesla, SpaceX, PayPal und anderer Unternehmen*

Nimmt man die Zunahme der Medienresonanz zu nachhaltigem Investieren als Maßstab, hat diese Art der Geldanlage in der zurückliegenden Dekade enorm an Bedeutung gewonnen. Das Anlagevolumen, das Medienberichten zufolge nachhaltig investiert ist, entsprach 2016 einem Fünftel bis einem Viertel der ➔ Marktkapitalisierung des globalen Aktien- und Anleihenmarktes (Bernow u. a. 2017). Wie glaubwürdig diese hoch anmutende, schwer zu verifizierende Zahl der Non-Profit-Organisation »Global Sustainable Investment Alliance« ist, sei dahingestellt.

In diesem Abschnitt gehe ich aus einer nüchternen Umsetzungsperspektive heraus darauf ein, was nachhaltiges Investieren ist, welche konzeptionellen Fragen und Hürden es für passive Anleger aufwirft und was es in Bezug auf Risiko und Rendite bedeutet.

Nachhaltiges Investieren wird in der Investment- und insbesondere der ETF-Produktwelt vorwiegend mit englischen Termini betitelt und berichtet. Die vier gängigsten Bezeichnungen sind:

ESG: Das Akronym steht für »Environmental, Social and Governance«. Ein ESG-Index, und damit ein den ESG-Index replizierender ETF, schließt entweder Aktien aus, die nicht bestimmten ökologischen, sozialen oder »Corporate-Governance-Kriterien« genügen, oder übergewichtet solche Aktien, die diesen Kriterien im Vergleich zu einer marktneutralen Indexvariante in höherem Maße genügen. (»Corporate Governance« bezieht sich auf die ethische Qualität der Unternehmensführung. Ein denkbares Governance-Kriterium ist die Erfüllung einer Mindestquote von Frauen in Vorstand und Aufsichtsrat oder die Publikation eines jährlichen Nachhaltigkeitsberichtes zusätzlich zum jährlichen Geschäftsbericht.)

SRI: Das Akronym steht für »Socially Responsible Investing« (sozial verantwortliches Investieren). Im Großen und Ganzen ist SRI ein Synonym für ESG, obwohl vereinzelte Publikationen im Internet hier angebliche Unterschiede postulieren. Bei näherer Überprüfung betreffen diese Unterschiede nur Details, sind eher subjektiv oder einfach Wortklauberei. Ich verwende die Bezeichnung SRI-Investieren, ESG-Investieren und alle anderen Formen nachhaltigen Anlegens mit börsennotierten Kapitalmarktprodukten in diesem Abschnitt synonym. Abzugrenzen sind davon geschlossene Fonds im Bereich erneuerbare Energieerzeugung. Diese sind ein Anlageprodukt, von dem kategorisch abzuraten ist (siehe Abschnitt 8.6).

Sustainability: Investieren in die »nachhaltigen« Titel innerhalb einer Asset-Klasse.

Low Carbon: Investieren in Länder oder Unternehmen mit niedrigen Kohlendioxidemissionen (CO_2 ist ein Treibhausgas, das zum Klimawandel beiträgt).

Befasst man sich näher mit dem ESG-Investieren, merkt man schnell, dass es in der Welt des aktiven Investierens eine viel größere Rolle spielt als beim passiven Investieren mit Indexfonds einschließlich ETFs. Das zeigen die verfügbaren Daten zu den globalen Anlagevolumina in aktiv gemanagten ESG-Fonds versus ESG-Indexfonds. Dieser Umstand überrascht deswegen nicht, weil die praktische Umsetzung von ESG-Investing in einem Passiv-investieren-Kontext

schwieriger ist als im Rahmen von aktivem Investieren. Größtenteils hängt das mit der stärkeren Regelgebundenheit passiven Investierens zusammen. Die drei größten ESG-Umsetzungsprobleme bei Indexfonds einschließlich ETFs sind:

(A) Die enorme Schwierigkeit, endgültige Einigkeit und Eindeutigkeit darüber herzustellen, was überhaupt angemessene Nachhaltigkeitskriterien sind.

(B) Die noch größere Schwierigkeit, die einmal festgelegten Nachhaltigkeitskriterien im Rahmen einer passiven Anlagestrategie konkret in der Praxis umzusetzen, das heißt zu entscheiden, ob ein spezifisches Unternehmen zu einem gegebenen Zeitpunkt den »ESG-Filter« passiert oder ob nicht.

(C) Die nachteiligen Konsequenzen, die ESG-Investieren auf eine der wichtigsten Säulen passiven Investierens hat – die Erzielung hoher Diversifikation innerhalb von Asset-Klassen.

Zunächst zu (A) und (B): Machen wir ein Gedankenexperiment. Als Erstes sei die Trivialität festgehalten, dass die Beurteilung sozialer und ökologischer Sachverhalte hochgradig von subjektiven, weltanschaulichen Faktoren geprägt ist, wie auch von der Möglichkeit, gegebene Fakten völlig entgegengesetzt einzuschätzen. Man stelle sich vor diesem Hintergrund vor, es werden 20 Personen zufällig aus der Bevölkerung auswählt. Die Gruppe erhält den gemeinsamen Auftrag, sich auf einen detaillierten, schriftlichen Kriterienkanon zu verständigen, mit dem man messen kann, ob Unternehmen, die in jeder denkbaren Branche und jedem Land der Erde lokalisiert sein können, sozial und ökologisch akzeptabel agieren. Dieser Kriterienkanon muss über Jahre hinaus unverändert Gültigkeit behalten – er darf also eigentlich nicht jährlich angepasst und aktualisiert werden. Dieses Gedankenexperiment ist insofern realistisch, als es die Situation beschreibt, in der sich ein Indexanbieter wiederfindet, der einen ESG-Index entwickeln muss. Dass diese Aufgabe nicht gerade einfach ist, leuchtet unmittelbar ein. Ein Zyniker könnte einwenden, sie sei unlösbar. Hier nur drei Beispiele für in diesem Zusammenhang ungeheuer schwierig zu beurteilende Konstellationen.

- Manche Biologen und Genetiker sehen Gentechnik als eine vielversprechende Route – vielleicht *die* vielversprechendste Route – auf dem Weg, das Los der Ärmsten (hungernde und fehlernährte Menschen in Entwicklungsländern)

und Kränksten dieser Welt (schwerkranke Menschen überall auf dem Globus) zu verbessern. Andere Wissenschaftler lehnen Gentechnikforschung und -verwendung dagegen ab. Auch innerhalb der allgemeinen Bevölkerung bestehen zu diesem Thema sehr konträre, unvereinbare Ansichten.

- Rüstungsunternehmen sind in ESG-Indizes typischerweise ausgeschlossen. Was ist mit einem veganen Catering-Unternehmen, dessen Hauptkunde ein Rüstungsunternehmen ist? Wie sieht es aus mit einem Zulieferer für Stahlbauteile, der in den vergangenen 20 Jahren nahezu ausschließlich die Militärindustrie beliefert hat, seit einem Jahr aber nur noch zivile Kunden hat? Darf dieses Unternehmen jetzt in den ESG-Index? Wenn nicht, wann darf es das? Nach zwei Jahren Abstand zu seiner »Nicht-ESG-Vergangenheit«? Nach drei Jahren? Nach zehn Jahren?
- Die Online-Ausgabe der Zeitung *Die Welt* veröffentlichte am 12.7.2018 einen Artikel mit der Überschrift: »Wussten Sie, dass Ihr Roboter mit Militärtechnik saugt?« Darin werden mehrere Beispiele beschrieben, wie Technologie, die ursprünglich im Rüstungssektor entwickelt wurde, später in zivilen Produkten weiterverwendet wurde. Frage: Darf ein solcher Staubsaugerhersteller daher Ihrer Ansicht nach Teil eines SRI-ESG-Index sein oder eher nicht? Das von Nestlé vertriebene Schokoladekonfekt »Smarties« wurde in anderer Form ursprünglich für das Militär entwickelt, weil es aufgrund seiner Glasur kaum in der Sonne schmilzt. Sollte Nestlé, trotz Smarties, in einen ESG-Index aufgenommen werden?

Es ist dementsprechend nicht von vorneherein klar und alles andere als einfach, wie ein Indexanbieter solche ethisch-wissenschaftlichen Dilemmas in einem ESG-Aktienindex angemessen abbildet. Abgrenzungsprobleme lauern an buchstäblich jeder Ecke. Dieser Indexanbieter muss jedoch »heute« eine ein und für allemal präzise, schriftlich definierte Grenze für »akzeptabel« und »nicht akzeptabel« in Bezug auf alle wesentlichen ESG-Aspekte formulieren. Und er muss das *so tun,* dass die Position eines real existierenden Unternehmens diesseits oder jenseits dieser Grenze zu jedem Zeitpunkt mit vertretbarem Kostenaufwand hinreichend zuverlässig überprüfbar ist.

Ich hatte oben formuliert, dass diese Herkules-Aufgabe des Indexanbieters – wenn man ehrlich ist – nahezu unlösbar erscheint. Doch selbst, wer das opti-

mistischer sieht, muss konzedieren, dass es sich um ein ambivalentes, schwieriges und subjektives Unterfangen handelt. Vom bloßen Namen eines Index, zum Beispiel »MSCI World ESG Leaders« darauf zu schließen, dass »unter der Haube« des Index »alles klar« sei, ist naiv.

Aus den meisten dieser Schwierigkeiten kann sich ein aktiv orientierter Privatanleger relativ leicht herauswinden, indem er diese – wie ein Jurist sagen würde – komplexen »Güterabwägungen« ganz einfach an einen Dritten – an einen Fondsmanager – delegiert. Dieser Fondsmanager kann seine subjektiven, bei genauerer Betrachtung oft willkürlichen, kontroversen oder möglicherweise »falschen« ESG-Anlageentscheidungen à la »Unternehmen A ist akzeptabel, Unternehmen B ist nicht akzeptabel« stets mit dem Totschlagargument rechtfertigen: »In jenem Augenblick war das halt meine persönliche Meinung«. Genaugenommen hat es unser Fondsmanager sogar noch einfacher: Der größte Teil seiner Anlageentscheidungen wird ja gar nicht publik gemacht. Mit anderen Worten: Letztlich kann ihm niemand wirklich auf die Finger schauen. Und wenn auch das nicht hilft, dann bleibt ihm ein weiterer »Ausweg«: Er kann seine früheren Anlageentscheidungen im Prinzip jederzeit revidieren.

ESG-Investieren für einen aktiven Anleger ist also, jedenfalls nach außen hin, eine eher einfache Angelegenheit. In der Welt von Index-Investing ist das alles viel, viel schwieriger. Hier existieren weniger Subjektivität, mehr Transparenz, mehr Klarheit und letztlich kein Wegdelegieren.

So viel zu der wohl wichtigsten Ursache dafür, warum ESG-Investing in der Indexfonds-Welt bisher eine deutlich geringere Rolle spielt als in der Welt aktiven Investierens.

Kommen wir nun zum zentralen investmenttechnischen Problem der Umsetzung von ESG-Investing aus dem Blickwinkel eines passiven Anlegers, nämlich der Schwierigkeit, ausreichend Diversifikation zu erreichen. Das ist der weiter oben erwähnte Gesichtspunkt (C).

Ein Beispiel: Es leuchtet unmittelbar ein, dass der *MSCI Europe Standard ESG Index* weniger unterschiedliche Aktien enthält als sein »Parent-Index« (Eltern-Index), der MSCI Europe Standard Index, aus dem der *ESG-Index* seine Mitglieder rekrutiert. Und je strenger, also wirksamer die angewandten ESG-Kriterien sind, desto größer ist dieser Unterschied und desto schlechter ist der ESG-Index in einer reinen Investmentperspektive gegenüber seinem Parent Index diversifiziert.

Angesichts des grundsätzlich großen Interesses des Publikums und der Medien nach ESG-Indexfonds versuchen die Indexanbieter und Indexfondsgesellschaften naturgemäß, dieses Grundproblem (Verlust an Diversifikation bei ESG-Indizes) zu adressieren. »Adressieren« heißt hier allerdings lediglich »mildern«, denn eine vollständige Beseitigung dieses Problems ist strukturell unmöglich. Die heute üblichen Problemlösungsansätze sehen im Einzelnen unterschiedlich aus und haben unterschiedliche Namen, laufen aber alle auf den gleichen, nachfolgend etwas vereinfacht dargestellten Gedankengang hinaus:

- Die strenge und konsequente Anwendung der ESG-Filter führt dazu, dass die Diversifikation im ESG-Index relativ zu seinem Parent-Index stark sinkt. Das ist schlecht.
- Das Problem (Diversifikationsverlust) einfach so zu akzeptieren, wie es ist, kommt nicht infrage, denn das könnte zur mangelnden Akzeptanz des Anlageprodukts im Anlegermarkt führen.
- Wir werden daher eine Lösung für das Problem finden. Wenn diese Lösung nur attraktiv aussieht und nicht attraktiv ist, nehmen wir das in Kauf.

Nachfolgend nenne ich drei Beispiele für attraktiv aussehende Lösungen in der MSCI-ESG- und SRI-Indexfamilie.[59] Aus der Perspektive eines Nicht-ESG-Fans könnte man dabei boshaft von »Weichzeichnereffekt« sprechen. All diese Lösungsansätze haben das eine, gleiche Ziel: Dafür zu sorgen, dass weniger Unternehmen aus dem ESG-Index herausfallen, als es bei konsequenter, strenger Anwendung der ESG-Kriterien der Fall wäre, damit also der Verlust an risikosenkender Diversifikation möglichst gering ausfällt. Die Namen dieser ESG-Indexvarianten tauchen auch in den Namen von ETFs auf, die solche Indizes replizieren.

- »ESG Trend Leaders«: Hier schaffen es nicht mehr nur Unternehmen mit einer absolut guten ESG-Note in den Index, sondern auch Unternehmen, die zwar keine gute ESG-Note aufweisen, aber immerhin einen Trend (Momen-

59 Bei Aktienindizes ist MSCI in Europa der führende und bekannteste Indexanbieter. Das gilt jedoch nicht für andere Weltregionen. Der hier anhand von MSCI-Beispielen beschriebene Sachverhalt tritt bei anderen Indexanbietern in exakt gleicher Weise auf.

tum) in die richtige Richtung zeigen. Die ESG-Kriterien werden also gelockert, damit mehr Unternehmen in den Index gelangen.

- »SRI 5% Capped«: Weil eine einfache, strenge Anwendung von SRI- oder ESG-Filtern oft dazu führt, dass einige wenige Unternehmen in einem Index ein sehr hohes Gewicht einnehmen (und damit auch die Diversifikation des Index reduzieren), wird das Gewicht jedes Unternehmens bei 5% gedeckelt. Das kommt natürlich ebenfalls einer Lockerung des ESG-Filterkriteriums gleich, ohne dabei das Wort »Lockerung« zu benutzen.
- »Best in class«: Weil eine einfache, strenge Anwendung von SRI- oder ESG-Filtern zum völligen oder nahezu völligen Ausschluss ganzer Branchen führt (was wiederum die Diversifikation des Index mindert), werden nun nicht mehr nur die *absolut* besten ESG-Unternehmen zugelassen, sondern auch die relativ besten Unternehmen in vorherigen Ausschlussbranchen. Es werden damit die »besten« ESG-Unternehmen innerhalb von Branchen berücksichtigt, die ohne den Best-in-class-Ansatz als Branche in ihrer Gesamtheit an den ESG-Kriterien scheitern würden.

Wir haben nun gesehen, dass ESG-Investieren mit ETFs in konzeptioneller Hinsicht keine glasklare, sondern eher eine ambivalente und komplexe Angelegenheit sein kann, die – wenn man ehrlich ist – schwer zu schluckende Abgrenzungskompromisse erfordert.

So viel zu den Umsetzungsproblemen beim ESG-Investieren. Wie sieht es nun ganz konkret mit Rendite und Risiko von ESG-Investing im Vergleich zu Nicht-ESG-Investing aus?

Zu dieser Gretchenfrage existiert inzwischen eine stattliche Zahl wissenschaftlicher Untersuchungen. Ich habe mir einige der bekanntesten und einige der neuesten angesehen. In Summe sind die Ergebnisse nicht ganz eindeutig, aber dennoch überwiegt nach meiner Wahrnehmung in der wissenschaftlichen Literatur recht klar die Evidenz dafür, dass passives ESG-Investieren über einen hinreichend langen Zeitraum hinweg zu einer Verschlechterung der erzielbaren Rendite-Risiko-Kombination gegenüber konventionellem passivem Investieren führt. Zwei neue, methodisch besonders anspruchsvolle Aufsätze, die zu dieser Schlussfolgerung gelangen, sind Richey 2016 und Scholtens/Trinks 2017.

Manche wissenschaftlichen Studien, die zu dem Schluss kommen, ESG-Investieren habe *keine* Rendite-Risiko-Nachteile, hinterlassen bei mir den schalen Nachgeschmack, dass die Forscher weltanschaulich vorbelastet waren, also unbedingt zu einem für sie ethisch-moralisch wünschenswerten Forschungsergebnis kommen wollten (»ESG-Investieren bedeutet kein Renditeopfer«). So geht Wissenschaft aber nicht. Dass ESG-Investieren auf lange Sicht zu einer nennenswert schlechteren Rendite-Risiko-Kombination führt, erscheint mir sachlogisch plausibel und wahrscheinlich. Allerdings dürfte es noch zehn Jahre oder länger dauern, bis sich genügend Datenmaterial und wissenschaftliche Studien angesammelt haben, um diese Schlüsselfrage belastbarer als heute beantworten zu können.

Wer dennoch schon heute ESG-Investing mit ETFs praktizieren will, sieht sich mit einer sehr kargen Produktlandschaft konfrontiert. Die Zahl der auf dem deutschen Privatanlegermarkt verfügbaren ESG-ETFs war bei Abfassung dieses Abschnitts im Juli 2018 kümmerlich niedrig. Auf der ETF-Website *www.justETF.com* waren von den dort insgesamt gelisteten 1235 ETFs nur 49 ESG-ETFs. Das sind 4% aller verfügbaren ETFs. Ein Privatanleger, der mit ETFs, statt mit aktiv gemanagten Fonds, eine stringente ESG-Anlagestrategie umsetzen möchte, müsste deswegen wohl (gravierende) Zugeständnisse gegenüber seiner Wunsch-Asset-Allokation eingehen und sähe sich vermutlich auch noch mit anderen unangenehmen Umsetzungskompromissen konfrontiert.

Ein Vergleich der Kosten in Form des ➔ Total Expense Ratios (TER) von ESG-ETFs mit den TERs konventioneller ETFs zeigt für global investierende Fonds laufende Mehrkosten der ESG-Varianten von zwischen 0,08% und 0,23%. Das sind keine Größenordnungen, die ein typischer passiver Anleger als »vernachlässigbar« einstuft.

Summa summarum ist klar, dass ESG-Investieren eine weltanschauliche, ethisch aufgeladene Angelegenheit ist, bei der das individuelle Wertesystem eines Anlegers die Schlüsselrolle spielt. Selbst wenn Einigkeit über die Faktenlage in Bezug auf einzelne Unternehmen bestünde, würden hier unterschiedliche Menschen häufig noch zu komplett unterschiedlichen Schlussfolgerungen gelangen. Weil das so ist, muss jeder Anleger für sich selbst entscheiden, ob er angesichts der in diesem Abschnitt beschriebenen Sachlage auf ESG-Basis anlegen will oder nicht.

Fazit

- ESG-Investing klingt nobel und schön, ist bei näherer Betrachtung aber nicht mehr so attraktiv wie auf den ersten Blick, weil es mit Kompromissen, schwierigen Abgrenzungsfragen und anderen Umsetzungsproblemen überfrachtet ist.
- Die aus der Finanzbranche und Teilen der Wissenschaft kommende Behauptung, ESG-Investing bedeute keine Verschlechterung bei Rendite und Risiko, erscheint sehr fragwürdig.
- Wer Gutes für die Gemeinschaft und die Umwelt leisten will, kann das auch ohne ESG-Investieren auf vielfältige andere Weise tun.

9 STEUERN: DIE BASICS, DIE SIE KENNEN MÜSSEN

»Der Staat, das kann nicht oft genug wiederholt werden, tut nichts und kann nichts geben, was er nicht vorher von jemand anderem genommen hat.«

Henry George, 1839–1897, amerikanischer Journalist und politischer Ökonom

Dieser Abschnitt fasst die derzeit (Juni 2018) gültigen einkommensteuerlichen Regeln für Privatanleger in Deutschland bei der Besteuerung von Anlagen in Investmentfonds ab dem Steuerjahr 2018 zusammen. Aus Platzgründen bleiben dabei zahlreiche wichtige Detail- und Ausnahmeregelungen außen vor. Im Zweifel oder in komplexen Fällen sollten Sie sich daher zusätzlich eine der spezialisierten Publikationen, die am Ende dieses Abschnitts genannt werden, durchlesen oder einen Steuerberater hinzuziehen.

Folgende generelle Annahmen liegen den Aussagen in diesem Abschnitt zugrunde: Der Steuerpflichtige ist eine in Deutschland ansässige, unbeschränkt steuerpflichtige natürliche Person. Die Vermögenswerte liegen im Privatvermögen dieser Person, das Bankdepot befindet sich jeweils im Inland. Wo in der nachfolgenden Tabelle 13 von »Investmentfonds« oder »Fonds« die Rede ist, sind so genannte »UCITS-Fonds« (deutsch »OGAW-Fonds«, siehe Infobox in Kapitel 2) nach dem Kapitalanlagengesetzbuch (KAGB) gemeint.[60] ETFs sind praktisch ausnahmslos UCITS-Fonds. In der Schweiz werden in einigen Fällen auch Nicht-UCITS-Fonds an Privatanleger vertrieben.

60 Das KAGB enthält das Aufsichtsrecht für Investmentfonds in Deutschland. Das dazugehörige Einkommensteuerrecht ist im Einkommensteuergesetz (EStG) und im Investmentsteuergesetz (InvStG) geregelt.

Tabelle 13: Die einkommensteuerliche Behandlung von Einkünften aus Fondsanteilen im Privatvermögen natürlicher Personen – Überblick (Stand: Juli 2018)

Steuerlicher Sachverhalt	Erläuterung
[1] Steuerliche Grundsachverhalte, Abgeltungsteuersatz	• Die Abgeltungsteuer (formal die »Kapitalertragsteuer«), die auf die hier relevanten Erträge aus Investmentfonds anfällt, ist eine Erhebungsform der Einkommensteuer. • Der relevante Steuersatz besteht aus 25,0% Kapitalertragsteuer + Solidaritätszuschlag (5,5% × 25,0% = 1,375%), also gesamt 26,375%. Sofern Kirchensteuer hinzukommt, erhöht sich der Gesamtsteuersatz auf 27,819% (bei 8% Kirchensteuer) oder 27,995% (bei 9% Kirchensteuer). • Abgeltungsteuer fällt auf »Einkünfte aus Kapitalvermögen« an, eine der sieben einkommensteuerlichen Einkunftsarten. In erster Linie sind das Dividenden bei Aktienfonds, Zinserträge bei Anleihenfonds (Rentenfonds), Mieteinnahmen bei Offenen Immobilienfonds und Aktienimmobilienfonds; ferner Veräußerungsgewinne, die *auf Anlegerebene* (nicht auf Fondsebene) realisiert werden, zum Beispiel durch den Verkauf von Fondsanteilen. Solche Veräußerungsgewinne ermitteln sich nach der Formel Verkaufserlös minus Kaufaufwand. • Grundsätzlich werden bei Investmentfonds sowohl ausgeschüttete als auch thesaurierte (nicht ausgeschüttete) Zinsen und Dividenden auf Anlegerebene gleichermaßen besteuert. Dabei bestehen jedoch technische Unterschiede, die weiter unten erläutert werden. • Steuerpflichtige Kapitalerträge werden in dem Kalenderjahr versteuert, in dem sie dem Steuerpflichtigen zugeflossen sind (»Zuflussprinzip«). Bei thesaurierten Zinsen und Dividenden wird das Zuflussprinzip durchbrochen. Diese laufenden Erträge gelten steuerlich am Geschäftsjahresende des Fonds als dem Anleger zugeflossen. • Auf der Ebene des Anlegers nicht realisierte »Buchgewinne« sind nicht steuerbar. Zum wichtigen steuerlichen ➔ Barwertvorteil, der sich bei langen Halteperioden hieraus ergeben kann, siehe Ausführungen am Ende dieses Abschnitts.
[2] Abgeltungsteuerverfahren	• Im Prinzip erfolgt bei der Kapitalertragsteuer die Steuerzahlung »an der Quelle« in »abgeltender« Form, sodass keine gesonderte Berücksichtigung der betreffenden Einkünfte in der persönlichen Einkommensteuererklärung des Anlegers notwendig ist. • Wenn sich die Depotstelle des Anlegers im Ausland befindet, wird dieses Abgeltungsteuerverfahren typischerweise nicht funktionieren, sodass in dieser Konstellation die Erfassung der Kapitalerträge in der Einkommensteuererklärung erforderlich ist, um unbeabsichtigte Steuerhinterziehung oder Doppelbesteuerung zu vermeiden.
[3] »Altfälle«: Fondsanteile, die vor dem 1.1.2009 angeschafft wurden	• Bei Altfall-Fondsanteilen bleiben realisierte Kursgewinne, die bis zum 31.12.2017 aufgelaufen sind, auch in Zukunft steuerfrei, egal wie hoch sie sind. • Für weitere Kursgewinne bei denselben Altfall-Anteilen, die *nach* dem 31.12.2017 anfallen, gilt ein steuerfreier Höchstbetrag von 100000 Euro Kursgewinnen pro Anleger (das Doppelte bei Verheirateten).

