SOUVERÄN INVESTIEREN mit Indexfonds & ETFs

Wie Privatanleger das Spiel gegen die Finanzbranche gewinnen

GERD KOMMER

4., aktualisierte Neuauflage

campus


SOUVERÄN
INVESTIEREN
mit Indexfonds
& ETFs
Wie Privatanleger das Spiel gegen die Finanzbranche gewinnen
GERD
KOMMER
4., aktualisierte Neuauflage
campus

© Campus Verlag GmbH

© Campus Verlag GmbH

Gerd Kommer studierte Betriebswirtschaftslehre, Steuerrecht und Po-

litikwissenschaft in Deutschland, den USA und Liechtenstein. Er ist in

leitender Funktion im Firmenkundengeschäft eines Asset-Management-

Unternehmens in London tätig. Er unterhält keine geschäftliche Verbin-

dung zu einem Indexfonds- oder ETF-Produktanbieter.

Kritik und Anregungen zu dem vorliegenden Buch nimmt der Autor

gerne entgegen. Seine E-Mail-Adresse lautet gerd.kommer2@outlook.com.

Ausgewählte frühere Buchveröffentlichungen des Autors:

Die Buy-and-Hold-Bibel. Was Anleger für langfristigen Erfolg wissen müs-

sen (2009).

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

Herleitung und Umsetzung eines passiven Investmentansatzes für Privatan-

leger in Deutschland. Langfristig anlegen auf wissenschaftlicher Basis (2012).

Die Optimierung von Quel ensteuerbelastungen bei Aktienindexfonds aus

Sicht eines Privatanlegers in Deutschland (2015).

© Campus Verlag GmbH

Gerd Kommer

Souverän investieren

mit Indexfonds und ETFs

Wie Privatanleger das Spiel

gegen die Finanzbranche gewinnen

Campus Verlag

Frankfurt/New York

© Campus Verlag GmbH

Haftungsausschluss: Investieren heißt stets auch Risiken eingehen. Investments in Immo-

bilien, Rohstoffe, Wertpapiere und Fondsanteile sind mit beträchtlichen Verlustgefahren verbunden. Historische Daten bieten

keine Gewähr für zukünftige Renditen oder Erträge.

Es besteht keine Garantie für die Richtigkeit der Daten und Berechnungen in diesem Buch.

Wir können keine Haftung für Schäden übernehmen, die aus der Befolgung der in diesem

Buch gegebenen Empfehlungen resultieren. Die Aussagen in diesem Buch spiegeln die per-

sönlichen Ansichten des Autors wider, sind rein didaktischer Natur und sind nicht als Anlageempfehlungen im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes zu verstehen.

ISBN 978-3-593-50454-4 Print

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

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt.

Jede Verwertung ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig. Das gilt

insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen

und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Copyright © 2015 Campus Verlag GmbH, Frankfurt am Main.

Umschlaggestaltung: Anne Strasser, Hamburg

Satz: Fotosatz L. Huhn, Linsengericht

Gesetzt aus: Minion und Myriad

Druck und Bindung: Beltz Bad Langensalza

Printed in Germany

www.campus.de

© Campus Verlag GmbH

Inhalt

Einleitung 9

Was dieses Buch für Sie tun wird 13

1 Wie die Wertpapiermärkte tatsächlich funktionieren 15

1.1 Die enttäuschenden Renditen von Aktienanlegern und Investmentfonds 15

1.2 Mindestens 50% Underperformer sind mathematisch notwendig 26

1.3 Die Moderne Portfoliotheorie: Wissenschaft schlägt Praxis 32

1.4 Die Efficient-Market-Theorie (EMT): »Die praktischste Sache der Welt« 38

1.5 Risiko und Rendite sind untrennbar miteinander verbunden 56

1.6 Regression zum Mittelwert:

Die mächtige Tendenz zum Durchschnitt 60

1.7 Wie Diversifikation wirklich funktioniert 64

1.8 Asset-Allokation: Was die Rendite Ihres Portfolios

tatsächlich bestimmt 76

1.9 Investmentpornografie: Allgegenwärtig in der

Finanzbranche 79

1.10 Risiko richtig verstehen 85

1.11 Warum Anleger noch immer das Verliererspiel des aktiven

Managements spielen 101

© Campus Verlag GmbH

2 Lassen Sie sich nicht täuschen: 18 verhängnisvolle Anlegerfehler . . 105

2.1 Fehler 1 – Sich an historischen Renditen von Fonds

und aktiven Investmentstrategien orientieren 105

2.2 Fehler 2 – Nebenkosten des Investierens unterschätzen . . 107

2.3 Fehler 3 – An Kursprognosen der »Experten« glauben . . 114

2.4 Fehler 4 – Aktive Anlagestrategien praktizieren 121

2.5 Fehler 5 – Annehmen, den Markt schlagen zu wollen, koste nichts 135
2.6 Fehler 6 – Glauben, Experten könnten den besten Einstiegszeitpunkt finden 138
2.7 Fehler 7 – Ein gutes Unternehmen für eine gute Aktie halten (Value- versus Growth-Aktien) 142
2.8 Fehler 8 – Sich an Fonds-Ratings (Fondsnoten) orientieren 150
2.9 Fehler 9 – Von Fondsmanagern einen Mehrwert erwarten 153
2.10 Fehler 10 – Annehmen, Risikoabsicherung sei umsonst zu bekommen 160
2.11 Fehler 11 – Mit einzelnen Branchen den allgemeinen Markt outperformen wollen 163
2.12 Fehler 12 – Sich auf Renditeangaben der Finanzindustrie verlassen 166
2.13 Fehler 13 – Der Geldillusion aufsitzen (sich von nominellen Zahlen narren lassen) 176
2.14 Fehler 14 – Auf die Beratung durch Banken und Vermögensberater vertrauen 181

2.15 Fehler 15 – In einzelne Aktien und andere einzelne Wertpapiere investieren 185

2.16 Fehler 16 – Auf »Private Banking« und bekannte Markennamen vertrauen 188

2.17 Fehler 17 – In aktiv gemanagte Rentenfonds investieren . . 192

2.18 Fehler 18 – In Hedge-Fonds investieren 197

6 Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs

© Campus Verlag GmbH

3 Grundprinzipien einer überlegenen Anlagestrategie: Indexing . . 206

3.1 Passiv investieren mit traditionellen Indexfonds und ETFs 206

3.2 Verstehen, wie ein Indexfonds einen Wert papier index nachbildet (Replikationsmethoden) 216

3.3 Auch risikoscheue Anleger sollten in Schwellenländer investieren 221

3.4 Nebenwerte schlagen Blue Chips 223

3.5 Rohstoff-Investments lohnen sich – aber viele Anleger machen es falsch 226

3.6 Immobilien-Investments: Oft, aber nicht immer sinnvoll 234

3.7 Das eigene Humankapital bei Anlageentscheidungen berücksichtigen 240

3.8 Währungsabsicherung bei Aktienfonds ist überflüssig . . 243

3.9 Sollte man noch andere »Faktorprämien« berücksichtigen? 247

3.10 Gewichtung nach Marktkapitalisierung oder nach BIP? 251

3.11 Das Konzept der »risikofreien« Anlage 253

3.12 Der eingebaute Steuervorteil von Buy and Hold (Kaufen und Halten) 262

3.13 Die Besteuerung von Fondsanlagen in Deutschland 265

4 So bilden Sie Ihr persönliches Indexing-Portfolio (»Weltportfolio«) . . 273

4.1 Ihre Asset-Allokation bestimmen – das Weltportfoliokonzept 273

4.2 An welchen Indizes sollte man sich orientieren? 280

4.3 Das Weltportfolio – Struktur und Aufbau 287

4.4 Das Weltportfolio – Umsetzung mit konkreten Produkten 295

4.5 Rebalancing – Ihre Portfoliostruktur bewahren 301

4.6 Wertpapiersparpläne (Fondssparpläne) 306

© Campus Verlag GmbH

5 Lassen Sie sich nicht von der richtigen Strategie abbringen . . . 309

5.1 Ihr Bankberater oder Finanzberater rät Ihnen

von Indexing ab 309

5.2 Indexing bedeutet nicht, sich mit dem

Durchschnitt zufriedenzugeben 311

5.3 Indexanlagen liegen auch in der Baisse vorn 312

5.4 Indexfonds sind auch bei Nebenwerten und

Schwellenländeraktien überlegen 314

5.5 Investmentprodukte, von denen man die Finger

lassen sollte 316

5.6 Indexing – wie man es nicht machen sollte 324

5.7 Was tun im Crash? 325

5.8 Zwanzig Gebote für rationale Anleger 335

Anhang 344

Historische Korrelationen zwischen den wichtigsten

Asset-Klassen 344

Historische Asset-Klassen-Renditen seit 1970 346

Glossar 348

Verzeichnis der Infoboxen 352

Danksagung 354

Literaturverzeichnis 355

Leseempfehlungen 361

Webseiten 362

Register 364

8 Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs

© Campus Verlag GmbH

Einleitung

»Spekulieren Sie bloß nicht. Nehmen Sie Ihre Ersparnisse und kaufen Sie

eine gute Aktie. Behalten Sie sie, bis sie nach oben geht. Dann verkaufen

Sie. Falls die Aktie nicht steigt, kaufen Sie sie nicht.«

Will Rogers, 1879–1936, amerikanischer Komiker und Stummfilmstar

Die meisten Leser werden es schon oft gehört und gelesen haben: Rund

drei Viertel aller Aktien- und über 90% aller Rentenfonds scheitern lang-

fristig an der Aufgabe, einen korrekt gewählten Vergleichsindex – also

den Markt – zu schlagen. Dasselbe gilt für Profianleger außerhalb der In-

vestmentfondsbranche und erst recht für Privatanleger, die direkt in Ak-

tien investieren. Schlimmer noch: Die kleine Gruppe derjenigen, denen

es gelingt, den Markt in einem einzelnen Zeitabschnitt zu übertreffen,

wechselt in ihrer Zusammensetzung ständig und unvorhersehbar. Akti-

ves Investmentmanagement – der Versuch, den Markt zu übertreffen –

scheitert fast immer grandios. *Souverän investieren mit Indexfonds und*

ETFs deckt das Ausmaß und die Ursachen dieses Debakels auf, das vie-

len Privatanlegern jährlich unnötig niedrige Gewinne oder hohe Verluste

beschert. Das geht zulasten von Vermögensbildung und Altersvorsorge

von Privatanlegern.

Doch wichtiger als die Diagnose des Missstandes ist seine Therapie.

Dieses Buch zeigt Ihnen, wie das Investieren mit Indexanlagen (kurz »In-

dexing« genannt) funktioniert und warum dies die Idealstrategie für Pri-

vatanleger ist. Indexing kombiniert vier Prinzipien:

• radikale Kostenminimierung,

• »Buy and Hold« (Kaufen und Halten) statt Spekulieren und rendite-

schädliches »Rein-und-Raus«,

• »passives« Investieren mit denkbar simplen, einfach zu verstehenden

Indexfonds und

© Campus Verlag GmbH

• höchstmögliche Sicherheit relativ zur Zielrendite durch globale

Diversifikation.

Was sind Indexanlagen? Es handelt sich dabei um einfache Investment-

produkte, mit denen sich die Rendite eines Wertpapierindex, wie z.B. des

DAX, exakt nachbilden lässt. Steigt der Index um 1%, so erhöht sich auch

der Wert der Indexanlage um 1% – und umgekehrt. Um die Rendite einer

Indexanlage, seien das nun Aktien, Anleihen, Immobilien oder Rohstoffe,

zu überprüfen, genügt daher ein kurzer Blick in die Zeitung oder ins In-

ternet, wo täglich die Veränderungen aller wichtigen Wertpapierindizes

der Welt über einen Tag, ein Jahr oder längere Zeiträume genannt werden.

Mühselige Produktrecherche, hektisches hinter immer neuen Produkten

Herhecheln und laufende Depotüberwachung entfallen.

Es gibt zwei Typen von Indexanlagen: traditionelle Indexfonds und

börsengehandelte Indexfonds. Letztere sind besser bekannt unter ihrem

Akronym: ETFs – Exchange Traded Funds.

Die Vorteile von Indexing gegenüber den Dutzenden alter und neuer

»aktiver« Anlagestrategien1 sind gewaltig: Indexing

• führt Sie auf lange Sicht mit höherer Wahrscheinlichkeit in die

Gruppe der erfolgreichsten 10% bis 20% aller Anleger als jeder andere

Investmentansatz;

• ermöglicht eine genauere Festlegung des Risikos als aktives Anlegen

auf die Höhe, die Ihrer spezifischen Wunschkombination aus persön-

licher Risikotragekapazität und Zielrendite entspricht;

• ist leichter zu verstehen, leichter umzusetzen und erfordert weniger Be-

treuungsaufwand als konventionelles, aktives Investieren;

• ist Investieren *mit* dem Markt, nicht gegen ihn.

• verhilft Ihnen aufgrund seiner wissenschaftlichen Begründung zu mehr

Seelenfrieden als jeder andere Investmentansatz.

1 Alle in diesem Buch verwendeten Fachbegriffe, die das Wissen eines Anlegers mit In-

vestmentgrundkenntnissen übersteigen, werden entweder im laufenden Text in einer

speziellen Infobox (abgekürzt **IB** – siehe auch **IB**-Verzeichnis am Buchende) oder im Glossar (ebenfalls Buchende) erläutert. Im Glossar enthaltene Fachbegriffe sind mit einem

→ Pfeil gekennzeichnet.

© Campus Verlag GmbH

Indexing lässt sich bereits mit 100 Euro im Monat umsetzen, wird aber

auch von den größten Wirtschaftsunternehmen der Welt angewandt.

Die Erfolgsgeschichte von Indexing (»passivem« Investieren) begann

mit einer Dissertation, die der französische Mathematiker Louis Bache-

lier im Jahr 1900 an der Pariser Universität Sorbonne einreichte und in

der er einige der theoretischen Grundlagen formulierte. Leider wurde

Bacheliers Genialität (der sogar eine wichtige mathematisch-physika-

lische Erkenntnis Einsteins um fünf Jahre vorwegnahm) zu seiner Zeit

verkannt und die Dissertation fand erst rund fünf Jahrzehnte nach sei-

nem Tod Beachtung.

Infobox: Aktives und passives Investieren

Aktives Anlagemanagement ist der Versuch, auf der Basis einer bestimm-

ten Anlagestrategie eine »Überrendite« (neudeutsch »Outperformance«

oder »excess return«) zu erzielen, also eine höhere Rendite als der Durch-

schnitt der übrigen Marktteilnehmer – gemessen an einem Vergleichsindex

(»Benchmark«, siehe Infobox/**IB**, Abschnitt 1.1). Anders formuliert: Es ist der

Versuch eines einzelnen Investors oder Fondsmanagers, Wertpapiere oder

ganze Marktsegmente zu identifizieren, welche die restlichen Marktteilneh-

mer vermeintlich vorübergehend über- oder unterbewertet haben. Sobald

der restliche Markt seinen »Irrtum« erkennt und korrigiert, kann der Inves-

tor/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 be-

stimmter Assets oder Asset-Klassen (siehe **IB,** Abschnitt 1.3) abweicht, also

auf mögliche Diversifikation verzichtet. Dem steht »passives« Portfolioma-

nagement (Indexing) gegenüber – eine Buy-and-Hold-Strategie (siehe **IB**,

Abschnitt 1.1), bei der ein Investor alle Wertpapiere, die zu einer bestimm-

ten Asset-Klasse gehören, und alle wesentlichen Asset-Klassen hält. Aktives

Trading (laufendes Kaufen und Verkaufen) findet nicht statt. Im Unterschied

zu aktivem Portfoliomanagement verfolgt passives Management nicht das

Ziel, eine Outperformance (Überrendite) zu erzielen und ist damit weniger

© Campus Verlag GmbH

risikoreich und weniger arbeitsaufwändig. Abschnitt 1.1 wird zeigen, dass

auf lange Sicht die große Mehrheit der aktiven Anleger den Markt, also

einen korrekt gewählten Vergleichsindex, underperformt und dass die we-

nigen Outperformer von Periode zu Periode nicht vorhersehbar wechseln.

Anfang der 70er Jahre hatte sich die Finanzökonomie jedoch so weit entwi-

ckelt, dass man begann, die Vorteile von Indexing zu erkennen. 1973 legte die

amerikanische Wells Fargo Bank den weltweit ersten Indexfonds für »insti-

tutionelle«, das heißt große gewerbliche Anleger auf. 1976 folgte die Auflage

des ersten Indexfonds für Privatanleger durch die amerikanische Fondsge-

sel schaft Vanguard. Vanguard war kurz vorher vom mittlerweile legendären

John Bogle gegründet worden. 2014 war Vanguard die zweitgrößte Fondsge-

sel schaft der Welt. Zunächst wurde der »Vanguard 500 Index Fund« (der bis

heute den amerikanischen S&P-500-Index der Standardwerte abbildet) als

»Bogles Narrheit« verlacht, doch nach einem zähen Start wuchs der Fonds im

Jahr 2000 aufgrund seines Erfolgs zum größten Publikumsfonds der Welt –

100 Jahre nach Bacheliers bahnbrechender Veröffentlichung. Heute konzen-

trieren sich drei der fünf größten Vermögensverwaltungsgesellschaften der

Welt vorwiegend auf indexbasierte, »passive« Anlagen und sieben der zehn

größten Publikumsfonds der Welt sind Indexfonds.

Über alle Länder hinweg dürfte der Marktanteil des passiven Investie-

rens immer noch unter 10% liegen (exakte weltweite Zahlen sind nicht ver-

fügbar, aber es besteht kein Zweifel: seit rund 20 Jahren wächst er schneller

als der Marktanteil des aktiven Investierens). In Deutschland hat Indexing

seit Mitte der 90er Jahre langsam an Popularität gewonnen; seit einigen

Jahren zunehmend auch bei Privatanlegern. Die bitteren Erfahrungen, die

viele Anleger und Investoren mit aktiven Investmentstrategien seit dem

Dot-com-Crash ab Anfang 2000 und dann noch schlimmer in der Fi-

nanzkrise 2007 bis 2009 sammelten, lassen eine zwar immer noch kleine,

aber wachsende Anzahl von Anlegern auf die Seite des konservativen und

wissenschaftlich orientierten Indexings wechseln.

Die nicht mehr zählbaren Investmenttiefschläge, die deutsche Privatanle-

ger in den vergangenen 20 Jahren einstecken mussten, decken buchstäblich

das gesamte Produktspektrum von Banken und »unabhängigen« Vermögens-

© Campus Verlag GmbH

beratern ab: »Schrottimmobilien« in den 90er Jahren, Technologieaktienin-

vestments im Internet-Crash von 2000 bis 2002, aktiv gemanagte Aktienfonds

in der Finanzmarktkrise von 2008 bis 20092, überkomplexe Investmentzerti-

fikate à la Lehman Brothers, hochverzinsliche Bargelddepots bei Pleiteban-

ken in Island, rücknahmeverweigernde offene Immobilienfonds, illiquide

»geschlossene Fonds«, die in Gewerbeimmobilien, Schiffe, Con tainer, Wind-

parks und Hol ywoodfilme investierten und in den vergangenen zehn Jah-

ren reihenweise umkippten, »gebrauchte« englische Lebensversicherungen

und zahl ose andere Investmentexzesse wie Day Trading für Familienväter,

Cross Border Leasing mit den USA durch deutsche Kommunen, Zinswetten

bei Mittelständlern und Währungsspekulation via Immobilienkredit in ja-

panischen Yen oder Schweizer Franken für deutsche Häuslebauer.

Es bestehen wenig Zweifel daran, dass passives Investieren (Indexing) in

den nächsten Jahren weiter an Popularität gewinnen wird: Die Vorteile von

Indexing sind einfach zu offensichtlich. Dennoch ist Indexing kein Massen-

phänomen und wird es auch nie werden. Dies liegt zum einen daran, dass die

Finanzbranche damit nicht viel verdienen kann – ganz im Gegensatz zu den

Anlegern, seien es nun Profis oder Privatanleger. Zudem fällt es vielen Pri-

vatanlegern schwer, die oft verblüffenden, manchmal kontraintuitiven und

nicht selten ernüchternden Gründe für Indexing emotional zu akzeptieren.