Steuerlicher Sachverhalt	Erläuterung
	• Mit anderen Worten, hier spart der betreffende Anleger auf Kursgewinne, die ab 1.1.2018 entstanden sind bis zu 26375 Euro Steuern, wenn man einen Steuersatz von 26,375% unterstellt (siehe Ziffer 1).
[4] Freibeträge: »Sparerpauschbetrag« und »Werbungskosten«	• Der jährliche Freibetrag für Zinsen, Dividenden und andere laufende Erträge aus Fondsanteilen beträgt 801 Euro pro Steuerzahler (das Doppelte bei Verheirateten). Der Freibetrag (»Sparerpauschbetrag«) wird insgesamt nur einmal für alle Einkünfte aus Kapitalvermögen gewährt. • Durch einen so genannten Freistellungsauftrag kann der Steuerpflichtige die Depotstelle (Bank) im Vorhinein instruieren, dass seine jährlichen Erträge bis zur Höhe von 801 Euro steuerfrei sind (dazu besteht jedoch keine Pflicht). Dadurch wird vermieden, dass dieser Steuerfreibetrag später über die Einkommensteuererklärung »zurückgeholt« werden muss. • Bei der Ermittlung des Gewinns aus dem Verkauf von Fondsanteilen können die Nebenkosten der Anschaffung und Veräußerung berücksichtigt beziehungsweise abgezogen werden (zum Beispiel ➔ Geld-Brief-Spanne oder Ausgabeaufschläge). Bei inländischen Depots geschieht dies normalerweise automatisch. • Die »Werbungskosten« (Nebenkosten des Investierens) für Einkünfte aus Kapitalvermögen sind mit dem Sparerpauschbetrag pauschal erledigt, ausgenommen die unmittelbaren Kosten des Kaufes und Verkaufes von Finanzanlagen, die dem Anschaffungswert hinzugerechnet und dem Veräußerungswert abgezogen werden. Schuldzinsen, die bei einer etwaigen Kreditfinanzierung abgeltungsteuerpflichtiger Anlagen anfallen, können nicht steuerlich als Werbungskosten in Abzug gebracht werden; die Aufwendungen für Finanzberatung und andere Nebenkosten des Geldanlegens typischerweise ebenfalls nicht.
[5] Ausländische Quellensteuern bei Fonds, Quasi-Quellensteuer auf in Deutschland ➔ domizilierte Aktienfonds	• Quellensteuern werden von den meisten Staaten (einschließlich DE, AT, CH) erhoben, wenn Dividenden, Zinsen oder Mieterträge, die aus inländischen »Quellen« stammen, an im Ausland ansässige Empfänger gezahlt werden (Beispiel: Siemens zahlt eine Dividende an einen Aktionär, der steuerlich in Spanien ansässig ist – hier behält der deutsche Staat Quellensteuer ein). Im Allgemeinen sind ausländische Quellensteuern auf die deutsche Einkommensteuer anrechenbar. Von diesem Grundsatz bestehen jedoch vielfältige Ausnahmen. Außerdem scheitert die Anrechnung oft daran, dass der Anleger den damit verknüpften Verwaltungsaufwand scheut oder den Anrechnungsantrag ganz einfach vergisst. Seit Anfang 2018 sind Quellensteuern im Falle von Aktieninvestmentfonds nicht mehr auf die Abgeltungsteuer anrechenbar. Im Gesamtkontext der neuen Steuerregeln ist das jedoch kein Nachteil (siehe Details weiter unten). • Ein in Industrieländern typischer Quellensteuersatz auf Dividenden beträgt 25%. Bei einer ➔ Dividendenrendite von 2,5%, würde das 0,625 »Renditeprozente« betragen (25% × 2,5%). Über so genannte Doppelbesteuerungsabkommen (DBA) zwischen zwei Staaten können solche Quellensteuern unter bestimmten Voraussetzungen reduziert werden.

Steuerlicher Sachverhalt	Erläuterung
	• Quellensteuern auf Zinseinkünfte sind in den meisten Staaten etwas niedriger als diejenigen auf Dividenden. Das gilt insbesondere für Zinsen, die innerhalb der EU an ausländische Privatanleger gezahlt werden. • Für in Deutschland ➔ domizilierte Fonds werden Dividenden (nicht aber Zinsen) aus deutschen Quellen (Beispiel: Eine Dividende von BASF fließt an einen in Deutschland domizilierten Fonds) oder deutsche Immobilienerträge (Mieterträge und Immobilienveräußerungsgewinne) auf Fondsebene einer Quasi-Quellensteuer von 15% unterworfen. (Nota bene: Von den ETFs, die in Deutschland vertrieben werden, ist nur eine kleine Minderheit in Deutschland domiziliert.) • Quellensteuern sind im Falle von Investmentfonds nicht auf die deutsche Einkommensteuer (Abgeltungsteuer) anrechenbar. Dies wird durch die »Teilfreistellung« auf Fondsebene (siehe nachfolgende Ziffer 6) kompensiert. Deswegen ist es nun besonders wichtig, Möglichkeiten zur Senkung der Quellensteuerbelastung zu nutzen. • Ausschüttungen von Investmentfonds unterliegen keiner eigenen Quellensteuer des Fondsdomizillandes. • Gerade weil ausländische Quellensteuern bei Fonds nicht mehr auf die deutsche Abgeltungsteuer anrechenbar sind, kann es für den Steuerpflichtigen Sinn machen, auf den folgenden Quellensteuergesichtspunkt zu achten: In den allermeisten Doppelbesteuerungsabkommen (DBA) zwischen zwei Staaten sind Investmentfonds nicht selbst »abkommensberechtigt«. Irland als Fondsdomizilland ist hier eine positive Ausnahme. Das Land hat mehr DBAs als andere relevante Länder, die den in Irland domizilierten Investmentfonds eine eigene Abkommensberechtigung verleihen. Das kann für deutsche Anleger ein steuerlicher Vorteil sein. Beispiel: Ein in Irland aufgelegter global investierender Aktien-ETF bezieht eine Dividende von Apple Inc. Die US-Quellensteuer auf solche Dividenden beträgt ohne DBA-Abkommensberechtigung 30%. Irische Investmentfonds (UCITS-Fonds) sind in der Regel jedoch abkommensberechtigt unter dem Irland-USA-DBA und erzielen dadurch eine Quellensteuerreduktion von 30% auf 15%. Einen vergleichbaren Vorteil besäße ein entsprechender ETF mit Domizil in Luxemburg, Frankreich oder Deutschland nicht. Unterstellen wir eine normale Dividendenrendite von 2,5%, einen ausschüttenden Fonds und die deutsche Abgeltungsteuer von 26,375% (inkl. SolZ). Dann sieht die Nettodividende nach US-Quellensteuern und nach deutscher Abgeltungsteuer so aus: (a) Irischer ETF: 2,5% × (1 – 15%) = 2,13%. (b) Luxemburger ETF: 2,5% × (1 – 30%) = 1,75%.Die deutsche Besteuerung auf Fondsebene und Anlegerebene ist dann wieder gleich, sodass der Vorteil der irischen Fonds am Ende nicht ganz so groß ist. Ferner muss man konzedieren, dass die irischen DBAs nicht in allen relevanten Ländern diesen Vorteil haben und der Nicht-DBA-Quellensteuersatz außerdem in den meisten Ländern lediglich 25% oder weniger beträgt. Auf ein globales Aktienportfolio bezogen, wäre der Gesamtvorteil mithin niedriger als in unserem Rechenbeispiel für die USA, wobei der Anteil der USA in einem Weltportfolio natürlich nicht unbedeutend ist.

Steuerlicher Sachverhalt	Erläuterung
[6] Besteuerung von Dividenden, Zinsen und Immobilienerträgen (Mieterträge und auf Fondsebene realisierte Immobilienveräußerungsgewinne) – es wird unterstellt, dass weder ein etwaiger Freistellungsauftrag (siehe Ziffer 4) noch eine etwaige Nichtveranlagungsbescheinigung greift	• Diese laufenden Erträge unterliegen auf der Ebene des Anlegers der Abgeltungsteuer. Grundsätzlich gilt das bei Fonds sowohl im Ausschüttungs- als auch im Thesaurierungsfall. • Ein Teil dieser Erträge wird jedoch von der Besteuerung freigestellt (»Teilfreistellung«). Die Höhe der Teilfreistellung hängt vom Fondstyp ab. Bei Privatanlegern gelten die folgenden Teilfreistellungsquoten: Aktienfonds 30% (einschließlich Immobilienaktienfonds), Mischfonds 15%, Offene Immobilienfonds mit mindestens 51% deutschen Immobilien 60%, Offene Immobilienfonds mit mindestens 51% ausländischen Immobilien 80%. Bei Anleihenfonds gibt es keine Teilfreistellung. • Die Teilfreistellung ist eine Kompensation für die Quellensteuern und die »Quasi-Quellensteuer« auf Fondsebene (siehe Ziffer 5).
[7] Besteuerung der in Ziffer 6 genannten Erträge, wenn sie vom Fonds ausgeschüttet werden (ausschüttende Fonds)	• Diese Ausschüttungen werden zum Zeitpunkt der Ausschüttung (Zuflussprinzip) der Abgeltungsteuer unterworfen. Dabei kommt der Anleger in den Genuss der in Ziffer 6 erwähnten Teilfreistellung. Hier ein Rechenbeispiel für eine ausgeschüttete Dividende aus einem Aktienfonds: Die Dividende betrage 1 Euro. Daher ist die Steuerlast = € 1 × 26,375% × (1 – 30%) = € 0,1846 (also 18,5%). Es wird hierbei angenommen, dass der in Ziffer 4 genannte Sparerpauschbetrag schon voll ausgeschöpft war.
[8] Besteuerung der in Ziffer 6 genannten Erträge, wenn sie vom Fonds thesauriert werden (thesaurierende Fonds)	• Diese Erträge werden als dem Anleger am 31. Dezember des Steuerjahres zugeflossen behandelt. • Thesaurierte Erträge werden – anders als ausgeschüttete Erträge – im Weg eines Pauschalverfahrens besteuert (»Vorabpauschale«). Die Depotstelle des Anlegers führt das Pauschalverfahren für den Anleger aus, vorausgesetzt, das Depot befindet sich im Inland. Diese Pauschalsteuer führt – solange das Zinsniveau so niedrig ist wie Mitte 2018 – dazu, dass thesaurierte Erträge etwas günstiger besteuert werden als ausgeschüttete Erträge. Aufgrund der Methodik der Vorabpauschale dürfte das so lange der Fall sein, bis die Zinsen (Umlaufrendite) für 10-jährige Bundesanleihen auf etwa 3,8% p.a. gestiegen sind (Mitte 2018 lagen sie bei etwa 0,4% p.a.). • Werden in einem Kalenderjahr Dividenden in einem Fonds thesauriert und fallen zugleich Kursverluste an, die die thesaurierten Dividenden übersteigen, kommt es zu keiner Besteuerung der Dividenden. Dies ist ein weiterer steuerlicher Vorteil von thesaurierenden Fonds gegenüber ausschüttenden Fonds.
[9] Depots bei verschiedenen Banken	• Hat ein Anleger Wertpapierdepots bei mehreren inländischen Banken, ist zu beachten: (a) Über »Bankgrenzen« hinweg wird die Verlustverrechnung (siehe Ziffer 10) nicht automatisch funktionieren. (b) Der bei einer einzelnen Bank eventuell nicht ausgenutzte Teil eines Freistellungsauftrages (Sparer-Pauschbetrag, siehe Ziffer 4) wird nicht automatisch auf eine andere Bank übertragen, wenn diese Übertragung vorteilhaft wäre. • Diese »technischen« Probleme können gegebenenfalls über die Steuererklärung korrigiert werden.

Steuerlicher Sachverhalt	Erläuterung
[10] Verlustverrechnungsmöglichkeiten, Verlustvortrag	• Verluste aus der Veräußerung von Fondsanteilen können innerhalb eines Steuerjahres mit sämtlichen positiven Kapitalerträgen verrechnet werden. Sofern ein Anleger nur ein Depot bei einer inländischen Bank unterhält, müsste das normalerweise automatisch passieren. • Der vorgenannte Punkt gilt nicht für Verluste aus Direktanlagen in Aktien: Bei ihnen können Veräußerungsverluste nur mit Gewinnen aus anderen Aktiengeschäften verrechnet werden. • Verluste aus dem Verkauf von so genannten Altfällen (siehe Ziffer 3) können nicht zur allgemeinen Verlustverrechnung verwendet werden. • Verluste aus Kapitalvermögen dürfen im Allgemeinen nicht mit Einkünften aus den anderen sechs Einkunftsarten verrechnet werden. • In einem bestimmten Steuerjahr nicht genutzte Verluste aus Kapitalvermögen können unbegrenzt in die Zukunft vorgetragen werden, also mit positiven Einkünften in einem der Folgejahre verrechnet werden. Sofern die Depotstelle im Inland (DE) liegt, sollte dies bei ETFs normalerweise automatisch durch die Depotstelle erfolgen.
[11] Individuelle Veranlagung, Günstigerprüfung	• Liegt der persönliche Einkommensteuersatz bei weniger als 25,0%, kann auch bezüglich der Kapitalertragsteuer ein Antrag auf eine jährliche Steuerherabsetzung erreicht werden (»Günstigerprüfung«). Das könnte für Anleger interessant sein, die kein oder nur ein geringes Einkommen beziehen.

Die Abgeltungsteuer für Fondsanlagen wird in den folgenden Broschüren detaillierter als in diesem Abschnitt erläutert. Die Broschüren sind im Internet zum kostenlosen Download in der jeweils aktuellsten Version verfügbar (googeln Sie die angegebenen Titel): (a) *Deutsche Bank – Merkblatt für den inländischen Steuerzahler;* (b) *Allianz – Informationen für Privatanleger. Investmentfonds und Steuern;* (c) *BVI – Investmentsteuerreform kompakt – was sich ab 2018 ändert.*

Was die allgemeine Frage der Einschätzung und Gewichtung von (erwarteten) Steuervorteilen der Anlage A über die Anlage B betrifft: Es ist fast immer ein gravierender Fehler, einen Steuervorteil zu einem dominierenden Kriterium bei der Auswahl eines Investments zu machen. Mit keinem Anlageprodukt haben deutsche Anleger in den vergangenen 20 Jahren ähnlich katastrophale Renditen erfahren, wie mit Geschlossenen Fonds (siehe Kapitel 11). Bei diesen war regelmäßig ihr vermeintlicher Steuervorteil das Verkaufsargument Nr. 1 oder 2. Erwartete Steuervorteile sollten als Entscheidungskriterium bei der Auswahl zwischen unterschiedlichen Investments normalerweise immer erst an sechster Stelle liegen, nach Ausmaß von Interessenkonflikten beim Verkäufer, (Vorsteuer-)Rendite, Risiko, Liquidität und Kosten.

Kurioserweise übersehen die meisten Privatanleger einen mit Aktienanlagen ganz einfach zu erzielenden Steuervorteil. Gemeint ist der so genannte ➔ Barwertvorteil »nachgelagerter« Steuerzahlungen auf Kursgewinne im Falle von Buy-and-Hold mit Aktien, einschließlich Aktien-ETFs (➔ Barwert). Hier gilt: Je länger die Halteperiode, desto stärker der Rückgang des *effektiven* Steuersatzes. Vom effektiven Steuersatz im Unterschied zum gesetzlichen oder statutarischen Steuersatz spricht man, wenn der Zeitwert des Geldes, der Zinseszinseffekt und eventuell andere Faktoren, die die tatsächliche Steuerbelastung mindern, bei der Ermittlung der Steuerquote (tatsächliche Steuerbelastung) mit in Betracht gezogen werden, so wie es eigentlich jede Finanzrechnung, die über ein einzelnes Jahr hinausreicht, korrekterweise tun sollte.

Infobox: Die Einpreisung von Steuervorteilen

Viele Anleger glauben, dass Steuervorteile automatisch zu Renditevorteilen führen. Diese Annahme ist falsch. Um das zu zeigen, machen wir das folgende Gedankenexperiment: Investment A und Investment B sind in allen wesentlichen Eigenschaften vollkommen identisch bis auf einen Unterschied: Die Erträge aus Investment A sind steuerfrei, während die Erträge aus Investment B jährlich mit 25% besteuert werden. Kann man deswegen erwarten, dass Investment A in die Zukunft gerichtet eine höhere Nettorendite, also eine Rendite nach Steuern haben wird? Nein. Wir haben gesagt, dass Investment A und Investment B – bis auf ihre unterschiedliche Besteuerung – in jeder Hinsicht gleich sind. Sie sind also auch gleich risikoreich und produzieren den gleichen Vorsteuer-Cash-Flow. Der Markt (die Anlegergemeinschaft) weiß das. Wenn das so ist, wird der Preis von Investment A so weit steigen und/oder der Preis von Investment B so weit fallen, dass beide, unter Berücksichtigung der ungleichen Besteuerung, danach die gleiche erwartete Nettorendite haben. Dieser Vorgang nennt sich »Arbitrage« und ist eine völlig unkontroverse Grundannahme in der Ökonomie. Das universelle Wirken von Arbitrage wird in wirtschaftswissenschaftlichen Aufsätzen weltweit jeden Tag neu nachgewiesen. Fazit: Steuervorteile sind normalerweise eingepreist und damit entscheidungslogisch irrelevant.

Weil bekannte Steuervorteile typischerweise eingepreist sind, wissen Sie nun auch, dass diese in der Regel keinen Nachsteuervorteil erzeugen. Solche Steuervorteile können allenfalls im *negativen* Sinne eine Renditeimplikation für Anleger X bewirken, nämlich dann, wenn er

aus irgendeinem Grund einer derjenigen Anleger ist, die einen bestimmten Steuervorteil von Investment Y im Unterschied zu vielen anderen potenziellen Investoren *nicht* nutzen kann. Wenn Anleger X dieses Investment kauft, kann das nachteilig für ihn sein, denn der Marktpreis »unterstellt« einen Steuervorteil, den X jedoch gar nicht hat. X zahlt in diesem Fall zu viel.

Unabhängig vom Einpreisungsargument sollten – wie in diesem Kapitel 9 ausgeführt wird – erwartete Steuervorteile sowieso nie ein dominierendes Auswahlkriterium für ein Investment sein. Andere Kriterien haben im Durchschnitt und auf lange Sicht fast immer einen größeren Einfluss.

Ein Anleger, der seine Aktien oder Aktienfonds mehr oder weniger laufend kauft und verkauft (also Aktien oder Aktien-ETF-Anteile im Depot durchschnittlich nur ein Jahr oder wenige Jahre hält), hat diesen Steuervorteil nicht oder nur in sehr geringem Maße. Man profitiert von ihm nur bei sehr langfristigem Buy-and-Hold. Tabelle 14 illustriert und quantifiziert den Steuervorteil anhand von konkreten Zahlenbeispielen.

Die der Berechnung in Tabelle 14 zugrundeliegenden Annahmen lauten wie folgt: Anfängliches Einmalinvestment von 100 Euro in Aktien. Nominale Kursrendite 6% p.a., Dividendenrendite 2,5%, nominale Gesamtrendite 8,5% p.a. Der Buy-and-Hold-Anleger realisiert Kursgewinne erst am Ende der in der obersten Tabellenzeile genannten Anlageperiode, der aktive Anleger realisiert Kursgewinne einmal im Jahr. Die Dividendeneinkünfte werden bei beiden Anlegertypen jährlich besteuert. Der Steuersatz beträgt 27,995% (Abgeltungsteuer + Solidaritätszuschlag + Kirchensteuer von 9%).

Die technischen (finanzmathematischen) Gründe für das Zustandekommen dieses ➔ Barwertvorteils werden in ➔ SIMIE (2018) näher erläutert.

In Wirklichkeit dürfte der zu erwartende Endwertvorsprung eines Buy-and-Hold-Anlegers bei langen Anlageperioden noch größer sein als in Tabelle 14 beziffert, weil wir hier die notwendigerweise höheren Transaktionskosten des aktiven Anlegers ignoriert haben.

Bei einem im Zeitablauf allmählich erfolgenden Investment, wie zum Beispiel einem Fondssparvertrag, wäre der Vorteil – da die »zeitgewichtete« Investitionsperiode kürzer ist – naturgemäß geringer, aber auf jeden einzelnen Euro bezogen bestünde der Vorteil grundsätzlich in gleicher Weise.

Tabelle 14: Barwertvorteil bei Aktienanlagen durch Buy-and-Hold – Vergleich der steuerlichen Belastung eines aktiven Anlegers (häufiges Kaufen und Verkaufen) mit der eines passiven Buy-and-Hold-Anlegers

Steuereffekte bei einem aktiven gegenüber einem Buy-and-Hold-Anleger (B&H-Anleger)	Nach 1 Jahr	Nach 10 Jahren	Nach 20 Jahren	Nach 30 Jahren	Nach 40 Jahren
Vorsteuerrendite für beide Anlegertypen	8,5% p.a.	8,5% p.a.	8,5% p.a.	8,5% p.a.	8,5% p.a.
Vermögensendwert nach Steuer aktiver Anleger	€ 106	€ 181	€ 328	€ 594	€ 1076
Vermögensendwert nach Steuer Buy-and-Hold-Anleger	€ 106	€ 188	€ 374	€ 768	€ 1604
Vorsprung Endvermögen B&H-Anleger	0%	+4%	+14%	+29%	+49%
Effektiver Steuersatz aktiver Anleger	27,995%	27,995%	27,995%	27,995%	27,995%
Effektiver Steuersatz B&H-Anleger	27,995%	23,5%	19,8%	17,3%	15,5%
Nachsteuerrendite aktiver Anleger	6,1% p.a.	6,1% p.a.	6,1% p.a.	6,1% p.a.	6,1% p.a.
Nachsteuerrendite B&H-Anleger	6,1% p.a.	6,5% p.a.	6,8% p.a.	7,0% p.a.	7,2% p.a.

► Die Wirkung der österreichischen Kapitalertragsteuer (KESt) von 27,5% ist diesbezüglich mit der deutschen Abgeltungsteuer von 25% plus SolZ und Kirchensteuer vergleichbar. In der Schweiz sind Kursgewinne von Wertpapieren für Privatanleger steuerfrei; auf Dividenden- und Zinserträge ist die normale Einkommensteuer zu entrichten. ► Der Barwertvorteil von Buy-and-Hold bei Aktien ist im Prinzip zugleich ein struktureller steuerlicher Vorteil gegenüber zinstragenden Anlagen, bei denen langfristig keine oder weniger Kursgewinne zu erwarten sind.

Fazit

- Steuern oder, präziser formuliert, die Minimierung von Steuern, sollten niemals eines der wichtigsten Entscheidungskriterien bei der Auswahl eines Investments sein.
- Der Barwertvorteil von diszipliniertem, sehr langfristigem Buy-and-Hold bei Aktien- und Aktienfondsanlagen kann enorme Größenordnungen annehmen. Zu Unrecht taucht er in den üblichen Diskussionen über alternative Anlagestrategien im Internet und den Finanzmedien so gut wie nie auf. Vermutlich, weil er »unsexy« ist. Das ist ein Beispiel dafür, wie oft diese Diskussionen die wirklich wichtigen Renditestellhebel außer Acht lassen.

10 DIE KRITIK AN ETFS UND AM PASSIVEN INVESTIEREN

»Die fundamentalen Prinzipien, die mit dem ersten Indexfonds 1976 eingeführt wurden, sind simpel: Kaufen Sie den gesamten Aktienmarkt und halten ihn ‚für immer', eliminieren Sie hohe Beratungsgebühren, minimieren Sie Betriebskosten und Portfolioumschlag. Diese einfachen Regeln haben sich bewährt.«

John Bogle, Indexfonds-Pionier, legendärer Anlegerschützer und ehemaliger Vorstandsvorsitzender von Vanguard, der zweitgrößten Fondsgesellschaft der Welt

In dem Maße, wie Indexfonds einschließlich ETFs ab etwa 2008 schneller als in den Jahrzehnten zuvor an Popularität hinzugewannen[61], wurde die Kritik an ihnen lauter. Nun ist das Problemherbeireden dann, wenn irgendetwas (vorrübergehend) schnell wächst, heutzutage normal, doch im Falle von Indexing und ETFs ist manche Kritik besonders schrill. Dabei fällt zuallererst auf, dass diejenigen, die am lautesten wettern, fast ausnahmslos Vertreter von Banken und aktiv gemanagter Fonds sind, also Personen mit einem scheunentorgroßen Interessenkonflikt, wenn es um die Beurteilung von Indexfonds geht.

Nachfolgend die häufigsten Anti-Indexing-Argumente in aller Kürze.[62]

Argument 1: *Der Marktanteil von Indexing ist mit über 25% schon gefährlich hoch, und er steigt offenbar weiter.* **Die Fakten:** Der globale Marktanteil von passivem Investieren – darum geht es hier – beträgt nicht 25%, sondern bewegt sich aktuell wohl eher im Bereich von 1% bis 2%. Man muss ihn nur richtig berechnen wollen.

Argument 2: *Passiv investieren ist fragwürdig, weil es nur funktioniert, solange nicht alle passiv investieren.* **Die Fakten:** Ja, die Vorteile von passiv Investieren bestehen in der Tat nur, weil und solange nicht alle Marktteilnehmer passiv investieren – ein absurd blutarmes Argument gegen Indexing. Zunächst einmal

61 Der erste Indexfonds (für institutionelle Anleger) entstand 1973 in den USA, also vor über 45 Jahren.

62 Detaillierter als in diesem Abschnitt gehe ich auf Anti-Indexing-Argumente in Kommer 2016b und Kommer 2017c ein.

kann man genau dasselbe über jede einzelne der unendlich zahlreichen aktiven Anlagestrategien sagen. Keine von ihnen kann von allen Anlegern gleichzeitig angewandt werden. Entweder ist das technisch unmöglich oder die Strategie würde dann nicht mehr funktionieren, wenn sie es denn je tat. Aber viel wichtiger: Die allermeisten Aktivitäten von Menschen – mit der Ausnahme von Atmen und einigen wenigen anderen – funktionieren überhaupt nicht oder jedenfalls schlechter, wenn alle Menschen diese Aktivitäten gleichzeitig ausüben würden. Das ist trivial, und niemand hat ein Problem damit. Aus eher durchsichtigen Gründen sorgen sich viele Vertreter der aktiven Investmentbranche fürchterlich über diese Banalität in Bezug auf Indexfonds und speziell ETFs. Doch wie dem auch sei: Wenn der korrekt berechnete globale Marktanteil von passivem Investieren von derzeit 1% bis 2% auf 80% gestiegen ist, dann kann sich jeder passive Anleger auf der Basis der dann vorliegenden Fakten immer noch überlegen, ob er von diesem Punkt an ins aktive Lager wechselt.

Argument 3: *Passive Anleger sind Trittbrettfahrer der aktiven Anleger:* **Die Fakten:** Ja, das sind sie, genauso wie die Käufer von Gebrauchtwagen Trittbrettfahrer des Neuwagenmarktes sind. Es existieren Tausende von Märkten, auf die das bizarre Trittbrettfahrerargument anwendbar wäre. In dieser Logik ist Ebay ein einziger Trittbrettfahrermarkt, der gesamte Arbeitsmarkt ein Trittbrettfahrer des staatlichen Schulwesens und der thailändische Touristikmarkt ein Trittbrettfahrer des Verkehrsflugzeugmarktes.

Argument 4: *Indexing beeinträchtigt das angemessene Funktionieren der Kapitalallokationsfunktion der Finanzmärkte. Wenn es zu viel Indexing gibt, kommt diese volkswirtschaftlich essenzielle Funktion zum Erliegen.* **Die Fakten:** Das Traden (Handeln) von Aktien und Anleihen zwischen Börsenteilnehmern, inklusive Fondsmanagern, ist für die Emittenten der Aktien und Anleihen, also die Unternehmen und den Staat, völlig Cash-Flow- und gewinnneutral. Die Bedeutung der Kapitalallokationsfunktion der Finanzmärkte wird dramatisch überschätzt. Tatsächlich ist es die *Realwirtschaft*, die Unternehmen im Wege des Kaufes von Produkten Kapital zu- und im Wege des Nicht-Kaufes entzieht, sprich Konsumenten und die Einkäufer in Unternehmen, die für eine effiziente Kapitalallokation verantwortlich sind. Es ist die Realwirtschaft, nicht Fonds-

manager, die Apple Inc. zum wertvollsten Unternehmen der Welt gemacht hat (2018), und Nokia, den früheren Marktführer bei Mobiltelefonen, ins wirtschaftliche Nirwana trieb.

Argument 5: *Die drei größten Indexfondsanbieter, BlackRock, Vanguard und State Street, halten bei einzelnen Unternehmen bis zu 25% der Aktienstimmrechte. Das ist gefährlich viel Marktmacht.* **Die Fakten:** Hier werden willkürlich die Beteiligungsquoten getrennter, miteinander scharf konkurrierender Wettbewerber aufaddiert. Die aufsummierte Zahl als relevante Größe für kartellrechtliche Einwände zu betrachten, ist absurd.

Argument 6: *Ein Zusammenbruch der genannten drei größten Indexfondsanbieter würde die globale Finanzarchitektur in Gefahr bringen.* **Die Fakten:** Hinter diesem Argument steckt die Unkenntnis des fundamentalen Unterschieds zwischen Großbanken, deren Zusammenbruch tatsächlich Systemrelevanz haben kann, und dem ganz anderen Geschäftsmodell von Fondsgesellschaften. Selbst ein 80%iger Börsen-Crash würde das Vermögen der Fondsgesellschaft nicht schädigen, weil diese Verluste das Vermögen der *Anleger* beträfen, nicht das der Fondsgesellschaft. Lediglich die Einnahmen der Fondsgesellschaft aus Aktienfonds würden schrumpfen (deutlich weniger bis gar nicht die aus Anleihenfonds).

Infobox: Warum Performance-Fees Ihnen schaden

In den vergangenen 20 Jahren sind die Gebühren von ETFs stetig gefallen. Sie betragen heute im Allgemeinen nur ein Fünftel bis ein Zehntel von einem vergleichbaren aktiv gemanagten Investmentfonds. Seit der Finanzkrise, die einmal mehr das Versagen der allermeisten aktiv gemanagten Fonds gezeigt hat, hat sich deswegen der Gebührendruck auf die traditionelle Fondsindustrie verstärkt. Manche dieser Fondsgesellschaften senkten ihre Gebühren in begrenztem Umfang, aber im Gegenzug führen sie so genannte Performance-Fees (PFs), also Gewinnbeteiligungen ein. Wer mit diesem Thema nicht gut vertraut ist, könnte meinen,

dass PFs eine anlegerfreundliche Maßnahme seien, denn schließlich würden sie eine »Gleichrichtung« der Interessen des Fondsmanagers und der Anleger fördern. Mitnichten. PFs sind aus mehreren Gründen abzulehnen: (a) Sie begünstigen einseitig die Fondsgesellschaft. Sie ist mit der PF nur an Gewinnen beteiligt, nicht aber an Verlusten. Eine faire Teilung von Risiko und Chance aus dem Geld des Anlegers sieht anders aus. (b) Sofern der Fonds eine mittlere, marktdurchschnittliche Performance produziert, kostet die PF den Anleger auf lange Sicht rund einen Prozentpunkt Rendite (rechnen Sie anhand eines konkreten Beispiels selbst nach, wenn Sie das nicht glauben). Das ist heftig, wenn man sich die lauwarme Leistung vergegenwärtigt. Wenn der Fonds hingegen besonders gut rentiert, kann die PF den Anleger in Extremfällen bis zu zwei Prozentpunkte Rendite kosten. Das erscheint sehr teuer. Sofern der Fonds dagegen »krass absäuft«, wie über ein Drittel aller Fonds, zahlen Sie keine PF, haben aber ohnehin ins Klo gegriffen. (c) Performance-Fees können dazu führen, dass der Fondsmanager im letzten Quartal des Jahres besonders hohe Risiken eingeht, um die Chance zu wahren, die PF doch noch zu vereinnahmen, wenn das ansonsten fraglich wäre. Auch das ist nicht im Interesse des Anlegers.

Argument 7: *Die Struktur mancher ETF-Typen ist risikoreich. Gemeint sind damit Swap-ETFs (siehe Kapitel 5), so genannte gehebelte ETFs (Leveraged ETFs) und inverse ETFs (siehe deren Beschreibung in Kapitel 5).* **Die Fakten:** Der globale Marktanteil von Swap-ETFs liegt bei mickrigen 2% mit sinkender Tendenz. Die Marktanteile von inversen ETFs und Leveraged ETFs sind noch kleiner. In den 25 Jahren, seit der erste ETF 1993 auf den Markt kam, hat weltweit noch nie ein Privatanleger einen Schaden aus der *rechtlichen* ETF-Struktur erlitten, auch nicht aus Swap-ETFs. Gleiches kann man leider für offene oder geschlossene Immobilienfonds, Kapitallebensversicherungen und Zertifikate nicht sagen.

Argument 8: *ETFs sind liquider als manche Wertpapiere, in die sie investieren. In einer Marktkrise mit austrocknender Liquidität kann das nicht gutgehen.*

Die Fakten: Dass Fondsanteile in manchen Fällen liquider sind als die Assets, in die sie investieren, ist kein ETF-spezifischer Sachverhalt. Er gilt für viele Typen von »kollektiven Investmentvehikeln«, zum Beispiel für offene und geschlossene Immobilienfonds, Pensionsfonds, → Hedge-Fonds, so genannte institutionelle ABS-Fonds[63] und viele Fonds von institutionellen Anlegern. Bei ETFs trifft diese Kritik letztlich nur auf eher kleine Nischensegmente zu, wie zum Beispiel Hochzinsanleihen-ETFs, und kaum auf ETFs, die in normale Aktien, Staatsanleihen und Unternehmensanleihen mit → Investment-Grade-Rating investieren. Im Übrigen wäre die Position eines Direktanlegers in den entsprechenden illiquiden Wertpapieren in einer schweren Marktkrise mit großer Wahrscheinlichkeit nicht besser als die Position eines ETF-Anlegers in diesen Wertpapieren.

Argument 9: *Wertpapierleihe ist ein obskures, risikoreiches Seitengeschäft von ETFs und kann schwer beurteilbare Risiken mit sich bringen.* **Die Fakten:** Wertpapierleihe darf unterschiedslos von *allen* Investmentfonds – aktiven und passiven – praktiziert werden, und eben nicht nur von ETFs. Wertpapierleihe existiert seit Jahrzehnten und hat bisher noch nie – auch nicht in den zwei großen Börsenkrisen nach dem Jahr 2000 – nennenswerte Schäden bei Anlegern verursacht. Wertpapierleihe ist ein streng reglementiertes und reguliertes risikoarmes, aber natürlich nicht risikofreies Geschäft, das geringe Zusatzeinnahmen für Fonds generiert, die Anlegern direkt oder indirekt zugute kommen.

Fazit

- Kein Finanzprodukt in den vergangenen 50 Jahren hat weltweit einen größeren Nutzen für Kleinanleger produziert als Indexfonds einschließlich ihrer ETF-Variante.
- Da Indexfonds, und besonders ETFs, in den vergangenen rund zehn Jahren ein global erfolgreiches Finanzprodukt geworden sind und da die Verbreitung von ETFs

63 ABS steht für »Asset Backed Securities«, also »Verbriefungen« von z. B. Immobilienkrediten, wie die bekannten »Subprime-Mortgage-Anlagen« in den USA. Die Kursrückgänge dieser Fondsanlagen lösten die große Finanzkrise ab 2008 aus. Der Hollywood-Film *The Big Short* beschreibt dieses Desaster auf höchst unterhaltsame Weise.

(und Indexfonds im Allgemeinen) die dicken Margen der traditionellen Finanzbranche bedroht, können wir mit Sicherheit davon ausgehen, dass die in den Medien verbreitete Kritik an ihnen nicht abnehmen wird.

- Der größte Teil dieser Kritik ist sachlich falsch. Tröstlich dabei ist, dass diese Kritik in manchen Fällen während der vergangenen Jahre dazu beigetragen hat, ETFs noch sicherer und noch transparenter zu machen.

11 17 ANLAGEPRODUKTE, VON DENEN SIE DIE FINGER LASSEN SOLLTEN

»Finanzinstitute sind nicht deine Freunde.«

Finanzprofessor Laurence Kotlikoff und Wirtschaftsjournalist Scott Burns in ihrem Investmentbuch Spend 'til The End, *2008*

Erfolgreich investieren bedeutet erfolgreiche Fehlervermeidung und die ist für den langfristigen Anlageerfolg im Sinne der Erreichung eines hohen oder gewünschten Endvermögens, zum Beispiel für den rechtzeitigen Eintritt in den Ruhestand, genauso wichtig und vielleicht wichtiger als ein »gut strukturiertes Depot mit geringen Kosten«. Anders formuliert: Nachhaltiger Anlageerfolg hängt zuallererst ganz banal davon ab, um schlechte Anlageprodukte einen großen Bogen zu schlagen und fundamentale Verhaltensfehler zu vermeiden, wie zum Beispiel Performance-Chasing zu praktizieren (siehe Infobox in Abschnitt 3.5) oder einen interessenkonfliktbehafteten Finanzdienstleister zu engagieren (siehe Abschnitt 3.5).

Damit Sie einen großen Bogen um schlechte Anlageprodukte schlagen können, werden nachfolgend einige Anlageprodukte genannt und jeweils knapp beschrieben. Natürlich kann eine so kurze Darstellung nicht auf alle wichtigen Spezialaspekte bei diesen Produkten eingehen und auch nicht auf die speziellen, vielleicht ungewöhnlichen Umstände eines einzelnen Anlegerhaushaltes. Wenn Sie sich detaillierter über eines dieser »Bad Products« informieren möchten, könnten Sie das über die Bücher Bareis/Nauhauser (2008) und Loipfinger (2018) tun. Auch die Verbraucherschutz-Webseiten *www.finanztip.de* und – in Bezug auf Versicherungsprodukte – *www.bundderversicherten.de* helfen oft weiter.

Bankguthaben oberhalb der gesetzlichen Einlagensicherungsgrenze: Damit sind Guthaben auf Girokonten, Festgeld- oder Termingeldkonten, Tagesgeld-

konten und sonstigen Sparkonten gemeint (siehe Infobox in Abschnitt 3.2). Die gesetzliche Einlagensicherungsgrenze liegt in Deutschland und den meisten EU-Staaten bei 100 000 Euro oder dem Gegenwert in der lokalen Währung pro Bankinstitut und Kontoinhaber. Nach der weltweiten Bankenkrise 2008/2009 sollte jedem Sparer oder Anleger glasklar sein, dass Banken Konkurs gehen können und das sehr häufig auch tun. Noch häufiger schlittern sie haarscharf an der Insolvenz vorbei, ohne dabei formal Konkurs zu gehen. Das gilt selbstverständlich auch für die deutschsprachigen Länder, in denen jedes Jahr mehrere Banken in die Pleite oder Quasi-Pleite rutschen. In den Jahren von 2008 bis 2010 waren es gleich mehrere Dutzende. Die Aktionäre und Anleihegläubiger dieser Banken verlieren oft mehr als die Hälfte ihres Investments oder sogar fast alles. Weil der Staat oder andere Banken einspringen, kommen die Sparer und Anleger (Kontoinhaber) in den meisten Fällen – aber eben nicht immer – mit einem blauen Auge davon; oft nicht ohne eine monatelange Hängepartie durchleiden zu müssen. Bankguthaben bei einer einzelnen Bank oberhalb der 100 000-Euro-Grenze sollte kein vernünftiger Anleger für mehr als wenige Wochen riskieren und auch innerhalb dieser Grenze nur, wenn der garantierende Staat ein ➔ Rating von A+/A1 oder besser hat. Das ist eine »harte« Grundregel. Wer sie missachtet, geht damit meines Erachtens ein großes »schlechtes« Risiko ein (siehe Kapitel 6). Dass Bankguthaben sicherer sein sollen als die, relativ gesehen, sicherste aller Anlagen, nämlich kurzfristige Staatsanleihen von Staaten mit der höchsten Bonität in der »Heimatwährung« des Anlegers, ist ein unter manchen Privatanlegern nicht zu beseitigender Irrglaube.

Kapitalbildende Lebens- und Rentenversicherungen: Gemeint sind alle kapitalbildenden Lebensversicherungen, bei denen eine Todesfallabsicherung und – im »Erlebensfall« – eine Auszahlung von Kapital besteht, also klassische Kapitallebensversicherungen, fondsgebundene Lebensversicherungen und aufgeschobene Rentenversicherungen mit Todesfallschutz. Nicht gemeint sind private Rentenversicherungen ohne Todesfallabsicherung. Zu den vielfältigen Varianten von Lebensversicherungen siehe das Stichwort »Lebensversicherung« auf der deutschen Wikipedia. Kapitalbildende Lebensversicherungen sind Produkte mit zu viel überflüssiger oder schädlicher »Verpackung« (siehe Abschnitt 3.13). Sie sind ein strukturell fehlkonstruiertes Produkt, das in wohl keinem ande-

ren Land der Welt so populär war und nach wie vor ist, wie in Deutschland – schlimm für Deutschland. Immerhin ist die Erkenntnis, dass kapitalbildende Lebensversicherungen (KLVs) keine sinnvolle Geldanlage sind, in den vergangenen fünf Jahren nahezu Allgemeingut geworden. Allerdings existieren grotesk erweise immer noch so viele KLV-Verträge wie Einwohner. KLVs enttäuschen bei der erwarteten Rendite (zu niedrig) genauso wie beim Risiko (zu hoch). Das gilt für »klassische« KLVs (die die Versichertenbeiträge vorwiegend in Anleihen investieren), und das gilt für fondsgebundene KLVs, einschließlich der kleinen Zahl fondsgebundener KLVs, die in Aktien-ETFs investieren. Hauptverantwortlich für die fast immer lausigen und bei vorzeitiger Kündigung typischerweise sogar katastrophalen Renditen von KLVs sind die hohen versteckten oder offenen Kosten dieser Konstruktion. Diesen Kostennachteil mildert auch der manchmal angebotene so genannte »Nettotarif« nur partiell. Eine simple kostengünstige ETF-Anlage, beziehungsweise ein ETF-Fondssparplan wie in Abschnitt 8.1 beschrieben, ist einer KLV praktisch immer vorzuziehen. Wer unbedingt Todesfallschutz benötigt, kann diesen maßgeschneidert zu einem Bruchteil der monatlichen KLV-Prämie getrennt als reine Risikolebensversicherung erhalten. Ein besonders übles KLV-Produkt ist die Kombination von tilgungslosem Immobiliendarlehen und zusätzlicher KLV als Tilgungsersatz für Baufinanzierungen (siehe Kommer 2017a, Abschnitt 2.10.5). Lediglich »Altverträge«, also klassische KLVs (nicht jedoch fondsgebundene LVs), die vor 2005 abgeschlossen wurden, sind überwiegend erhaltenswert. Sie genießen einen für spätere Verträge nicht mehr gültigen Steuervorteil und haben vielfach attraktiv hohe Garantieverzinsungen. Außerdem sind bei diesen Altverträgen, die bei allen KLVs am Anfang entstehenden, besonders hohen Kosten (die von außen nicht erkennbar sind), bereits lange bezahlt, spielen also entscheidungslogisch im Sinne der Fortführungsrendite keine Rolle mehr. Wie die Medien seit ungefähr 2015 immer wieder berichten, befindet sich die Lebensversicherungsbranche in einer Strukturkrise, die auf Fehlentscheidungen, die Jahre und Jahrzehnte zurückliegen, zurückgehen. Diese Krise kann in den nächsten 5 bis 20 Jahren für viele Versicherungen existenzbedrohend werden. Das BaFin (deutsche Finanzaufsicht) hat bereits 34 von 84 Gesellschaften unter »intensivierte Aufsicht« gestellt (*Spiegel-Online*, 6.7.2018). Die Namen dieser Unternehmen werden jedoch geheim gehalten, da sie ansonsten von einer Kündigungswelle bedroht

wären. Ob man bestehende KLVs kündigen, verkaufen, beitragsfrei stellen oder unverändert weiterführen sollte, wird sich häufig nur verlässlich durch einen Berater aus einem Verbraucherschutzbüro oder einen interessenkonfliktfreien Honorarberater klären lassen. Ausführlich zu den vielen Problemen bei diesem Anlageprodukt siehe Loipfinger 2018, S. 69 ff.

Geschlossene Fonds: Mit dieser »typisch deutschen« Fondskonstruktion werden Immobilien, Flugzeuge, Schiffe, Container, Windfarmen, Filme und ähnliche Projekte finanziert. In den USA, Großbritannien und den Niederlanden – drei Ländern mit besserem gesetzlichem Anlegerschutz als Deutschland – waren solche Fonds-Fehlkonstruktionen für den Vertrieb an Privatanleger jedenfalls in den vergangenen 20 Jahren nicht zugelassen. Es ist das Anlageprodukt mit am meisten schädlicher, überflüssiger »Verpackung« (siehe Abschnitt 3.13). Von Geschlossenen Fonds (GF) ist aus vielen Gründen nahezu ausnahmslos abzuraten: (a) Sie haben extrem hohe offene und versteckte Nebenkosten wie zum Beispiel bis zu 30% anfängliche »Set-up-Kosten« (»Weichkosten« im Branchenjargon), die von außen kaum erkennbar sind. (b) Sie sind hoch komplex und außerordentlich intransparent. (c) Der Anleger geht unübersehbare Rechts- und Haftungsrisiken ein (einschließlich einer denkbaren Nachschusspflicht, wenn der Fonds in Schieflage gerät). (d) Es existieren keine objektiven historischen Renditedaten zu GFs, die länger als ein paar Jahre zurückreichen. (e) Sie stellen keine angemessene Diversifikation dar (Klumpenrisiken wegen Beschränkung auf wenige Investitionsobjekte). (f) Die vom Fonds-Initiator gemachten Renditevorhersagen sind oft überoptimistisch und stammen von einer Institution, die einem eklatanten Interessenkonflikt unterliegt. (g) Die der Prognose zugrundeliegenden steuerlichen Parameter können sich in der Realität beinahe jederzeit ändern. (h) Etwaige Miet- oder Abnahmegarantien werden, unrealistisch, als 100% sicher angenommen. (i) Sie sind völlig illiquide und können normalerweise nur mit hohen Preisabschlägen vor Fälligkeit verkauft werden. Aus all diesen Gründen sind die Erfahrungen aus den vergangenen 20 Jahren mit GFs insgesamt geradezu katastrophal (Loipfinger 2018, S. 165 ff.). Die bei Redaktionsschluss dieses Buches aktuellste Pleite mit Geschlossenen Fonds war zugleich auch die jemals größte, nämlich die des Container-Vermieters P&R. Gemäß Medi-

enberichten im Juli 2018 könnten mehr als die Hälfte von 3,5 Milliarden Euro Anlegergeldern verloren sein.

Dachfonds (»Funds of Funds«): Solche Fonds geben vor, für ihre Anleger die besten Fonds aus den mehreren Tausenden in Deutschland vertriebenen Publikumsfonds zu finden. Der Dachfonds investiert nicht direkt in Aktien oder Anleihen, sondern in andere Fonds (»Zielfonds« oder »Unterfonds«). Ihr größter Nachteil sind die doppelten Kosten. Doppelt, weil Kosten auf der Ebene des Dachfonds und auf der Ebene der Zielfonds entstehen. Diese Kosten wären nur gerechtfertigt, wenn es den Dachfonds-Managern gelänge, eine besonders gute Rendite vor Kosten zu erzielen. Das ist allerdings nur sehr selten der Fall. Nach Kosten rechnen sich diese Fonds statistisch gesehen noch schlechter als herkömmlich aktiv gemanagte Fonds.