Was dieses Buch für Sie tun wird

Kapitel 1 erklärt zunächst die Funktionsweise der Wertpapiermärkte. Auf

der Basis langfristiger historischer Daten lernen Sie, wie man Risiko und

Rendite einzelner Anlageklassen im Zeitablauf nachvollziehen kann. In

Kapitel 2 erfahren Sie, warum Banken, Fondsgesellschaften und Vermö-

gensberater Indexanlagen fürchten wie der Teufel das Weihwasser und wie

sie ihren Kunden mit intransparenten, riskanten und teuren Anlagestrate-

gien zu oftmals katastrophalen Renditen »verhelfen«. Es illustriert anhand

2 Über den Zeitpunkt von Beginn und Ende dieser Krise lässt sich streiten. Die meisten nationalen Aktienmärkte begannen im Oktober oder November 2007 zu sinken und fingen

im März 2009 an, sich wieder zu erholen. Beim DAX betrug der maximale kumulative

Verlust bis Februar 2009 inflationsbereinigt 63%.

© Campus Verlag GmbH

statistischer Fakten und sachlogischer Argumente, wie und warum die Fi-

nanzmedien Anleger zu teuren Fehlern verleiten und wie man sich gegen

die Desinformation durch Finanzbranche und Medien immunisiert. Kapi-

tel 3 zeigt anschließend in verständlicher Sprache, welche wissenschaftlich

basierten, einfachen Grundprinzipien die Vermögensbildung von Privatan-

legern bestimmen sollten. In Kapitel 4 lernen Sie dann ein konkretes und

einfach umzusetzendes Indexing-Portfolio (Depot aus Indexanlagen) – ein

»Weltportfolio« – kennen, das zu Ihrem persönlichen Anlagehorizont, Ihrer

Risikoneigung und Ihrer Anlagesumme passt. Kapitel 5 schließlich weist

auf einige von Banken, Finanzmedien und manchmal den Anlegern selbst

gelegte Fallstricke hin, denen man tunlichst aus dem Weg gehen sollte.

Dieses Buch wird Ihnen – unabhängig von Ihrer Vorbildung – ermögli-

chen, eine bril ante und dennoch einfache Investmentstrategie umzusetzen,

die ohne kindische Kursprognosen auskommt und mit der Sie 90% oder mehr

al er privaten und gewerblichen Anleger langfristig hinter sich lassen. Nach

der Lektüre werden Sie in der Lage sein, Ihr Depot mithilfe nationaler und

internationaler Indexinvestments so auszurichten, dass Rendite und Risiko

in einem für Sie richtigen Verhältnis zueinander stehen – gleichgültig, ob Ihr

Depot 5 000 Euro oder zwei Mil ionen Euro »schwer« ist. Sie werden Fakten

und Legenden in Fondsprospekten, in der Bankenwerbung, der Berichterstat-

tung der Anlegermagazine und in landläufigen Meinungen zum Thema Geld-

anlage voneinander unterscheiden können. Sie werden vermutlich mehr über

Vermögensanlage wissen als drei Viertel al er Wirtschaftsjournalisten. Und

Sie werden in der Lage sein, das einzige Anlagesystem mit dem »TÜV-Siegel

der Finanzwirtschaft« für sich anzuwenden, die *Moderne Portfoliotheorie*.

Kurzum, dieses Buch wird die langfristige Rendite Ihrer Geldanlagen erhö-

hen und Ihren Zeitaufwand für die Pflege dieser Anlagen reduzieren.

Betrachten wir nun ein wenig genauer, wie Wertpapiermärkte wirklich

funktionieren. Sie werden dabei ein faszinierendes Wissensgebäude ken-

nen lernen, für das ein Dutzend Wirtschaftsnobelpreise vergeben wurden

und das die Geschehnisse an der Börse tatsächlich durchschaubar macht.

Was Sie nun lesen werden, hat nicht viel gemein mit dem knallbunten Bör-

senunsinn, der in Medien, Anlegerzeitschriften und den meisten Invest-

mentratgeberbüchern verbreitet wird. Machen Sie sich auf interessante

Überraschungen und radikal »andere« Investmenteinsichten gefasst!

14 Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs

© Campus Verlag GmbH

1 Wie die Wertpapiermärkte

tatsächlich funktionieren

1 .1

Die enttäuschenden Renditen von Aktienanlegern

und Investmentfonds

»Sogar vor Berücksichtigung von Kosten gibt es keine Evidenz dafür,

dass aktives Aktienmanagement einen renditesteigernden Effekt hat.«

Wirtschaftsnobelpreisträger Eugene Fama und sein Kol ege Ken French

in einer 2010 veröffentlichten Studie über Aktienfondsrenditen

Nur eine erstaunlich kleine Zahl von Anlegern in Aktien- und Renten-

fonds und Anlegern in einzelnen Wertpapieren schlägt ihren Vergleichs-

index – siehe nachfolgende Infobox (**IB**) – über Zeiträume von mehr als

drei Jahren, insbesondere wenn man Kosten, Steuern und Risiko berück-

sichtigt. Und noch wichtiger: Die stets vorhandene Minderheit von Out-

performer-Fonds (Fonds mit Überrendite) für ein gegebenes Zeitfenster

ist nicht zuverlässig prognostizierbar, weil ihre Zusammensetzung von

Periode zu Periode weitgehend zufällig wechselt.

In diesem Abschnitt werden wir die von professionellen Fondsmana-

gern, aber auch von Privatanlegern erzielten Renditen kritisch beleuchten.

Diese nüchterne Bestandsaufnahme wird uns dabei helfen, die Wirksam-

keit aktiver Anlagestrategien (siehe Infobox in der Einleitung) zu beurtei-

len, mit denen wir uns später, im Abschnitt 2.4, beschäftigen. Zunächst

wollen wir daher einen Blick auf einige Hauptergebnisse der Finanzmarkt-

forschung werfen.

Infobox: Benchmark (Vergleichsindex)

Der englische Begriff Benchmark steht für »Vergleichsmarke«, also ein Ver-

gleichsmaßstab für aktiv gemanagte Aktien-, Renten- oder Rohstofffonds.

© Campus Verlag GmbH

Ziel eines aktiv gemanagten Fonds muss es notwendigerweise sein, den

(korrekt gewählten) Vergleichsindex nach Abzug von Kosten zu schla-

gen. Um die → Performance (Rendite bei Berücksichtigung des Risikos)

von Investmentfonds objektiv beurteilen zu kann, werden Börsenindi-

zes als Benchmark verwendet. Auch ein anderes »vergleichbares« Wert-

papier oder ein vergleichbarer Fonds können als Benchmark dienen. Bei

passiv gemanagten Indexfonds ist der Benchmark-Index identisch mit

dem Referenz index, doch die beiden sind nicht das Gleiche. Passiv gema-

nagte Indexfonds (also auch ETFs) entwickeln sich immer genau wie der

Referenzindex oder der Benchmark-Index abzüglich der »Tracking-Diffe-

renz«. Da ein Indexfonds (wie auch ein aktiv gemanagter Fonds) im Un-

terschied zum Index selbst stets Transaktionskosten (**IB**, Abschnitt 1.2) ver-

kraften muss, die die Rendite schmälern, lässt sich bei einem Indexfonds

immer eine (zumeist relativ kleine) Tracking-Differenz (Renditedifferenz

zum Benchmark-Index) beobachten. In vielen Werbeanzeigen für aktiv

gemanagte Investmentfonds oder Zertifikate (siehe Abschnitt 5.5) wird

bewusst eine falsche Benchmark gewählt, die das jeweilige Produkt in

einem günstigeren Licht erscheinen lässt.

Je nach Untersuchungsmethode, betrachteter Periode und Marktseg-

ment schwankt der »Verliererprozentsatz« der aktiven Anleger ein-

schließlich Investmentfonds zwischen 50% und über 90% (bis zu 99%

bei Rentenfonds). Der durchschnittliche aktiv gemanagte Aktienfonds

liegt bei Berücksichtigung aller Kosten und des Survivorship Bias (siehe

IB, Abschnitt 2.18) um einen bis vier Prozentpunkte unter der Per-An-

num-Rendite eines vergleichbaren Indexfonds – eines Fonds, der ein-

fach nur einen Wertpapierindex nachbildet. Das ist ein Rückstand von

mehr als einem Drittel der realen (inflationsbereinigten) Rendite von

6% bis 7% p.a. Bei der Gruppe der Anleger in Einzelaktien oder in Ren-

tenfonds fällt dieser Rückstand gegenüber dem korrekt ausgewählten

Vergleichsindex sogar noch höher aus (Odean 1999 und 2000, Hackethal

u.a. 2012b). Die Underperformance aktiver Fonds gegenüber ihrem Ver-

gleichsindex nimmt tendenziell mit der Länge der Untersuchungs periode

© Campus Verlag GmbH

zu. Diese Tatsache ist durch eine inzwischen nicht mehr überblickbare

Anzahl wissenschaftlicher Studien zu diesem Thema belegt. Diese Un-

tersuchungen decken buchstäblich jede Periode, jede Asset-Klasse (siehe

IB) und jedes Land ab, für das brauchbare Daten existieren3. In diesem

Abschnitt werden wir einige wenige zahlenmäßige Forschungsergeb-

nisse zusammenfassen.

Seit über zehn Jahren veröffentlicht Standard & Poor's (die größte An-

leihe-Rating-Gesellschaft der Welt) in halbjährlichen Abständen Rendite-

vergleiche für die wesentlichen Fondskategorien, die jeweils 5 bis 10 Jahre

zurückreichen (je nach Asset-Klasse). Es handelt sich hierbei um die um-

fassendste kontinuierlich aktualisierte Studie dieser Art weltweit. Die bei

Redaktionsschluss dieses Buches (05/2015) jüngste dieser Untersuchungen

für in Europa und USA domizilierte4 Fonds lieferte folgende Ergebnisse:

Tabelle 1: Anteil von in Europa ansässigen (domizilierten), aktiv gemanagten

Aktienfonds, die 2010 bis 2014 (5 Jahre) unter ihrer Benchmark lagen –

ausgewählte Asset-Klassen

Fondskategorie/Asset-Klasse

Anteil der Fonds, die unter ihrer

Durchschn. Fondsrendite vs.

(Anlageschwerpunkt)

Benchmark lagen

Benchmark-Rendite (p.a.) – EUR

Aktien – Eurozone

85,8%

5,5% vs. 7,4%

Aktien – Deutschland

72,3%

10,3 vs. 11,4%

Aktien – USA

98,5%

15,0% vs. 19,5%

Aktien – Schwellenländer

90,7%

3,5% vs. 6,2%

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

Die Minderheit der Fonds, denen es gelingt, den Index in einem bestimmten

Zeitfenster zu schlagen, hat im Durchschnitt einen viel kleineren Vorsprung

auf den Benchmark-Index (Markt), als die weit größere Gruppe der Verlierer-

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

2008, Cornell 2009, Fama/French 2010.

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

oder Irland domiziliert.

© Campus Verlag GmbH

fonds hinter dem Index zurückliegt. Man male sich diese Katastrophe einmal

in den plastischen Kategorien des → Vermögensendwertes aus: Unterstellen

wir einen Privatanleger Fritz, der über 30 Jahre hinweg in einen typischen,

aktiv gemanagten Aktienfonds investiert. Dieser aktive Aktienfonds rentiert

um 1,5 Prozentpunkte unter einem entsprechenden Indexfonds. Privatanleger

Hans investiert dagegen in den Indexfonds (die einfachste Art zu investieren

überhaupt). Nach 30 Jahren wird der Vermögensendwert von Hans um gut

50% höher liegen als der von Fritz5. Wie wir in diesem Buch noch mehrfach

sehen werden, führen bereits relativ kleine Prozentsatzunterschiede in der

jährlichen Rendite durch den Zinseszinseffekt über lange Zeiträume hinweg

zu enormen Unterschieden im Vermögensendwert. Hierbei ist zu bedenken,

dass wir alle – ob uns das immer klar ist oder nicht – über 20 bis vielleicht

50 Jahre hinweg sparen und investieren. Bei Rentenfonds (Anleihenfonds)

ist das Bild, das aktiv gemanagte Fonds abgeben, üblicherweise noch arm-

seliger als bei Aktienfonds, wie Tabelle 2 andeutet.

Tabelle 2: Anteil von in den USA domizilierten, aktiv gemanagten Anleihen-

fonds (Rentenfonds) und Immobilienfonds, die 2010 bis 2014 (5 Jahre) unter

ihrer Benchmark lagen – ausgewählte Asset-Klassen[1]

Fondskategorie/Asset-Klasse

Anteil der Fonds, die unter ihrer

Durchschn. Fondsrendite vs.

(Anlageschwerpunkt)

Benchmark lagen

Benchmark-Rendite (p.a.) – USD

USA Staatsanleihen, langfristig

97,7%

3,7% vs. 9,9%

USA, Hochzinsanleihen (»Junk Bonds«)

88,8%

7,8% vs. 9,0%

Schwellenländer-Staatsanleihen

89,7%

4,2% vs. 7,4%

Immobilienfonds

91,5%

13,6% vs. 17,0%

Quelle: S&P Indices Versus Active Funds (SPIVA) U.S., Year-End 2014, equally weighted returns. ► [1]

Für Europa veröffentlicht S&P derartige Daten bisher lediglich zu Aktienfonds (ohne Immobilienfonds). Daher verwenden wir für Anleihenfonds und Immobilienfonds US-Daten. Diese sind aber vermutlich ohne Einschränkungen auf europäische Verhältnisse übertragbar.

Die SPIVA-Untersuchungen von S&P sind nur eine unter Hunderten, wenn

nicht gar Tausenden von Quellen, um sich über das Versagen des aktiven

5 Ohne Berücksichtigung von Steuern, die beide Anleger grundsätzlich gleich betreffen.

In der Studie von Arnott/Berkin/Ye, 2010, lag die Jahresrendite des durchschnittlichen

US-Standardwerte-Aktienfonds im Zeitraum von 1979 bis 1998 (20 Jahre) um 2,8 Pro-

zentpunkte hinter derjenigen des Vanguard [S&P]-500-Indexfonds.

© Campus Verlag GmbH

Investment Managements zu informieren. In der aus Sicht vieler Experten

vielleicht anspruchsvollsten Analyse der Langfrist-Performance von Invest-

mentfonds, die jemals durchgeführt wurde, untersuchte der amerikanische

Finanzökonom Mark Carhart die Performance von 1 892 aktiv gemanagten

amerikanischen Aktienfonds über die 35-Jahres-Periode von 1961 bis 1995.

In dieser Studie lagen knapp über 94% aller aktiv gemanagten Fonds unter

ihrer Benchmark (Carhart 1997). In einer anderen einflussreichen Studie zu

US-Aktienfonds über den Zeitraum von 1984 bis 2006 kamen der bekannte

Finanzökonom Eugene Fama und sein Forschungskollege Ken French auf

der Basis eines innovativen Auswertungsansatzes zu dem Schluss (Fama/

French 2010), dass lediglich 3 Prozent al er Aktienfondsmanager über diesen

17-Jahres-Zeitraum eine korrekt gemessene Outperformance erzielt hatten

und selbst bei dieser kleinen Gruppe der Zufal (Glück) als Ursache für diese

Outperformance nicht mit Sicherheit ausgeschlossen werden konnte.6 Auch

Performance-Vergleiche von aktiv gemanagten Fonds mit Indexfonds statt

mit Indizes führen zu keinem anderen Ergebnis (Benke/Ferri 2013): Bei ak-

tiven Aktienfonds liegen über fünf Jahre rund 80% aller Fonds unter einem

Indexfonds in der gleichen Asset-Klasse, bei Anleihenfonds etwa 90%; mit

zunehmender Länge des Untersuchungszeitraums verschlechtert sich die

»Versagerquote« aktiver Fonds nochmals.

Infobox: Veröffentlichte Fondsrendite versus tatsächliche

Anlegerrendite

Die tatsächlich realisierte Rendite des durchschnittlichen Anlegers in einem

Investmentfonds und einem gegebenen Zeitraum ist in den meisten Fällen

niedriger als die veröffentlichte Rendite des Fonds. Wichtig hierbei: Diese

Renditelücke hat nichts mit den laufenden Kosten der Fonds zu tun (diese

sind bereits in der veröffentlichten Rendite berücksichtigt), sondern be-

ruht auf renditeschädlichem Verhalten der Anleger in Bezug auf ihre Zah-

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

ist.

Wie die Wertpapiermärkte tatsächlich funktionieren 19

© Campus Verlag GmbH

lungsströme in die Fonds hinein und aus ihnen heraus (schädliches »Market

Timing«). Die Kostenbelastung aktiver Fonds ist die Hauptursache dafür,

dass sie als Gruppe langfristig unter der Marktrendite liegen. Das könnte

man die »Renditelücke 1« nennen. Darüber hinaus gibt es noch eine »Ren-

ditelücke 2« zwischen der veröffentlichten Fondsrendite und der von den

Fondsanlegern kollektiv tatsächlich erzielten Rendite. Von dieser Rendi-

telücke 2 ist im Informationsmaterial der Fonds und in den Finanzmedien

so gut wie nie zu hören.

Es kommt aber noch schlimmer: Die vom aktiven Privatanleger tatsächlich

realisierten Renditen liegen weiter unterhalb der von aktiven Investment-

fonds publizierten Rendite. Der Grund: Die Mehrheit der Anleger han-

delt »prozyklisch«, das heißt, sie steigt erst dann in bestimmte Fonds und

Asset-Klassen ein, wenn diese bereits seit zwei bis drei Jahren überdurch-

schnittliche Renditen erzielt haben – womit die Anleger einen Großteil der

im Fondsprospekt oder anderen Informationsmaterialien ausgewiesenen

Rendite verpassen. Das bringt uns zu einer weiteren fundamentalen Ein-

sicht, die bisher vielen Fondsanlegern kaum bekannt und bewusst ist und

die nur selten von den populären Finanzmedien erkannt und aufgegriffen

wurde. Es lohnt sich, diese Einsicht deutlich hervorzuheben:

Die Forscher Friesen/Sapp 2007 zeigten, dass der durchschnittliche

amerikanische Aktienfondsanleger in den 14 Jahren von 1991 bis 2004 le-

diglich eine Rendite von 6,1% p.a. erzielte. Die veröffentlichte Fondsren-

dite betrug jedoch 7,7% p.a. gegenüber einer Marktrendite von 12,3% p.a.

(Wilshire 5000-Index). Untersuchungen mit analogen Ergebnissen für an-

dere Zeiträume und Aktienmärkte wurden z.B. von Bogle 2005, Frazzini/

Lamont 2008, Clare/Motson 2010, Bhattacharya u.a. 2014, Pakula u.a. 2014

wie auch in regelmäßiger Aktualisierung von dem US-Forschungsinsti-

tut Dalbar angestellt. Die Schlussfolgerung hieraus lautet: Nicht nur lie-

gen aktive Aktien- und Rentenfonds mit ihren veröffentlichten Renditen

mehrheitlich unter der Marktrendite, die tatsächliche Anlegerrendite ist

noch einmal deutlich niedriger, weil Anleger renditeschädliches Perfor-

mance Chasing praktizieren (siehe folgende **IB**).

© Campus Verlag GmbH

Infobox: Performance Chasing (»Renditejagen«) von Privatanlegern

Hat sich ein Fonds oder ein anderes Anlageprodukt in einem Jahr beson-

ders gut entwickelt, erfährt dieser Fonds erfahrungsgemäß im Folgejahr

einen stark steigenden Mittelzufluss. Dieses Anlegerverhalten nennt man

»prozyklisches« Investieren. Umgekehrt läuft es nach einem schlechten

Fondsjahr: Für gewöhnlich ziehen die Privatanleger Geld aus dem ent-

sprechenden Fonds (oder den Asset-Klassen im Allgemeinen) ab. Prozyk-

lisches Investieren (Performance Chasing) spielt sich auf der Ebene einzel-

ner Fonds genauso wie auf der Ebene des gesamten Aktienmarktes ab. Ein

Beispiel: In den 37 Quartalen (etwa 9 Jahre) von Anfang 1998 bis ins erste

Quartal 2007 betrug der durchschnittliche Nettomittelzufluss in amerikani-

sche »Growth-Aktienfonds« (zu dieser Kategorie gehören fast alle Techno-

logieaktienfonds) rund 14 Mrd. Dollar pro Quartal. Im ersten Quartal 2000

jedoch explodierte der Mittelzufluss förmlich auf 140 Mrd. Dollar. Warum?

Nun, der Technologieaktienmarkt (Dow Jones Technology Index USA) war

in den 24 Monaten davor um über 200% gestiegen (Verdreifachung). Doch

das dicke Ende kam sogleich: Über die nächsten drei Jahre brach der US-Ak-

tienmarkt um mehr als 40% und der Technologieaktienmarkt um über

70% ein. Performance Chaser steigen also in der naiven Annahme, dass

jüngste Outperformance etwas mit zukünftigen Renditen zu tun habe,

nahe beim Gipfel ein und erleiden deshalb oft weit größere Verluste als

Buy-and-Hold-Anleger. In der akademischen Literatur wird auf Anleger, die

vergangener Rendite »hinterherinvestieren«, mit dem gelungenen Begriff

»dumb money« (dummes Geld) Bezug genommen (vgl. Frazzini/Lamont

2008), weil »dumme« Privatanleger sich von institutionellen Anlegern und

Firmen (hier den Aktienverkäufern) über den Tisch ziehen lassen (siehe **IB**

»Nullsummenspiel«, Abschnitt 1.2).

Nun könnte man einwenden, dass die notorische Underperformance

der meisten Fonds ja letztlich keine Rolle spiele, denn dieses Problem

lasse sich leicht umgehen, indem man einfach nur in einen Outper-

former-Fonds investiere. Und selbst wenn nur 5% aller Fonds langfris-

tig zu dieser Siegergruppe gehörten, spiele das keine Rolle, denn man

© Campus Verlag GmbH

könne ja in einen dieser wenigen Gewinnerfonds investieren. Leider

führt diese auf den ersten Blick naheliegende Schlussfolgerung – die

wohl mehr oder weniger bewusst fast alle Anleger anstellen – kom-

plett in die Irre.

Die kleine Gruppe der Outperformer-Fonds und -Anleger (zwischen

2% und knapp 50%, je nach Zeitfenster7) wechselt in ihrer Zusammenset-

zung von Betrachtungsperiode zu Betrachtungsperiode. Das heißt, es gibt

praktisch keine Performance-Konstanz und es ist – wie vielfach von For-

schern gezeigt – unmöglich, Gewinnerfonds im Voraus mit einer Treffsi-

cherheit zu identifizieren, die nennenswert über dem statistischen Zufall

liegt. Anders formuliert: Die Wahrscheinlichkeit, dass die Outperformer

der Periode 1 auch in Periode 2 zu den Outperformern gehören, liegt nicht

signifikant höher als die Chance der Underperformer der Periode 1, dies

zu erreichen. Diese Feststellung – das wird oft übersehen – hat eine noch

größere Bedeutung als die viel bekanntere Feststellung, dass der durch-

schnittliche aktive Investmentfonds unter dem Markt liegt oder – dieselbe

Feststellung »in Grün« – weit mehr als die Hälfte aller Fonds unter der

Marktrendite abschneiden.

Mangels Performance-Kontinuität nutzt es also nichts, in die Sieger-

fonds der vergangenen zwölf Monate oder drei Jahre zu investieren, das

gilt für Publikumsfonds, Hedge-Fonds, Private Equity Fonds und auch

Ihren Bankberater, wenn Sie ihn als Portfoliomanager betrachten. Auch

zur wichtigen Frage der »Performance-Kontinuität« aktiver Anleger (ein-

schließlich Fonds) gibt es Hunderte von Studien aus den vergangenen rund

50 Jahren. Hier haben wir nur eine Untersuchung beispielhaft herausge-

griffen (Tabelle 3). Die bereits zitierte Ratingagentur Standard & Poor’s

veröffentlicht etwa alle zwei Jahre eine Performance-Konstanz-Unter-

suchung für mehrere unterschiedliche Kategorien (Asset-Klassen) von

US-Aktienfonds.

7 Das Zeitfenster kann ein bestimmtes Kalenderjahr sein, die letzten drei Jahre oder 10 Jahre, die 20 Jahre von 1990 bis 2009 oder jeder andere Zeitraum. Wählt man rückblickend das

»richtige« Zeitfenster, wird jeder Anleger und jeder Fondsmanager irgendwann einmal

»ganz vorne« gelegen haben. Das gilt auch für die Zukunft.

© Campus Verlag GmbH

Tabelle 3: USA-Aktienfonds: Wie viel Top-Quartil-Fonds (Top 25%) aus Jahr 1

schaffen es in den nachfolgenden vier Jahren im Top-Quartil zu bleiben?

1

Jahr 1

Jahr 2

Jahr 3

Jahr 4

Jahr 5

Ausgangsperiode:

12 Monate

12 Monate

12 Monate

12 Monate

12 Monate bis 09/2010 bis 09/2011

bis 09/2012

bis 09/2013

bis 09/2014

2

Top-Quartil-Fonds

706 Fonds

266 Fonds

73 Fonds

33 Fonds

9 Fonds

aus dem Jahr 1 [1]

(100%)

(37,7%)

(10,3%)

(4,7%)

(1,3%)

Quelle: Standard & Poor's: Indices Versus Active Funds (SPIVA): »Does Past Performance Matter?

The Persistence Scorecard«; December 2014. ► [1] Fondskategorie »Domestic Equity Funds«.

Zur Erläuterung von Tabelle 3: Zeile 2 gibt diejenigen Fonds an, die im

Jahr 1 das »Top-Quartil« bildeten (die 25% aller Fonds mit der höchsten

Rendite im Jahr 1); im Jahr 2 sind diejenigen Fonds genannt, die sowohl

in Jahr 1 und Jahr 2 im Top-Quartil waren, im Jahr 3 die Fonds, die un-

unterbrochen in allen drei Jahren im Top-Quartil blieben et cetera. Der

Anteil dieser »kontinuierlichen Gewinnerfonds« nimmt augenschein-

lich von Jahr zu Jahr rapide ab. Bei vollständiger Performance-Konstanz

müsste in Zeile 2 überall »706 Fonds (100%)« stehen, weil die 706 Fonds

aus dem Jahr 1 weiter unverändert das Top-Quartil bilden. Das ist aber

leider nicht so. Die gesamte Untersuchung von Standard & Poor's ist weit

detaillierter als der Ausschnitt, den wir hier zeigen. S&Ps – bei genauer

Überlegung – schockierender Kommentar: »Die Daten zeigen eine größere

Wahrscheinlichkeit für die am besten performenden Fonds anschließend

zu den schlechtesten zu werden als umgekehrt.« Ernüchternde Schluss-

folgerung: Im Großen und Ganzen liegt die Performance-Konstanz im

Bereich des Zufalls.8

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

Markt underperformen, (b) die Gewinnerfonds nicht vorhersehbar von

Periode zu Periode wechseln und (c) Privatanleger mit »Performance Cha-

sing«, die ohnehin unter dem Markt liegenden Fondsrenditen für sich selbst

tendenziell noch schlechter machen, stellt sich die Frage, ob Privatanleger,

8 Zahlreiche methodisch weit anspruchsvollere Studien aus den vergangenen 30 Jahren

bestätigen, dass Unter- wie auch Über-Performance bei Investmentfonds laufend wechseln, und dass, wo es in geringem Maße Performance-Konstanz gibt, diese wohl auf Glück

oder Pech basiert, siehe z.B. Goetzmann/Ibbotson 1994, Carhart 1997, Barras u. a. 2008, Fama/French 2010.

© Campus Verlag GmbH

die in einzelne Aktien statt in Fonds investieren, ein besseres Investment-

ergebnis erzielen. Doch auch hier besteht offenbar Fehlanzeige. Der ameri-

kanische Finanzökonom Terrance Odean hat weltweit die umfangreichsten

statistischen Untersuchungen zu Anlageverhalten und Anlageerfolg von

privaten Aktienanlegern durchgeführt. Er kam zu folgenden Ergebnissen:

Eine Analyse von über 100 000 Privatanleger-Trades aus dem Zeitraum

von 1987 bis 1993 ergab, dass Privatanleger noch schlechter abschneiden,

als viele denken. Die von den Anlegern verkauften Aktien verzeichneten

danach im Durchschnitt eine höhere Rendite als die neu erworbenen. In

einer anderen Analyse von 60 000 Depots über den Zeitraum von 1991 bis

1996 stellte sich heraus, dass deren jährliche Nettorendite um 1,8 Prozent-

punkte unter der Rendite des Marktindex lag – ohne Berücksichtigung des

zudem höheren Risikos. Das Quintil (die 20-Prozent-Gruppe) der inten-

sivsten Trader unter diesen 60 000 Haushalten schnitt sogar um 5,8 Pro-

zentpunkte schlechter als der Index ab (Odean 1999 und Barber/Odean

2000). Für Einzelanleger in Deutschland, Schweden und Taiwan wurden

analoge und zum Teil noch ernüchterndere Ergebnisse festgestellt (Gla-

ser/Weber 2007, Anderson 2007, Barber u.a. 2001, Hackethal u.a. 2012b).

Infobox: Buy and Hold (Kaufen und Halten)

Buy and Hold ist eine Anlagestrategie, die nicht annimmt, dass durch wie-

derholten Kauf und Verkauf (mehr oder weniger häufiges Trading) von In-

vestments eine langfristige Outperformance gegenüber einer korrekt ge-

wählten Benchmark und bei Berücksichtigung von Kosten, Steuern und

Risiko erzielbar ist. Die »eingebauten« Vorteile von Buy and Hold sind:

(a) Niedrigste Transaktionskosten, (b) beträchtlicher Steuervorteil (siehe

Abschnitt 3.12) und (c) Vermeidung der oft gravierenden Nachteile von

Performance Chasing, nämlich unbeabsichtigt zu einem höheren Kurs

»wieder einsteigen« als man Monate oder Jahre vorher »ausgestiegen«

ist (siehe **IB**). Die meisten Eigenheimbesitzer sind bzgl. ihrer Immobilie

Buy-and-Hold-Anleger, ohne sich dessen bewusst zu sein. Warren Buf-

fet, der vielleicht erfolgreichste Finanzinvestor der neueren Geschichte,

bezeichnet sich als radikalen Buy-and-Hold-Anleger. Der Markt selbst ist

© Campus Verlag GmbH

ein Buy-and-Hold-Konzept, da der Markt selbst nicht kauft oder verkauft

(nur Teilnehmer *innerhalb* des Marktes traden untereinander). Wer also die

»Marktrendite« replizieren will – wie in diesem Buch aus vielerlei Gründen

empfohlen –, muss eine Buy-and-Hold-Strategie verfolgen. Die Finanz-

branche wettert gerne gegen Buy and Hold, weil es bei ihr zu geringeren

Einnahmen führt (siehe auch **IB** »Ist Buy and Hold tot?« in Abschnitt 5.1).

Wir wollen es bei den genannten Belegen bewenden lassen (weitere wer-

den in diesem Buch noch an anderer Stelle zitiert). Interessierte Leser seien

auf das Literaturverzeichnis verwiesen, das ein Dutzend der relevanten

Studien zum Thema aufführt.

Dass in manchen der in Zeitungen und Zeitschriften veröffentlichten

Renditevergleiche scheinbar mehr als die Hälfte aller Fonds über dem

Marktindex liegen, ist stets die Folge eines Äpfel-Birnen-Vergleichs, wie

wir im nachfolgenden Abschnitt zeigen werden. Die entsprechenden Fonds

repräsentieren nicht genau dieselbe Asset-Klasse wie der Vergleichsin-

dex. Beispielsweise gibt es praktisch keinen deutschen Standardwerte-

fonds (→ Blue-Chips-Fonds), der nicht auch in Aktien außerhalb des DAX

investiert (der DAX repräsentiert die 30 nach Marktkapitalisierung –

siehe folgende **IB** – größten deutschen börsennotierten Aktiengesellschaf-

ten). Trotzdem werden so gut wie nie der HDAX (die 100 größten Aktien

Deutschlands) oder der CDAX (alle in Frankfurt gehandelten deutschen

Aktien) verwendet – die eigentlich passenden Benchmarks –, sondern

eben der DAX, weil dieser bekannter ist. Das ist zwar falsch, aber üblich.

Generell gilt: Die meisten Untersuchungen und Ad-hoc-Vergleiche in

den Medien zur Performance von aktiv gemanagten Fonds oder anderen

Portfolios stellen die durchschnittlichen Ergebnisse zu positiv dar, denn

sie berücksichtigen entweder nicht alle Kosten der Fondsanlage (z.B. den

Ausgabeaufschlag), berücksichtigen nicht das eingegangene Risiko, ver-

gleichen Fonds mit der falschen Benchmark und/oder bereinigen die Ren-

ditedaten nicht um den Survivorship Bias, der dafür verantwortlich ist,

dass besonders schlechte Fonds überproportional häufig nicht in das Un-

tersuchungsergebnis eingehen.

Wie die Wertpapiermärkte tatsächlich funktionieren 25

© Campus Verlag GmbH

Infobox: Marktkapitalisierung

Auch »Börsenwert« oder »Börsenkapitalisierung« genannt; auf ein einzel-

nes Unternehmen bezogen, entspricht die Marktkapitalisierung dem Ak-

tienkurs multipliziert mit der Anzahl der umlaufenden Aktien. Die Markt-

kapitalisierung ist der aktuelle Marktwert des Gesamtunternehmens unter

Abzug seiner Schulden (Verbindlichkeiten), das heißt der Marktwert seines

Eigenkapitals. Von diesem Marktwert des Eigenkapitals ist der Buchwert

des Eigenkapitals, der sich in der Bilanz des Unternehmens findet, zu un-

terscheiden. Das »Preis-Buchwert-Verhältnis« ist die Marktkapitalisierung

geteilt durch den Buchwert des Eigenkapitals. Wenn diese Kennzahl sehr

niedrig ist, handelt es sich um eine Value-Aktie (Substanzwertaktie). Die

Marktkapitalisierung kann man auch für einen nationalen oder regionalen

Markt (z.B. Westeuropa) errechnen. Dann ist es die Summe der individuellen

Marktkapitalisierungen aller in diesem Land oder in dieser Region börsen-

notierten Unternehmen (nur Ort des Haupt-Listings zählt).

Nach dieser für aktives Investieren sehr ernüchternden Bilanz wollen wir

uns im folgenden Abschnitt mit einem zwar wenig beachteten, aber umso

bedeutsameren Merkmal der Wertpapiermärkte befassen. Der Wirtschafts-

nobelpreisträger William Sharpe nannte diese unscheinbare Eigenschaft

in einem inzwischen berühmten Aufsatz die »Arithmetik des aktiven

Anlagemanagements«.

1 .2 Mindestens 50% Underperformer sind

mathematisch notwendig

»Wenn man die Begriffe ›aktives‹ und ›passives‹ Portfoliomanagement

korrekt definiert, dann sind folgende Aussagen zwangsläufig wahr:

Erstens, vor Kosten ist die Rendite der durchschnittlichen aktiv gemanagten

Geldeinheit genauso hoch wie die der durchschnittlichen passiv gemanag-

ten Geldeinheit. Zweitens, nach Kosten ist die Rendite der durchschnitt-

lichen aktiv gemanagten Geldeinheit niedriger als diejenige der durch-

schnittlichen passiv gemanagten. Diese zwei Aussagen gelten für jede

Zeitperiode und setzen keine zusätzliche Annahme voraus.«

Wil iam Sharpe, Wirtschaftsnobelpreisträger

© Campus Verlag GmbH

Einer der wichtigsten Gründe dafür, dass die langfristigen Nettorenditen

der meisten Anleger unter denjenigen eines angemessenen Marktindex

liegen, ist ebenso simpel wie unbekannt. Technisch ausgedrückt könnte

man diese Ursache als den »Nullsummenspiel-Charakter (siehe folgende

IB) der Wertpapiermärkte hinsichtlich der Verteilung von Outperformance

unter allen Anlegern« bezeichnen. Das klingt umständlich und trocken.

Was ist damit gemeint?

In diesem Buch werden wir den Begriff der Outperformance (Über-

rendite) und Underperformance (Unterrendite) noch oft gebrauchen.

Um Missverständnisse zu vermeiden, muss man »Outperformance« und

»Rendite« auseinanderhalten. Outperformance sind Renditen, die über

der Performance (Rendite) des entsprechenden Marktsegmentes (der As-

set-Klasse) liegen, insbesondere wenn man das Risiko und die Trans-

aktionskosten (siehe **IB** in diesem Abschnitt) des Wertpapierhandels be-

rücksichtigt. Beispiel: Deutsche Standardwerteaktien (DAX) erbrachten

in den 35 Jahren von 1980 bis 2014 eine (historisch überdurchschnitt-

liche) Rendite von 10,4% p.a. (real 8,2% p.a.). Erzielte ein Anleger in die-

sem Marktsegment und diesem Zeitraum ein Ergebnis über 10,4% abzgl.

der laufenden Kosten für einen preisgünstigen DAX-Indexfonds von ca.

0,30% p.a., liegt eine Outperformance vor. Man kann auch für einzelne

Jahre von einer Outperformance sprechen. Hatte beispielsweise ein glo-

bal anlegender Nebenwertefonds im Jahr 2008 einen geringeren Verlust

als –39% erzielt (die negative Rendite in Euro für den MSCI World Small

Cap Index in diesem Crash-Jahr), hätte man von einer Outperformance

sprechen können. Je länger man das Betrachtungsintervall wählt, desto

seltener tritt Outperformance auf (bei korrektem Vergleich innerhalb

einer Asset-Klasse in jedem Fall nie häufiger als bei 50% aller Anleger).

Mathematische Notwendigkeit will es, dass 50% aller investierten

Geldeinheiten über und 50% unter dem Marktdurchschnitt (Index) ren-

tieren (Sharpe 1991). Dieses Gesetz ist so sicher wie die Gravitation und

hängt nicht von der Effizienz der Wertpapiermärkte ab. Selbst wenn jeder

einzelne Investor plötzlich die Expertise eines Warren Buffett besäße oder

gar bei seinen Investitionsentscheidungen fast ausschließlich Volltreffer

landen würde, gälte das Gesetz weiterhin. Alle Anleger zusammen bil-

den den Markt, also den Index, daher kann nie mehr als die Hälfte ihrer

© Campus Verlag GmbH

Gelder über der Durchschnittsrendite des Marktes liegen. Wir nennen

diese Regel das »Renditenullsummengesetz«. Statistisch hat jede ange-

legte Geldeinheit also von vornherein nur eine 50-prozentige Chance,

vor Kosten mehr am Kapitalmarkt zu verdienen als die durchschnittli-

che Geldeinheit (Börsenindizes sind nach Geldeinheiten, das heißt nach

Marktkapitalisierung gewichtete Durchschnittswerte). Im Eingangszitat

dieses Abschnitts beschrieb der Nobelpreisträger William Sharpe genau

diesen Umstand: Im Durchschnitt rentieren aktive und passive Invest-

ments innerhalb einer Asset-Klasse vor Kosten exakt gleich; nach Kosten

müssen die aktiven Investments schlechter rentieren.

Infobox: Nullsummenspiel

Ausdruck aus der wirtschaftswissenschaftlichen Disziplin der Spieltheorie

für eine Situation, in der einer nur gewinnen kann, was ein anderer verliert.

Der Gesamtgewinn des »Spiels« ist begrenzt. Hinsichtlich der Verteilung der

Über- und Unterrenditen unter den einzelnen Anlegern ist der Wertpapier-

markt ein Nullsummenspiel: Bei jedem Trade (Handelsgeschäft) muss not-

wendigerweise eine Partei relativ zum Marktdurchschnitt gewinnen, eine

verlieren und die addierte Rendite der beiden Handelspartner entspricht

der Marktrendite (ohne Berücksichtigung von Kosten).

Man darf dabei allerdings nicht vergessen, dass die Wertpapiermärkte als

Ganzes – wie auch die Marktwirtschaft schlechthin – glücklicherweise ein

»Positivsummenspiel« sind. Hier ist es eben nicht so, dass der eine nur ge-

winnen kann, was der andere verliert, sondern die volkswirtschaftlichen

Gewinne und Einkommen überwiegen langfristig die Verluste, weil die

Marktwirtschaft – besser als jedes andere System – Kapital dahin lenkt,

wo es volkswirtschaftlich am besten angelegt ist. Bezogen auf die Börse

als Teilsystem des Kapitalismus heißt das: Die langfristige Gesamtrendite

des Wertpapiermarktes (bzw. aller Kapitalmärkte) ist positiv. Allerdings

ist die *Verteilung* der Renditen in einem Markt tatsächlich ein mathema-

tisches Nullsummenspiel. (Dass es sich um ein Nullsummenspiel handelt,

bedeutet allerdings nicht, dass das Spiel volkswirtschaftlich nutzlos ist –

im Gegenteil, es ist hochgradig nützlich.)

© Campus Verlag GmbH

Führt man nun Kosten, die jeder Anleger unweigerlich verursacht, in diese

Gleichung ein, müssen statistisch sogar mehr als 50% aller Geldeinheiten

unter dem Marktdurchschnitt rentieren, denn dieser repräsentiert ja einen

Durchschnittswert, in dessen Berechnung keine Transaktionskosten (siehe **IB**

in diesem Abschnitt) einfließen. Wie bereits erwähnt, schwankt der Wert der

aktiven »Underperformer nach Kosten« je nach Aktienmarkt und betrach-

teter Zeitperiode zwischen 50% und über 90% (bei Anleihen bis zu 100%).