Infobox: Warren Buffett und die Efficient-Market-Theorie

Die Anzahl der Medienartikel und Internet-Diskussionen zwischen Anlegern, in denen Warren Buffett und sein gut 50 Jahre währender Investmenterfolg als »Beweis« für die Ungültigkeit der ➔ EMT (siehe Kapitel 4) herhalten muss, geht wohl in die Hunderttausende. Dennoch ist das Argument *»die Existenz Warren Buffetts widerlegt die EMT«* falsch – genauso falsch wie die Aussage *»Rauchen ist unschädlich für die Gesundheit, denn mein Großvater raucht seit 50 Jahren Kette und ist mit 89 Jahren immer noch kerngesund«*. Eine Theorie über das Geschehen in sozialen Systemen, wie zum Beispiel dem Kapitalmarkt, ist dann zu akzeptieren, wenn sie dieses Geschehen (hier die Preisbildung in Wertpapiermärkten) besser erklärt als die konkurrierenden Theorien. Das trifft auf die ➔ EMT zu. Generell muss eine Theorie über ein soziales Phänomen zu einem beliebigen Zeitpunkt keineswegs jeden Einzelfall oder Sonderfall erklären können, um weiterhin als bester oder maßgeblicher Erklärungsansatz zu gelten.

Zudem ist fraglich, ob Buffett in der jüngeren Vergangenheit überhaupt noch echte Outperformance erzeugt hat. Zunächst ist festzuhal-

ten, dass der von Buffett immer wieder durchgeführte Vergleich der Rendite seiner Aktie (Berkshire Hathaway) mit der Rendite des amerikanischen S&P-500-Aktienindex ganz einfach falsch ist. Da vergleicht sich Buffett mit einem ziemlich unpassenden Aktienindex, aber natürlich einem – wer wäre da überrascht –, der ihn in einem günstigen Licht erscheinen lässt. Die Wissenschaftler Frazzini u.a. 2013 und Frazzini u.a. 2018 zeigen hingegen, dass Berkshire Hathaway, wenn man wissenschaftlich vorgeht, in den vergangenen gut zehn Jahren wohl keine echte Überrendite mehr geschafft hat.

Dass der Meister Verluste in schwierigen Börsenphasen verhindern könne, stimmt übrigens auch nicht. Nahe am Höhepunkt der Großen Finanzkrise im Januar 2009 lag die Berkshire-Hathaway-Aktie mit 45% im Minus. Das war nur wenig besser als der US-Gesamtmarkt.

Branchenfonds: Die wissenschaftliche Finanzökonomie hat es in 60 Jahren Forschung nicht geschafft, zu belegen, dass Branchen in die Zukunft gerichtet einen von Anlegern systematischen (zuverlässig) ausnutzbaren Einfluss auf die risikobereinigte Rendite von Aktien haben. Branchenfonds sind eine bei Privatanlegern besonders beliebte Form von Spekulation auf der Basis von hochgejubelten Moden, volkswirtschaftlichem Pseudowissen und »Stories« der Finanzmedien über mittel- oder langfristige wirtschaftliche Trends wie zum Beispiel Wasser-, Digital- oder Umweltthemen. Finger weg von Branchenfonds. Die rentabelste Branche in den USA von 1900 bis 2015 war Tabak (Dimson/Marsh/Staunton 2015). Hätten Sie es vermutet?

Mischfonds: Mischfonds sind eine als Liebesheirat vermarktete, traurige Zwangsehe aus einem Aktien- und einem Anleihenfonds. Anleger sind fast immer besser bedient, wenn sie Aktienfonds und Anleihenfonds einzeln einkaufen. Mischfonds haben typischerweise eine unklare aktive Wischi-Waschi-Anlagestrategie, die primär auf ➔ Market-Timing basiert und als Gruppe einen besonders miserablen Track-Record aufweist, jedenfalls wenn man richtig rechnet und vergleicht. Besonders unappetitlich ist das Gebührenniveau von Mischfonds relativ zu einer

entsprechenden Kombination aus Aktien- und Anleihen-ETF, weil der Mischfondsanleger die hohen Aktienfondsgebühren auch auf den Anleiheteil zahlt.

Aktiv gemanagte Rentenfonds: Aktiv gemanagte Anleihenfonds[64] unterperformen ihre Benchmark (siehe Infobox in Kapitel 4) noch häufiger als aktiv gemanagte Aktienfonds. Das ist deswegen so, weil der reguläre Anleihenmarkt (Staatsanleihen und Unternehmensanleihen) noch ➔ informationseffizienter ist als der Aktienmarkt, die Kosten von Anleihenfonds relativ zu ihrer (niedrigeren) ➔ erwarteten Rendite noch höher sind und dadurch noch mehr als Eisenkugel am Bein der Rendite wirken.

Zertifikate: Warum ist von Zertifikaten abzuraten? Generell leiden Zertifikate an der Krankheit »zu viel Verpackung« (siehe Abschnitt 3.13). Ihre spezifischen Nachteile umfassen: (a) Zertifikate sind rechtlich gesehen Bankschuldverschreibungen, unabhängig davon, welches Rendite-Risiko-Profil sie dem Investor geben sollen (zum Beispiel das eines Aktienkorbes oder die Renditedifferenz zwischen kurzfristigen und langfristigen Bundesanleihen). Wenn die Emissionsbank in Schwierigkeiten gerät, wird auch ein von ihr emittiertes Zertifikat wackeln. Man denke an die von Lehman Brothers emittierten Zertifikate, bei denen Tausende Zertifikate-Anleger 2008 alles oder fast alles verloren. Anders formuliert: Zertifikate sind – im Unterschied zu Investmentfonds und ETFs – kein »Sondervermögen« (siehe Kapitel 5). Deswegen ist der Anleger hier stets dem Konkursrisiko (Gegenparteirisiko oder Englisch »Counterparty-Risk«) der Bank ausgesetzt (siehe weiter oben Ausführungen zu Bankguthaben). (b) Die meisten Zertifikate sind intransparent und zu komplex für Privatanleger. (c) Ihre wahren Kosten liegen weit über denen, die in den Produkt-Fact-Sheets angegeben werden (siehe auch Loipfinger 2018, S. 118 ff.).

Anlageprodukte mit garantierter Mindestverzinsung oder Kapitalgarantien: Nur in wenigen westlichen Ländern dürfte die Scheu vor dem Wertschwan-

64 Anleihenfonds und Rentenfonds sind das Gleiche. Da aber die ältere und stärker verbreitete Bezeichnung »Rentenfonds« einer Umfrage zufolge bei vielen Bundesbürgern zu dem Irrtum führt, es handele sich dabei um eine Art Rentenversicherung, ist die moderne Bezeichnung Anleihenfonds vorzuziehen.

kungspotenzial von Aktien so stark und so verbreitet sein wie in Deutschland. Deswegen existiert eine Vielzahl von Anlageprodukten, die zwar grundsätzlich auf Aktien aufbauen, aber – anders als ein konventionelles Aktieninvestment – eine garantierte Mindestrendite oder eine Verlustvermeidungsgarantie beinhalten. Werbe-Slogan: »Mit unserem Investmentprodukt bekommen Sie eine aktienähnliche »Upside« (Renditepotenzial nach oben), schließen aber die »Downside« des Aktienmarktes aus (kein Verlustrisiko) – die sprichwörtliche eierlegende Wollmilchsau. Zu diesen Produkten gehören das vom Staat steuerlich geförderte Riester-Sparen, so genannte Garantiefonds und viele Formen von Zertifikaten (zum Beispiel Garantiezertifikate; siehe oben). Man kann wohl ohne Einschränkung sagen, dass diese Art von »kapitalgarantierten« Produkten an einem schweren Geburtsfehler leidet und fast ausnahmslos abzulehnen ist. Die Hersteller dieser Produkte müssen die Absicherung nach unten nämlich irgendwie finanzieren. Kostenlos ist ein solcher Verlust-Airbag niemals. Um diese Kosten zu decken, »verkauft« der Produkthersteller einen beträchtlichen Teil der Aktien-Upside (meist in Form von Aktienoptionen). Die ist dann weg. Was am Ende herauskommt, ist eine überkomplexe, intransparente Aktienanlage mit hohen versteckten und offenen Kosten. Sie hat sehr langfristig nur noch das kümmerliche Renditepotenzial eines Sparkontos oder minimal darüber. Solche Produkte können nur an Anleger verkauft werden, die immer noch das alte Ammenmärchen der Finanzbranche (und bei Riester auch der Politik) glauben, man könne Rendite ohne Risiko haben. Generell sollte man die Faustregel beachten: Wenn das Wort »Garantie« im Produktnamen vorkommt, dann sollte man besser die Finger davon lassen.

Einzelimmobilien zur Vermietung: Haushalte, die nicht weit überdurchschnittlich vermögend sind, sollten aus Risikogründen (Klumpenrisiko) jedenfalls dann nicht in eine vermietete Einzelimmobilie investieren, wenn sie schon ein Eigenheim besitzen. In meinem Buch *Kaufen oder Mieten* (2016), S. 194 ff. wird dargelegt, warum private Vermieter generell gegenüber gewerblichen Vermietern große strukturelle Nachteile haben und daher durchschnittlich schlechte Verzinsungen auf ihr eingesetztes Eigenkapital erzielen. Dass deutsche Wohnimmobilien von 2010 bis zur Niederschrift dieses Manuskripts (Mitte 2018) »einen Run« hatten (nach vorher 19 mageren Jahren), tut dieser grundsätzlichen

Feststellung keinen Abbruch. Technologie-Aktien liefen von 1996 bis Ende 1999 phänomenal und weit besser, als Immobilien es jemals tun können. Dennoch waren Technologie-Aktien von 2000 bis Anfang 2009 katastrophale Investments.

Offene Immobilienfonds: Offene Immobilienfonds (OIF) sind ein von der Zeit überholtes, risikounehrliches Anlageprodukt, das es im modernsten Kapitalmarkt der Welt, den USA, aus guten Gründen in dieser Form für Privatanleger nie gegeben hat und auch heute nicht gibt. Warum sind OIF abzulehnen? (a) Offene Immobilienfonds hatten in den vergangenen 25 Jahren weit niedrigere Renditen als vergleichbare Immobilienaktien-ETFs (Immobilienaktienfonds). (b) Das wahre Risiko von OIFs ist nicht einschätzbar, da die Bewertung des Immobilienbestandes eines Fonds letztlich durch die Fondsgesellschaft selbst erfolgt, was Bewertungstricks Tür und Tor öffnet. Diese wurden in der Vergangenheit wohl auch vielfach angewandt – daher die Einstufung als »risikounehrliche« Produkte. (c) Die angeblich sehr niedrige ➔ Korrelation von OIFs zum Aktienmarkt ist eine Nebelkerze, denn würde der Wert des Immobilienbestandes kontinuierlich korrekt zugrunde gelegt (wie das bei einem Immobilienaktien-ETF der Fall ist), wäre sie vermutlich weit höher. (d) Sie weisen höhere Kauf- und Verkaufskosten als Immobilienaktien-ETFs auf. (e) In Krisenzeiten ist nicht gesichert, dass die Fondsanteile jederzeit zum offiziellen Kurs verkauft werden können, wie die Jahre von 2007 bis 2015 zeigten, als zeitweilig die Hälfte von etwa 30 in Deutschland zugelassenen OIFs mehrjährige Rücknahmesperren verhängt hatten (sofortige Verkäufe auf dem »Zweitmarkt« waren in vielen Fällen nur mit drastischen Abschlägen auf den offiziellen Anteilspreis möglich). Geradezu grotesk ist die von manchen Finanzberatern, Finanzjournalisten und Bloggern gegebene Empfehlung, Offene Immobilienfonds »in der heutigen Nullzinszeit« als Ersatz für risikoarme Sparbücher oder Anleihenfonds zu verwenden (siehe auch Loipfinger 2018, S. 55 ff.). Alles in allem haben OIFs einfach zu viel Verpackung gemessen am Inhalt (siehe Abschnitt 3.13).

Bausparverträge: Der primäre Vorteil von Bausparverträgen (BSV) soll der zinsgünstige Bausparkredit sein, den man nach etwa zehn Jahren Ansparphase erhält. In den vergangenen rund 25 Jahren stellte sich dieses Hauptmotiv für Bausparer als Fehlkalkulation heraus, weil die Zinssätze für konventionelle

Immobiliendarlehen am Zuteilungstermin genau so niedrig oder niedriger waren. In der Ansparphase hatte der Bausparer aber unnötig Geld verschenkt und lag somit auf die gesamte Dauer berechnet schlechter als ein normaler Sparer, der später ein simples Immobiliendarlehen aufnahm. Alles in allem: Ein BSV ist ein von der Zeit überholtes Produkt aus dem 18. und 19. Jahrhundert mit zu viel teurer und überflüssiger Verpackung (siehe Abschnitt 3.13). Es lohnt sich normalerweise nur für Personen, die (a) mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit in den nächsten zehn Jahren eine Wohnimmobilie im Inland erwerben und finanzieren wollen, (b) keinen finanziellen oder sonstigen Nachteil erleiden, wenn die Finanzierung 18 Monate früher oder später als erwartet erfolgt und (c) später unbedingt eine zehnjährige Zinsbindung eingehen wollen sowie der Meinung sind, dass das Zinsniveau für solche Zinsbindungen zum voraussichtlichen Zuteilungszeitpunkt bei etwa 6% bis 8% p.a. oder höher liegt. Mehr zum ambivalenten Produkt BSV in Kommer 2017a, Abschnitt 2.10.

Hedge-Fonds und Private-Equity-Fonds: Wie ich in ➔ SIMIE (2018), Abschnitt 2.18 gezeigt habe, sind die durchschnittlichen Renditen dieser »Eliteninvestments« mit »VIP-Image« katastrophal (Hedge-Fonds) oder mau (➔ Private Equity). Kurioserweise wird der märchenhafte Reichtum einiger Hedge-Fonds- und Private-Equity-Manager von Journalisten regelmäßig als Indikator für hohe Anlegerrenditen missverstanden. Die umgekehrte Logik wäre richtiger, wie der Titel des sehr lesenswerten, bereits 1940 erschienen Klassikers *Where Are the Customers' Yachts?* von Fred Schwed treffend andeutet.

Mittelstandsanleihen und Hochzinsanleihen: »Mittelstandsanleihen« sind die deutsche Variante amerikanischer corporate *Junk-Bonds* (zu Deutsch: Müll-Anleihen). Die Amerikaner verzichten – da sind sie ehrlicher als wir – auf euphemistische Produktnamen. Anleger sollten sich im Klaren darüber sein, dass diese Anleihen mindestens genauso risikoreich sind wie Einzelaktien von Großunternehmen und in vielen Fällen risikoreicher. In Deutschland hat es in den vergangenen Jahren eine Reihe von Totalverlustfällen gegeben (Loipfinger 2018, 105 ff.). Es stellt sich daher die Frage, warum man nicht gleich in die Aktien der betreffenden Unternehmen investieren soll.

Neue »innovative« Anlageprodukte: Aus Platzgründen kann ich an dieser Stelle nicht auf alle jahraus, jahrein von einer allzu kreativen Finanzbranche geschaffenen neuen Modeinvestments eingehen, die man besser vermeidet, auch wenn sie auf manchem Finanz-Blog angepriesen werden. Nur einige wenige seien nachfolgend ganz kurz benannt: Peer-to-Peer-Kredite, Crowd-Funding (soweit nicht aus rein karitativen oder weltanschaulichen Gründen), Nachrangdarlehen und Micro-Lending (siehe Loipfinger 2018, S. 200 ff. sowie 229 ff.) und Kryptowährungen. Oftmals werden für diese Produkte absurd unrealistische Risiko-Rendite-Kombinationen verbreitet, die auf kurzen historischen Zeitreihen basieren. Leider fallen diese Photoshop-Renditen bei manchen Privatanlegern auf fruchtbaren Boden. Weil keine langfristigen historischen Renditen für sie existieren, kann man diese wohl leeren Versprechungen letztlich nicht überprüfen. Allen diesen Produkten gemeinsam ist, dass Sie für normale Privatanleger ungeeignet sind, jedenfalls dann, wenn man den Maßstab »akzeptable Beurteilung« bei den folgenden Kriterien anlegt: seriös eingeschätzte Erwartungswerte bei Rendite und Risiko; Existenz einer mindestens 20-jährigen Asset-Klassen-Renditen-Historie; und akzeptable Werte bei Nebenkosten, Liquidität, Transparenz, Einfachheit, aufsichtsrechtlicher Klarheit und Produktverständlichkeit seitens des Anlegers. In mindestens einer dieser Dimensionen, zumeist mehreren, schneiden diese Produkte schwach oder desaströs ab.

Spezial-Wertpapiere, die schon lange existieren: Die Welt der »strukturierten Wertpapiere« ist zu vielfältig und komplex, um sie in diesem Buch auch nur oberflächlich darstellen zu können. Zu diesen Spezialwertpapieren gehören Genussrechte, Aktienanleihen, Wandelschuldverschreibungen, Step-up-Anleihen, Step-down-Anleihen, Bezugsrechte und andere. Hier gilt die gleiche Faustregel wie für die nachfolgend genannten Derivate: Aufgrund zu hoher Komplexität, besonders schwer einzuschätzendem Risikograd und typischerweise hohen Nebenkosten sind diese Wertpapiere für normale Privatanleger keine geeigneten Investmentprodukte.

Derivate: Das sind Wertpapiere wie zum Beispiel Call-Optionen, → Put-Optionen, Optionsscheine, Contracts for Difference (CFDs) oder Futures (Termingeschäfte). Aus einer Vielzahl von Gründen, insbesondere Komplexität und

Risiko, sind diese kein für normale Privatanleger geeignetes Investmentprodukt.

Fazit

- In vereinfachter Perspektive bestimmten vor allem zwei Dinge den langfristige Gelderfolg von Privatanlegern. (a) Ein »kluges« Portfolio aus Geldanlagen zu haben und (b) häufig oder konsistent »Desaster-Produkte« und verhaltensmäßige Fehlentscheidungen zu vermeiden.
- Aus meiner Sicht hat (b) einen größeren Einfluss auf den langfristigen Gesamterfolg der meisten Privatanlegerhaushalte.
- Dieser Abschnitt hat 17 Desaster-Produkte genannt. Verhaltensmäßige Desaster-Fehlentscheidungen haben häufig mit Performance-Chasing zu tun (siehe Infobox in Abschnitt 3.5).

12 WIE SIE IHR GELDWISSEN WEITERENTWICKELN

»Investmenterfolg korreliert nicht mit IQ. Mittelmäßige Intelligenz reicht aus. Was Du hingegen brauchst, ist das Naturell, die Reflexe und Emotionen zu kontrollieren, die andere Menschen beim Investieren in Schwierigkeiten bringen.«

Warren Buffett, legendärer Investor, im 1996er Geschäftsbericht seines Unternehmens Berkshire Hathaway

Erfolgreich Geld zu Vermögensbildungs- und Altersvorsorgezwecken anzulegen ist eine Fähigkeit, für die man weder ein Naturtalent noch ein studierter BWLer sein muss. Rational, evidenzbasiert Geld investieren, erfordert auch keine anspruchsvollen Mathe-Kenntnisse. Jeder kann das lernen; auch spät im Leben – vorausgesetzt, er oder sie ist bereit, ein gewisses Maß an Zeit und Offenheit in den Erwerb von Wissen und Können zu investieren.[65] Ich glaube, »Gelddinge« können sogar Spaß machen, wenn man erst einmal das »große Ganze« sieht. Dabei möchte dieses Buch helfen. In diesem Abschnitt nenne ich einige Ratgeber, die Ihnen Geldwissen vermitteln können und die ich im Kontext von passivem, prognosefreiem Investieren für besonders nützlich halte. Wenn Sie jedes Jahr nur ein einziges solches Buch lesen, dann erweisen Sie sich und Ihrer Altersvorsorge einen großen Dienst. Wenn Sie zwei oder drei lesen, ist das natürlich noch besser.

Weiter unten gebe ich auch Hinweise zu englischsprachigen Ratgebern.

Da wir im 21. Jahrhundert leben, ist es klar, dass vor allem die jüngere Generation sich nicht nur über Bücher, sondern vor allem über Blogs, Podcasts, YouTube-Videos und generell über das Internet weiterbildet. Auch dazu enthält dieser Abschnitt einige weiterführende Vorschläge.

(a) Weiterführende Veröffentlichungen von Gerd Kommer

Wenn Sie Interesse haben, nach der Lektüre dieses Buches noch »weiterzumachen«, dann liegt es eigentlich nahe, den Nachfolgeband von *Souverän investie-*

65 Siehe Ericsson/Pool 2016 – ein faszinierendes Buch von einem Kognitionspsychologen zur Frage, wie unglaublich weit beinahe jeder von uns kommen kann durch »Üben« und »Lernen«.

ren für Einsteiger, nämlich *Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs – Wie Sie das Spiel gegen die Finanzbranche gewinnen* (2018), zu lesen. Obwohl zeitlich zuerst erschienen, ist das Buch eine »Fortsetzung« dieser Einsteigerpublikation. »Band II« ist jedoch detaillierter, anspruchsvoller, länger und wird Ihnen dabei helfen, einen noch besseren Blick für das oben erwähnte »große Ganze« zu bekommen.

Auf meiner Website *www.gerd-kommer-invest.de* gibt es einen kostenlosen Blog, in dem ich einmal monatlich (oft zusammen mit Co-Autoren) ein wichtiges Investmentthema auf anspruchsvollere Weise abhandele, als es in den Medien üblich ist. Wenn Sie über neue Blog-Beiträge bequem per E-Mail informiert werden möchten, empfiehlt es sich, den Newsletter der Gerd Kommer Invest GmbH auf der Website zu abonnieren.

Zusammen mit dem Düsseldorfer IT-Experten Jens Stahl betreibe ich die kostenpflichtige Website *www.weltportfolio.net*. Sie will Anlegern helfen, das Weltportfolio-Konzept im Do-it-yourself-Modus umzusetzen. Was die Website beinhaltet, wird in Abschnitt 8.5 kurz zusammengefasst.

(b) Deutschsprachige Ratgeber für Privatanleger (in alphabetischer Reihenfolge)

- Bareis, Werner/Nauhauser, Niels: *Lexikon der Finanzirrtümer. Teure Fehler und wie man sie vermeidet.* (2008)
- Bernstein, William: *Die intelligente Asset Allocation. Wie man profitable und abgesicherte Portfolios erstellt.* (2006)
- Clements, Jonathan: *Die Zauberformel des Privatvermögens: 21 einfache Wahrheiten, mit denen Sie Ihre Finanzen optimieren.* (2010)
- Grethe, Holger: Mehrere Online-Kurse zu Investieren und Vermögensbildung – siehe *www.zendepot.de* (2018)
- Kahneman, Daniel: *Schnelles Denken, langsames Denken.* (2016)
- Kommer, Gerd: *Kaufen oder mieten? Wie Sie die richtige Entscheidung treffen.* (2016)
- Kommer, Gerd: *Immobilienfinanzierung für Selbstnutzer. Geld sparen und Fehler vermeiden beim Kauf der eigenen vier Wände.* (2017)
- Kommer, Gerd: *Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs – Wie Sie das Spiel gegen die Finanzbranche gewinnen.* (2018)
- Korth, Daniel: *Jetzt rocke ich meine Finanzen selbst! (nur als E-Book). (2015)*

- Loipfinger, Stefan: *Achtung Anlegerfallen! Wie Sie teure Fehler vermeiden und Chancen nutzen.* (2018)
- Ochsner, Philipp: *Vermögen schützen: Evidenz und Praxis. (2016)*
- Ritzau, Michael: *Die große Fondslüge: Falsch beraten von Finanztest, Sparkassen, Banken und Co.* (2016)
- Siegel, Jeremy: *Aktien für die Ewigkeit: Das Standardwerk für die richtige Portfoliostrategie und eine kontinuierliche Rendite.* (2016)
- Stanley, Thomas/Danko, William: *Der Millionär gleich nebenan: Erstaunliche Geheimnisse des Reichtums.* (Auf Deutsch nur als Hörbuch, 2010)
- Warnecke, Albert: *Der Finanzwesir – Was Sie über Vermögensaufbau wirklich wissen müssen.* (2016)
- Weber, Martin: *Genial einfach investieren: Mehr müssen Sie nicht wissen – das aber unbedingt.* (2007)
- Zweig, Jason: *Gier. Neuroökonomie: Wie wir ticken, wenn es ums Geld geht.* (2007)

(c) Englischsprachige Ratgeber für Privatanleger

Die Auswahl an guten englischsprachigen Ratgebern zum Thema rationales, passives Anlegen für Privatanleger ist weit, weit größer als diejenige im deutschsprachigen Buchmarkt. Empfehlenswert sind die Publikationen folgender Autoren: William Bernstein, John Bogle, Jonathan Clements, Ben Carlson, Charles Ellis, Richard Ferri, Taylor Larimore, Burton Malkiel, Carl Richards, Jeremy Siegel, Daniel Solin, Larry Swedroe, Thomas Stanley, Jason Zweig. Den leichtesten Einstieg bieten die Bücher von Carl Richards.