Infobox: Markteffizienz (Informationseffizienz)

Ein effizienter, präziser formuliert, informationseffizienter Markt ist ein Markt,

in dem es unter Berücksichtigung von Transaktionskosten, Steuern und Risiko

und bei korrektem Vergleich (im Unterschied zu einem »Äpfel-Birnen-Ver-

gleich«) nicht möglich ist, »systematisch« (dauerhaft und wiederholt) eine

Outperformance gegenüber der entsprechenden Marktrendite zu erzielen,

ausgenommen durch Zufall. Dies ist im Wesentlichen auf Informationseffizi-

enz zurückzuführen, das heißt, im aktuellen Marktpreis des entsprechenden

Wertpapiers sind alle öffentlich verfügbaren Informationen bereits enthal-

ten. Auf der Basis solcher Informationen (einschließlich Spekulationen) ist

dann keine systematische Outperformance möglich. Auf die Implikationen

von Markteffizienz (Informationseffizienz) für Privatanleger gehen wir im

Abschnitt 1.4 über die Efficient-Market- Theorie (EMT) noch genauer ein.

Die Transaktionskosten eines typischen aktiven Wertpapieranlegers lie-

gen langfristig bei etwa 2% p.a. seines jahresdurchschnittlichen Anlage-

volumens. Bei Anlegern mit starker Handelsaktivität (Trading-Aktivität)

kann dieser Wert über 6% hochschnellen (vgl. Anderson 2007). Dieses

Geld fließt in Form unterschiedlicher einmaliger oder laufender Gebüh-

ren an Vermögensberater, Wertpapierhändler, Börsen, Banken, Steuer-

berater, die Medien und so weiter. Ein Teil dieser Gebühren wird offen

ausgewiesen, der andere, oft größere Teil ist versteckt und bereits mit der

Performance des Investmentproduktes verrechnet. Nimmt man – wie die

Wissenschaft – eine realistische, langfristige, inflationsbereinigte Rendite

für Industrieländer-Standardwerteaktien (Blue Chips) von etwa 5,5% p.a.

© Campus Verlag GmbH

an9, so »verschenkt« der durchschnittliche aktive Aktienanleger (der mit

mathematischer Notwendigkeit genau diese Vorkostenrendite erreicht)

mehr als ein Drittel seiner realen Rendite an die Finanzbranche (und

noch mehr, wenn Nachsteuerrenditen betrachtet werden). Aufgrund des

Zinseszinseffektes ist der Unterschied im wichtigeren Vermögensendwert

sogar noch größer10.

Wir haben oben erwähnt, dass in jedem Wertpapiermarkt der Welt

nach Kosten mindestens 50% aller Geldeinheiten unter dem Marktdurch-

schnitt liegen müssen. In dieser Aussage sprechen wir bewusst nicht von

50% der Anleger. Hier besteht ein kleiner, aber feiner Unterschied. Rech-

nerisch wäre es mit dem Nullsummengesetz vereinbar, dass mehr als 50%

der Anleger (vor Kosten) mit ihren jeweiligen Portfolios über dem Rendite-

durchschnitt liegen und zugleich 50% der investierten Geldeinheiten (vor

Kosten) unter dem Durchschnitt. Diese Situation könnte eintreten, wenn

tendenziell die großen Portfolios (also die Portfolios der »institutionellen«

Anleger und anderer Großanleger) schlechter abschnitten als die Portfolios

der kleinen Anleger. Dass diese Annahme unrealistisch ist, brauchen wir

an dieser Stelle wohl nicht näher zu belegen. Daher kann man das Rendi-

tenullsummengesetz über die Verteilung der Überrenditen in der Praxis

nicht nur auf die investierten Geldeinheiten beziehen, sondern auch auf

die Anleger bzw. ihre Portfolios selbst.

Infobox: Transaktionskosten

Im weiteren Sinne sind Transaktionskosten sämtliche Kosten, die mit dem

Kaufen, Halten und Verkaufen von Vermögenswerten einhergehen, gleich-

gültig ob diese Kosten offen ausgewiesen oder »versteckt« sind (mit Erträ-

gen oder anderen Kosten verrechnet/vermischt), z.B.: Bei Wertpapieren

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

10 Bei 5,5% Rendite p.a. beträgt der Vermögensendwert (VEW) einer anfänglich investierten Geldeinheit nach hypothetischen 35

Jahren (eine »Anlegergeneration«) 6,51 Geldeinheiten, bei 3,5% p.a. nur 3,33 Geldeinheiten. Bezogen auf den VEW ergibt das einen Verlust (entgangenen Gewinn) von 49%, während bei der Rendite die Einbuße »nur« 36% betrug

(2% von 5,5%).

© Campus Verlag GmbH

Geld-Brief-Spannen (siehe unten), Courtagen, Spesen, Provisionen; bei

Fonds: Verwaltungsgebühren (Management Fee), Research-Kosten des

Fondsmanagements, Kosten für die Fondsdepotbank sowie Rechnungs-

legung/Buchführung; ferner Ausgabeaufschläge von Fonds, Depotkosten

des Anlegers (siehe Abschnitt 2.2). Gelegentlich werden auch Steuern unter

diesem Begriff berücksichtigt. Im engeren Sinne sind Transaktionskosten

nur jene Kosten, die direkt durch das Traden (Kaufen, Verkaufen) von Fi-

nanzwerten verursacht werden – im Unterschied zu Kosten, die durch das

Halten der Papiere verursacht werden. In diesem Buch wird der Begriff im

weiteren Sinne verwendet. Für Wertpapiere (einschl. ETF-Anteile) und De-

visen ist die Geld-Brief-Spanne von besonderer Bedeutung. Sie kommt bei

Kauf- und Verkauf zur Anwendung und bedeutet, dass der Ankaufspreis

etwas höher ist als der Marktkurs (der etwa in der Mitte der Geld-Brief-

Spanne liegt) und der Verkaufspreis etwas niedriger. Diese Spanne (die

die Handelsmarge des Wertpapierhändlers/Intermediäres repräsentiert)

ist etwa hälftig beim Kauf und hälftig beim Verkauf zu zahlen. Sie variiert

im Zeitablauf und wird besonders während starker Börsenabschwünge

weiter. Die Transaktionskosten bei Immobilien übersteigen diejenigen von

Wertpapieren deutlich.

Manche Anleger glauben, sie könnten dem Nullsummengesetz entkom-

men, indem sie z.B. 80% ihrer Mittel in einen deutschen Blue-Chip-Ak-

tienfonds investieren und 20% in Emerging-Markets-Aktien (Schwellen-

länder), mit dem Ziel, die Rendite des DAX-Portfolios aufzubessern. Der

Investor nimmt jedoch nun an zwei Renditenullsummenspielen teil, da er

sich in zwei Märkten (Asset-Klassen) engagiert. Man kann dem »Nullsu-

mmenfluch« also nicht dadurch entgehen, dass man sich auf verschiede-

nen Märkten engagiert oder in seiner Anlagestrategie (durch seine Asset-

Allokation) von einem bestimmten Vergleichsindex abweicht. Generell

gilt: Vor Kosten liegt exakt die eine Hälfte aller Marktteilnehmer unter

der mittleren Performance des Marktes (der Asset-Klasse), exakt die an-

dere Hälfte darüber. Nach Kosten liegen deutlich mehr als die Hälfte aller

Anleger unter der mittleren Markt-Performance. Dieses Gesetz gilt immer,

in jedem Zeitraum (ob ein Tag oder 40 Jahre) und in jedem Wertpapier-

© Campus Verlag GmbH

markt. Veröffentlichungen, die zeigen, dass mehr als die Hälfte aller An-

leger oder Fonds einen bestimmten Markt (Index) geschlagen haben, sind

zwangsläufig insofern falsch, als der Index und die Fonds nicht genau die-

selbe Asset-Klasse darstellen (Äpfel-Birnen-Vergleiche)11.

Nun könnte ein einzelner aktiver Anleger die praktische Relevanz des

Renditenullsummengesetzes bestreiten, wenn sich belegen ließe, dass

stets bestimmte Anleger den Marktdurchschnitt schlagen. Wie bereits in

Abschnitt 1.1 deutlich geworden ist (Stichwort mangelnde Performance-

Konstanz) und wie wir anhand weiterer Argumente in den folgenden Ab-

schnitten noch sehen werden, sprechen sowohl Theorie als auch empiri-

sche Realität gegen dieses Wunschdenken.

1 .3 Die Moderne Portfoliotheorie:

Wissenschaft schlägt Praxis

»Eine der kontraintuitivsten Schlussfolgerungen der Modernen

Portfoliotheorie besteht darin, dass die risikobereinigten, erwarteten

Renditen für alle Aktien ungefähr identisch sind. Die spontane Reaktion

der meisten Anleger zu dieser Aussage ist hartnäckiger Unglauben.«

Ron Ross, Finanzökonom, Finanzbuchautor, Anlageberater

Im Jahr 1990 erhielten drei amerikanische Finanzökonomen – Harry Mar-

kowitz, William Sharpe und Merton Miller – den Wirtschaftsnobelpreis

für ihre Beiträge zu einem Theoriegebäude, das seit Mitte der 70er Jahre

die Erkenntnisse über Finanzinvestments zweifellos revolutioniert hat.

Dieses Theoriegebäude ist unter dem Namen »Moderne Portfoliotheo-

rie« (MPT) bekannt geworden. Die MPT liefert eine Reihe verblüffender

Einsichten und ist gleichzeitig die Basis einer cleveren Investmentstra-

tegie, die auch ganz normale Privatanleger umsetzen können. Anleger,

welche die zwar mathematisch komplexen, aber in ihren Schlussfolge-

rungen leicht zu verstehenden Grundprinzipien der MPT nicht kennen,

kann man mit Joggern vergleichen, die ohne Training einen Triathlon

11 Bei Benchmark-Vergleichen in den populären Medien ist tendenziell umso mehr Miss-

trauen geboten, je spezieller (»enger«) die verglichene Strategie (bzw. der Fonds) und je kürzer der Auswertungszeitraum ist.

© Campus Verlag GmbH

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

gefährliches Unterfangen.

Infobox: Erwartete Rendite, erwartetes Risiko

Engl. expected return, expected risk; bezeichnet den auf der Basis einer be-

stimmten Methode für die Zukunft angenommenen (geschätzten) durch-

schnittlichen Wert für Rendite oder Risiko. Beispiel: Ein 50/50-Portfolio

besteht aus zwei Aktien. Aktie A rentiert bei einem Marktaufschwung mit

+10%, in einem Marktabschwung mit –5%. Für Aktie B betragen diese bei-

den Werte +25% und –10%. (Andere Renditen gibt es hier der Einfachheit

halber nicht.) Marktaufschwung und -abschwung sind gleich wahrschein-

lich. Somit beträgt die erwartete Rendite (gewichtete Durchschnittsrendite)

10%. (Wenn Sie nachrechnen wollen: 0,5 × (10% + 25%) + 0,5 × (–5% –10%.)

Der Erwartungswert für die Rendite ganzer Märkte wird üblicherweise er-

mittelt, indem man einen Durchschnitt aller Jahresrenditen während eines

mehr oder weniger langen vergangenen Zeitraumes, z.B. über 30 Jahre,

errechnet. Das erwartete Risiko in Form der Standardabweichung (siehe

Abschnitt 1.10) ist aufgrund der Definition dieser Variablen von vornherein

ein Durchschnittswert. Auch er wird in der Regel für die Vergangenheit be-

rechnet und dann auch für die Zukunft angenommen12. Die historischen

Erwartungswerte müssen sich aber keineswegs in der Zukunft, insbeson-

dere nicht in bestimmten Teilabschnitten der Zukunft, bestätigen und bei

Aktien wird das überwiegend auch nicht der Fall sein. Dennoch ist dieser

Erwartungswert im Allgemeinen die beste Prognose für die tatsächlichen

zukünftigen Werte (aber auch die beste Prognose kann sich als falsch her-

ausstellen). Häufig wird vereinfacht von »Rendite« oder »Risiko« gesprochen,

wenn eigentlich »erwartete Rendite« oder »erwartetes Risiko« gemeint

sind. Für ein aktiendominiertes Portfolio von Wertpapieren gilt: Je länger

die Halteperiode, desto höher die Wahrscheinlichkeit, die erwarteten Ren-

diten auch tatsächlich zu erzielen.

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

ermittelt werden.

© Campus Verlag GmbH

Hier die wichtigsten Aussagen der MPT:

• Risiko und Rendite sind untrennbar miteinander verknüpft. Renditen

sind in allererster Linie Prämien für erwartetes Risiko: Ohne Risiko

kann es auch keine Rendite geben. Risikoreiche Assets (Vermögensan-

lagen) müssen dieses höhere Risiko durch höhere »erwartete Renditen«

kompensieren (siehe vorige **IB**). Diese höheren Renditen sind jedoch

nicht für jeden Zeitabschnitt garantiert (sonst wären sie ja risikolos).

Unter den wesentlichen Asset-Klassen (Aktien, Immobilien, Rohstoffe,

festverzinsliche Wertpapiere, kurzfristige → Geldmarktanlagen) ren-

tieren Aktien langfristig am höchsten, weisen aber auch die stärksten

Renditeschwankungen (Risiko) auf.

• Der Wert eines Investments (ausgedrückt in seinem Wertpapierkurs)

wird primär durch die Erwartung der in der Zukunft an den Anleger

fließenden liquiden Zahlungen (Cash Flows, das heißt Dividenden

und Zinsen) sowie deren Schwankungsintensität bestimmt. Vergan-

gene Zahlungen, wie z.B. frühere Dividenden oder die Angaben in der

Bilanz des Unternehmens, spielen letztlich keine Rolle. Streng genom-

men, irrelevanter Schnee von gestern.

• Die Mehrheit aller privaten und institutionellen Anleger scheitert daran,

den Markt (repräsentiert durch einen entsprechenden Wertpapierindex,

z.B. den DAX oder RexP, ein deutscher Anleihenindex) bei Berücksich-

tigung von Risiko und Transaktionskosten dauerhaft und langfristig zu

schlagen. Zwar gibt es für ein gegebenes Zeitintervall stets eine kleine

Gruppe von Outperformern, aber diese Überrendite – so die herr-

schende Mehrheitsmeinung in der Wissenschaft – gelingt nur zufällig.

• Die kleinere Gruppe der Outperformer in einer gegebenen Zeiteinheit,

z.B. einem Jahr, wechselt in ihrer Zusammensetzung von Periode zu

Periode und ist nicht vorhersagbar.

• Der Versuch, den Markt zu schlagen, ist nicht kostenlos. Anleger, die

diesen Versuch unternehmen, müssen notwendigerweise höhere Ver-

lustrisiken eingehen, um sich damit die Chance auf eine Outperfor-

mance zu erkaufen. Aufgrund der ebenfalls zumeist höheren Trans-

aktionskosten dieser Anleger enden die meisten von ihnen unter der

marktdurchschnittlichen Nettorendite.

© Campus Verlag GmbH

• Die Finanzmärkte sind hochgradig informationseffiziente soziale Sys-

teme. In die jeweils aktuellen Marktpreise (Wertpapierkurse) sind alle

am Markt (öffentlich) verfügbaren Informationen einschließlich der

Erwartungen und Vermutungen bereits eingepreist. Kein Investor kann

hoffen, dauerhaft mehr zu wissen als der Markt insgesamt.

• Entdeckt ein Investor eine »Marktanomalie« (siehe nächste **IB**), das

heißt einen Wettbewerbsvorteil, der es ihm gestattet, erfolgreich unter-

oder überbewertete Wertpapiere aufzuspüren, kopiert der Markt (die

übrigen Anleger) diese Strategie und zerstört damit ihre Wirksamkeit.

• Wertpapiermärkte »haben kein Gedächtnis«, das heißt, historische

Renditen haben zumindest für Zeiträume von ein bis fünf Jahren keine

Relevanz oder Prognosekraft für künftige Renditen. In kurzfristiger

Sicht folgen Preise am Kapitalmarkt (Aktienkurse, Anleihenkurse, De-

visenkurse) einem von niemandem zuverlässig vorhersehbaren »Ran-

dom Walk« (Zufallslauf).13 Für Zeiträume, die deutlich über fünf Jahre

hinausgehen, ist dagegen »Regression zum Mittelwert« (mehr dazu im

gleichnamigen Abschnitt) beobachtbar, das heißt, auf sehr hohe Jah-

resrenditen folgen vereinfacht gesagt mit etwas größerer Wahrschein-

lichkeit als 50% eher unterdurchschnittliche Renditen und umgekehrt.

• Mittels einer bestimmten Form der Diversifikation über einzelne Wert-

papiere *und* über mehrere Asset-Klassen hinweg ist es möglich, rund

zwei Drittel des Risikos (der Wertschwankungen) einzelner Wertpapiere

ohne gleichzeitigen Verlust an Renditechancen zu eliminieren – oder

umgekehrt bei gegebenem Risiko eine maximale Rendite zu erzielen.

Portfolios, die so konstruiert sind, nennt man »effiziente« Portfolios.

• Der mit Abstand wichtigste einzelne Einflussfaktor auf die Performance

eines Gesamtportfolios (gemeint ist die Nettorendite bei Berücksich-

tigung des Risikos) ist seine Asset-Allokation, das heißt seine spezifi-

sche Aufteilung auf ganze Asset-Klassen. Dagegen sind beispielsweise

die Verteilung des Portfolios auf bestimmte Einzelwertpapiere (Stock

Picking, siehe Abschnitt 2.4) oder der Zeitpunkt von Käufen und Ver-

käufen (Market Timing, siehe Abschnitt 2.4) für den Langfristerfolg des

13 Wissenschaftliche Studien berichten vom sogenannten »Momentum-Effekt« in histori-

schen Aktienrenditen (siehe z. B. Dimson u.a. 2011). Hierzu mehr in den Abschnitten 1.6

und 3.9.

© Campus Verlag GmbH

Portfolios nur von geringer Wirkung – im positiven wie im negativen

Sinne. Berücksichtigt man Trading-Kosten, dann haben Stock Picking

und Market Timing im Durchschnitt einen negativen Einfluss auf den

Investmenterfolg.

• Zwar ist aktives Portfoliomanagement für den Investor ein Verliererspiel,

doch drei andere Institutionen gewinnen dabei durchaus: (a) die Finanz-

branche, das heißt Banken, Vermögensberater, Fondsgesellschaften und

Wertpapierhändler, die beträchtliche Provisionen und Spesen vereinnah-

men; (b) die zahlreichen Finanzpublikationen, die Woche für Woche an

den Anlageempfehlungen ihrer »Experten« verdienen; und (c) Vater Staat,

der sich über ein Mehr an Kapitalertrags- bzw. Einkommensteuer freut.

Infobox: Marktanomalien

Wertpapierkurse, die von ihrem »fairen« Preis abweichen und daher eine Mög-

lichkeit zur Erzielung einer Überrendite (nach Berücksichtigung von Kosten,

Risiko und Steuern), also eine über einer korrekten Benchmark liegende Net-

torendite bieten. Zwar lassen sich in historischen Daten immer wieder Markta-

nomalien nachweisen, doch werden diese nach ihrer Entdeckung regelmäßig

wegarbitriert (siehe **IB** »Arbitrage«, Abschnitt 1.4), das heißt, sie verschwin-

den oder sind so gering, dass sich eine Ausbeutung bei Berücksichtigung

von Transaktionskosten (siehe **IB**, Abschnitt 1.2) nicht lohnt. Berichte über in

der Vergangenheit angeblich oder tatsächlich bestehende Marktanomalien

sind für Privatanleger typischerweise deswegen irrelevant, weil die Anoma-

lien nach ihrer allgemeinen Publikation vermutlich verschwinden werden.

Die Investmentstrategie, die sich aus den vorgenannten Erkenntnis-

sen ableitet, heißt passives Investieren, passives Portfoliomanagement

oder kurz »Indexing«. Ihre Hauptmerkmale sind eine sehr langfristige

Buy-and-Hold-Perspektive, die systematische Diversifikation über As-

set-Klassen hinweg sowie eine radikale Kostenminimierung durch den

Verzicht auf laufendes Trading und die Nutzung kostengünstiger Index-

investments wie traditionelle Indexfonds und ETFs. »Passiv« heißt diese

Anlagestrategie deshalb, weil auf die aktive Einzelauswahl bestimmter

© Campus Verlag GmbH

Aktien mit vermeintlich überdurchschnittlichem Wertsteigerungspo-

tenzial vollständig verzichtet wird. Passives Investieren ist überraschend

einfach. Wir stellen diesen Ansatz in den Kapiteln 3 und 4 detailliert vor.

Die MPT ist heute die einzige allgemein akzeptierte wissenschaftliche

Theorie der Vermögensanlage. Ohne Übertreibung können wir behaup-

ten, dass Theorien, die zu den Grundaussagen der MPT im Widerspruch

stehen, von der Wissenschaft nicht ernst genommen werden. Ganz anders

sieht es jedoch in der Finanzbranche aus: Die Informationen und Empfeh-

lungen, die sie tagtäglich verbreitet, lassen sich zu einem beträchtlichen

Teil nicht mit der MPT vereinbaren. Dies ist kein Zufall, denn so lassen

sich viele Milliarden Euro an Wertpapierprovisionen und anderen Ein-

künften besser sichern. Der britische Ökonom Andrew Smithers formu-

lierte es so: »Wenn Wissenschaftler einen Konflikt zwischen Theorie und

empirischen Daten sehen, verwerfen Sie die Theorie. Wenn die Finanz-

branche einen Konflikt zwischen Theorie und Praxis sieht, verwirft sie die

empirischen Daten« (Smithers 2009).

Infobox: Asset-Klasse und Asset-Allokation

Asset ist der englische Begriff für Vermögenswert. Eine Asset-Klasse ist eine

Gruppe von Assets mit ähnlicher oder identischer Risiko-Rendite-Kombi-

nation. Beispiele für (Haupt-)Asset-Klassen: Cash/Barmittel (Termingelder,

Geldmarktpapiere bis 12 Monate Laufzeit), festverzinsliche Wertpapiere

(ab 12 Monaten Laufzeit), Aktien, Immobilien, Rohstoffe. Diese Haupt-As-

set-Klassen lassen sich wiederum unterteilen, die Haupt-Asset-Klasse Ak-

tien etwa in Standardwerte, mittelgroße Werte und Nebenwerte. Diese

Unterklassen können wiederum in nationale und internationale Titel und

diese wiederum in bestimmte Branchen untergliedert werden. Wie in den

meisten Klassifikationssystemen können auch Asset-Klassen – je nach Ziel-

setzung – in unterschiedlicher Weise gebildet werden und sich je nach

Segmentierung auch überlappen. Ein bestimmtes Asset kann also zu vie-

len verschiedenen Asset-Klassen gehören. Asset-Allokation bezeichnet die

Aufteilung eines Portfolios (Wertpapierdepots) auf einzelne Asset-Klassen.

Die Bedeutung der Asset-Allokation beruht auf der Tatsache, dass der lang-

© Campus Verlag GmbH

fristige Ertrag eines Portfolios zu einem außerordentlich hohen Prozentsatz

von der Auswahl und Gewichtung der Asset-Klassen bestimmt wird (nicht

von der Auswahl einzelner Wertpapiere innerhalb der Asset-Klassen). As-

set-Allokation zielt letztlich darauf, Rendite und Risiko eines Portfolios zu

optimieren, also eine aus der Sicht eines bestimmten Anlegers bestmögli-

che Kombination aus erwarteter Rendite und erwartetem Risiko.

Eines der wichtigsten und interessantesten Elemente der MPT ist die be-

kannte *Efficient-Market-Theorie*. Die EMT wird von der Finanzbranche

(und von Politikern) oft geradezu hysterisch attackiert, weil sie viele für

die Branche (nicht jedoch für die Anleger) ertragreiche Finanzprodukte

und gängige Praktiken infrage stellt. Diese enorm praxisrelevante Theorie

wollen wir uns im folgenden Abschnitt etwas näher ansehen.

1 .4 Die Efficient-Market-Theorie (EMT):

»Die praktischste Sache der Welt«

»Die zentrale Aussage der denkbar umfassenden Literatur

zur Kapitalmarkteffizienz lautet, dass es nahezu unmöglich ist,

Überrenditen zu erzielen, wenn man nur auf öffentlich

zugängliche Informationen zurückgreifen kann.«

Lawrence Summers, US-Finanzminister von 1998 bis 2001 unter Präsident

Clinton, Chefökonom der Weltbank und Präsident der Harvard-Universität

Die Efficient-Market-Theorie (EMT) zeichnet sich durch zwei Merkmale

aus: Erstens ist sie die am heftigsten angegriffene finanzwirtschaftliche

Theorie in der Investmentzunft und zweitens ist sie diejenige Theorie,

die – sofern sie zutrifft – unter allen Forschungsergebnissen der Finanz-

wirtschaft die größte Bedeutung für Anleger hat. Der Kern dieser Theorie

besagt ganz einfach, dass Wertpapierkurse zu jedem gegebenen Zeitpunkt

alle öffentlich zugänglichen Informationen über diese Wertpapiere be-

inhalten. Daher sind Marktpreise stets »faire« Preise14 und der gegenwär-

14 »Fair« ist – obwohl routinemäßig von Finanzökonomen verwendet – ein unglücklicher,

weil zu Missverständnissen verleitender Terminus. Weder hat dieses Wort mit dem um-

© Campus Verlag GmbH

tige Marktpreis ist die beste Schätzung des zukünftigen Marktpreises; jede

andere Schätzung ist im Durchschnitt schlechter. (Auf diese kontraintu-

itive Aussage kommen wir weiter unten noch genauer zu sprechen.) Eine

systematisch erkennbare Unterbewertung oder Überbewertung von Wert-

papieren ist nicht nachweisbar oder zumindest nicht mit Erfolg ausbeutbar.

Die Implikationen dieser Aussagen – die manchen zunächst naiv er-

scheinen mögen – sind tiefgreifend. Die meisten Aktienanleger kaufen

Wertpapiere in der Annahme, dass diese mehr wert sind als der Preis, den

sie dafür bezahlen, und verkaufen sie in der Annahme, dass diese Papiere

weniger wert sind als das, was sie dafür erhalten. Nimmt man jedoch einen

informationseffizienten Markt für Aktien, Anleihen und Rohstoffe an,

spiegeln die gegenwärtigen Marktpreise (Kurse) alle öffentlich zugängli-

chen Informationen über die entsprechenden Wertpapiere wider. Dann ist

das Kaufen und Verkaufen eines Wertpapiers mit dem Ziel, den Markt zu

schlagen, ein glücksspielartiges Unterfangen und eben gerade kein Vorha-

ben, bei dem Können oder Wissen den Erfolg bestimmen.

In einem solchen Markt führt der Wettbewerb unter den Marktteil-

nehmern zu einer Situation, in der zu jedem gegebenen Zeitpunkt die

tatsächlichen Preise einzelner Wertpapiere alle Auswirkungen von Ereig-

nissen widerspiegeln, die entweder bereits stattgefunden haben oder die

der Markt in diesem Augenblick für die Zukunft erwartet. Das heißt, der

tatsächliche Wertpapierkurs ist die beste Schätzung des »inneren Wer-

tes« des Wertpapiers, also seines zukünftigen Kurses. Jeder andere Kurs

ist weniger wahrscheinlich. Dementsprechend sind auch »ausbeutbare«

Kursprognosen, wie sie Analysten jährlich zu Tausenden abgeben, nutzlos.

Und tatsächlich wurde nachgewiesen, dass solche Prognosen für einzelne

Wertpapiere oder für ganze Marktsegmente zum einen eine Trefferquote

aufweisen, die über einen längeren Zeitraum hinweg kaum über der sta-

tistischen Zufallstrefferquote liegt, und zum anderen nach Transaktions-

kosten und bei Berücksichtigung des im Rahmen einer »aktiven Anla-

gestrategie« in Kauf zu nehmenden Risikos nicht profitabel ausgebeutet

werden können. Mit anderen Worten: Das Anlegen nach Kursprognosen

gangssprachlichen Verständnis von »fair« zu tun noch ist es gleichzusetzen mit »richtig«

oder »wahr«.

© Campus Verlag GmbH

führt risikoadjustiert (risikogewichtet – siehe nachfolgende **IB**) und nach

Kosten im Durchschnitt zu einer Unterrendite und allenfalls zufällig zu

einer langfristigen Überrendite gegenüber dem relevanten Marktindex.

Die Wurzeln der EMT gehen letztlich auf den bereits erwähnten Louis

Bachelier und Jules Regnault, einen anderen französischen Ökonomen aus

dem 19. Jahrhundert, zurück, aber im engeren Sinne hat der amerikanische

Ökonom und Nobelpreisträger Eugene Fama von der Universität Chicago

seit Mitte der 60er Jahre am meisten zu ihrer Weiterentwicklung beige-

tragen. Von ihm stammt auch das Bonmot, die EMT sei die »praktischste

Sache der Welt«. Ein effizienter Markt hat tendenziell folgende Merkmale:

• Hohe Transparenz und Informationseffizienz: Es ist zu jedem Zeitpunkt

möglich, sich einen Überblick über das gesamte Angebot und die ge-

samte Nachfrage zu verschaffen. Informationseffizienz heißt jedoch

nicht, dass alle Informationen sich in der Zukunft als wahr heraus-

stellen müssen.

• Hohe Liquidität: Im Markt sind laufend Angebot und Nachfrage in

hohen Volumina vorhanden.

• Rationalität der Anleger: Unter allen Anbietern und Nachfragern be-

findet sich zu jedem Zeitpunkt eine gewisse Zahl rationaler, also nut-

zenmaximierender Personen, was jedoch nicht heißen muss, dass alle

Marktteilnehmer permanent rational agieren.

• Keine Preisfestsetzung durch den Staat und keine staatlich festgelegten

Monopole oder Wettbewerbsbeschränkungen.

Ein wichtiger Spezialaspekt der EMT ist die Random-Walk-Theorie (wört-

lich übersetzt: Zufallslauftheorie). »Random Walk« ist ein Begriff aus der

Statistik, der in diesem Zusammenhang den Verlauf von Aktienkursen

im Zeitablauf beschreibt. Die Random-Walk-Theorie sagt aus, dass histo-

rische Kursverläufe keine Aussagen über künftige Kursverläufe zulassen.

Tatsächlich lässt sich nachweisen, dass der Verlauf von Aktienkursen –

nach Berücksichtigung des natürlichen Aufwärtstrends (real rund 0,023%

pro Trading-Tag für einen Standardwert-Index) – kein Muster enthält, das

nicht auch durch Zufall entstanden sein könnte.

Dementsprechend sind selbst Experten oder Computer nicht in der

Lage, Kursdiagramme, die per Zufallsgenerator (mit einprogrammierter

© Campus Verlag GmbH

natürlicher Aufwärtsdrift) erzeugt wurden, von echten Kursdiagrammen

zu unterscheiden. Salopp formuliert: »Der Wertpapiermarkt hat kein Ge-

dächtnis.« Die Kurse von gestern bedeuten nichts für die Kurse von heute.

Zwar kann allein der Glaube an die Wirksamkeit eines »Chartsignals«

kurzfristige Marktanomalien auslösen, falls die »Anlegerherde« diesem

Signal folgt, doch genügt es für einen effizienten Markt bereits, wenn ein

sehr kleiner Teil der Akteure rational handelt, und diese Anleger müssen

nicht immer dieselben sein. Darüber hinaus treten solche »Marktanoma-

lien«-Phänomene nicht systematisch auf, das heißt, sie lassen sich nicht

zuverlässig vorhersagen – und nur unter dieser Voraussetzung könnte eine

risikolose Zusatzrendite erzielt werden.

Erhält der Markt nun tatsächlich eine neue (also unerwartete) Infor-

mation, passt sich der Marktpreis rasend schnell an. Viele Untersuchun-

gen haben für die meisten Börsen Anpassungszeiträume zwischen fünf

Minuten und wenigen Stunden festgestellt. Für das Bekanntwerden der

neuen Information im Markt bedarf es keiner speziellen Verlautbarung;

das Reagieren der einzelnen Marktteilnehmer auf die Information selbst

sorgt bereits für ihre Übertragung. Ein allmähliches Einfließen einer In-

formation über Wochen oder gar Monate hinweg ist kaum denkbar, ge-

schweige denn statistisch nachgewiesen. Vermutungen sind wahrschein-

lichkeitsgewichtete Informationen und unterscheiden sich hinsichtlich

ihrer Einwirkungsart auf den Kurs nicht grundsätzlich von sicheren In-

formationen. Ferner können alte Informationen aufgrund neuer Erkennt-

nisse (Informationen) anders interpretiert werden, um erneut oder erst-

malig einen Kurseffekt auszulösen.

Infobox: Arbitrage

Beruht auf dem sogenannten »Gesetz des Preisausgleichs« (law of one

price), eines zentralen Grundpfeilers der Wirtschaftswissenschaft. Das Ge-

setz sagt aus, dass zwei identische Güter den gleichen Marktpreis haben

müssen. Wäre dies nicht der Fall, könnte jemand diese Ungleichheit aus-

beuten, indem er gleichzeitig das billigere Gut einkauft und es teurer ver-

kauft (Arbitrage ist definitionsgemäß immer risikolos). Dies würde sich so

© Campus Verlag GmbH

lange fortsetzen, bis aufgrund eines Nachfragedrucks für Gut A und eines

Angebotsüberhangs für Gut B sich die Preise angeglichen hätten. In Bezug

auf Wertpapiere bedeutet das Gesetz, dass zwei Finanz-Assets mit dem

gleichen Risikograd auch den gleichen erwarteten Ertrag haben müssen,

andernfalls würde es sich lohnen, das Finanz-Asset A mit dem niedrigeren

Preis (und deswegen höherer erwarteter Rendite) zu kaufen und simultan

zu einem höheren Preis (niedrigere Rendite) zu verkaufen. Soweit identi-

sche Güter in zwei real existierenden Märkten tatsächlich unterschiedliche

Preise haben, ist dieser Zustand entweder nur temporär (bis er wegarbitriert

ist) oder die Transaktionskosten für Kauf und Verkauf in den unterschied-

lichen Märkten sind genauso hoch oder höher als die Preisunterschiede

und verhindern so den Preisangleich.

Sollte es doch einmal länger dauern, bis eine neue Information in den Kurs

einfließt, werden gewiss nicht Privatanleger davon profitieren. Über 90%

des globalen Aktienhandelsvolumens gehen von institutionellen Markt-

teilnehmern aus, also von Banken, Investmentfonds, Wertpapierhändlern,

Versicherungen, Pensionsfonds, staatlichen Kapitalsammelstellen wie den

Sozialkassen oder Großunternehmen15. Kein Privatanleger – auch nicht

im Zeitalter des Internets – hat eine echte Chance, in diesem Rennen an-

ders als durch Zufall mitzuhalten, genauso wenig wie er mit einem VW

Polo in der Formel 1 gewinnen könnte.

Wie muss man sich diese Informationseffizienz konkret vorstellen? Jede

Information, die den Kurs beeinflussen kann, muss ihn sofort beeinflussen.

Eine heute bekannte Information kann, sofern es auch nur eine Handvoll

rationaler Investoren (unter Millionen irrationalen Anlegern) gibt, aus lo-

gischen Gründen unmöglich erst morgen den Kurs beeinflussen. Wüsste

man mit Gewissheit, dass die Information X morgen den Kurs der Aktie

Y vom derzeitigen Kurs 100 auf 110 erhöhen würde, wäre es völlig risiko-

los, die Aktie heute in jeder beliebigen Menge zu kaufen, um sie morgen

beim Kurs von 110 wieder zu verkaufen. Über eine Kreditfinanzierung eines

15 Bei Anleihen, Devisen, Derivaten, Rohstoffen und Edelmetallen liegt der Anteil der

»Institutionellen« (in Abgrenzung zu Privatanlegern) am globalen Handelsvolumen

vermutlich nahe bei 99%.

42 Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs

© Campus Verlag GmbH

solchen Investments könnte man beinahe jede beliebige, selbst astrono-

mische Eigenkapitalrendite erzielen. Daher würde der Kurs eben bereits

heute auf 110 getrieben werden und eben nicht morgen (siehe vorige **IB**).

Es gibt in dieser Sicht also keine öffentlich zugänglichen Informationen,

die nicht bereits im aktuellen Kurs enthalten sind (Börsendeutsch: »einge-

preist«) – Insider-Informationen ausgenommen. Louis Bachelier stellte in

seiner Dissertation schon im Jahr 1900 fest: »Ganz klar ist der vom Markt

als am wahrscheinlichsten angenommene Preis der wahre, korrekte Preis;

wäre der Markt anderer Meinung, wäre der Marktpreis entweder höher

oder niedriger.«

Ändern sich die Marktpreise in einem informationseffizienten Markt,

dann nur aufgrund neuer Informationen. Neu sind Informationen aber

nur, wenn sie eben nicht schon bekannt und auch nicht vorhersehbar

waren. Eine Preisänderung aufgrund einer Information, die schon seit

einigen Tagen bekannt war, ist mit den allgemein akzeptierten Grund-

eigenschaften von Märkten, z.B. dem dominierenden Gewinnmotiv, un-

vereinbar und auch logisch nicht nachvollziehbar. Vermutungen, Ahnun-

gen, Gerüchte und Hoffnungen sind keine neuen Informationen, sondern

bekannte Informationen mit einem Unsicherheitsfaktor, also wahrschein-

lichkeitsgewichtete Informationen. Wenn ein Ereignis »vorhersehbar« ist,

ist die entsprechende Information nicht neu und hat daher den Preis bereits

beeinflusst. Jede wirklich neue Information wird und muss jedoch – weil

sie nicht systematisch vorhersagbar ist – zufälligen Inhalt haben (Börsen-

deutsch: »random«). »Zufällig« hinsichtlich der Frage, ob die Information

die Markterwartungen zur Rentabilität der Aktie (den gegenwärtigen

Aktienkurs) bestätigt oder nicht. Da der Zufall nicht vorhersagbar ist, ist

auch der Wertpapierkurs nicht vorhersagbar. Weil also alle verfügbaren

Informationen bereits im Preis eines Wertpapiers enthalten sind und ein

Prognostiker all jene Informationen, die der Kurs noch nicht reflektiert,

nicht kennen kann, sind systematisch ausbeutbare Kursprognosen un-

möglich. Das soll aber nicht heißen, dass es keine Outperformer gibt, die

den Markt schlagen. Im Gegenteil: Es gibt sie sogar stets und in jedem

Zeitintervall. Die Krux dabei ist jedoch, dass die Zusammensetzung die-

ser Gruppe sich ständig ändert und daher zufallsbedingt ist – auch wenn

Fondsmanager und viele Privatanleger das anders sehen.

© Campus Verlag GmbH

Die Informationseffizienz betrifft nicht nur die erwartete Rendite einer

Aktie, sondern auch den kursbeeinflussenden Effekt von Risiken. In einem

effizienten Markt sind alle bekannten (erwarteten) Risiken und die vom

Kollektiv der Marktteilnehmer geschätzte Wahrscheinlichkeit ihres Auf-

tretens bereits im Marktpreis des Wertpapiers enthalten. Insofern können

solche Risiken nur dann einen weiteren negativen Effekt auf den Markt-

preis eines Wertpapiers auslösen, wenn die Risiken durch ein vom Markt

bisher unerwartetes Ereignis größer oder wahrscheinlicher werden oder

der Risikofall tatsächlich eintritt. Dieser könnte z.B. die bisher nicht er-

wartete Senkung des Anleihe-Ratings einer Aktiengesellschaft durch eine

der großen Ratingagenturen sein.

Die wesentliche Schlussfolgerung aus den Erkenntnissen der EMT be-

steht kurz gesagt darin, dass aktive Wertpapierinvestments, die notwen-

digerweise auf die Erzielung von Überrenditen abzielen, ein »Glücksspiel«

sind (dies gilt nicht hinsichtlich der Erzielung von Renditen an sich). Die

EMT-Debatte spielt deshalb für Anleger bei der Beantwortung der Frage,

ob sie »aktiv« oder »passiv« investieren sollten, eine enorm wichtige Rolle.

Aktives Anlagemanagement ist das, »was alle machen«. Über 95%

aller privaten und gewerblichen Anlagegelder weltweit werden aktiv ge-

managt.16 Bei aktivem Investieren will der Anleger oder Fondsmanager

Wertpapiere finden, die vom Markt gegenüber ihrem »fairen« Preis falsch

bewertet werden, also entweder zu teuer oder zu billig sind. Im Falle zu

billiger, unterbewerteter Aktien wird der aktive Anleger diese Aktie kau-

fen. Danach hält er das Papier so lange, bis der Markt den Bewertungs-

irrtum erkannt hat und den Preis durch verstärkte Nachfrage auf seinen

fairen Level hinaufkorrigiert. An diesem Punkt verkauft der Anleger das

Wertpapier wieder. Die Frage, wie ein Anleger die Unter- oder Überbe-

wertung eines Wertpapiers erkennt, hängt von der speziellen aktiven An-

lagestrategie ab, die er verfolgt. Davon gibt es – je nach Zählweise – rund

50 oder mehr. Die bekanntesten sind Stock Picking auf der Basis funda-

mentaler Analyse, Stock Picking auf der Basis technischer Analyse und

Market Timing (siehe Abschnitt 2.4) auf der Basis makroökonomischer

16 Anlagebestand und Anlagehandel sind nicht gleichzusetzen. Der Anteil institutioneller Anleger am Handelsvolumen ist noch höher. Für die Preisfindung und für die Rendite

ist der *Handel*, nicht der Bestand ausschlaggebend.