(d) Bücher zur Marktwirtschaft und zum Zustand der globalen Umwelt

In Abschnitt 3.1 werden einige lesenswerte Bücher zur Marktwirtschaft und zum gegenwärtigen wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Zustand der Menschheit aufgeführt. Wer langfristig für Jahrzehnte investieren will, für den ist es meines Erachtens unerlässlich, die optimistisch stimmenden Informationen in diesen Veröffentlichungen zu kennen.

(e) Websites und Finanz-Blogs

Nachfolgend sind Websites genannt, die der Autor aus der Sicht von Privatanlegern im deutschsprachigen Raum für hilfreich hält. Hierbei bitte beachten: Internet-Websites verändern sich ständig. Sie werden schlechter oder besser oder einfach anders. Eine gute Website enthält viele nützliche, richtige Informationen und wenig nutzlose, falsche oder schädliche Informationen. Bei einer schlechten Website ist das Verhältnis umgekehrt. Fehlerfreie Websites existieren nicht. Gesundes, aber nicht übersteigertes Misstrauen empfiehlt sich.

Deutschsprachige Websites und Finanz-Blogs zum Thema ETFs, passiv Investieren und damit eng verwandten Themen (in alphabetischer Reihenfolge):

www.extra-funds.de
www.finanz-ingenieur.de
www.finanzfluss.de
www.finanzrocker.de
www.finanztip.de
www.finanzwesir.com
www.geldbildung.de
www.gerd-kommer-invest.de
www.justetf.de
www.portfolio-performance.info
www.trackingdifferences.com
www.weltportfolio.net
www.zendepot.de
www.zinsen-berechnen.de

Deutschsprachige Websites, die bei der ETF-Suche hilfreich sind (in alphabetischer Reihenfolge):

(a) *www.extra-funds.de*; (b) *www.justetf.com*; (c) *www.weltportfolio.net*.

Englischsprachige Websites zu den Themen ETF, passiv Investieren und damit eng verwandten Themen (in alphabetischer Reihenfolge):

(a) *www.bogleheads.org*; (b) *www.etf.com*; (c) *www.evidenceinvestor.co.uk*; (d) *www.ifa.com*.

13 WENN SIE EINEN BERATER ENGAGIEREN WOLLEN

»Leider kann man Banken und Finanzberatern nicht vertrauen, da sie großen Interessenkonflikten unterliegen.«

John Kay, Finanzprofessor, Kolumnist in der Financial Times, *Finanzbuchautor*

Dieses Buch will seine Leser grundsätzlich in die Lage versetzen, als Do-it-yourself-Anleger mit einem einfachen Investmentansatz langfristig Vermögensbildung und Altersvorsorge in Eigenregie betreiben zu können. Im vorigen Kapitel 12 wird beschrieben, wie Sie sich in Sachen Investments weiterbilden können, wenn Sie zwar generell die DIY-Anleger-Route einschlagen wollen, sich im Moment aber hierbei noch nicht ausreichend sicher und informiert fühlen.[66]

Es gibt jedoch eine Reihe guter Gründe oder Motive, den Investmentansatz, den dieses Buch vorstellt, nicht in Eigenregie umsetzen zu wollen. Das könnten unter anderem die nachfolgend aufgeführten Motive sein. In der Praxis dürften bei Nicht-DIY-Anlegern mehrere der genannten Gründe gleichzeitig vorliegen.[67]

- Der Anlegerhaushalt hat derzeit oder langfristig nicht das Interesse oder die Zeit, sich das umsetzungsmäßig notwendige theoretische und praktische Wissen anzueignen, um nachhaltig erfolgreich zu investieren.
- Der Anlegerhaushalt will jemanden haben, der ihn in der psychologisch oder praktisch besonders herausfordernden Startphase des Investierens unter-

66 Sofern Sie Vermögen über den Kauf einer selbstgenutzten Wohnimmobilie erwägen, könnte Ihnen dazu eines meiner beiden Immobilienbücher helfen (siehe Literaturverzeichnis im Anhang).

67 Im Interesse der fairen Offenlegung: Ich bin Geschäftsführer eines Finanzunternehmens, das Honorarberatung und Vermögensverwaltung anbietet. Das sollte der Leser bei den Ausführungen in diesem Kapitel berücksichtigen.

stützt, kann sich jedoch vorstellen, später, wenn er einmal auf »Reiseflughöhe« angekommen ist, auch ohne diese Beraterunterstützung weiterzumachen. Besonders naheliegend ist diese Motivation, wenn es darum geht, eine bestehende suboptimale Situation wie zum Beispiel vorhandene »Altanlagen« zu überprüfen und damit »aufzuräumen«.

- Der Anlegerhaushalt ist der Ansicht, zwar den einfachen passiven Ansatz, der in diesem Buch in Kapitel 7 dargestellt wird (»Weltportfolio-Variante 1«), umsetzen zu können, strebt aber eine der anspruchsvolleren, in diesem Buch nicht dargestellten Varianten an, die Faktorprämien miteinschließen. Das in Eigenregie zu tun, ist ihm jedoch auch nach Lektüre von *Souverän investieren mit Indexfonds und ETF* (2018) zu komplex.
- Der Anlegerhaushalt möchte dauerhaft einen Coach und Sparringpartner oder einfach eine »zweite Meinung«, sowohl in Bezug auf die anfängliche Etablierung eines Depots und einer allgemeinen Vermögensbildungsstrategie als auch später in Bezug auf die dauerhafte »Betriebsphase«. In der Betriebsphase könnte das für den Anleger dann besonders wichtig sein, wenn ein starker Aktienmarktabschwung oder ein Crash kommt.
- Der Anleger möchte eine nachhaltige Entnahmestrategie aufsetzen, weil er teilweise oder ganz von den Erträgen und/oder der Substanz seines Portfolios leben möchte oder muss. Er will nicht das Risiko eingehen, dass er hier eine Fehlentscheidung trifft, die dann später nicht mehr gutzumachen ist.
- Der Anleger (und/oder seine Familie) hat ein besonders großes Vermögen, und er weiß oder spürt, dass es in gewisser Weise »unverantwortlich« wäre, dieses Vermögen komplett in Eigenregie, also ohne Mitwirken einer sachkundigen Institution, zu verwalten, die »ihm auf die Finger schaut«.
- Bei Portfolios von Unternehmen und Stiftungen ist es oft aus institutionellen oder rechtlichen Gründen ausgeschlossen oder für den Geschäftsführer haftungsmäßig ungünstig, ohne einen Berater oder Vermögensverwalter zu agieren.

Der verbleibende Teil dieses Abschnittes gibt Ihnen einige kurze Handreichungen für den Fall, dass Sie nicht in Eigenregie anlegen wollen. Generell gilt bei der Suche nach einem Finanzberater und/oder Vermögensverwalter ein einfacher und praktisch ausnahmsloser Grundsatz:

Nutzen Sie nie, nie, nie Finanzberatung oder Vermögensverwaltung, die von einem interessenkonfliktbehafteten Anbieter kommt.

Wenn Sie diesen Rat befolgen wollen, werden Sie mit rund 98% bis 99% aller Anbieter dieser Dienstleistungen in Deutschland, Österreich und der Schweiz nicht zusammenarbeiten können. Ob das bedauerlich ist, müssen Sie selbst beurteilen. Die restlichen 1% bis 2% sind Verbraucherschutzzentralen, so genannte Honorarberater und »Robo-Advisors«. Auf alle drei gehe ich nachfolgend kurz ein.

Verbraucherschutzzentralen: Sie existieren in den meisten Großstädten in Deutschland und dürften für sehr viele Privatanlegerhaushalte, die finanziellen Rat suchen, exzellent geeignet sein. Ihr Angebot ist inhaltlich beschränkt, was Ihren hohen Nutzen und Ihre Vertrauenswürdigkeit zumindest als erste Anlaufstellen nicht unbedingt einschränkt. Ihr Finanzrat ist konkurrenzlos kostengünstig und – sehr wichtig – gänzlich frei von Interessenkonflikten.

Honorarberater: Die Bezeichnung Honorarberatung – ein aufsichtsrechtlich definierter Terminus – ist unglücklich gewählt, denn sie macht nicht schon auf den ersten Blick deutlich, worum es hier geht: Finanzberatung und/oder Vermögensverwaltung, bei der der Berater keinerlei Produktprovisionen von Produktherstellern bezieht oder, wenn er sie bezieht, diese eins zu eins an seine Mandanten weitergeben muss. Provisionen und Kickbacks sind die Regel bei Banken, großen Beratergesellschaften und so genannten »unabhängigen« Anlageberatern und -maklern. Diese offene oder versteckte »Bestechung« ist zum Beispiel ein Anteil am Ausgabeaufschlag eines Fonds, eine »Bestandsrückvergütung« vom Hersteller, solange dessen Anlage- oder Versicherungsprodukt im Anlegerportfolio liegt oder direkte Verkaufsprämien. In den meisten Fällen weiß der Privatanleger nichts Genaues von diesen versteckten oder im berühmten Kleingedruckten bewusst überkompliziert »offengelegten« Geldströmen zwischen Produkthersteller und dem Finanzberater, Bankbetreuer oder Versicherungsvermittler. Letztlich arbeitet ein Honorarberater im Hinblick auf seine Kompensation wie ein Steuerberater, Rechtsanwalt oder auch ein Maler oder anderer Handwerker: Er wird direkt von seinem Kunden bezahlt und aus-

drücklich nur von diesem. Dadurch wird verhindert, dass Finanzprodukte und Anlagestrategien empfohlen werden, weil sie dem Berater größeren finanziellen Nutzen bringen als die tatsächlich optimal geeigneten Produkte oder Strategien. Letzteres ist der Regelfall bei Banken und traditionellen Beratern außerhalb von Banken. In Deutschland existieren (Stand Mitte 2018) nur ungefähr 170 solcher Honorarberater. Sie sind daran zu erkennen, dass sie als »Honorar-Finanzanlagenberater« mit einer Erlaubnis (Lizenz) nach § 34h Abs. 1 Nr. 1 der Gewerbeordnung (GewO) registriert sind. Die viel stärker verbreitete Erlaubnis nach § 34f oder ähnliche sind in dieser Hinsicht (gesetzlicher Ausschluss von Interessenkonflikten) entweder vollständig unwirksam oder »löchrig« und damit letztlich auch wertlos. Weiterführende Informationen zu Honorarberatern finden sich in der deutschen Wikipedia unter dem Stichwort »Honorarberatung«.

Robo-Advisors: Vor dem Hintergrund des Fortschritts bei Computertechnologie und Internet entstanden Robo-Advisors (Roboter-Berater) ab etwa 2008 in den USA und etablieren sich seit 2014 auch im deutschsprachigen Raum. »Robos« sind bis dato eher kleine Finanzunternehmen, die auf reiner Online-Basis standardisierte Vermögensverwaltung offerieren. Die meisten Robos arbeiten auf der Produktebene ausschließlich mit ETFs. Mit mehreren Robos kann man ein dem Weltportfolio-Ansatz recht ähnliches, wenn auch stärker standardisiertes Anlagekonzept zu höheren Kosten als im DIY-Modus realisieren. Vermögensverwaltung durch Robos ist – wenn man richtig rechnet – viel billiger als die von Banken und traditionellen Vermögensverwaltern außerhalb von Banken. Sie leiden außerdem nicht an den chronischen Interessenkonflikten der etablierten Player.[68] Robos konzentrieren sich auf das, was sie gut können: einfache Portfoliostrukturierung und Vermögensverwaltung, ohne dabei unnützen Finanztrödel zu vertreiben. Die Nachteile von Robos bestehen in der starken Standardisierung ihrer Dienstleistung. Außerdem eignen sie sich nur für internet-affine Kunden. Face-to-Face-Beratung gibt es bei Ihnen normalerweise nicht; auch Telefonberatung wird auf ein Minimum beschränkt. Manche Robos prakti-

68 Es existieren allerdings auch Robos, die Tochtergesellschaften von Banken und traditionellen großen Vermögensverwaltern sind. Bei diesen ist eine gewisse Skepsis angebracht, obwohl sie nicht grundsätzlich schlechter sein müssen als »unabhängige« Robos.

zieren Vermögensverwaltung, die Market-Timing mit ETFs darstellt, also eine Form von aktivem Investieren, und wieder andere haben ihre eigenen Fondslösungen, zum Teil auf der Basis fondsgebundener Lebensversicherungen, aufgesetzt. Aus meiner Sicht sind das Routen in die falsche, nämlich alte Richtung. Die Anlegerzeitschrift *ETF Extra Magazin* publiziert von Zeit zu Zeit aktualisierte Vergleiche der größten Robos. Googeln Sie dafür die Stichworte »ETF Extra Magazin Vergleich Robo Advisor«. Allgemeine Informationen finden Sie auch in der deutschen Wikipedia unter dem Stichwort »Robo-Advisor«.

Fazit

- Die Vermeidung von Interessenkonflikten ist eine Pflicht, die Sie Ihrer eigenen Finanzgesundheit schulden. Dieser Aspekt hat vermutlich einen genauso großen Einfluss auf Ihre langfristige Vermögensbildung wie alle Aspekte, die Ihren Investmentansatz im engeren Sinne und dessen Umsetzung betreffen.
- Wenn Sie in Eigenregie anlegen, haben Sie das Risiko aus Interessenkonflikten minimiert.
- Wenn Sie die Hilfe von Dritten hinzuziehen, dann sollten diese nur solche Parteien sein, die aus aufsichtsrechtlichen und institutionellen Gründen de jure oder de facto keinen oder den geringstmöglichen Interessenkonflikten unterliegen. Das schließt den größten Teil der Finanzbranche allerdings aus.

14 WAS TUN IM CRASH?

»Viele Privatanleger verkaufen ihre Aktien, wenn der Markt den Zustand der Panik oder der ›Kapitulation‹ erreicht hat – kurz vor dem Tiefpunkt also, wenn der Spiegel, der Stern und die Bild-Zeitung den kommenden Untergang des Weltfinanzsystems auf den Titelseiten haben. Damit machen Sie einen folgenschweren Fehler.«

Der Berliner Finanz-Blogger und Paar-Therapeut Christian Thiel in seinem Buch Schatz, ich habe den Index geschlagen *(2017)*

Die in der Überschrift dieses Abschnitts formulierte Gretchenfrage stellt sich irgendwann jedem Anleger: Was tun, wenn es monatelang oder vielleicht sogar jahrelang im Wertpapierportfolio nur Richtung Süden ging? Wenn sich immer mehr Zeilen im Depotauszug rot färben, ein Drittel oder sogar noch mehr des Depots verloren zu sein scheint? Wenn die Medien voll sind von Erklärungen, warum es zwangsläufig so kommen musste und warum alles noch schlimmer werden wird, wenn Gewerkschaften und Kirchen die »Geldvernichtung der Börsen« bejammern, drei von vier Parteien fordern, den »Kasinokapitalismus« endlich einzudämmen und die Welt sich für viele Anleger so anfühlt, als ob die Dinge noch nie schlechter standen. Bevor ich die Antwort auf die Frage »*Was-tun-in-dieser-Situation?*« gebe, will ich noch einmal einige hierfür wichtige Einsichten, die dieses Buch vermitteln wollte, zusammenfassen:

- Ein global diversifiziertes Aktienportfolio auf der Basis von Low-Cost-Indexfonds und Buy-and-Hold, gemischt mit einem anlegerspezifisch großen Risikoanker aus risikoarmen Anlagen, ist die für die allermeisten Privatanleger langfristig rentabelste Anlageform; rentabler als alle anderen Finanzanlagen und rentabler als selbstgenutzte oder vermietete Immobilien. Nur ein einziges Investment ist rentabler als Aktien: Humankapital.
- Den hohen Ertrag von Aktien wird sich derjenige wahrscheinlich zerstören, der zwar ein aktienlastiges Portfolio hat, die Vermögenswachstumschancen aus diesem Portfolio aber gefährdet, weil er (oder sein Fondsmanager oder sein Vermögensverwalter) durch fortwährendes »Rein und Raus« hohe Kos-

ten, unnötige Steuerbelastungen und entgangene Renditen durch schlechtes Performance-Chasing (siehe Infobox in Abschnitt 3.5) produziert.

Tabelle 2 in Abschnitt 3.8 zeigt, dass Aktien in den vergangenen 118 Jahren global eine sechsmal so hohe Rendite hatten wie die »risikofreie« Anlage, also das Sparkonto oder andere ➔ Geldmarktanlagen. Der enorme Renditevorsprung global diversifizierter Aktien über die anderen Asset-Klassen in den vergangenen fast zwölf Jahrzehnten schließt alle Abstürze und Marktkrisen bei Aktien, Immobilien, zinstragenden Anlagen, Gold und Rohstoffen mit ein, die es in dieser Zeit gab, einschließlich diejenigen, die von zwei Weltkriegen verursacht wurden.

In jeder Asset-Klasse – Aktien, Immobilien, zinstragende Anlagen, Edelmetalle und Rohstoffe – wird es in größeren, nicht zuverlässig voraussehbaren Abständen starke Wertverluste geben. Entweder in Gestalt eines abrupten, schnellen und weithin sichtbaren Crashs oder als schleichender, langsamer und in Realzeit (weil ihn die Inflation verbirgt) kaum sichtbarer Crash. Dass es diese Abstürze gegeben hat und immer geben wird, ist kein Grund, nicht zu investieren.

Die in diesem Buch an zahlreichen Stellen zusammengefassten langfristigen Asset-Klassen-Renditen sind keine Schönwetterdaten, sondern beinhalten alle negativen Effekte aus einer schier endlosen Kette globaler Krisen über fast 120 Jahre hinweg. Dass Aktien trotz und sogar wegen dieser Krisen langfristig alle anderen Asset-Klassen outperformten, sollte uns für die Zukunft Zuversicht geben. Doch selbst wenn diese Zukunft noch zahlreichere oder noch intensivere Eskalationen mit sich bringen wird als das letzte Jahrhundert – eine Annahme, die ein für mich nicht nachvollziehbares Ausmaß an Pessimismus voraussetzt –, wären Aktien in global diversifizierter Form dennoch die zu bevorzugende Anlageform. Für jemanden, der verhindern will, dass die Inflation sein Vermögen erodiert oder der – darüberhinausgehend – einen realen Zuwachs für sein Vermögen anstrebt, für den existiert keine Alternative zu Aktien.

Für junge Sparer und Anleger wäre ein Crash ein Geschenk des Himmels, denn sie besitzen zu diesem Zeitpunkt, abgesehen von ihrem Humankapital, meist kein oder wenig Vermögen und profitieren dann in der Zukunft von einem drastisch günstigeren Einstiegsniveau und höheren Renditeerwartungen.

Der Anspruch, man könne einen Crash zuverlässig vorhersagen, ist Scharlatanerie. Der Anspruch der Finanzbranche, sie könne mit »OPM« (other people's money – anderer Leute Geld) einen Crash verlässlich umschiffen und sich dafür fürstlich bezahlen lassen, ist kaum weniger bizarr. Die Befolgung solcher Sirenengesänge erweist sich in der weit überwiegenden Mehrzahl als renditeschädlich. Wie uns die Wissenschaft gezeigt hat, war das in den vergangenen Jahrzehnten so und wird auch in Zukunft so sein.

Zufällig richtigliegende Crash-Propheten wird es in jedem Crash geben, weil jedes Jahr Hundertausende pessimistische Prognosen abgegeben und daher immer einige wenige per Zufall stimmen werden. Die Medien werden die Urheber dieser Zufallstreffer hinterher zu Gurus erheben, die »rechtzeitig warnten«. Die anderen 98% renditemindernden Crash-Prognosen aus den letzten 30 Jahren werden vergessen.

Falsche und richtige Prognosen hin oder her: Noch auf jeden Crash folgte bisher für diejenigen, die weltweit diversifizierten und im Crash nicht verkauften, eine Erholung und früher oder später wurde ein neues Allzeithoch erreicht.

Eines von buchstäblich Dutzenden möglichen Zahlenbeispielen: Im globalen Immobilien-Banken-Crash 2008/2009 war der Tiefpunkt bei globalen Aktien nach 16 schmerzhaften Verlustmonaten im Februar 2009 erreicht. Ein Jahr später lag der MSCI All Country World IMI Index in Euro real um 44% höher als am Tiefpunkt, 24 Monate später um real 78% höher. Im März 2013 war der Vor-Crash-Höchststand vom Mai 2007 wieder erreicht. Ende 2017 lag der Index real um 241%% über dem Crash-Tiefpunkt und real 170% über dem Vor-Crash-Höchststand.

Um an der Erholung nach dem Crash und den nachfolgenden positiven Renditen teilzuhaben, brauchte es – technisch betrachtet – nur zwei simple Dinge: (a) globale Streuung mit kostengünstigen ETFs und (b) Halten, also Nichtverkaufen des Portfolios. Letzteres ist eine Frage von Disziplin und Klugheit.

Wer global diversifizierte Aktien wohlüberlegt mit einer simplen »risikofreien« Anlage mischt (siehe Abschnitt 7.2), kann das Downside- und Wertschwankungsrisiko seines Gesamtportfolios beinahe nach Belieben reduzieren und so den für ihn passenden Kompromiss aus Risiko und Rendite herstellen.

Gäbe es kein Risiko in Form drastischer Kursverluste, könnte es auch keine Asset-Klasse geben, die langfristig mehr Rendite als »risikofreie« kurzfristige

Staatsanleihen oder Sparguthaben bietet. Berücksichtigt man Steuern und Kosten, produzieren Sparbücher, Tagesgelder und kurzfristige Staatsanleihen über Zeiträume von 20 Jahren an aufwärts nur minimal über der Inflation liegende Renditen. Kumulativ kann diese Asset-Klasse nach Inflation, Steuern und Kosten jahrzehntelang (!) negative Ergebnisse produzieren. Diese risikoarmen Anlagen eignen sich nur dafür, Geld zu »parken« und Vermögen zu konservieren. Das Gleiche gilt natürlich für die in Deutschland besonders beliebten Anlagen mit »Kapitalgarantie« wie Riester-Sparverträge oder Garantiefonds. Wer Risiko versteht, sieht es nicht mehr als »Feind«, sondern als die »Natur« von Rendite.

- Risiko ist der Preis von Rendite oder andersherum formuliert: Rendite ist die Bezahlung für Risiko, also Schmerzensgeld für das Nehmen von (gutem) Risiko.
- Rendite gibt es nicht trotz, sondern nur wegen des mit ihr einhergehenden Risikos.
- Risiko muss sich zwangsläufig überraschend materialisieren (realisieren). Wäre Risiko »regelmäßig« oder anderswie zuverlässig prognostizierbar, wäre es kein Risiko.
- Nach drastischen Aktienabstürzen steigt deren erwartete Rendite im gleichen Maße, wie sie nach drastischen Kursanstiegen sinkt.

Hätten jene Anleger, die im Technologie-Aktien-Crash von 2000 bis 2002 und im Immobilien- und Banken-Crash 2008/2009 nach 30% oder 50% Buchverlust traumatisiert verkauften und den Verlust damit zementierten, ihre Risikotragekapazität von Anfang an richtig eingeschätzt, so hätten sie – als Buy-and-Hold-Anleger – gar nicht erst verkauft. Sie hätten die vorher erzielten positiven Renditen behalten und vom Rebound (Erholung) der Aktienmärkte nach dem Tiefpunkt sowie den nachfolgenden jahrelang positiven Renditen profitiert. Wem der Mut dazu fehlte, der hat vor dem Crash seine Risikotragekapazität überschätzt. Das ist keine Schande – irren ist menschlich –, aber es ist bitter.

Ein langfristig orientierter Anleger muss seine Asset-Allokation, insbesondere die relative Gewichtung zwischen risikobehafteter und risikoarmer Portfoliokomponente (einschließlich einer umfangreichen Liquiditätsreserve), so einstellen, dass jeder Crash, der nicht schlimmer ist als diejenigen in den letzten 60 Jahren,

ihm zwar Unbehagen bereitet, ihn aber nicht dazu bringt, von seinem wohlüberlegten Investmentplan, Buy-and-Hold und seiner Asset-Allokation abzurücken.

Mit einer radikal passiven Low-Cost-Buy-and-Hold-Anlagestrategie wird man die langfristige Marktrendite, die in diesem Buch für die wesentlichen Asset-Klassen genannt wird, über Zeiträume von mehr als 20 Jahren mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit erzielen – abzüglich geringstmöglicher Kosten und Steuern. Dabei kann man das Risikoniveau so festlegen, dass mit großer Wahrscheinlichkeit ein »normaler« Börsen-Crash, wie er alle paar Jahre geschieht, das Portfolio lediglich in dem persönlich tolerierbaren Ausmaß nach unten drückt. Das setzt allerdings voraus, dass man sich über fünf Dinge im Klaren ist: (a) seine eigene Risikotragekapazität; (b) langfristige historische Asset-Klassen-Renditen; (c) den in diesem Buch dargestellten Zusammenhang zwischen Risiko und Rendite, einschließlich der Bedeutung globaler Diversifikation über breite Asset-Klassen hinweg; (d) den Katalog der schlechten Finanzprodukte (siehe Kapitel 11); und (e) akzeptiert, dass die Renditen von Aktien, Immobilien und insbesondere die von zinstragenden Anlagen von heute an (Juli 2018) über die kommenden 10 bis 20 Jahre eher etwas niedriger sein werden als in den vergangenen 50 Jahren.