44 Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs

© Campus Verlag GmbH

Analysen (vorübergehendes Über- oder Untergewichten von Märkten

oder Marktsegmenten).17

Passives Anlagemanagement macht dagegen keinen Versuch, attraktive

von unattraktiven Wertpapieren zu unterscheiden, Wertpapierkurse zu

prognostizieren oder Märkte zu timen. Passive Anleger investieren nach

dem Buy-and-Hold-Grundsatz in ein oder mehrere breite Segmente des

Aktienmarktes (Asset-Klassen), z.B. in Form traditioneller Indexfonds

oder ETFs (börsengehandelte Indexfonds). Sie geben sich mit der jeweili-

gen Marktrendite zufrieden und versuchen, die hohen Transaktionskos-

ten eines aktiven Investmentmanagements zu vermeiden (mehr hierzu

in Kapitel 3 und 4).

Oft wird behauptet, dass die EMT – sofern sie denn zutreffe – das Haupt-

argument für passives Investieren sei. Das ist nicht korrekt. Ein ebenso

wichtiges Argument ist der bereits beschriebene »Renditenullsummen-

spiel-Charakter« der Wertpapiermärkte hinsichtlich der Verteilung von

Überrenditen unter allen Anlegern. Aufgrund dieses ehernen mathemati-

schen Gesetzes erzielt notwendigerweise eine Hälfte der Anleger (genauer:

eine Hälfte der investierten Anlagemittel) vor Kosten eine unter dem be-

treffenden Marktindex liegende Rendite, nach Kosten ist diese »Verlierer-

gruppe« noch deutlich größer. Die EMT erklärt lediglich, warum die un-

weigerlich vorhandenen Outperformer nicht zuverlässig prognostizierbar

und nicht ausschließlich Profianleger sind, sondern sich aus allen Anle-

gergruppen – auch aus den Reihen der Privatanleger – zusammensetzen.

Die EMT gilt nicht für jeden Markt, sondern nur für organisierte, eta-

blierte Kapitalmärkte. Die große Mehrzahl der normalen Güter- und

Dienstleistungsmärkte ist mehr oder weniger »informationsineffizient«.

Beispiel: der Gebrauchtwagenmarkt. Hier ist es möglich, mit Fachverstand,

17 Interessant ist, dass selbst die Gegner der EMT zumindest an ihre zeitweilige Gültigkeit glauben *müssen*, weil es ansonsten keinen Sinn macht, vorgeblich fehlgepreiste Wertpapiere zu traden (zu handeln). Der aktive Anleger muss ja annehmen, dass die EMT

nach seinem Trade zu wirken beginnt, um den Preis des Wertpapiers näher an den vom aktiven Anleger erkannten »wahren« Wert zu treiben, sodass er den erhofften Gewinn

erzielen kann. Da die Annahme der dauerhaften Gültigkeit der EMT (wie sie passive An-

leger treffen) weniger anspruchsvoll ist als die Annahme der nur zeitweiligen Gültigkeit, müssen sich die Gegner der EMT den Vorwurf gefallen lassen, dass sie einen intellektuell

»aggressiveren« (anspruchsvolleren) und damit unwahrscheinlicheren Standpunkt ver-

treten.

Wie die Wertpapiermärkte tatsächlich funktionieren 45

© Campus Verlag GmbH

Marktübersicht und entsprechendem Suchaufwand einzelne Fahrzeuge zu

finden, die entweder »zu billig« oder »zu teuer« sind. Als Käufer würde man

sich auf die zu billigen Autos konzentrieren und könnte so (bei gleichem

Risiko) gegenüber dem durchschnittlichen Marktakteur höhere Renditen

auf das eingesetzte Kapital erzielen. Ähnliches gilt für den Markt für Fe-

rienreisen, Staubsauger oder Kunstgegenstände.

Ein kurioses, aber anerkanntes Paradox der EMT besteht übrigens

darin, dass ihre Aussagen nicht mehr zuträfen, wenn alle Marktteilneh-

mer nach ihr handeln würden, also nur noch passives Portfoliomanage-

ment, z.B. mit Indexfonds, betrieben. Es gibt Schätzungen zu der Frage,

wie groß der Anteil der passiven Investoren an der Gesamtzahl aller

Investoren sein müsste, um die Informationseffizienz der Märkte zum

»Kippen« zu bringen, sodass sich aktive Anlagestrategien wieder lohnten.

Diese belaufen sich auf etwa 80 bis 90% (gemessen am Anteil der pas-

siv gemanagten Gelder am gesamten Anlagevolumen aus privaten und

institutionellen Anlagen). Heute liegt dieser Anteil – wenn man alle In-

vestmentformen und -vehikel (nicht nur Publikumsfonds in den USA)

weltweit betrachtet – bei wohl deutlich unter 10%. Fest steht: Wer den

Markt dauerhaft schlagen will, muss nicht nur mehr wissen als einzelne

andere – das wäre zweifellos möglich –, sondern mehr als jeder andere,

und das beinahe permanent.

Infobox: »Passiv« investieren – eine nicht ganz glückliche Wortwahl

Zwar hat sich der Begriff »passives« Investieren in Abgrenzung von kon-

ventionellem (aktivem) Investieren eingebürgert, doch ist er streng genom-

men falsch. Auch bei »passivem« Investieren trifft der Anleger – wie die-

ses Buch zeigen wird – im Zeitablauf viele *aktive* Entscheidungen, nämlich

jene, von denen Wissenschaft und Vernunft belegen, dass sie vorteilhaften

Einfluss auf erwartetes Risiko und/oder erwartete Rendite des Investments

haben, einschließlich regelmäßiges »Rebalancing« (siehe Abschnitt 4.5).

Hingegen sind bei normalem »aktivem« Investieren in erster Linie Speku-

lation oder Hoffnung die Grundlage der viel zahlreicheren und komplexe-

ren Anlegerentscheidungen.

© Campus Verlag GmbH

In den finanzwirtschaftlichen Fakultäten der Universitäten wird seit jeher darüber gestritten, wie hoch der Grad der Markteffizienz ist, aber der größte Teil der finanzökonomischen Forschung basiert auf der Annahme der grundsätzlichen (wenn auch nicht vollkommenen) Informationseffizienz. In der Investmentbranche wird die EMT vielfach mit irrational anmutender Leidenschaft attackiert und in der populären Finanzpresse – gemessen an der enormen Bedeutung dieser Theorie – beinahe totgeschwiegen18. Das lässt sich jedoch leicht erklären. Die Jobs von Fondsmanagern, Analysten und Finanzjournalisten erfordern zwingend den Glauben an ineffiziente Wertpapiermärkte. Andernfalls könnten diese Personen buchstäblich »nach Hause gehen« und die Fonds- und Bankenbranche würde Schätzungen zufolge weltweit rund 750 Milliarden Euro pro Jahr an praktisch risikolosen Einkünften aus dem Handel mit und der Verwaltung von Kundenvermögen verlieren – die entgangenen Um-

sätze der populären Finanzmedien nicht einmal mit eingerechnet. Deren

kurzatmige, bei Berücksichtigung der Transaktionskosten genauso oft

richtigen wie falschen Anlagetipps sind nämlich für passiv orientierte

Anleger überflüssig.

In den letzten drei Jahrzehnten sind Tausende Studien zur EMT ver-

öffentlicht worden, insbesondere zu der Frage, wie effizient bestimmte

Märkte sind; aber auch grundsätzliche Überprüfungen dieser Theorien

wurden angestellt19. Zusammenfassend kann man sagen, dass die Ergeb-

nisse dieser Studien die Markteffizienz für Wertpapiermärkte in dem Sinne

bestätigt haben, der für Privatanleger entscheidend ist: Mit öffentlich zu-

gänglichen Informationen lässt sich nach Berücksichtigung von Kosten,

Risiko und Steuern nur mit Glück eine Überrendite erzielen und jedem

solchen Glückspilz steht zwangsläufig eine ebenso große Zahl von bedau-

ernswerten Pechvögeln gegenüber (siehe Abschnitt 1.2).

Hinsichtlich der Intensität der Markteffizienz werden verschiedene

Stufen unterschieden. Die akademische Diskussion über den Effizienz-

18 Das hat sich erst neuerdings ein wenig (und wohl nur vorübergehend) geändert, als

Eugene Fama, der Ökonom, der den größten Beitrag zur EMT geleistet hat, 2014 den

Wirtschaftsnobelpreis erhielt.

19 Jede wissenschaftliche Studie, die risiko- und kostenbereinigte Renditevergleiche aktiver Anlagestrategien mit einer Benchmark vornimmt, ist indirekt eine Überprüfung der EMT.

© Campus Verlag GmbH

grad der Wertpapiermärkte dauert an, die praktische Relevanz dieser

technischen Frage wird von der populären Presse jedoch auf absurde

Weise übertrieben. Das Motto: Da hier keine völlige Einigkeit unter

den Experten bestehe, könne man die EMT insgesamt nicht als be-

wiesen anerkennen. Eine naive und, wie das Geschehen an den Bör-

sen lehrt, für die Anleger gefährliche Einschätzung. Für die Gültigkeit

einer Theorie kommt es generell weder darauf an, ob alternative Er-

klärungsansätze vorhanden sind, noch ob vollständige Einigkeit über

jeden Aspekt der betreffenden Theorie besteht, sondern ob es sich um

den Erklärungsansatz mit der höchsten Prognosekraft handelt. Die-

ser Rang unter den Theorien der Preisbildung an den Kapitalmärkten

kommt der EMT zu.

Seit Anfang 2008 hat die Kritik an der EMT insbesondere in den

Medien wieder zugenommen, wo Journalisten und Politiker und man-

che selbsternannten Experten aus der Finanzbranche der EMT und

ihrem »Rationalitätsdogma« eine Mitschuld oder sogar die Haupt-

schuld an der jüngsten Finanzkrise zuschieben. Bei dieser Schuldzu-

weisung werden der EMT typischerweise viel weitergehende Aussagen

oder Eigenschaften angedichtet, als sie tatsächlich beinhaltet, und zwar

genau solche Aussagen oder Eigenschaften, denen die Kritiker dann im

nächsten Schritt Realitätsferne ankreiden oder sie »widerlegen«. Nur

auf solchen Falschdarstellungen aufbauend lässt sich argumentieren,

die EMT sei mitverantwortlich für die Finanzkrise. Greifen wir einige

dieser immer wieder verbreiteten, »erdichteten« EMT-Aussagen und

-Eigenschaften heraus:

• Die EMT sage aus, dass der Marktpreis stets der »richtige« Preis oder

ein »fairer« Preis sei. Falsch. Die EMT postuliert lediglich, der Markt-

preis sei die beste Schätzung des richtigen Preises. Beste Schätzung

heißt: Jede andere Schätzung ist mit einer geringeren Wahrscheinlich-

keit richtig.

• Die EMT sage aus, dass alle Marktteilnehmer stets rational agierten. Die

EMT macht in Wirklichkeit zur Rationalität einzelner Marktteilneh-

mer überhaupt keine Aussage, sondern nur zur Rationalität des Mark-

tes als Ganzes (also zu allen Anlegern als Gruppe). Der Gesamtmarkt,

© Campus Verlag GmbH

aber eben nicht notwendigerweise jeder Einzelanleger, produziert die

besagte beste Preisschätzung.20

• Die EMT behaupte, es sei unmöglich, den Markt zu schlagen. In Wirk-

lichkeit macht die EMT – jedenfalls in ihrer unverfälschten Darstel-

lung – zu dieser Frage gar keine Aussage. Man braucht kein Wirtschafts-

nobelpreisträger zu sein, um zu erkennen, dass vor Berücksichtigung

von Kosten und Steuern über jedes Zeitintervall hinweg und in jeder

Anlageklasse stets eine Hälfte der Marktteilnehmer über der Markt-

rendite liegen muss und eine Hälfte darunter, denn der Markt ist ja der

(geldgewichtete) Durchschnitt aller Marktteilnehmer. Wer für ein be-

stimmtes Zeitintervall zur (kostenbedingt) kleineren Sieger- oder zur

größeren Verlierergruppe gehört, wechselt jedoch zufällig von Periode

zu Periode – ein empirisch vielfach bestätigtes Ergebnis, das mit der

EMT übereinstimmt.21

• Die EMT sage aus, es könne keine »Blasen« am Aktien- oder Anleihe-

markt geben. Auch diese Unterstellung ist Unsinn. Wie weiter oben

erwähnt, behauptet die EMT zur Preisbildung an den Kapitalmärk-

ten lediglich, dass der gegenwärtige Marktpreis die beste Schätzung

des richtigen Marktpreises ist. Auch die beste Schätzung kann falsch

20 Man könnte das vielleicht mit einem kleinen Beispiel aus dem Kartoffelmarkt illustrieren (obwohl dieser wohl nicht so effizient ist

wie der Wertpapiermarkt). Niemand bezahlt im Supermarkt an der Ecke allein deshalb mehr für ein Kilo Erdäpfel, weil er nicht genau

weiß, was der marktübliche, angemessene Preis in derartigen Läden ist. Vielmehr zahlen

alle dasselbe – »irrationale« (ahnungslose) Kartoffelkäufer ebenso wie »Kartoffelexper-

ten«. Um diesen wundersamen Zustand zu erreichen, reicht es aus, wenn nur wenige

Kartoffelkäufer aktiv Preisvergleiche anstellen und die Händler mit den besseren Preisen bevorzugen. Diese Händler können nicht wissen, wie viel Marktkenntnis ein gegebener

Käufer besitzt. So bildet sich ein – bei Berücksichtigung der Transaktionskosten – sehr uniformer Marktpreis für eine gegebene Kartoffelqualität, der sicherstellt, dass auch

»irrationale« Kartoffelkäufer nicht schlechter gestellt sind.

21 Auch in einem reinen Glücksspiel wird es Teilnehmer geben, deren Spielergebnis vom

statistischen Erwartungswert über lange Phasen hinweg positiv oder negativ abweicht.

Würde man beispielsweise 66 500 Personen jeweils zehnmal hintereinander würfeln

lassen, müsste statistisch gesehen einer unter ihnen sein, der zehn Sechsen würfelt. Diese Person lässt sich aber nicht im Vorhinein identifizieren und kein Spieler kann *vor* dem Spiel erwarten, einen Augendurchschnitt zu erreichen, der wesentlich von 3,5 abweicht.

Mithilfe statistischer Techniken lässt sich untersuchen, wie lange die Outperformance

eines Anlegers anhalten muss, bis man z.B. mit 95- oder 99-prozentiger Sicherheit behaupten kann, dass diese Überrendite nicht auf Zufall zurückzuführen ist (siehe Tabelle 15 in Abschnitt 2.9).

© Campus Verlag GmbH

sein; ansonsten wäre es ja keine Schätzung. Allerdings ist diese beste

Schätzung seltener falsch als die Schätzungen eines einzelnen Markt-

teilnehmers.22 Übrigens hat kein ernst zu nehmender Vertreter der EMT je behauptet, sie sei auf den (Wohn-)Immobilienmarkt, der in verschiedenen Ländern in 2007 der Ausgangspunkt der Finanzkrise war, anzuwenden. Der Immobilienmarkt ist, im Unterschied zu den Märkten für Aktien, Anleihen und Währungen, alles in allem viel stärker reguliert und nur schwach informationseffizient. Gleichwohl ist es auch auf dem Immobilienmarkt außerordentlich schwer, eine zuverlässige Outperformance zu erzielen. Das dürften die Pleiten vie-

ler professioneller Immobilieninvestoren und Verluste von Millio-

nen von Häuslebauern in vielen Industrie- und Schwellenländern unterstreichen23.

Abgesehen von diesen sachlichen Irrtümern über die EMT gibt es zwei

beinahe noch gewichtigere Argumente bei der Beurteilung der »Schuld-

frage« der EMT. Die Anhänger der EMT, also jene Anleger, die passiv

investieren, verzichten auf aktives Investmentmanagement in Form von

Stock Picking oder Market Timing (beides resultiert in relativ häufigem

Trading), weil sie es für renditeschädlich und unnötig riskant halten. Pas-

sive Anleger investieren stattdessen in kostengünstige, global diversifizierte

Indexanlagen (traditionelle Indexfonds, ETFs) auf der Basis von Buy and

Hold, um den gesamten Markt im Portfolio zu haben. Hingegen investie-

ren aktive Anleger, also jene Anleger, welche die EMT für falsch halten,

nicht passiv in den Gesamtmarkt, sondern aktiv in engere Teilesegmente,

z.B. in eine einzelne Aktie oder einen einzelnen Sektor, mit dem Ziel, den

Markt zu schlagen. Diejenigen, die das Marktgeschehen – einschließlich

etwaiger Blasenbildung – bestimmen, sind naturgemäß die aktiven An-

leger. Aktive Investments machen etwa 80% bis 90% des globalen Invest-

mentvolumens an den Kapitalmärkten aus und über 95% bis 99% der glo-

22 Dass Blasen immer erst im Nachhinein zuverlässig erkennbar sind, ist ein verwandtes, jedoch separates Thema, auf das ich hier aus Platzgründen nicht eingehen kann. (Wer

das Gegenteil behauptet, müsste Milliardär sein, denn aus der zuverlässigen Prognose

einer Blase ließe sich leicht ein Milliardenvermögen machen.)

23 Beispielsweise erlitt die zuvor größte deutsche Immobiliengesellschaft, die IVG Immobilien AG, in 2013 Konkurs.

© Campus Verlag GmbH

balen Trading-Aktivität. Passive Anleger hingegen – schon der Name legt

es nahe – sind bloße »Mitläufer«, also niemals jene, die den Markttrend

oder Marktpreis bestimmen.

Das zweite Argument: Wie oben dargelegt, ist nach der EMT (korrekt

gemessene) Outperformance (Überrendite nach Kosten, Risiko und Steu-

ern) an den Kapitalmärkten Zufall. Höhere Renditen sind nur möglich

durch Inkaufnahme eines höheren Risikos. Risiko ist jedoch nur dann

Risiko, wenn es sich von Zeit zu Zeit materialisiert. In den Jahren vor Be-

ginn der Finanzkrise erzielten Banken, Hedge-Fonds und einfache Häus-

lebauer von Amerika bis Australien historisch weit überdurchschnittliche

Gewinne. Der EMT zufolge hatte das das Eingehen zusätzlichen Risikos

zur Voraussetzung. Ab Ende 2007 wurde dieses Risiko schlagend: Die Pro-

fianleger, darunter Morgan Stanley und Goldman Sachs (die »besten Inves-

tmentbanken der Welt«), die Mehrzahl der damals mehr als 6 000 Hedge-

Fonds (heute über 8 000), genauso wie einfache Häuslebauer verloren einen

großen Teil dieser Gewinne wieder oder sogar mehr. Genau das, was auf

der Basis der EMT zu erwarten war.

Besteht Aussicht auf Korrektur der »Verleumdung« der EMT in der öf-

fentlichen Diskussion? Wohl kaum. An der tendenziösen Berichterstat-

tung der Medien und der Propaganda von Politikern zu diesem und zu

anderen komplexen wirtschaftlichen Themen wird sich auch nach dem

endgültigen Ende der Finanzkrise nichts ändern.

Ein anderes Argument gegen die EMT besteht darin, starke Kurs-

schwankungen, die bekanntlich oft genug vorkommen, zum Anlass zu

nehmen, die Theorie auf der Basis des »gesunden Menschenverstandes«

zu kritisieren, ja zu verhöhnen. Nach dem Motto: Wie kann irgendjemand

so naiv sein, »(informations-)effiziente Märkte« anzunehmen, wenn der

Kurs der XY-Aktie innerhalb von 24 Stunden um 30% fällt, obwohl sich

am Geschäft des betreffenden Unternehmens nichts Wesentliches geän-

dert hat? Abgesehen davon, dass der sogenannte gesunde Menschenver-

stand bei zahllosen wichtigen Sachverhalten der Ökonomie versagt, gilt

hier Folgendes: Aktienkurse sind der → Gegenwartswert (Barwert) eines

langfristigen Dividendenstroms in der Zukunft. Um diesen Marktbewer-

tungsprozess rechnerisch zu simulieren, verwendet man das sogenannte

»Dividend Discount Model« (bzw. »Discounted Cash Flow Model«), das

© Campus Verlag GmbH

von Unternehmensberatungen, Investmentbanken und Universitäten

eingesetzt wird, um Unternehmenskaufpreise (z.B. im Falle von Akqui-

sitionen und Fusionen) zu schätzen. In diesem etablierten und völlig un-

umstrittenen Rechenmodell wirken sich schon geringfügige Änderungen

der einfließenden Annahmen aufgrund der darin enthaltenen Hebelwir-

kungen aus dem Abzinsungsprozess lange in der Zukunft liegender Ge-

winne (Zahlungsströme) drastisch auf den Kurs und damit auf den Un-

ternehmenswert aus.