Fassen wir noch einmal zusammen:

- Investieren Sie nur in Aktien, wenn Sie (a) glauben, dass die globalen wirtschaftlichen und politischen Bedingungen während Ihres Anlagehorizontes aus heutiger Sicht nicht fundamental schlechter sein werden als im Durchschnitt der letzten 118 Jahre; (b) akzeptieren, dass auch Sie in den nächsten Jahren definitiv in einen Aktien-Crash hineingeraten werden; und (c) einen Mix aus risikobehafteten und risikoarmen Anlagen gewählt haben, der die Risikotragekapazität Ihres Haushaltes so reflektiert, dass Sie in einer Krisensituation, die derjenigen von 2008/2009 gleichkommt, keine Änderung an ihrer Asset-Allokation vornehmen werden.
- Ein Aktien-Crash fügt denjenigen am meisten Schaden zu, die nach einigen Monaten oder Jahren mitten in oder nahe am Ende eines Crashs verängstigt verkaufen und damit Verluste realisieren und zementieren. Diese Anleger sind typischerweise zu spät ausgestiegen, um noch viel Schadenspotenzial zu verhindern, verpassen ebenso typischerweise einen großen Teil der anschließenden Aufschwungphase und steigen später zu einem teureren Preisniveau

als demjenigen ein, zu dem sie ausgestiegen sind. Die beste Chance, die in diesem Buch dargestellten langfristigen Renditen des Aktienmarktes ungeschmälert zu realisieren, haben jene, die Aktienabschwünge stoisch aushalten und somit das Crash-Risiko bewusst in Kauf nehmen, für das der Aktienmarkt ja eine Kompensation in Form einer hohen Langfristrendite von Aktien bezahlt. Je weniger Aktien wert sind, desto höher ist ihre erwartete Rendite für die Zukunft. Stures Buy-and-Hold minimiert zudem zwei der größten Renditefresser: Kosten und Steuern.

- Meine Empfehlung für den Crash lautet also ganz einfach: nichts tun. Auf keinen Fall verkaufen und – allein wegen des Crashs – auch nicht in andere Anlagen umschichten. Lassen Sie ihren Fondsparplan, wenn Sie einen haben, unverändert weiterlaufen. Wenn Sie laufende Portfolioentnahmen tätigen, versuchen Sie, wenn möglich, diese zu reduzieren. Machen Sie sich darauf gefasst, dass eine schwere Baisse oft zwei Jahre oder länger anhält, was aber noch weit entfernt ist von den historischen Rekordwerten. Denken Sie an Odysseus, der sich an den Mast seines Schiffes fesseln ließ, um nicht den verlockenden, aber tödlichen Sirenengesängen zum Opfer zu fallen. Diese Sirenen werden auch Sie beim nächsten Crash hören: Es sind die Medien, die »Experten«, die sprichwörtlichen guten Freunde, die »etwas von Geld verstehen« und – mehr als alles andere – Ihr höchsteigenes Nervenkostüm.

Über die Zukunft weiß niemand etwas Genaues – aber drei Dinge stehen fest: Erstens der nächste Crash kommt bestimmt; zweitens die meisten Privatanleger werden in diesem Crash Panikverkäufe vornehmen, die sie teuer zu stehen kommen werden; und drittens, aus Angst vor einem Crash investieren die Deutschen zu wenig in Aktien. Vermeiden Sie es, Teil dieser bemitleidenswerten Gruppe zu sein.

15 WAS BEDEUTET DAS ALLES FÜR SIE?

»Ihr ultimativer Investmenterfolg oder -misserfolg wird von Ihrer Fähigkeit abhängen, die Sorgen der Welt lange genug zu ignorieren, um Ihre Investments erfolgreich werden zu lassen..«

Peter Lynch, einer der erfolgreichsten aktiven Fondsmanager der vergangenen 40 Jahre

Wir sind nun am Ende unserer Expedition durch die Welt der Vermögensanlage angekommen. Die aus meiner Sicht besonders praxisorientierte Erfolgsfaktoren für Vermögensbildung und Altersvorsorge, will ich in diesem letzten Abschnitt – dem Schlussakkord – kurz zusammenfassen:

- Normale Privatanlegerhaushalte müssen Altersvorsorge treffen, sofern sie das Risiko mindern oder eliminieren wollen, im Ruhestand gezwungen zu sein, den eigenen Lebensstandard aus Vermögensmangel abzusenken. Je früher ein Haushalt mit Altersvorsorge beginnt, desto leichter ist sie.
- Lassen Sie sich nicht von Medien- und Politiker-Nonsens à la »Die Börse ist ein Kasino« vom Anlegen abhalten. Die Marktwirtschaft funktioniert. Das erkennt, wer einen Schritt zurücktritt und das große Bild, nämlich die Entwicklung der Weltwirtschaft (in der die Börse ein essenzieller Teil ist) über lange Zeiträume betrachtet und sich löst von der – für diese Frage – sinnlosen Fixierung auf Ausnahmen, Einzelfälle und Kurzzeiträume. Die Kapitalmärkte bepreisen Wertpapiere richtig im Sinne der im Durchschnitt besten aller Schätzungen ihres korrekten Wertes. Wäre es nicht so, müsste es leicht sein, den Markt systematisch zu schlagen. Das ist nicht der Fall.
- Kein Anlageprodukt, auch nicht die selbstgenutzte Immobilie, ist prinzipiell besser geeignet für die Altersvorsorge als Indexfonds und die im Privatanlegerbereich übliche Indexfondsvariante ETFs. Indexfonds sind wahrscheinlich die erfolgreichste und nützlichste Finanzinnovation der vergangenen fünf Jahrzehnte. Einer der vielen Vorteile von ETFs sind ihre konkurrenzlos

niedrigen Kosten. Alle Kosten > 0 führen auf lange Sicht zu einem negativen Zinseszinseffekt und je höher die Kosten desto gravierender der Renditeschaden. Scheinbar kleine Unterschiede zwischen den Kosten von Investment A und Investment B werden nach 20, 30 oder 40 Jahren einen dramatischen Unterschied beim Endwert bewirken.

- Die Finanzbranche leidet an einer hochansteckenden Pest. Diese Krankheit heißt Interessenkonflikte. Wenn Sie für längere Zeit mit ihr in Berührung kommen, werden Sie sich infizieren. Eine Infektion bedeutet fast immer Schäden für Ihre Finanzgesundheit. Manchmal treten diese Schäden nach kurzer Zeit in Form unnötiger Verluste auf, manchmal erst nach Jahrzehnten in Gestalt von Geld, das Sie *nicht* verdient haben, aber hätten verdienen können. Im letzteren Fall hat dann Ihr »Geschäftspartner« aus der Finanzindustrie mit Ihrem Geld gut verdient. Schützen Sie sich vor der Pest, indem Sie niemandem Ihr Geld anvertrauen, der Interessenkonflikte hat. Sofern Sie einen Finanzberater oder Vermögensverwalter engagieren – und für viele Anleger ist das ein notwendiger, sinnvoller Weg – stellen Sie sicher, dass er keinem Interessenkonflikt unterliegt.
- Was Sie in den Medien über Investieren hören, sehen oder lesen, fällt zu einem schaurig hohen Prozentsatz in die Kategorie Investmentpornografie. Auch das, was Ihnen Ihre Freunde und Verwandten über ihre eigenen Investmenterfolge mit Wertpapieren oder Immobilien erzählen, sind oft selektiv ausgewählte Photoshop-Renditen. Sie tun gut daran, sowohl Investmentpornos in den Medien als auch die »Heldengeschichten« Ihrer Bekannten in Bezug auf Ihr eigenes Investieren auszublenden. Dieses Ausblenden erhöht die Chance deutlich, in Ihrer eigenen Vermögensbildung erfolgreich zu sein.
- Tun Sie Ihrer Finanzgesundheit einen großen Gefallen, indem Sie sich mit den unbewussten Denkfehlern, die wir alle in unserem Leben immer wieder begehen, befassen. Diese Denkfehler vernichten Vermögen. Eliminieren Sie dieses Risiko durch Finanzwissen. In Abschnitt 3.14 habe ich dazu einige Lesetipps gegeben.
- Die schnellstmögliche Tilgung Ihrer Schulden ist die beste, sicherste und simpelste aller Anlagestrategien.
- Bedenken Sie, dass für normal vermögende berufstätige Personen vor ihrem 50. Lebensjahr Humankapital der größte Vermögenswert ist. Die Wege, auf denen man den Wert seines Humankapitals schützen und maximieren

kann, sind zu zahlreich und unterschiedlich, als dass ich sie hier alle aufzählen könnte, aber machen Sie sich hierzu intensiv Gedanken. Eine gesunde Lebensweise gehört auf jeden Fall dazu, denn sie erhöht die Wahrscheinlichkeit, länger und lukrativer berufstätig zu sein, sofern Sie lange berufstätig sein wollen oder müssen.

- Bei den meisten Privatanlegerhaushalten ist der Anlagehorizont identisch mit ihrer Restlebenserwartung. Diese beträgt selbst für Sechzigjährige in der Regel noch Jahrzehnte. Das bedeutet, dass fast jeder die Macht des Zinseszinses für sich nutzen kann. Weil das so ist, lohnt es sich, eine solide, nachhaltige Langfriststrategie zu formulieren und diese dann über Jahrzehnte diszipliniert durchzuhalten.
- Fangen Sie *jetzt* an zu investieren, wenn Sie es nicht schon getan haben. Wenn Sie wenig Geld haben, beginnen Sie mit diesem wenigen Geld »heute«, in dem Sie einen Fondssparplan mit einem ETF aufsetzen. Wenn Sie viel Geld haben, investieren Sie es ebenfalls jetzt und zwar gemäß einer für Sie passenden Asset-Allokation (siehe Abschnitt 7.2). Zögern Sie nicht, bis »die Situation an den Märkten besser ist« und das Mediengeschrei um die derzeitigen »brandgefährlichen Weltprobleme« sich legt. Das Mediengetöse wird nie verschwinden, und nächstes Jahr wird es neue »Weltprobleme« und neue Untergangsprophezeiungen geben. Machen Sie die folgende einfache Devise zu Ihrer ganz »persönlichen Market-Timing-Methode«: *Ich investiere meine Liquidität ausnahmslos immer dann, wenn sie mir zufließt – egal, was gerade von den Medien und »Experten« über die Märkte verlautbart wird.* Wer auf »günstigere Zeiten« wartet, ist ein Spekulant.
- Seit mehr als 100 Jahren ist die Finanzindustrie unfassbar kreativ darin, Kosten zu verstecken und Anleger glauben zu machen, Qualität müsse nun einmal teuer sein. Letzteres mag für Hotels, Uhren, Sportgeräte und Autos gelten – es gilt aber ganz klar nicht fürs Geldanlegen. Dort sind die teuersten Produkte und die teuersten Vermögensverwalter überwiegend die schlechtesten – gemessen am zentralen Kriterium der Nettorendite, die in den Taschen des Anlegers ankommt.
- Aktiv investieren – also auf kurz- und mittelfristigen Prognosen basierende Spekulation – ist der Sieg von einfältiger Hoffnung über realistische Vernunft. Aktiv investieren, unabhängig davon, ob Sie es in Eigenregie machen

oder jemanden (zum Beispiel einen Fondsmanager oder Vermögensverwalter) damit beauftragen, bedeutet mehr Stress, mehr Kosten, mehr unangenehme Überraschungen und weniger Seelenfrieden. Es produziert in der Mehrheit aller Fälle auf lange Sicht schlechtere Endvermögenswerte als passives Buy-and-Hold-Anlegen mit ETFs.

- Normale, schuldenfreie Haushalte mit einem Restanlagehorizont von mehr als zehn Jahren sollten mindestens 10% ihres Vermögens in ein global gestreutes ETF-Aktienportfolio investieren und bei jungen, sehr vermögenden und/oder sehr risikotoleranten Haushalten kann dieser Prozentsatz sogar bis zu 100% betragen.
- Das Ziel eines rationalen, klugen Anlegers kann nicht sein, Risiken zu reduzieren oder zu umschiffen. Das Ziel eines rationalen, klugen Anlegers muss es sein, gute von schlechten Risiken zu unterscheiden und gute Risiken bewusst in der gewünschten Menge in sein Portfolio zu holen. Der Anleger kann erwarten, für das Tragen dieser Risiken vom Markt bezahlt zu werden. Ohne diese guten Risiken im Portfolio wird es langfristig keine Rendite geben.
- Wer diversifiziert in den Weltaktienmarkt investiert, kann nie alles verlieren, wie das für Anleger der Fall ist, die in Eigenregie, über eine Bank oder über einen Vermögensverwalter in einzelne Immobilien, einzelne Aktien, einzelne Anleihen, Bankguthaben, nicht börsennotierte Unternehmen, Lebensversicherungen, Zertifikate oder eine andere der unzähligen verpackten Einzelanlagen investieren. Der Weltaktienmarkt hat sich nach jeder Krise in den letzten 120 Jahren (und davor) erholt. Er hat denjenigen, die ihm lange genug treu blieben, großzügige Renditen beschert. Renditen, die auf lange Sicht sechsmal so hoch waren wie die eines Sparbuchs oder Festgeldes.
- Wenn Sie in Bezug auf Ihre Kapitalanlagen zu Sorgen und Nervosität neigen, betrachten Sie Ihr Depot nicht häufiger als einmal im Quartal; noch seltener ist noch besser.
- In *jeder* Asset-Klasse – Aktien, Immobilien, zinstragende Anlagen, Edelmetalle und Rohstoffe – wird es in größeren, nicht zuverlässig voraussehbaren Abständen starke Wertverluste geben. Entweder in Gestalt eines abrupten, schnellen und weithin sichtbaren Crashs oder als schleichender, langsamer und in Realzeit (weil ihn die Inflation verbirgt) kaum sichtbarer Crash. Dass es diese Abstürze gegeben hat und immer geben wird, ist kein

Grund, nicht zu investieren. Gäbe es keine Aktienabstürze, die ganz banal eine Form erwarteten Risikos sind, wäre diese Asset-Klasse nicht die bei Weitem rentabelste aller Asset-Klassen.

- Kurshalten ist der Schlüssel zum Erfolg. Ziehen Sie Ihre Buy-and-Hold-Strategie durch, komme, was da wolle. Investieren ist ein Doppelmarathon. Was genau auf Kilometer 5 geschieht, ist nicht einen Deut wichtiger als das, was auf jedem der anderen 79 Kilometer geschieht. Wenn der Aktienmarkt soeben um 40% eingebrochen ist und Ihnen fließt genau zu diesem Zeitpunkt ein Gehaltsbonus zu, freuen Sie sich, dass Sie mit diesem Geld nun günstig einsteigen können. Halten Sie Kurs. Halten Sie Kurs. Halten Sie Kurs.

Wenn Sie das Bedürfnis haben, mehr über die Grundlagen der hier empfohlenen Anlagephilosophie und ihrer praktischen Umsetzung wie auch über ihre ambitionierteren Varianten zu erfahren, können Sie das mit meinem ausführlicheren und tiefergehenden Buch *Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs – Wie Sie das Spiel gegen die Finanzbranche gewinnen* (2018) tun. Mehr als zwanzig andere Bücher und Finanz-Blogs zur Weiterentwicklung Ihres Geldanlage-Know-hows habe ich in Kapitel 12 aufgelistet.

Ich wünsche Ihnen viel Erfolg beim langfristigen Investieren.
Gerd Kommer

16 ANHANG

16.1 Verzeichnis aller Infoboxen

Infobox: Inflation und »Inflationsbereinigung« 14
Infobox: Investmentfonds und ihr rechtlicher Hintergrund 18
Infobox: Gesetzliche Einlagensicherung (staatliche Einlagensicherung) 32
Infobox: Buy-and-Hold (Kaufen und Halten) 37
Infobox: Performance-Chasing (»Renditejagen«) 41
Infobox: Erwartete Rendite, erwartetes Risiko 47
Infobox: Ist die »risikofreie« Anlage wirklich »risikofrei«? 51
Infobox: Wie lange ist Ihr Anlagehorizont tatsächlich? 55
Infobox: Home-Bias (»Heimattendenz«) 59
Infobox: Benchmark (Vergleichsindex) 89
Infobox: Der MSCI World Index 101
Infobox: Untergangspropheten und ihre Kosten 150
Infobox: Die Einpreisung von Steuervorteilen 181
Infobox: Warum Performance-Fees Ihnen schaden 186
Infobox: Warren Buffett und die Efficient-Market-Theorie 194

16.2 Verzeichnis aller Tabellen und Abbildungen

Abbildung 1: Der Zusammenhang zwischen Einkommen und weltanschaulicher Einstellung zu Geld 22
Abbildung 2: Anstieg des globalen Bruttoinlandprodukts (BIP) von 1400 bis 2015 in »Internationalen US-Dollar von 2011« 24
Abbildung 3: Anstieg des inflationsbereinigten globalen Bruttoinlandsprodukts (BIP) pro Kopf von 1870 bis 2016 (147 Jahre) in »Internationalen US-Dollar von 2011« 26

Tabelle 1: Die langfristige Wertentwicklung einer anfänglichen Einmalanlage von 10 000 Euro in einem Aktienfonds in Abhängigkeit von den Anlagekosten bei einer Vor-Kosten-Rendite von 8% p. a. 44
Tabelle 2: Langfristige Renditen der wichtigsten Asset-Klassen von 1900 bis 2017 (118 Jahre) – inflationsbereinigt (real), in US-Dollar, vor Kosten und Steuern 50
Abbildung 4: Die Wirkung des Zinseszinseffektes bei einem anfänglichen, einmaligen Investment von 10 000 Euro in Abhängigkeit unterschiedlicher Durchschnittsrenditen (Gesamtperiode 40 Jahre) 54
Tabelle 3: Die für einen Privatanleger wesentlichen »Basis-Asset-Klassen« im Überblick 69
Tabelle 4: Neun populäre verpackte Investmentprodukte, was sie enthalten und was ihre Verpackung bedeutet 71
Tabelle 5: Ausgewählte Merkmale von aktivem und passivem Investieren 92
Tabelle 6: Fundamentale Unterschiede zwischen aktiv und passiv Investieren . . 93
Tabelle 7: Auswirkung von Diversifikation auf die Schwankung der jährlichen Renditen (Gewinn) eines gemischten Portfolios 107
Abbildung 5: Vergleich einer diversifizierten 50/50-Asset-Allokation (globale Aktien/«risikofreie« Anlage) mit nicht diversifizierten 100/0- und 0/100-Asset-Allokationen im Zeitraum von 1990 bis 2017 (28 Jahre) – inflationsbereinigte Entwicklung des Wertes eines anfänglich investierten Euros 108
Abbildung 6: Ungefähres Risikospektrum unterschiedlicher Asset-Klassen und Anlageprodukte (bei zinstragenden Anlagen wird die Abwesenheit von Wechselkursrisiko unterstellt) 109
Abbildung 7: Schematische Darstellung des Weltportfolios 117
Tabelle 8: Kennzahlen für Risiko und Rendite von elf Portfolios aus global diversifizierten Aktien (ohne – Faktorprämien) und einer »risikofreien« Anlage auf der Basis von Renditen in Euro von 1970 bis 2017 (48 Jahre) 119
Tabelle 9: Langfristige Renditen einiger wichtiger Asset-Klassen von 1975 bis 2017 (43 Jahre) – inflationsbereinigt (real), in D-Mark beziehungsweise Euro, vor Kosten und Steuern 129
Tabelle 10: Die wichtigsten Typen von Immobilienanlagen und ihre Einschätzung aus Privatanlegerperspektive 132
Tabelle 11: Illustration der Notwendigkeit von Rebalancing – Annahme: Portfoliokomponenten A, B, C stehen für unterschiedliche Asset-Klassen 137
Tabellen 12: Vergleich aktueller Aktienmarktbewertungen für unterschiedliche Regionen mit dem historisch durchschnittlichen Bewertungsniveau 148
Tabelle 13: Die einkommensteuerliche Behandlung von Einkünften aus Fondsanteilen im Privatvermögen natürlicher Personen – Überblick (Stand Juli 2018) 176

Tabelle 14: Barwertvorteil bei Aktienanlagen durch Buy-and-Hold – Vergleich der Belastung eines aktiven Anlegers (häufiges Kaufen und Verkaufen) und eines passiven Buy-and-Hold-Anlegers 183

16.3 Literaturquellen

Amenc, Noël/Le Sourd, Véronique (2007): »Rating the Ratings: A Critical Analysis of Fund Rating Systems«; In: *Journal of Performance Measurement*; Summer 2007.

Bareis, Werner/Nauhauser, Niels (2008): *Lexikon der Finanzirrtümer. Teure Fehler und wie man sie vermeidet*; Ullstein.

Beracha, Eli/Johnson, Ken (2012): »Lessons from over 30 years of buy versus rent decisions: Is the American dream always wise?« In: *Real Estate Economics*; Vol. 40; No. 2; pp. 217–247.

Bernow, Sara/Klempner, Bryce/Magnin, Clarisse (2017): *From ›why' to 'why not‹: Sustainable investing as the new normal*; Internet-Fundstelle: https://www.mckinsey.com/industries/private-equity-and-principal-investors/our-insights/from-why-to-why-not-sustainable-investing-as-the-new-normal

Bernstein, William (2004): *The Birth of Plenty: How The Prosperity Of The Modern World Was Created*; McGraw-Hill.

Bernstein, William (2013): *Deep Risk. How History Informs Portfolio Design*; E-Book; 2013.

Black, Stanley/Wang, Samuel (2015): *The Cost of a Perfect Market Timing Strategy*; Dimensional Fund Advisors; Internet-Fundstelle: https://static1.squarespace.com/static/54d0ee1be4b0e6a1ae5ed3d9/t/56040ebde4b0becc003b15e6/1443106493166/The+Cost+of+a+Perfect+Market+Timing+Strategy.pdf

BlackRock (ohne Autor) (2018): *iShares Securities Lending. Unlocking the Potential of Portfolios*; Internet-Fundstelle: https://www.ishares.com/us/literature/brochure/securities-lending-unlocking-portfolios-en-us.pdf

Boudoukh, Jacob/Israel, Ronen/Richardson, Matthew (2018): *Long Horizon Predictabiltiy: A cautionary Tale*; Internet-Fundstelle: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3142575

Bundesbank (ohne Autor) (2017): »Zur jüngeren Entwicklung der Verschuldung des nichtfinanziellen Privatsektors in ausgewählten Ländern des Euro-Raums«; In: *Deutsche Bundesbank Monatsberichte*; Januar 2017; S. 41–59.

Clayman, Michelle (1987): »In search of excellence: the investor's viewpoint.« *Financial Analysts Journal*; Vol. 43; No. 3; May/June 1987; pp. 54–63.

Davidson, Lee/Ptak, Jeffrey (2016): *Analyzing the Performance of the Star Rating Globally*; November 2016; Internet-Fundstelle: http://www.morningstar.co.uk/static/UploadManager/Other/Star%20Rating%20Bilanz.pdf

Denrell, Jerker (2003): »Vicarious Learning, Undersampling of Failure, and the Myths of Management«; In: *Journal of Organization Science*; Vol. 14; Issue 3, May 2003; pp. 227–243.

Dimson, Elroy/Marsh, Paul/Staunton, Mike (2002): *The Triumph of the Optimists – 101 Years of Global Investment Returns*; Princeton University Press.

Dimson, Elroy/Marsh, Paul/Staunton, Mike (2015): *Credit Suisse Global Investment Returns Year Book 2015*; Kurzfassung; Credit Suisse Research Institute Zurich; Internet-Fundstelle: https://www.west-info.eu/investing-in-vice-pays-at-least-on-the-stock-exchange/https___publications-credit-suisse/

Dimson, Elroy/Marsh, Paul/Staunton, Mike (2018): *Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2018*; Long Version; Credit Suisse Research Institute.

Diriwaechtera, Patric/Shvartsman, Elena (2018): »The anticipation and adaptation effects of intra- and interpersonal wage changes on job satisfaction«; In: *Journal of Economic Behavior & Organization*; Vol. 146, February 2018, pp. 116–140.