Aktienkurse basieren auf wahrscheinlichkeitsgewichteten Infor-

mationen und sind also Erwartungswerte eines viele Jahre in die Zu-

kunft reichenden, auf die Gegenwart abgezinsten Zahlungsstromes. Diese

Erwartungen beinhalten Unsicherheit und werden selbstverständlich von

menschlichen Grundstimmungen (Optimismus, Pessimismus, Angst

u.s.w. beeinflusst – wie praktisch unser ganzes Dasein. Diese Grund-

stimmungen können sich in der Tat von heute auf morgen stark ändern.

Wir sind keine Maschinen und nicht allwissend. Wer das als »irrational«

einstuft, hat das Wesen der Bewertung von Wertpapieren und den markt-

wirtschaftlichen Preismechanismus nicht richtig verstanden und in ge-

wisser Weise behauptet er damit, er wisse besser als der Markt, sprich

Millionen anderer Marktteilnehmer, was das »wahre« Bewertungsniveau

eines Marktes oder einer Aktie sei, und dass dementsprechend alle an-

deren Millionen Marktteilnehmer Dummköpfe sein müssten. Eine er-

staunliche Arroganz.

Infobox: Equilibrium Accounting (»Gleichgewichtsbuchhaltung«)

und Finanzjournalismus

Medienschlagzeilen wie die folgenden sind Ihnen in dieser oder ähnlicher

Form wohl schon einmal begegnet:

»Ausverkauf bei Frankfurter Büroimmobilien«

»Ansturm auf Apple-Aktien«

»Anleger flüchten aus Gold«

»Investoren ziehen sich aus Schwellenländern zurück«

»Anleger setzen auf Sichere-Hafen-Investments«

© Campus Verlag GmbH

Das Problem mit solchen Artikelüberschriften ist: Sie sind alle falsch, weil

sachlich unmöglich. Warum? Für jeden der aus Gold »flüchtet« (Verkäufer),

muss es einen geben, der *in* Gold flüchtet (Käufer). Jeder Verkauf ist ein Ver-

kauf an einen neuen Eigentümer, also ein Kauf. Selbst wenn die Börse im

»Mega-Crash« nach unten taumelt, sind genauso viele Käufer wie Verkäufer

da. Ein »Rückzug« der Anleger (d.h. des Marktes) aus einem Wertpapier oder

einer Asset-Klasse oder ein »Ausverkauf« kann genauso wenig existieren wie

ein »Ansturm auf Apple-Aktien«, denn auf jeden »anstürmenden« Apple-

Käufer kommt ein »wegstürmender« Apple-Verkäufer. Jedes Wertpapier

muss jederzeit und überall einen Eigentümer haben. Und was den Einfluss

angeblicher »Überangebote«, »Verkaufsdruck« oder »Übernachfragen« auf

den Preis angeht: Kein Wertpapier erlebt eine »Preisexplosion« oder einen

»Kurs-Crash« wegen zu viel Nachfrage oder zu viel Angebot, ganz einfach

deshalb, weil es zu viel Nachfrage oder Angebot in einem freien Markt gar

nicht geben kann. Die Preisexplosion oder der Crash geschieht nicht, weil

plötzlich alle kaufen oder alle verkaufen wollen, sondern – ganz banal – weil

der Markt seine *Einschätzung* des Wertes des Papiers ändert. Das wäre natür-

lich eine eher unspektakuläre Artikelüberschrift und deswegen werden Sie

sie nirgendwo lesen. Für drastische Kursänderungen braucht es nur einen

einzigen (!) Kauf oder Verkauf, und beides ist ohnehin dasselbe. Es mag Mil-

lionen Transaktionen geben, aber ihre Zahl ist für die Preisänderung, egal

ob dramatisch oder bescheiden, unerheblich, sobald sie den Wert 1 über-

schritten hat. Wenn Sie das nächste Mal von »Panikverkäufen an der Mos-

kauer Börse« hören, wissen Sie nun, dass im gleichen Moment die exakt

gleiche Zahl von »Panikkäufen« stattfand. Aber weil die Kurse gefallen sind,

nennen es die lieben Journalisten Panik *ver* kauf statt Panikkauf. Logik und

Finanzjournalismus – nicht immer die besten Freunde.

Extreme Kurssprünge in sehr kurzer Zeit sind somit kein Beleg für man-

gelnde Informationseffizienz. Sie wären es erst dann, wenn es bestimm-

ten Anlegern gelänge, diese Kurssprünge nach Risiko, Kosten und Steuern

systematisch mit Gewinn auszubeuten. Das hat in der Vergangenheit nur

eine winzige Minderheit von Anlegern (jedenfalls außerhalb der Illegalität)

Wie die Wertpapiermärkte tatsächlich funktionieren 53

© Campus Verlag GmbH

dauerhaft geschafft. Und niemand konnte die Zusammensetzung dieser

Minderheit im Vorhinein zuverlässig voraussagen oder beweisen, dass die-

ser Erfolg mit hoher Wahrscheinlichkeit *nicht* auf Zufall basierte. Genauso

wie niemand heute weiß, wer – von heute an gerechnet – in den kommen-

den fünf oder zehn Jahren zu dieser Outperformer-Gruppe gehören wird.

Die einzige Gewissheit, die wir haben, ist, dass es eine Handvoll solcher

»Investmentgenies« geben wird. Ob ihr Erfolg hingegen auf überlegenes

Können oder einfach nur Glück zurückzuführen sein wird, war und ist

schwierig zu beweisen. (Mehr zu dieser speziellen Frage in Abschnitt 2.9.)

Ein eigentümliches Merkmal der Efficient-Market-Theorie (EMT) besteht darin, dass sie durch diejenigen, die sie nicht beachten oder für falsch halten, gestärkt wird. In dieser Hinsicht nimmt die EMT unter allen finanzwirtschaftlichen Theorien vielleicht eine einzigartige Position ein.

Dieser »Bumerang-Effekt« hat vorwiegend zwei Gründe: Zum einen wird die Effizienz der Wertpapiermärkte täglich neu von den Marktteilnehmern mit *aktiver* Anlagestrategie (also jenen, die nicht an die EMT glauben) erzeugt. Das sind mehr als 80% bis 90% aller Marktteilnehmer, also viele Millionen gewinnhungrige Investoren, Profis und Amateure, die 365 Tage im Jahr, 24 Stunden am Tag, rastlos und weltweit nach fehlgepreisten (zu billigen oder zu teuren) Wertpapieren suchen. Unter diesen Anlegern befinden sich Tausende mit exzellenter Ausbildung, hohem IQ und Insiderinformationen. Dank immer besserer Informationstechnologie, mehr Finanzforschung und strengerer Regulierung werden die den Anlegern zur

Verfügung stehenden Unternehmens- und Marktinformationen laufend

umfangreicher, billiger, schneller, genauer und gleichmäßiger allgemein

zugänglich. Das führt zu einem immer rascheren Wegkaufen oder Weg-

bieten der wenigen Gelegenheiten, den Marktdurchschnitt zu übertreffen.

Bildhaft gesprochen: Es sind einfach zu viele Wölfe da, die alle um dasselbe

freie, übersichtliche Feld herum lauern. Wann immer ein Lämmchen in

einer Ecke des Feldes auftaucht, ist sein Schicksal schnell besiegelt. Aber

kein Wolf kann hoffen, stets als Erster bei der Beute zu sein. Die beiden

amerikanischen Finanzökonomen Dwight Lee und James Verbrugge haben

es etwas nüchterner und präziser formuliert: »Die Efficient-Market-The-

orie […] wird durch jede Entdeckung von Widersprüchen zwischen ihr

und der realen Welt schrittweise noch mächtiger und allgemeingültiger

© Campus Verlag GmbH

gemacht. Die Freilegung einer Marktanomalie wird durch den Wettbewerb

unter den Investoren um höhere Renditen beseitigt. Ironischerweise sind

also diejenigen, die am meisten dazu beitragen, dass die EMT der Grund-

erklärungsansatz in der Finanzwirtschaft bleibt, nicht ihre akademischen

Urheber und Verteidiger, sondern diejenigen, die sie für falsch halten und

versuchen, sie in der Anlagepraxis zu widerlegen« (Lee/Verbrugge 1996).

Der zweite Grund liegt darin, dass an den Universitäten und privaten

Finanzinstituten Tausende Finanzwirtschaftler unermüdlich nach system-

bedingten Marktanomalien forschen – nach Wertpapieren also, deren Preis

gemessen am Risiko des Wertpapiers zu hoch oder zu niedrig ist und damit

im Widerspruch zur EMT steht. Jede erdenkliche Anlagestrategie, ob alt

oder neu, jede auch noch so unplausible »Korrelation« wird überprüft (wir

gehen darauf später noch ein). Und tatsächlich wurden immer wieder sol-

che Anomalien (in der Fachsprache: mispricings) gefunden. Eine berühmte

Marktanomalie war der sogenannte Januar-Effekt bei Nebenwerten (Small

Caps): Die historischen Preisdaten zeigten nämlich, dass Anleger, die Small

Caps außerhalb des Monats Januar kauften, den Marktdurchschnitt konti-

nuierlich outperformt hätten, denn in diesem Monat waren die Kurse ten-

denziell höher. (Es wurden auch einige Hypothesen formuliert, worauf die-

ser in den Vergangenheitsdaten beobachtbare, über viele Jahrzehnte hinweg

überraschend konsistente, relative Kursanstieg im Januar zurückzuführen

sei, auf die wir hier nicht eingehen.) Doch dann setzte ein faszinierender

Prozess ein, der Finanzökonomen wohlbekannt ist: die Selbstzerstörung von

Marktanomalien und Outperformance-Strategien nach ihrer Entdeckung.

Der Januar-Effekt verschwand, nachdem er in wissenschaftlichen Aufsätzen

benannt worden war (Chordia et al. 2011). Das Gleiche geschieht mit allen

anderen Marktanomalien und den Strategien zu ihrer Ausbeutung (Mclean/

Pontiff 2015). Sobald diese Strategien bekannt werden, verpufft ihre Wirk-

samkeit. Wie das? Nun, wenn jemand quasi mit dem Finger auf ausbeutbare

Marktanomalien zeigt, indem er sie laufend mit Gewinn ausbeutet, wird

die ganze Anlegergemeinschaft darauf aufmerksam und alle »steigen ein«.

Damit treibt die »Herde« den Preis für diese Investmentchance nach oben

und die Strategie verliert ihre Wirkung. Dieses schnelle »Wegarbitrieren«

(siehe **IB** »Arbitrage« in diesem Abschnitt) von Gelegenheiten zur Erzielung

von Outperformance ist ein Hauptmerkmal informationseffizienter Märkte.

© Campus Verlag GmbH

Die Existenz von Marktanomalien widerlegt also nicht die EMT, wie

in der Finanzpresse vielfach behauptet wird. Eine Widerlegung der EMT

wäre dann gegeben, wenn Marktanomalien nach ihrer Entdeckung dauer-

haft weiterbestünden und bei Berücksichtigung von Risiko, Transaktions-

kosten und Steuern systematisch ausgebeutet werden könnten.

Aktive Anleger halten die EMT offensichtlich für zumindest teilweise

falsch. Ansonsten würden die kostspielige Suche nach fehlgepreisten Wert-

papieren und das Tragen hoher, nicht wegdiversifizierter Risiken keinen

Sinn ergeben. Passive Anleger, die in traditionelle Indexfonds und ETFs

auf der Basis eines Low-Cost-, Buy-and-Hold-Ansatzes investieren (zur

konkreten Umsetzung siehe Kapitel 4), sollten sich daher über die große

Mehrheit der aktiven Anleger freuen und ihnen verbunden sein. Ohne ak-

tive Anleger würde die in der Regel überlegene passive Strategie ihre spek-

takulären Vorteile verlieren. Man kann es mit dem großen Mark Twain

sagen: »Lasst uns dankbar sein für die Narren, denn ohne sie könnte der

Rest von uns nicht gewinnen.«

1 .5 Risiko und Rendite sind untrennbar miteinander verbunden

»Entweder halten Sie die ›Wahrscheinlichkeitstheorie‹ für eines der faszinierendsten Themen überhaupt oder nicht. Falls nicht, tun Sie mir leid.«

Robert Solow, Wirtschaftsnobelpreisträger

Bereits im Abschnitt 1.3 »Die Moderne Portfoliotheorie« hatten wir es erwähnt: Risiko und Rendite sind unentrinnbar miteinander verknüpft.

Ökonomen formulieren dieses »Axiom« der Wirtschaftswissenschaft gelegentlich auch salopp, indem sie den amerikanischen Volksmund zitieren:

»There ain’t no free lunch« – Es gibt kein Gratis-Mittagessen. Investments, die einen höheren Ertrag als kurzfristige Staatsanleihen oder Festgelder (innerhalb der gesetzlichen → Einlagensicherung) versprechen, gehen auch mit einem höheren Risiko einher. Und das bedeutet: Diese erwarteten Er-

träge werden in manchen Perioden (deren Zeitpunkt und Häufigkeit nicht

© Campus Verlag GmbH

vorhersehbar ist) ausbleiben oder durch Verluste ersetzt werden – ansons-

ten wären die höheren Renditen ja nicht riskant. Umgekehrt ist von An-

lagen, die ein geringes Risiko besitzen (also geringe Wertschwankungen

aufweisen), langfristig auch keine hohe Rendite zu erwarten. Die jährlichen

Renditedaten verschiedener Asset-Klassen im Anhang in Tabelle 41 sowie

die dort ausgewiesene Standardabweichung geben hiervon ein plastisches

Bild. Wer Risiko aushalten kann, sei es nervlich oder weil er in einer so

komfortablen finanziellen Position ist, dass ein möglicher Verlust keine

Rolle spielt, der wird – aufgrund dieses Gesetzes – mit einer recht hohen

Wahrscheinlichkeit auch durch langfristig hohe Erträge belohnt.

In einer gewissen Weise hat finanzielles Risiko auch eine philosophi-

sche Dimension: Wer im Leben stets nur auf Nummer sicher geht, wird

wohl nie abstürzen, aber vermutlich auch nie einen Gipfel erklimmen.

Doch immerhin gibt es in der Investmentwelt zwei erfreuliche Einschrän-

kungen der für manch einen schwer akzeptierbaren Verzahnung von Ri-

siko und Rendite: Unter ganz bestimmten Umständen nimmt das Risiko

bei langem Anlagehorizont von fünf Jahren und mehr im Zeitablauf ab.

Durch eine bestimmte Form der Diversifikation (die wir in diesem Buch

noch genau darstellen werden) kann ein großer Teil des Risikos »wegdi-

versifiziert« werden, ohne dass man dabei auf Rendite verzichten müsste.

Das ändert aber nichts daran, dass bei Einzelinvestments hohe Ertrags-

erwartungen immer mit hohen Risiken einhergehen.

Infobox: Rendite kommt von Risiko

Manche Anleger glauben, Rendite sei das Ergebnis von Wachstum, von

Gewinnen oder zukünftigen Cash Flows. Das ist nicht richtig. Rendite ist

die Belohnung für das Tragen von Risiko. Ein Investment A mit hohen er-

warteten zukünftigen Gewinnen (Cash Flows) hat allein deswegen keine

höhere Rendite als ein Investment B mit niedrigen erwarteten Gewinnen

(Cash Flows). Investment A mag einen höheren *Preis* haben als Investment B,

aber der Preis allein ist unerheblich für die Rendite. Entscheidend dagegen

ist, wie hoch die erwartete *Unsicherheit* der Cash Flows in den beiden Fäl-

len ist. Das Investment mit der höheren erwarteten Unsicherheit wird – auf

© Campus Verlag GmbH

der Basis der heute vorhandenen Informationen – die höhere Rendite lie-

fern. Sofern sich irgendwann später – wider Erwarten – herausstellt, dass

das Risiko tatsächlich niedriger ist als ursprünglich erwartet, wird es einen

»Sondergewinn« geben (einmaliger Preisanstieg des Assets), also eine Er-

höhung der Rendite, wenn man zum »Tag 1« zurückrechnet, beim Gegenteil

einen »Sonderverlust« (Preisfall des Assets), d.h. eine Senkung der Rendite

vom »Tag 1« an gerechnet. Ohne Risiko kann es keine Rendite geben. Des-

wegen sind Versprechen einer hohen Rendite mit geringem Risiko stets in

hohem Maße verdächtig.

Eigentlich ist die Feststellung, dass Risiko und Rendite verknüpft sind,

banal und entspricht dem gesunden Menschenverstand. Kein ernsthaf-

ter Finanzökonom würde eine Sekunde an diesem »ehernen Gesetz der

Kapitalmärkte« zweifeln; anders dagegen die Mitglieder der Finanzbran-

che, die gegenüber ihren Privatkunden gerne so tun, als ob sie das Gesetz

kraft ihres »überlegenen« Wissens einfach außer Kraft setzen könnten.

Motto: Was nicht sein darf, kann auch nicht sein. Bei vielen Privatanle-

gern fällt dieses Wunschdenken auf fruchtbaren Boden. Willig glauben

sie die Mär, dass Renditen von – je nach Ruchlosigkeit des Produktanbie-

ters oder Beraters – zwischen 7% und 20% oder auch mehr »garantiert«

werden könnten, also quasi risikolos seien. Ein Sirenengesang, den viele

teuer bezahlt haben …

Abbildung 1 listet die gängigen Anlageformen (Asset-Klassen) geord-

net nach erwartetem Ertrag und damit einhergehendem Risiko auf. Diese

Reihenfolge stimmt natürlich nur näherungsweise; im Einzelfall mag es,

je nach Produktmerkmalen, Abweichungen geben. (In den meisten Fäl-

len ist die jeweilige Asset-Klasse gemeint – im Unterschied zu einer risi-

koreicheren Einzelposition.)

Einzelinvestments – insbesondere für die Asset-Klassen von Unterneh-

mensanleihen an aufwärts – sind risikoreicher als Fondsinvestments, da

selbst Fonds mit engem Anlagefokus gegenüber Einzelinvestments bes-

ser diversifiziert sind.

© Campus Verlag GmbH

Abbildung 1: Ungefähres Risiko- und Renditespektrum unterschiedlicher Asset-

Klassen und Anlageprodukte

Hohe erwartete Rendite + hohes Wertschwankungs- und Verlustrisiko

• Optionen und andere Derivate, Contracts for Differences (CFDs)

• Schwellenländeraktien

• Rohstoffe und Rohstoff-Futures (siehe **IB** Abschnitt 3.5)

• Wohnimmobilien (ab 80% Fremdfinanzierungsanteil)[1]

• Strukturierte Zertifikate (einschl. → Bonitätsrisiko des Emittenten)

• Industrieländeraktien (Nebenwerte sind riskanter als Standardwerte und Value-Aktien

riskanter als Growth-Aktien) (siehe **IB**)

• Private Equity

• Hedge Fonds

• Gold

• Wandelanleihen

• Hochverzinsliche Anleihen von Unternehmen und von Schwellenländerregierungen

(»Junk Bonds«)

• Unternehmensanleihen mit Rating besser als BB+/Ba1 (je schlechter das Rating und je

länger die Laufzeit, desto riskanter) (zu »Rating« siehe **IB** in Abschnitt 3.1)

• Eigenheim ohne Fremdfinanzierungsanteil

• Kapital ebensversicherungen

• Guthaben/Einlagen (in Euro) bei einer Bank außerhalb der gesetzlichen

Einlagensicherung (> € 100 Tsd.)

• Guthaben/Einlagen bei einer deutschen Bank innerhalb der gesetzlichen

Einlagensicherung (< € 100 Tsd.)

• Langfristige Staatsanleihen der BRD mit Restlaufzeiten über 18 Monate (je länger die Laufzeit, desto risikoreicher)

• Festgelder innerhalb der gesetzl. Einlagensicherung und Staatsanleihen der BRD bis

18 Monate Restlaufzeit

Niedrige erwartete Rendite + niedriges Wertschwankungs- und Verlustrisiko

[1] Die Frage, wo Immobilienanlagen in dieses Spektrum eingeordnet werden sollten,

hängt insbesondere damit zusammen, wie hoch der Anteil des Investments ist, der

mit Kredit finanziert wurde (»Leverage-Grad«) und wie lange die Zinsbindung des

Kredites ist (siehe auch Abschnitt 3.5). Immobilienkredite in Fremdwährung machen

die Gesamtkonstruktion extrem risikoreich.