Dobellli, Rolf (2012): *Vergessen Sie News! Für eine gesunde Nachrichten-Diät*; Internet-Fundstelle: http://www.dobelli.com/de/essays/news-diat-full/

Ericsson, Anders/Pool, Robert (2016): *Peak: Secrets from the New Science of Expertise*; Bodley Head.

Estrada, Javier (2008): »Black Swans and Market Timing: How Not To Generate Alpha«; In: *The Journal of Investing*; Fall 2008; Internet-Fundstelle: http://web.iese.edu/jestrada/pdf/research/refereed/blackswans.pdf

Estrada, Javier (2015): »Multiples, Forecasting, and Asset Allocation«; In: *Journal of Applied Corporate Finance*; Vol. 27, Issue 3; Summer 2015; pp. 144–151.

Francis, Jack/Ibbotson, Roger (2009): »Contrasting Real Estate with Comparable Investments, 1978 to 2008«; In: *The Journal of Portfolio Management*; Fall 2009; Vol. 36; No. 1; pp. 1–15.

Frazzini, Andrea/Kabiller, David/Pedersen, Lasse Heje (2013): *Buffett's Alpha*; Internet-Fundstelle: http://www.nber.org/papers/w19681

Frazzini, Andrea/Kabiller, David/Pedersen, Lasse Heje (2018): *Buffett's Alpha*; Internet-Fundstelle: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3197185

Goetzmann, William (2016): *Bubble Investing: Learning from History*; Internet-Fundstelle: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2784281

Goetzmann, William (2017): *Money Changes Everything. How Finance Made Civilization Possible*; Princeton University Press.

Goetzmann, William/Dasol, Kim (2018): »Negative Bubbles – What happens after a Crash?« In: *European Financial Management*; Vol. 24, Issue 2; pp. 169–297; March 2018.

Hand, David (2015): *The Improbability Principle: Why coincidences, miracles and rare events happen all the time*; Corgi.

Hartzmark, Samuel/Solomon, David (2017): *The Dividend Disconnect*; Internet-Fundstelle: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2876373

Hill, Napoleon (1937): *Think and Grow Rich: The Original, an Official Publication of The Napoleon Hill Foundation*; Sound Wisdom 2016 (Original von 1937).

Issing, Otmar (2014): *Die Deutschen und die Marktwirtschaft*; Dezember 2014; Internet-Fundstelle: https://www.insm-oekonomenblog.de/11926-die-deutschen-und-die-marktwirtschaft/

Israelov, Roni (2017): *Pathetic Protection: The Elusive Benefits of Protective Puts*; AQR; 2017; Internet-Fundstelle: https://www.aqr.com/Insights/Research/White-Papers/Pathetic-Protection-The-Elusive-Benefits-of-Protective-Puts

Kinnel, Russel (2011): *How Expense Ratios and Star Ratings Predict Success*. 08.10.2010; Morningstar; Internet-Fundstelle: http://advisor.morningstar.com/articles/fcarticle.asp?docId=20016

Klement, Joachim (2010): »The Flaws of Our Financial Memory«; In: *Journal of Financial Planning*; Vol. 23, Issue 8; Aug. 2010; pp. 54–60.

Kommer, Gerd (2016a): *Kaufen oder mieten – Wie Sie für sich die richtige Entscheidung treffen*; Campus Verlag; 2. Auflage.

Kommer, Gerd (2016b): *Wie stark ist das »Passiv-Lager« wirklich?* Internet-Fundstelle: https://www.gerd-kommer-invest.de/wp-content/uploads/2016-07-Wie-stark-ist-das-Passiv-Lager-wirklich.pdf

Kommer, Gerd (2017a): *Immobilienfinanzierung für Selbstnutzer: Geld sparen und Fehler vermeiden beim Kauf der eigenen vier Wände*; Campus Verlag.

Kommer, Gerd (2017b): *Die Legende vom Cost Averaging Effect*; Internet-Fundstelle: https://www.gerd-kommer-invest.de/legende-vom-cost-averaging-effect/

Kommer, Gerd (2017c): *Die absurde Dämonisierung von ETFs*; Internet-Fundstelle: https://www.gerd-kommer-invest.de/daemonisierung-von-etfs/

Kommer, Gerd (2018): *Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs. Wie Sie das Spiel gegen die Finanzbranche gewinnen*; Campus Verlag; 5. Auflage.

Kommer, Gerd/Weis, Alexander (2017a): *Ausschüttende vs. thesaurierende Fonds*; Internet-Fundstelle: https://www.gerd-kommer-invest.de/ausschuettende-vs-thesaurierende-fonds/

Kommer, Gerd/Weis, Alexander (2018a): *Währungsabsicherung: Wann sinnvoll, wann nicht?* Internet-Fundstelle: https://www.gerd-kommer-invest.de/wann-ist-waehrungsabsicherung-sinnvoll/

Kommer, Gerd/Weis, Alexander (2018b): *Dividendenstrategien: Fakten und Fantasien*; Internet-Fundstelle: https://www.gerd-kommer-invest.de/dividendenstrategien-fakten-und-fantasien/

Kommer, Gerd/Weis, Alexander (2018c): *Nullzinsen und Anlagenotstand – real oder nur konstruiert?* Internet-Fundstelle: https://www.gerd-kommer-invest.de/blog/

Kommer, Gerd/Weis, Alexander (2018d): »*Finanzielle Freiheit*« – *ein Schlagwort mit zu vielen Fragezeichen*; Internet-Fundstelle: https://www.gerd-kommer-invest.de/finanzielle-freiheit-fragezeichen/

Korteweg, Arthur/Kräussl, Roman/Verwijmeren, Patrick (2016): »Does it Pay to Invest in Art? A Selection-Corrected Returns Perspective«; In: *Review of Financial Studies*; 2016; Vol. 29, issue 4, pp. 1007–1038.

Loomann, Volker (2018): »Sie wären Millionär geworden«; In: *Frankfurter Allgemeine Zeitung – FAZ.Net*, 14.05.2018.

Metcalfe, Guy (2017): *The Mathematics of Market Timing*; December 2017; Internet-Fundstelle: https://arxiv.org/pdf/1712.05031.pdf

Müller, Sebastian/Martin Weber (2011): *Evaluating the Rating of Stiftung Warentest: How Good are Mutual Fund Ratings and Can They Be Improved?* February 28, 2011; Internet-Fundstelle: http://ssrn.com/abstract=1785319

Norberg, Johan (2017): *Progress: Ten Reasons to Look Forward to the Future*; Oneworld Publications.

Pinker, Steven (2018): *Enlightenment Now: The Case for Reason, Science, Humanism, and Progress*; Viking.

Richey, Greg (2016): »Sin Is In: An Alternative to Socially Responsible Investing?« In: *The Journal of Investing;* Summer 2016, Vol. 25; Issue 2; pp. 136–143.

Ridley, Matt (2011): *The Rational Optimist. How Prosperity Evolves.* Fourth Estate.

Ritzau, Michael (2016): *Die große Fondslüge: Falsch beraten von Finanztest, Sparkassen, Banken und Co.;* Tectum Wissenschaftsverlag.

Rosling, Hans (2018): *Factfulness: Wie wir lernen, die Welt so zu sehen, wie sie wirklich ist*; Ullstein.

Salavei Bardos, Katsiaryna/Zaiats, Nataliya (2011): »Measuring Residential Real Estate Risk and Return«; In: *The Journal of Wealth Management*; Winter 2011, Vol. 14, No. 3: pp. 73–83.

Scholtens, Bert/Trinks, Pieter Jan (2017): »The Opportunity Cost of Negative Screening in Socially Responsible Investing«; In: *Journal of Business Ethics*; Vol. 140; No. 2, pp. 193–208.

Sharpe, William (1991): »The Arithmetic of Active Management«; In: *Financial Analysts Journal*; Vol. 47; No. 1; January/February 1991.

Siegel, Jeremy (2014): *Stocks for the Long Run. The Definitive Guide to Financial Market Returns & Long-Term Investment Strategies.*« 5th edition; McGraw-Hill.

Stanley, Thomas/Danko, William (2010): *The Millionaire Next Door: The Surprising Secrets of America's Wealthy*; Taylor Trade Publishing.

Stevenson, Betsey/Wolfers, Justin (2013): »Subjective Well-Being and Income: Is There Any Evidence of Satiation?« In: *American Economic Review*; Vol. 103; No. 3; pp. 598–604.

Szapiro, Aron (2014): *House of Cards. The Misunderstood Consumer Finance of Homeownership*; HellowWallet / Morningstar: Internet-Fundstelle: http://www.hellowallet.com/wp-content/uploads/2014/11/HelloWallet-House-of-Cards.pdf

Taleb, Nassim (2007): *The Black Swan. The Impact of Highly Improbable*; Penguin Books.

Zitelmann, Rainer (2017): *Psychologie der Superreichen. Das verborgene Wissen der Vermögenselite*; Finanzbuchverlag.

Zitelmann, Rainer (2018): *Kapitalismus ist nicht das Problem, sondern die Lösung: Eine Zeitreise durch 5 Kontinente*; Finanzbuchverlag.

16.4 Glossar

Aktie: Gesellschaftsanteil am Eigenkapital einer Aktiengesellschaft. In Deutschland und Österreich sind die meisten Aktiengesellschaften börsennotiert. Eigenkapitalanteile (Gesellschaftsanteile) an nicht börsennotierten Unternehmen sind typischerweise Anteile an einer GmbH. Eine AG unterliegt in Deutschland weitergehenden gesellschaftsrechtlichen Verpflichtungen als eine GmbH, aber ansonsten sind die grundsätzlichen Unterschiede gering.

Aktionärsrendite: Die Gesamtrendite aus einem Aktieninvestment (➔ Dividendenrendite + Kursrendite).

Alpha: Börsenjargon für »Überrendite«, »Mehrrendite«, »Outperformance« eines Investments oder einer Anlagestrategie gegenüber einer sinnvollen Benchmark (siehe Infobox »Benchmark« in Kapitel 4). Mit der Quantifizierung von Alpha wird außerhalb von wissenschaftlichen Untersuchungen viel Schindluder getrieben.

Anleihen: Verbriefter (frei handelbarer) Kredit. Altmodisch auch Rentenpapier genannt. Unternehmen und Staaten (sowie andere öffentliche Organisationen) emittieren Anleihen, um sich Fremdkapital zu beschaffen (Schulden aus der Sicht des Emittenten). Eine Anleihe hat meist eine feste Laufzeit, eine festgelegte Verzinsung (»Coupon«) und lautet auf eine bestimmte Währung. Trotz der festgelegten Verzinsung kann die Gesamtrendite einer Anleihe im Zeitablauf schwanken. Die festgelegte Verzinsung kann auch an einen kurzfristigen »variablen« Referenzzinssatz geknüpft sein. Die Anleihen

eines Unternehmens sind stets risikoärmer als seine Aktien. Anleihen sind in ihren verschiedenen Varianten weitaus vielfältiger als Aktien.

Arithmetische Durchschnittsrendite: Der einfache Durchschnitt (arithmetisches Mittel) aus mehreren Einperiodenrenditen, zum Beispiel 2015: 10%, 2016: 11%, 2017: 0%. Das ergibt eine durchschnittliche Rendite von 21% ÷ 3 = 7% per annum. (siehe auch ➔ geometrische Durchschnittsrendite).

Asset: Dt. Vermögenswert. Beispiele für Assets: Aktien, Cash, Anleihen, Immobilien, Humankapital.

Asset-Allokation: Die Aufteilung eines ➔ Portfolios oder Vermögens in Asset-Klassen. »Allokation« = dt. Aufteilung, Zuteilung.

Asset-Klassen: Dt. Anlagekassen, Vermögensarten. Die Haupt-Asset-Klassen sind Aktien, zinstragende Anlagen, Immobilien, Rohstoffe, Edelmetalle und Sammlerobjekte. Diese Haupt-Asset-Klassen lassen sich beliebig weit feiner aufgliedern, zum Beispiel kurzfristige Anleihen versus langfristige Anleihen, Wohnimmobilien versus Büroimmobilien und so weiter. In statistischer Perspektive bestimmt die Asset-Allokation (neben Kosten und Steuern) den größten Teil der langfristigen Rendite eines ➔ Portfolios.

Barwert: Gleich bedeutend mit ➔ Gegenwartswert. Der heutige Wert einer erst in der Zukunft zu empfangenden Zahlung oder Zahlungsstroms, »abgezinst« auf die Gegenwart. Ein Beispiel: Eine Zahlung in einem Jahr von 1 050 Euro hat bei einer Abzinsungsrate von 5% einen Barwert von 1 000 Euro, denn wenn man 1 000 Euro mit 5% Jahresrendite für ein Jahr anlegt, erzielt man 1 050 Euro. Deshalb haben beide Werte – 1 000 Euro jetzt oder 1 050 Euro in zwölf Monaten – bei dieser Abzinsungsrate denselben Barwert (BW). Mit Barwerten kann man Zahlungen, die zu unterschiedlichen Zeitpunkten anfallen, vergleichbar machen. Die Formel für die Berechnung des Barwertes (BW) einer einmaligen zukünftigen Zahlung »Z« sieht so aus: $BW = Z \div (1 + r)^N$, wobei r die Abzinsungsrate ist und N die Anzahl der Perioden (hier 1). Die Formel für eine Serie zukünftiger Zahlungen ist ähnlich, aber ein klein wenig komplizierter.

Barwertvorteil: Der Barwert ist der Gegenwartswert eines künftigen Zahlungsstroms, also der Gesamtwert in heutigem Geld von in der Zukunft liegenden Zahlungen (siehe ➔ Barwert). Aus Steuerzahlungen in einer gegebenen Höhe, die in die Zukunft verschoben (verzögert) werden können, entsteht ein finanzmathematischer Barwertvorteil gegenüber der sofortigen Zahlung dieser Steuerlast. Dieser geldwerte Vorteil wird umso größer, je länger die Steuerzahlung verzögert werden kann. Buy-and-Hold-Anlegen erzeugt einen solchen Barwertvorteil gegenüber aktivem Investieren in Bezug auf die Besteue-

rung von Kursgewinnen (Wertsteigerungsgewinnen). Bei aktivem Investieren erfolgen diese Steuerzahlungen typischerweise jährlich. Bei Buy-and-Hold-Investing können sie dagegen für viele Jahre, manchmal sogar Jahrzehnte in die Zukunft verschoben werden.

Bonität: Kreditwürdigkeit eines Unternehmens – siehe auch ➔ Bonitätsrisiko.

Bonitätsrisiko: Im Allgemeinen gleichbedeutend mit den Begriffen Adressrisiko und Emittentenrisiko. Die Gefahr negativer Wertschwankungen eines Wertpapiers, weil sich die Kreditwürdigkeit des Unternehmens, zu dem dieses Wertpapier gehört, verschlechtert hat. Im engeren Sinne die Gefahr, dass der Emittent einer Anleihe seinen Zins- und Kapitalrückzahlungsverpflichtungen nicht oder nicht termingerecht nachkommt.

Bruttoinlandsprodukt: Das Bruttoinlandsprodukt (BIP) ist eine volkswirtschaftliche Kennzahl für die »Wertschöpfung« einer Volkswirtschaft in einem bestimmten Zeitabschnitt, typischerweise einem Jahr. Das BIP ist die Summe, aller Gehälter, Unternehmensgewinne, Einkünfte aus Zinsen und Mieten und dem staatlichen Nettoertrag (staatliche Einnahmen minus Ausgaben), ohne Doppelzählungen. Meistens wird das BIP-Wachstum als reale (inflationsbereinigte) Größe angegeben.

Cash-Flow: Dt. Zahlungsstrom. Aus der Sicht eines Anlegers sind positive Cash-Flows empfangene Zahlungen (Zuflüsse), negative Cash-Flows geleistete Zahlungen (Abflüsse).

Derivate: Derivate sind von anderen originären Wertpapieren (»Underlyings«) abgeleitete Wertpapiere oder Geschäftsarten. Siehe Abbildung 6 in Kapitel 6 und weiter unten im Glossar das Beispiel ➔ Put-Option.

Diversifikation: Aufteilung (Streuung) eines Gesamtvermögens auf verschiedene Vermögenswerte (Assets und Asset-Klassen), um das Gesamtrisiko des ➔ Portfolios zu reduzieren. Diversifikation heißt, nicht alle Eier in einen Korb legen, oder, nicht alles auf eine Karte setzen. Der Nutzen von Diversifikation wird von vielen Privatanlegern unterschätzt (siehe auch Kapitel 6 sowie ➔ Korrelation).

Dividendenrendite: Kennzahl, bei der die jährliche Dividende (beziehungsweise die Summe der Dividendenzahlungen in einem Jahr) durch den jahresdurchschnittlichen Aktienkurs (vor Auszahlung der Dividende) geteilt wird.

Domizilierte Fonds: Das Fondsdomizil ist der rechtliche Sitz des Fonds. Die deutliche Mehrheit aller in Deutschland vertriebenen Investmentfonds haben ihr Domizil außerhalb von Deutschland. Bei ETFs liegt der Marktanteil der in Irland und Luxemburg domizilierten Fonds bei über 90%.

Erwartete Rendite: Siehe Infobox »Erwartete Rendite« in Abschnitt 3.7.

Faktorprämien: Siehe ➔ Factor-Investing.

Factor-Investing: Auch Smart-Beta-Investieren genannt. Das Übergewichten bestimmter von der Wissenschaft identifizierter »Faktoren« (Faktorprämien) in einem Wertpapierportfolio, um eine Mehrrendite zu erzielen. Factor-Investing wird in meinem Buch ➔ SIMIE (2018) ausführlich erläutert.

Gegenwartswert: siehe ➔ Barwert.

Geld-Brief-Spanne: Englisch Bid-Ask-Spread oder Bid-Offer-Spread. Die Spanne zwischen Ankaufskurs und Verkaufskurs eines Wertpapiers, einer Währung oder eines sonstigen Wertpapiers aus der Sicht eines Investors. Etwa in der Mitte zwischen diesen beiden Kursen liegt der Marktkurs. Letztlich repräsentiert die Geld-Brief-Spanne die Händlermarge. Je liquider ein Wertpapier (je höher sein durchschnittliches Handelsvolumen pro Zeiteinheit), desto tendenziell enger ist die Geld-Brief-Spanne.

Geldmarkt: Engl. Money Market: Geldmarktanlagen sind, aus der Sicht eines heimischen Anlegers, kurzfristige, liquide, »risikofreie« Geldanlagen, wie etwa Termin- oder Festgelder, Geldmarktfonds, Sparbücher oder Konten mit variabler Guthabenverzinsung, sofern innerhalb der gesetzlichen Einlagensicherung mit ausreichend gutem »Garantiegeber« und Anleihen bis etwa 18 Monate Restlaufzeit mit ➔ Ratings von mindestens AA– (Stufe 4) von zwei Ratingagenturen. Längerfristige Zinspapiere werden dem Anleihenmarkt zugeordnet.

Geldmarktanlagen: Siehe ➔ Geldmarkt.

Geometrische Durchschnittsrendite: Auch annualisierte Rendite genannt (engl.: CAGR = Compound Annual Growth Rate). Bei dieser Art der Renditeberechnung wird – anders als bei der ➔ arithmetischen Durchschnittsrendite – der Zinseszinseffekt berücksichtigt. Die geometrische Durchschnittsrendite ist stets niedriger als die arithmetische Durchschnittsrendite, sofern die Renditen der Teilperioden schwanken. Die geometrische Durchschnittsrendite ist nicht identisch mit dem internen Zinsfuß.

Geschlossene Fonds: Siehe Ausführungen zu Geschlossenen Fonds in Kapitel 11.

Gesetzliche (staatliche) Einlagensicherungsgrenze: Siehe entsprechende Infobox in Abschnitt 3.2.

Hedge-Fonds: Ein Fonds, der versucht, »marktunabhängige« Renditen zu erzeugen. Gelegentlich auch »Absolute-Return-Fonds« genannt. Es existieren über 10 000 Hedge-

Fonds weltweit und über hundert unterschiedliche Hedge-Fonds-Typen. Hedge-Fonds sind in den meisten Ländern (wie auch in Deutschland) nicht zum allgemeinen Vertrieb an Privatanleger zugelassen.

Heimatwährung: Auch funktionale Währung genannt. Die Währung, in der der Haushalt oder das Unternehmen den größten Teil seiner künftigen Zahlungsverpflichtungen haben wird (zum Beispiel für Konsumausgaben und Kapitaldienst bei Krediten).

Informationseffizienz: Ein Markt, in dem die gegenwärtigen Preise alle öffentlich bekannten Informationen bereits reflektieren (alle öffentlichen Informationen sind eingepreist). In einem informationseffizienten Markt ist es unmöglich, zuverlässig (systematisch) nach Berücksichtigung von Kosten und Risiko »Überrenditen« zu erzielen. Die Überrenditen, die erzielt werden, sind zufallsbedingt, und ihnen stehen ebenso häufige Unterrenditen (Verluste) gegenüber. In einem informationseffizienten Markt ist es schädlich, aktiv zu investieren, also »den Markt schlagen zu wollen«. Die Informationseffizienz ist das Kernelement der Effizienzmarkthypothese, die ihrerseits einer der wichtigsten Ursachen für die Attraktivität von passivem Investieren ist (siehe Kapitel 4 und siehe Stichwort »Markteffizienzhypothese« auf der deutschen Wikipedia).

Investment-Grade-Rating: Die ersten zehn Noten der ➔ Ratingskala der bekannten Ratingagenturen für Anleihen bilden den Investment-Grade-Bereich bis »BBB–«. Die restlichen (schlechteren) circa 15 Noten bilden den sehr deutlich risikoreicheren Sub-Investment-Grade-Bereich.

Korrelation: Korrelation ist eine Kennzahl aus der Statistik, die den Grad der Parallelität der Entwicklung zweier Größen misst, zum Beispiel der Renditen zweier Aktien. Die Korrelation wird gemessen in Form des Korrelationskoeffizienten, der zwischen +1 und –1 liegen kann. +1 steht für vollständige Korrelation (exakte Parallelentwicklung), 0 für vollständig unabhängige Entwicklung und –1 für exakt gegenläufige Entwicklung. Je niedriger die Korrelation zwischen zwei Finanz-Assets, desto besser eignen sie sich zur ➔ Diversifikation in einem gemeinsamen ➔ Portfolio.

KBV: Kurs-Buchwert-Verhältnis. Eine betriebswirtschaftliche Kennzahl. Das Verhältnis zwischen aktuellem Aktienkurs und dem aktuell verfügbaren Bucheigenkapital des Unternehmens pro Aktie (engl. Price Book Ratio).

KGV: Kurs-Gewinn-Verhältnis. Eine betriebswirtschaftliche Kennzahl. Das Verhältnis zwischen aktuellem Aktienkurs und dem aktuell verfügbaren Buchgewinn des Unternehmens pro Aktie (engl. PE Ratio, Price Earnings Ratio).

KVG: Kapitalverwaltungsgesellschaft (Fondsgesellschaft). Früher auch KAG = Kapitalanlagegesellschaft genannt.

Leverage-Effect: Dt. Kredithebel. Ein Wertpapierdepot, eine Immobilie oder sonstige Kapitalanlage kann teilweise oder vollständig über einen Kredit (statt aus Eigenmitteln) finanziert werden. Dadurch erhöht sich die Rendite des eingesetzten eigenen Kapitals, vorausgesetzt, die Rendite der so finanzierten Kapitalanlage übersteigt den Kreditzinssatz. Durch Leveraging erhöht sich der Risikograd eines Investments unter Umständen drastisch, sodass Eigenkapitalverluste über 100% möglich sind.

Marktkapitalisierung: Andere Bezeichnungen für MK sind »Börsenwert« oder »Börsenkapitalisierung«. Die MK eines börsennotierten Unternehmens entspricht dem Aktienkurs multipliziert mit der Anzahl der umlaufenden Aktien. Die MK entspricht zugleich dem aktuellen Marktwert des Eigenkapitals des Unternehmens. Die MK kann man auch kollektiv für einen nationalen oder regionalen Markt beziehungsweise 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).

MSCI ACWI IMI Index: MSCI All Country World Investable Market Index: Dieser deckt 98% der ➔ Marktkapitalisierung des Weltaktienmarktes ab. Er umfasst über 45 Industrie- und Schwellenländer.

Nominale Zahlen: In diesem Buch sind damit Renditen einschließlich Inflation gemeint, also Renditen, von denen die Inflation noch nicht abgezogen wurde. Das Gegenstück zu nominalen Renditen sind *reale* (inflationsbereinigte) Renditen. Ein Beispiel: Die nominale, durchschnittliche Rendite eines Portfolios betrug 10% p.a. über einen Zeitraum von drei Jahren. Die Inflation in dem fraglichen Zeitraum lag bei durchschnittlich 2,5% p.a. Ergo betrug die reale Rendite 7,5% p.a. Reale Renditen sind wesentlich aussagekräftiger.

Opportunitätskosten: Hier die gelungene Definition aus der Wikipedia: »Opportunitätskosten (selten auch als Alternativkosten, Verzichtskosten oder Schattenpreis bezeichnet) sind entgangene Erlöse (allgemeiner: entgangener Nutzen), die dadurch entstehen, dass vorhandene Möglichkeiten (Opportunitäten) zur Nutzung von Ressourcen nicht wahrgenommen werden. Umgangssprachlich kann man auch von »Kos-

ten der Reue« oder »Kosten entgangener Gewinne« sprechen. Opportunitätskosten sind somit keine Kosten im Sinne der betriebswirtschaftlichen Kosten- und Leistungsrechnung, sondern ein ökonomisches Konzept zur Quantifizierung entgangener Alternativen.«

Performance: In diesem Buch bedeutet Performance (engl. für »Leistung«) letztlich dasselbe wie »Rendite«. Gelegentlich wird der Begriff in der Literatur auch enger als risikoadjustierte Rendite verstanden.

Portfolio: Ein ganz allgemeiner Begriff für die Summe aller Assets eines Anlegers oder Anlegerhaushaltes. Dazu können Bargeld, Aktien, Anleihen, Gold, Immobilien und sogar Humankapital gehören. Oft wird »Portfolio« – eigentlich falsch – gleichbedeutend mit dem viel engeren Konzept des Bankdepots verwendet (beziehungsweise verwechselt). In diesem Buch ist ein Portfolio stets die Summe aller (wirklich aller) Assets eines Haushalts.

Private-Equity-Fonds: Ein Fonds, der sich an nicht börsennotierten Unternehmen beteiligt – daher »private« equity, also nicht börsennotiertes Eigenkapital. Private-Equity-Fonds sind in den meisten Ländern (wie auch in Deutschland) nicht zum allgemeinen Vertrieb an Privatanleger zugelassen.

Put-Option: Ein ➔ Derivat. Eine Put-Option gibt Ihrem Besitzer das Recht, ein bestimmtes Wertpapier während eines bestimmten Zeitraums oder an einem bestimmten Zeitpunkt zu einem festgesetzten Preis an den Verkäufer der Put-Option zu verkaufen.

Rating: Dt. Note, Benotung. Ratingagenturen vergeben Ratings für die Kreditwürdigkeit von Unternehmen oder Staaten beziehungsweise ihrer Anleihen. Das Rating drückt also die Kreditwürdigkeit (➔ Bonität) des Unternehmens oder Staates (beziehungsweise seiner Anleihen) aus. Siehe auch Stichwort »Rating« auf der deutschen Wikipedia.

Shortfall-Risk: Eine Risikokennzahl. Die Wahrscheinlichkeit, mit der eine bestimmte Renditeschwelle oder Minimum-Rendite für die gewählte Betrachtungsperiode unterschritten wird. Ein Beispiel: Die relative Häufigkeit, mit der ein Portfolio im historischen Betrachtungszeitraum oder in einem künftigen Betrachtungszeitraum eine durchschnittliche Jahresrendite von null unterschritt beziehungsweise unterschreiten wird.

SIMIE = Das Buch *Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs – Wie Sie das Spiel gegen die Finanzbranche gewinnen* (5. Auflage, 2018) von Gerd Kommer.

Spotmarkt (auch Kassamarkt genannt): Bei Rohstoffen der Markt, auf dem die »Erfüllung des Handelsgeschäfts« (Lieferung der Ware und Bezahlung) sofort« (zum Beispiel

innerhalb von zwei Werktagen) erfolgt. Sozusagen der »normale« Markt. Sein Gegenstück ist der ➔ Terminmarkt.

Standardabweichung: Siehe ➔ Volatilität.

Terminmarkt (Engl. Futures-Market): Bei Rohstoffen der Markt, auf dem die Erfüllung des Handelsgeschäfts (Lieferung Ware und Bezahlung Ware) erst in der Zukunft zum Beispiel in einem Monat oder sechs Monaten erfolgt. Sein Gegenstück ist der ➔ Spotmarkt.

Total Expense Ratio (TER): Laufende Kostenbelastung bei Investmentfonds. Die TER ist aussagekräftiger (höher) als die Verwaltungsgebühr. In Deutschland heißt die TER »Laufende Kosten« oder »Gesamtkostenquote«. Auch die TER beinhaltet nicht alle Kosten, die in einem Investmentfonds anfallen, zum Beispiel nicht die Transaktionskosten, die sich aus der ➔ Geld-Brief-Spanne der gekauften und verkauften Wertpapiere ergeben. Siehe auch ➔ Tracking-Differenz.

Umlageverfahren: Bezogen auf das staatliche Rentenversicherungssystem die Praxis, dass gegenwärtige Rentenbeiträge (Einnahmen des Rentensystems) nicht am Kapitalmarkt angelegt werden, sondern sofort wieder für gegenwärtige Rentenzahlungen ausgezahlt werden. Das Umlageverfahren kann bei einer sinkenden Geburtenrate und steigender Lebenserwartung ohne (unpopuläre) Anpassungen nicht funktionieren (Beitragserhöhungen, Rentensenkungen, Erhöhung des Renteneintrittsalters).

Volatilität: Schwankungsintensität. Die Volatilität ist eine häufig verwendete Risikokennzahl bei Kapitalmarktinvestments. Bei Wertpapieren ist sie die Intensität der Schwankung der Gesamtrendite (oder – weniger präzise – des Kurses) des Wertpapiers im Zeitablauf. Volatilität wird zumeist durch die statistische Kennzahl »Standardabweichung« oder die damit eng verwandte Kennzahl »Varianz« gemessen. Die Volatilität eines ➔ Portfolios kann durch sinnvolle ➔ Diversifikation deutlich reduziert werden.

XETRA: Der elektronische Börsenhandel der Börse Frankfurt am Main. Mit Abstand die größte Börse in Deutschland.

Zinseszinseffekt (Engl. Compound-Interest): Der Zins oder genereller die Rendite, die ein Wertpapier in einer Zeiteinheit (Intervall) erzeugt und die im nachfolgenden Intervall selbst Zins (Rendite) produziert. Der Zinseszinseffekt ist eine mathematische Exponentialfunktion und führt in Geldeinheiten gerechnet um einen pro Intervall umso höheren Anstieg des Investmentwertes, je länger die Betrachtungsperiode ist.

16.5 Danksagung

Für umfangreiche Unterstützung, die die Qualität dieses Buches verbesserte, bedanke ich mich herzlich bei meinen beiden Mitarbeitern Alexander Weis und Jonas Schweizer sowie meinem Geschäftspartner von *www.weltportfolio.net*, Jens Stahl (Düsseldorf).

Durch wertvollen, in dieses Buch einfließenden Gedankenaustausch halfen mir in den letzten Jahren in großem Umfang meine geschätzten Freunde Peter Binz (München), Dr. Dr. Rainer Zitelmann (Berlin) und Prof. Dr. Dr. Olaf Gierhake (Rapperswil bei Zürich).

Dani Parthum (Hamburg) gab mir kluge Hinweise zu Abschnitt 3.1.

Bei der textlichen Überarbeitung des Manuskripts konnte ich mich auf die kompetente Hilfe von Dr. Zoja Milbers (Dresden) stützen. Raffael Bechtloff (Duisburg) half ebenfalls beim Feinschliff des Manuskripts.

Gleichfalls danken möchte ich dem Campus Verlag und dort besonders meiner langjährigen Lektorin Stephanie Walter und Programmleiterin Dr. Judith Wilke-Primavesi.

16.6 Register

10%-Allokation 60

Abgeltungsteuer 162, 176–180, 182 f.
Absicherungsstrategie 92
Aktienmärkte, überbewertete 59 f., 147
Aktienrendite 38, 75, 130
Aktienrisiko 111
Aktionärsrendite 76 f., 107, 227
Aktionismus 95
»Alpha 91, 91, 203, 205, 227 siehe auch Überrendite
Altersvorsorge 9 f., 13, 15, 20, 31, 33 f., 36, 75, 97, 111, 113, 126, 132, 150, 202, 206, 217
Altfall-Anleihen 176, 180
Anchoring-Bias 82
Anlagehorizont 55 f., 60, 80, 116, 120, 215, 219 f.
Anlageklassen 18 siehe auch Asset-Klassen
Anlagennebenkosten 16, 43, 45, 68, 89, 99, 115, 142, 177, 193, 200
Anlageprodukte 9, 15, 18, 45, 67 f., 73, 98, 109, 122, 190, 196, 197, 200
Anlageziele 93
Anlegerfallen 64, 204
Anleihenfonds 16, 154, 176, 179, 186, 195 f., 198
Arbeitnehmer 12 f., 25, 37–39
»Arithmetik des aktiven Investierens« 93
Asset-Klassen 17–19, 39, 47, 49 f., 52 f., 58, 62, 64–70, 72 f., 84, 89, 92 f., 100 f., 105 f., 108–110, 112, 114 f., 117, 122 f., 127–129, 136–138, 147 f., 150, 152 f., 161, 167 f., 200, 212–215, 220 f., 227–229 siehe auch Anlageklassen
Ausgabeaufschlag 45, 177, 208
Ausschüttung 153–159, 178 f.
Availability-Bias 82

Bankguthaben 51, 66, 69, 99, 105, 109, 124, 190 f., 196, 220

Barwert 36, 181, 228 siehe auch Gegenwartswert
– von Rentenansprüchen 37
Barwerteffekt, steuerlicher 121
Barwertvorteil 176, 181–183, 228 f.
Bauchgefühl 62
Bausparguthaben 50
Bausparvertrag 71, 198
Behavioral Finance 74, 85 siehe auch Verhaltensökonomie
Benchmark 37, 89–91, 196, 227 siehe auch Vergleichsindex
Bewertungskennzahlen 147
Bonität 51 f., 66, 124 f., 191, 228, 233
Bonitäts-Rating 32, 51
Bonitätsrisiko 71, 228
Börsengurus 9, 47, 115, 151, 213
Börsenindizes 17, 89, 93
Börsenphasen 16, 195
Börsenweisheiten 9
Branchenfonds 195
Bruttoinlandsprodukt (BIP) 23–26, 228 f.
Bruttomietrendite 50, 62 f., 129
Buchverlust 110, 112, 120 f., 214
Buy-and-Hold 9, 20, 37 f., 41, 55, 58, 65, 90, 92 f., 97, 99, 110, 114, 121, 140, 149, 151, 153, 160–163, 181–183, 211, 214–216, 220 f., 228

Cash-Flow-Rebalancing 138
Cash-Reservekonto 122
Cognitive Bias 74
Compartmentalization-Bias 79
Core-Satellite-Ansatz 140
Corporate Governance 167
Cost Average Effect 145
Crash 10, 57, 59, 115, 120, 138, 146 f., 149–151, 153, 186, 207, 211–216, 220
Creation-Redemption-Prozess 102
Crowd-Funding 72, 109, 200
Currency-Hedging 134

Dachfonds 194 siehe auch Funds of Funds
DAX 17, 49, 76, 140, 146 f., 149, 232
Daytrader 55
Deep Risk 111 f.
Denkfehler 74–76, 79 f., 85, 133, 139, 158, 218
Depotbank 99, 141–143, 156, 158, 160
Depotführungskosten 160
Derivate 17 f., 68, 70, 109, 200, 229
Direktanlage 16, 18, 20, 64, 69, 71, 129, 180
Direktbank 141, 143, 160
Dispokredit 33 f.
Diversifikation 16, 50, 56, 59 f., 71 f., 83, 92, 100, 105–109, 114, 125, 130 f., 137, 140, 152, 168, 170–172, 193, 215, 229, 231, 234
Dividendenrendite 155, 158, 177 f., 182, 227, 229
Do-it-yourself-Anleger 53, 94, 203, 206
Downside-Hedging 140
Drawdown, maximaler 120, 129
Durchschnitt
– arithmetischer 118, 227, 230
– geometrischer 118, 227, 230

Edelmetalle 18, 50, 58, 69, 79, 128 f., 133, 150, 163, 212, 220, 227
Efficient-Market-Theorie (EMT) 93 f., 194
Eigenkapitalrendite 63
Eigenkapitalverlust 65, 231
Ein- und Ausstiegszeitpunkt 60
Einkommensteuer 175–178, 180, 183
Einlagensicherung 32, 66, 69, 99, 105, 109, 122, 124, 230
Einlagensicherungsgrenze, gesetzliche 190 f., 230
Einmalanlage 44, 53, 99
Einmalinvestition 142 f., 145
Einpreisung 181 f.
Endvermögenswert 44, 142 siehe auch Vermögensendwert
Entsparphase 155–157
Environmental, Social, and Governance (ESG) 167
Ertragspotenzial 59
ETF-Sparplan 141, 143, 145
Evidenz 58, 93, 115, 172, 202, 204
«Excess-Return» 91
Exchange Traded Commodities (ETCs) 130

Factor-Investing 102, 116, 229
Fading-affect-Bias 81
Faktorprämien 119, 125, 161, 207, 229

Faustregeln 13, 122, 125, 197, 200
Festgeld 13, 32, 124, 190, 220, 230
Finanz- und Kapitalmärkte 23, 28
Finanzberater 20, 40, 42, 45, 111, 165, 198, 207 f., 218
– »unabhängige« 40, 115
Finanzgesundheit 86 f., 210, 218
Finanzindustrie 10, 39, 43, 49, 147, 149, 218 f.
Finanzmarktindizes 17
Finanzmedien 42, 80, 183, 195
Finanzökonomie 46, 51, 79, 106, 195
Finanzratgeber 85
Fixed Income Investment 69
Fonds
– geschlossener 45, 64, 71, 92, 109, 132, 167, 180, 187 f., 193, 230
– offener 64, 71, 99, 132, 162, 176, 179, 187 f., 198
Fondsmanager 16 f., 76, 92, 94, 105, 114, 146, 151, 170, 185, 187, 211, 217, 220
Fonds-Picking 92, 117
Fondssparen 60, 141, 160
»Free Lunch« 87, 106
Freibeträge 177
Fremdkapital 28, 50, 69, 227
Funds of Funds 194 siehe auch Dachfonds
Future 30, 70, 109, 125, 129–131, 166, 200, 233
Gebühren 10, 45, 72, 103, 142, 186, 195 f.
Gegenwartswert 36, 228 f. siehe auch Barwert
Geld-Brief-Spanne 162, 164, 177, 229 f., 233
Geldmarktanlagen 18, 212, 230
Geldmarktzinsen 14
Gesamtportfolio 60, 80, 107, 124, 136 f., 213
Gold 50 f., 55, 64, 69 f., 89, 92, 109, 125–130, 133, 212, 232
Günstigerprüfung 180

»Hasenfußstrategie« 99
»Hedge, natürlicher« 135
Hedge-Fonds 45, 87, 92, 109, 188, 199, 230
»Heimattendenz« 59 siehe auch Home-Bias
Heimatwährung 51, 109, 124, 134 f., 191, 230
Hindsight-Bias 80 f. siehe auch Rückschaufehler
Hochzinsanleihen 109, 188, 199
Home-Bias 59, 83 siehe auch »Heimattendenz«
Honorarberater 42, 193, 208 f.
Humankapital (HK) 31 f., 36–38, 59, 68, 79 f., 83, 131, 211 f., 218, 227, 232

Illusion 12
Immobilienkredite 31, 131, 188
Immobilienpreisindizes 62, 129
Index of Economic Freedom 27
»Indexer« 10
Index-Rendite 44
Indexreplikation 100, 161
Inflationsillusion 84
Informationseffizienz 84, 230
Informationsvorsprung 40
Interessenkonflikt 39–43, 45, 49, 71, 115, 160, 180, 184, 190, 193, 208–210, 218
Investment-Grade-Rating 188, 231
Investmentphasenplan 61, 152
Investmentpornografie 85–87, 95, 115, 153, 218
Investmentschulden 31

Jahreseinkommen 21 f.

Kapitalanlagengesetzbuch (KAGB) 18, 175
Kapitalertragsteuer 162, 176, 180, 183
Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG) 231
Kassamarkt 130, 233
Kaufkosten 45, 73
Kickback 40, 208
Kleinanleger 15, 188
Konsumschulden, »böse« 31–33
Korrelation 38, 107, 127, 130 f., 198, 229, 231
Kostenquote 443 f.
Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) 147 f., 231
Kursgewinne 28, 147, 155, 158, 176 f., 181–183, 228
Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) 147 f., 231

Large Caps 17, 109
Lebensversicherung, kapitalbildende (KLV) 14, 71, 89, 99, 109, 111 f., 191 f.
Level-1-Asset-Allokation 116–119, 123

Level-2-Asset-Allokation 117 f., 122
Leverage-Effekt 63 f., 69, 102
Leverage-ETF 102 f.
Leverage-Reset 102
Liquiditätsengpass 120
Low Carbon 167

Market-Order 164
Market-Timing 58–61, 92, 105, 117, 139, 149, 152, 195, 210, 219
Market-Timing-Illusion 61
Markteinbrüche 61, 146
Marktkapitalisierung 17, 123, 126, 148, 166, 231 f.
Marktrendite 19, 38, 50, 59, 90, 93 f., 215
Medienberichterstattung 27
Mere-exposure effect 83
Mid Caps 17, 101, 123
Mischfonds 179, 195 f.
Misstrauen 73, 205
Mittelstandsanleihen 109, 199
Mittelwert
- arithmetischer 47, 227
- geometrischer 47
Money-Illusion 84
MSCI ACWI IMI Index 123, 131, 147 f., 232
MSCI ACWI Index 131
MSCI World Index 17, 44, 101, 108, 119, 129, 133 f., 170, 232

Nachsteuervorsprung 52
Nettomietertrag 38
Nettorendite 39, 49, 72, 91, 181, 219
- Inflationsbereinigte 50
Nominalzinsen 14
Nullzinsen 66

Objektrendite 63
Online-Broker 141, 160, 165
Opportunitätskosten 60, 151, 153, 156, 232
Optimised Sampling 100
Order-Typen 164
Outperformance 41, 91 f., 194, 227
Outperformer 91
Overconfidence-Bias 78 f.

Peer-to-Peer-Kredit (P2P-Kredit) 72, 109, 200
Performance-Chasing 37, 41, 99, 121, 190, 201
Performance-Fee 186 f.
Photoshop-Renditen 66, 200, 208
Portfoliotheorie 59
Preissteigerungsrate, negative 63
Private Equity-Fonds 45, 109, 199, 232
Prognosekraft 135
Pseudo-Hedging 133 f.
Publikumsfonds 18, 72, 97, 162, 194
Put-Option 200, 229, 233

Quellensteuer 162, 177–179

Rating 32, 41 f., 51, 80, 109, 124 f., 184, 188, 191, 230 f., 233
Rebalancing 116, 120, 136–139, 144 f., 157, 165
Reinvestition 156
»Rendite ohne Risiko« 115, 197
Renditedifferenz 89, 196
Rendite-Reality-Check 49
Rendite-Risiko-Kombination 19, 68, 172 f.
Renditeunterschied 60
Renditeversprechen 49, 53
Renteneintrittsalter 12 f., 234
Rentenfonds 16, 154, 176, 196
Rentenversicherung
- gesetzliche 12 f., 58, 67, 233
- kapitalbildende 79, 89, 191, 196
Resignation, wirtschaftliche 29
Risikokennzahlen 51, 119, 121
Risikomanagement 60, 152
Risikoreduktion 106
Risikotragfähigkeit 60 f., 116, 121
Risikowahrnehmung 104
Robo-Advisor 160, 165, 208–210
Rücknahmeabschlag 45
Rückschaufehler 80 f. siehe auch Hindsight-Bias
Rückvergütung 40, 208

Sammlerobjekte 70, 150, 227
Schuldenberatung 31

Schwankungsintensität 70, 234 siehe auch Volatilität
Selbstreflektion 115
Selbstverpflichtung 61, 152
Short-ETF 103
Shortfall-Risk 51, 56, 111, 233
Smart Beta Investing 102, 116, 161
Smart-Beta-ETF 102
Socially Responsible Investing (SRI) 167
Sparerpauschbetrag 177, 179
Sparplanfähigkeit 163
Sparpotenzial 145
Sparvolumen 144, 149
Spotmarkt 130, 233
Staatsanleihe 50 f., 66, 71, 108 f., 119, 124 f., 129, 135, 147, 188, 191, 196, 214
Standardabweichung 107, 233 f.
Steuereffekt 154, 183
Steuervorteile 37, 180–182
Stock-Picking 92
Stop-Loss-Order 140, 164
Stressfaktor 93
Survivorship-Bias 78–78
Sustainability 167
Swap 100 f., 161, 187

Tagesgeld 13, 32, 59, 66, 111–113, 117, 122, 124, 147, 153, 190, 214
Terminmarkt 130, 233
T-Fonds 41, 153–158
Time-Diversification 56 siehe auch Zeitdiversifikation
Total Expense Ratio (TER) 134, 173, 233
Totalverlust 199
Tracking-Differenz 89
Transaktionskosten 99, 137 f., 141–145, 154–157, 160 f., 163, 182, 233
Tunnelblick 28

Überrendite 76, 90 f., 139, 195, 227, 230 siehe auch Alpha
Überselbstvertrauen 78
Umlageverfahren 12, 233 f.
Undersampling offilure 76 f.
Untergangspropheten 150 f.

Verankerungsheuristik 82 siehe auch Anchoring-Bias
Verbraucherschutz 40, 208
Vergleichsindex 89 siehe auch Benchmark
Verhaltensökonomie 74 siehe auch Behavioral Finance
Verlustphase 120
Verlustverrechnung 179 f.
Vermögensendwert 43–45, 183 siehe auch Endvermögenswert
Vermögensverbrauchsphase 120
Verzerrung 74
Volatilität 38, 60, 107, 110 f., 135, 233 f. siehe auch Schwankungsintensität
Voreingenommenheit 74

Wahrscheinlichkeitsverteilung 47
Währungs-Hedging 132
Währungsräume 84, 133
Wechselkursrisiko 52, 109, 123 f., 132, 135, 163
Wechselkurssicherung 163
Weltportfolio-Ansatz (WPF) 113, 116–118, 121–123
Werbungskosten 177
Wertpapierleihe 101, 161, 188
Wertschöpfung, volkswirtschaftliche 24, 26, 228
Wertsteigerungsgewinn 38
Wohnimmobilienindex, länderübergreifender 63
Worst-Case-Perspektive 121

XETRA 163 f., 234

Zeitaufwand 9, 160
Zeitdiversifikation 56 siehe auch Time-Diversification
Zeitfenster 19, 27, 62, 64, 91
Zertifikat 68, 72, 89, 92, 98, 103, 109, 130, 187, 196 f., 220
Zinsanlagen 58, 118
Zinseszinseffekt 10, 20, 45, 53–57, 142, 181, 218, 230, 234
Zinsniveau 118, 148, 179, 199
Zusatzrisiko 100, 124, 161
»Zwangssparvertrag«, positiver 36, 64

Das vorliegende Buch richtet sich an Leser, die kein oder nur geringes Investmentvorwissen besitzen und Unterstützung bei ihrem Start in die Welt der Vermögensbildung und Altersvorsorge suchen. *Souverän investieren für Einsteiger* zeigt ihnen einen simplen, vollständig prognosefreien, nichtspekulativen Anlageansatz. Es orientiert sich, soweit es irgend geht, an etablierten Erkenntnissen der Wissenschaft und nicht – wie die meisten anderen Finanzbücher – an der Meinung einzelner »Experten« oder an »Börsenweisheiten«.
Mit ETFs zu sparen und zu investieren, wie es hier dargestellt und empfohlen wird, ist erstaunlich unkompliziert. Dieser Ansatz lässt sich leichter und mit weniger Zeitaufwand umsetzen als jede andere Form der langfristigen Geldanlage, die über ein Giro- und Sparkonto hinausreicht. Er ist einfacher als Kauf und Finanzierung einer selbstgenutzten Immobilie und viel, viel einfacher als das Investieren in Vermietungsimmobilien.
ETFs sind Fonds, die einen Aktienindex nachbilden. Anders als die meisten Investmentfonds haben sie keinen Ausgabeaufschlag und sehr geringe laufende Kosten. Das ist gut, denn die Bank verdient nicht mit! Kurz: ETFs sind das »Sparbuch« der Zukunft.

Aus dem Inhalt



Gerd Kommer studierte Betriebswirtschaftslehre, Steuerrecht, Politikwissenschaft und Germanistik in Deutschland, in den USA und Liechtenstein. Er leitet ein Finanzberatungsunternehmen in München. 2016 erhielt er den Deutschen Finanzbuchpreis für *Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs*, den großen Bruder des hier vorliegenden Einsteiger-Buchs.