© Campus Verlag GmbH

1 .6 Regression zum Mittelwert:

Die mächtige Tendenz zum Durchschnitt

»Regression zum Durchschnitt, einer der mächtigsten Einflussfaktoren in

der Finanzwelt, erklärt die Neigung zur Umkehrung von Erfolg

und Misserfolg.«

David Swensen, Chief Investment Officer der Yale University,

erfolgreicher Portfoliomanager

In der Finanzpresse und den meisten Anlegerratgebern wird sie regel-

mäßig ignoriert: die »Regression zum Mittelwert«. Hinter diesem wenig

anschaulichen Begriff aus der Statistiktheorie verbirgt sich eine faszinie-

rende Gesetzmäßigkeit, welche die langfristige Renditeentwicklung von

Kapitalanlagen aller Art betrifft.

Die meisten Anleger spüren es intuitiv, auch wenn sie sich über die

Gründe nicht immer im Klaren sind: Die Bruttorendite (die Rendite vor

Kosten) des eigenen Wertpapierdepots pendelt irgendwann zu einem lang-

fristigen Marktdurchschnittswert zurück, seien die Ausgangsrenditen nun

besonders positiv oder besonders negativ. Mit anderen Worten, es existie-

ren wenige Portfolios, die 20 Jahre lang deutlich über dem Durchschnitt

ihrer Risikoklasse liegen, und genauso wenige, die 20 Jahre lang darunter

performen. Bereits die Zahl der Portfolios, die auch nur 5 Jahre ununter-

brochen über oder unter diesem Mittelwert liegen, ist erstaunlich gering.

Dieses Phänomen wird in der Statistik als Regression zum Mittelwert be-

zeichnet (engl.: regression/reversion to the mean).

Wichtig beim Verständnis dieser statistischen Gesetzmäßigkeit: Regres-

sion zum Mittelwert ist nur der Ausdruck bestimmter (zumeist mehrerer)

Ursachen, nicht aber die Ursache selbst. Regression zum Mittelwert kann

auch als eine Art Gleichgewichtsgesetz oder -tendenz verstanden werden,

denn ohne sie würden die meisten sozialen (einschl. ökonomischen), bio-

logischen, chemischen oder physikalischen Systeme – metaphorisch ge-

sprochen – implodieren oder explodieren.

Ein Beispiel aus der Biologie: Trotz anderslautender herrschender Mei-

nung werden die Nachkommen großer oder kleiner Eltern nicht von Ge-

neration zu Generation größer. Stattdessen gilt Folgendes: Je größer die

60 Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs

© Campus Verlag GmbH

Abbildung 2: Die realen (inflationsbereinigten) Jahresrenditen (in USD) des

US-Aktienmarktes (Standardwerte) von 1900 bis 2014 (115 Jahre)

60%

Rendite Gesamtzeitraum 6,7% p.a.

(geometrischer Durchschnitt)

40%

20%

Arithmetischer Durchschnitt: 8,7% p.a.

0%

–20%

Daten: Dimson/Marsh/Staunton

(US Returns) bis 1926, Standard &

Ohne Kosten und Steuern

Poor’s ab 1927 (S&P) 500)

–40%

1900

1905

1910

1915

1920

1925

1930

1935

1940

1945

1950

1955

1960

1965

1970

1975

1980

1985

1990

1995

2000

2005

2010

Eltern, desto häufiger (wahrscheinlicher) sind die Kinder kleiner als die

Eltern – gleichgeschlechtliche Vergleiche vorausgesetzt. Umgekehrt: Je

kleiner die Eltern, desto häufiger (wahrscheinlicher) sind die Kinder grö-

ßer als sie. Wäre es nicht so, gäbe es schon längst Menschen, die nur noch

20 Zentimeter oder aber gigantische 5 Meter groß wären.

Langfristige (nicht kurzfristige) Regression zum Mittelwert wurde ins-

besondere bei Unternehmensgewinnen nachgewiesen (auf lange Sicht

werden Aktienkurse von diesen, genauer Dividenden, bestimmt). Dieses

Phänomen wird vom Wettbewerbsprinzip in der Marktwirtschaft verur-

sacht: Märkte und Unternehmen, die besonders hohe Renditen erzielen,

locken andere Unternehmen (neue Wettbewerber) an, die damit tenden-

ziell zu einer Senkung dieser Renditen beitragen (Konkurrenzdruck). Da,

wo besonders niedrige Renditen erzielt werden, verlassen Unternehmen

tendenziell den Markt oder schränken ihr Angebot ein und verursachen

damit tendenziell eine nachfolgende Erholung der Renditen.

Abbildung 2 zeigt die realen, kalenderjährlichen Renditen amerikani-

scher Aktien in den 115 Jahren seit 1900. Mit dem bloßen Auge ist erkenn-

© Campus Verlag GmbH

bar, dass diese Renditen nicht dauerhaft in eine Richtung laufen (also z.B.

20 Jahre lang einen kontinuierlich steigenden oder fallenden Trend aufwei-

sen), sondern langfristig um einen arithmetischen Mittelwert (hier 8,7%)

herumpendeln. Der statistische Nachweis langfristiger Regression zum Mit-

telwert bei Aktienrenditen ist in der Finanzökonomie umstritten: Manche

Forscher bejahen diesen Nachweis (so z.B. Poterba/Summers 1988, Malkiel

2004, Timmer 2010, Bernstein 2014), manche sagen, die strengen statisti-

schen Kriterien für einen endgültigen Nachweis seien nicht erfüllt (z.B.

Dimson u.a. 2013)24. Aber auch Letztere konzedieren, dass dieses Problem

wohl eher mit der mangelnden Verfügbarkeit ausreichend langer Datenrei-

hen zusammenhängt als mit der zugrunde liegenden Realität selbst. Dessen

ungeachtet befindet sich der Autor im Lager derjenigen, die langfristige Re-

gression zum Mittelwert bei Aktienrenditen für existierend und real hal-

ten. Was heißt das für die Praxis? Sowohl überdurchschnittliche als auch

unterdurchschnittliche Renditen von Investmentfonds, Wertpapierportfo-

lios und Wertpapierindizes nähern sich – im Falle von Aktien – langfristig

(über Zeiträume von sieben Jahren und mehr) tendenziell wieder dem für

die jeweilige Asset-Klasse oder Portfoliotyp durchschnittlichen Wert an

(arithmetischer Durchschnitt). Das heißt, die Aktienmarktrendite schwankt

langfristig um den Asset-Klassen-Mittelwert der längsten verfügbaren Da-

tenreihe (sofern über ca. 50 Jahre). Noch einmal anders formuliert: Über-

oder Unterrenditen haben nahezu immer vorübergehenden Charakter.

Auf kurze Sicht (weniger als 5 Jahre) und bezogen auf einzelne Aktien

lässt sich Regression zum Durchschnitt nicht nachweisen. Aber auch das

ist aus der Sicht der modernen Finanzforschung nicht überraschend: Hier

kommt der im Abschnitt über die Efficient-Market-Theorie bereits ange-

sprochene Charakter des Random Walk (Zufallslauf) von Aktienkursen

zum Ausdruck. Deswegen lässt sich Regression zum Mittelwert auch nicht

24 Letztlich macht ein solcher Nachweisversuch nur für den Weltaktienmarkt, nicht jedoch für einzelne und vielfach sehr kleine Länder Sinn (man denke z.B. an Luxemburg), da

einzelne Länder – wie z.B. Deutschland und Österreich – aufgrund nationaler »Sonder-

faktoren« (Weltkriegseinwirkungen, deutsche Hyperinflation ab 1921) besonders negativ

betroffen waren. Das gilt aber in dieser Form nicht für den Weltaktienmarkt (für den

jedoch die vorhandene Datenqualität und -menge, anders als für die USA, eingeschränkt

ist). Der Investmentansatz, der in diesem Buch vertreten wird, basiert grundsätzlich auf globaler Diversifikation.

© Campus Verlag GmbH

im Wege einer kurzfristig orientierten »kontrarischen« Anlagestrategie mit

Erfolg ausbeuten. Auf Frist von 3 bis 12 Monaten ist bei Aktienrenditen ein

»Momentum-Effekt« erkennbar – das Gegenteil von Regression zum Mit-

telwert: Besonders gute und besonders schlechte Monatsrenditen scheinen

sich auf kurze Sicht tendenziell zu wiederholen. Ob der Momentum-Effekt

profitabel ausbeutbar ist, ist unklar, denn seine Nutzung verursacht gegen-

über einer Buy-and-Hold-Strategie hohe Transaktionskosten und – je nach

Steuerregime – eine Zusatzsteuerbelastung. In einem Aktien-Crash wie

2008/2009 kann der Momentum-Effekt zur deutlichen Verstärkung von Ver-

lusten führen. Einigkeit scheint hierzu in der Wissenschaft nicht zu bestehen.

Zurück zum Wertpapiermarkt: In der Phase der unkritischen Aktien-

euphorie, die von etwa 1995 bis Ende 2000 reichte, überschätzten fast al e An-

leger aufgrund der weit überdurchschnittlichen Aktienrenditen in den USA

und Westeuropa die kurz- und langfristigen Ertragschancen von Aktienan-

lagen. So ist z.B. sicher, dass die durchschnittliche Rendite des MSCI Europe

(europäische Standardwerteaktien) in den 23 Jahren von 1977 bis Ende 1999

von real knapp 13% p.a. (kumulativ +1 500%) unter keinen Umständen auch

nur annähernd dauerhaft wiederholbar war, weil das nun einmal begrenzte

und viel niedrigere Wachstum der Unternehmensgewinne dies gar nicht

erlaubt – und dieses Wachstum bestimmt langfristig die Entwicklung der

Aktienrenditen. Ein Anleger, der nach mehreren Jahren so hoher Renditen

glaubt, dieses Wachstum würde sich fortsetzen, unterstellt damit, dass sich

die inflationsbereinigten Unternehmensgewinne in Zukunft dauerhaft etwa

alle fünfeinhalb Jahre verdoppeln. Auf längere Sicht hat es das aber in der

ganzen bekannten Geschichte des Kapitalismus noch nie gegeben.

Das Phänomen der Regression zum Mittelwert diktiert, dass in der Vo-

rausschau für jedes überdurchschnittliche Jahr pro Asset-Klasse irgend-

wann ein unterdurchschnittliches auftreten wird. Dementsprechend wies

der europäische Aktienmarkt (MSCI Europe) ab Anfang 2000 bis März

2003 einen inflationsbereinigten Verlust von –55% (kumulativ) auf und

radierte damit alle Gewinne ab Mitte 1997 wieder aus. Nach dieser starken

Baisse ging es jedoch für diejenigen, die vernünftig und nervenstark genug

waren, die Schwankungen auszusitzen, ab März 2003 wieder steil bergauf,

nämlich vier Jahre lang im Durchschnitt 19% p.a., sodass im Oktober 2007

ein neuer Indexrekordstand erreicht wurde, bevor der heftige Einbruch im

© Campus Verlag GmbH

Kontext der Finanzkrise bis März 2009 einsetzte. Heute (Ende April 2015)

liegt der Indexstand inflationsbereinigt 146% über dem Tiefststand von

März 2009 und 15% über dem vormaligen Höchststand von Oktober 2007.

Ein anderer statistischer Hinweis auf Regression zum Mittelwert: Be-

trachtet man die Abfolge der Jahresrenditen, z.B. des DAX oder des S&P

500 seit 1950, dann kann man in gut 70% aller Jahre eine Tendenz der Re-

gression zum Mittelwert feststellen. Dazu muss eine der beiden folgenden

Beobachtungen vorliegen: (a) Weist Kalenderjahr 1 eine historisch über-

durchschnittliche Rendite auf, wird die Rendite im Jahr 2 gegenüber Jahr

1 sinken. (b) Weist Jahr 1 dagegen eine historisch unterdurchschnittliche

Rendite auf, wird die Rendite im Jahr 2 gegenüber Jahr 1 steigen.

Wer Regression zum Mittelwert, das heißt ein erratisches und kurz-

fristig nicht prognostizierbares Auf und Ab um die langfristigen Durch-

schnittsrendite herum, versteht und akzeptiert, ist gegenüber anderen

Anlegern beträchtlich im Vorteil: (a) Er wird von vornherein die besseren

Anlageentscheidungen treffen, weil er nicht sinnloser kurzfristiger Out-

performance hinterherjagt, die letztlich wegen höherer Trading-Kosten,

höherer Steuerbelastung und Risikokonzentration in langfristiger Under-

performance gegenüber dem Markt mündet. (b) Er wird ruhiger schlafen

können, weil er vorübergehende Abschwünge und Verluste besser versteht,

gelassener hinnehmen kann und seltener zu emotionsgetriebenen, im-

pulsiven Entscheidungen neigt, die in mehr als der Hälfte der Fälle mehr

Schaden anrichten als Nutzen stiften.

1 .7 Wie Diversifikation wirklich funktioniert

»Es ist wahrscheinlich, dass die meisten Privatanleger den Nutzen

eines korrekt diversifizierten Portfolios nicht verstehen.«

Prof. Terrance Odean, University of California at Berkeley,

einer der führenden Forscher auf dem Gebiet der Behavioural Finance

Diversifikation ist das vermutlich wichtigste Instrument zur Senkung von

Rendite- und Wertschwankungen bei Wertpapieranlagen und Immobi-

lien überhaupt. Leider haben viele empirische Untersuchungen ergeben,

© Campus Verlag GmbH

dass die Depots der Deutschen (wie auch von Anlegern in vielen anderen

Ländern) dramatisch unterdiversifiziert sind. Dabei machen die meis-

ten deutschen Fondskäufer und Einzelwertanleger denselben Fehler: Sie

investieren größtenteils nur in deutsche und westeuropäische Standard-

werteaktien und hie und da in einen Nebenwert, den ihnen ihr Bankbe-

treuer oder eine Internetseite empfohlen hat. Daneben halten viele Anle-

ger lediglich einen Rentenfonds oder ein Bundeswertpapier und glauben

dann – wiederum von ihren Bankkundenbetreuern in diesem Trugschluss

bestärkt –, ausreichend diversifiziert zu sein. Andere Diversifikationsfeh-

ler sind z.B. das Investieren in mehrere aktiv gemanagte Investmentfonds

(in Eigenregie oder via einen oder mehrere Bankbetreuer), die zwar un-

terschiedliche Anlagestrategien verfolgen, aber letztlich in die gleichen

oder überlappende Asset-Klassen investieren (Benke/Ferri 2013, Baltzer

u.a. 2013). Das Ergebnis aus wissenschaftlicher Sicht ist oft einfach »das-

selbe in Grün«, auch wenn es oberflächlich nach Diversifikation aussieht.

Mangelnde (richtige) Diversifikation ist ein Fehler, den viele Anleger mit

unnötig starken Wertschwankungen ihres Portfolios bezahlen, die dann

wehtun, wenn es an der Börse längerfristig und stark abwärts geht.

Langfristig noch bedauerlicher ist, dass diese typischen Anleger – zu

ihrem eigenen Schaden – mehrere Asset-Klassen ignorieren, die zwar für

sich genommen relativ risikoreich sein mögen, in einem Portfolio mit dem

richtigen Mischungsverhältnis jedoch die langfristige Gesamtrendite er-

höhen und dabei das Gesamtrisiko sogar reduzieren: der sprichwörtliche

heilige Gral des Investierens.

Doch schauen wir uns das viel diskutierte, aber selten wirklich verstan-

dene Thema »Diversifikation« etwas genauer an. Unter welchen Bedin-

gungen könnte man auf Diversifikation tatsächlich verzichten? Diversi-

fikation wäre dann unsinnig, wenn bezüglich der zukünftigen Renditen

von Investments keine Unsicherheit bestünde. Könnte man diese Wertent-

wicklungen mit völliger Sicherheit vorhersagen, wäre die einzig richtige

Anlagestrategie, sein gesamtes Vermögen in das Asset mit der höchsten

definitiven Rendite zu konzentrieren (Konzentration statt Diversifikation).

In diesem Paradies ohne Risiko leben wir zweifellos nicht. Daher lohnt

sich Diversifikation. Das klassische, oft wiederholte Beispiel zur Illus-

tration ihrer Vorteile ist das folgende:

© Campus Verlag GmbH

Wir denken uns zwei Aktiengesellschaften. Die eine stellt Badehosen

her, die andere Regenschirme. 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 Regen-

schirm 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

Regenschirm AG oder je zur Hälfte in beide Unternehmen investieren.

Wie aus Tabelle 4 hervorgeht, ist die langfristige Durchschnittsrendite

aller drei Portfolios identisch. Dennoch ist das diversifizierte »50:50-Ge-

samtportfolio« (Portfolio C) klar vorzuziehen, denn es weist keinerlei jähr-

liche Renditeschwankungen und daher kein Risiko – hier gemessen als

Standardabweichung (siehe Abschnitt 1.10) – auf. Bei den anderen beiden

Portfolios ist das nicht der Fall. Die Korrelation der Gewinne der beiden

Firmen hat den Idealwert von –1,0 (siehe nächste **IB**).

Tabelle 4: Auswirkung der Diversifizierung auf die Schwankung der jährlichen

Renditen (Gewinn) eines gemischten Portfolios

Kaltes Heißes Kaltes Kaltes Heißes Heißes Heißes Kaltes

Ø Jahres-

Std.-

Jahr 1 Jahr 2 Jahr 3 Jahr 4 Jahr 5 Jahr 6 Jahr 7 Jahr 8

rendite

abw.

Portfolio A: 100% 4 € 10 € 4 € 4 € 10 € 10 € 10 € 4 €

7 €

3,2 €

Badehosen AG

Portf. B: 100%

10 €

4 €

10 €

10 €

4 €

4 €

4 €

10 €

7 €

3,2 €

Regenschirm AG

Portf. C: 50%

Badeh. AG + 50% 7 €

7 €

7 €

7 €

7 €

7 €

7 €

7 €

7 €

7 €

0,0 €

Regensch. AG

Wäre ein Anleger fähig, stets korrekt zu prognostizieren, welches Unter-

nehmen in einem gegebenen Jahr den höheren Gewinn realisiert, würde

er seine Anlagen jeweils konzentrieren, statt zu diversifizieren, und könnte

so einen Gewinn von 10 Euro p.a. erzielen.

Damit ein Diversifikationsnutzen – in unserem zugegebenerma-

ßen unrealistischen Beispiel die vollständige Eliminierung der Volati-

lität des Gesamtportfolios (Standardabweichung = 0) – erreicht werden

kann, dürfen die Gewinne der beiden Unternehmen (oder in der realen

Welt die Aktienkurse) nicht vollkommen positiv miteinander »korrelie-

© Campus Verlag GmbH

ren«. Die Korrelation der jährlichen Unternehmensgewinne der Bade-

hosen AG und der Regenschirm AG hat den Idealwert von –1. Die bei-

den Unternehmen sind deswegen optimal geeignet zur Risikosenkung

eines gemischten Portfolios. Eine Korrelation von +0,5 zwischen zwei

Aktien A und B würde bedeuten, dass für jeden Prozentpunkt Rendite

über der langfristigen Durchschnittsrendite der Aktie A die Aktie B im

Durchschnitt nur um 0,5 Prozentpunkte über ihre Durchschnittsrendite

ansteigt und für jeden Prozentpunkt Rendite unter der langfristigen

Durch schnittsrendite der Aktie A die Aktie B nur um 0,5 Prozent-

punkte unter ihre Durchschnittsrendite fällt. In der Realität sind ne-

gative Korrelationen zwischen zwei einzelnen Wertpapieren oder zwei

Asset-Klassen zwar selten, lassen sich aber dennoch einfach finden,

wenn man weiß, worauf es hierbei ankommt. (Im Anhang stellen wir die

langfristigen Korrelationen zwischen den wichtigsten Asset-Klassen vor.)

Infobox: Korrelation, Korrelationskoeffizient

Eine Kennzahl aus der Statistik, die den Grad der Parallelität der Entwicklung

zweier Größen (Zahlenreihen) misst, z.B. der Kursveränderungen zweier

Aktien. Die Korrelation wird gemessen in Form des Korrelationskoeffizi-

enten, der zwischen + 1 und – 1 liegen kann. 1 steht für vollständige Korre-

lation (exakte Parallelentwicklung), 0 steht für vollständig unabhängige

Entwicklung (allenfalls zufällige Parallelentwicklung) und – 1 steht für exakt

gegenläufige Entwicklung. Je niedriger die Korrelation zwischen zwei Fi-

nanz-Assets, desto besser eignen sie sich zur Diversifizierung in einem ge-

meinsamen Portfolio.

Zu beachten ist, dass auch Korrelationen im langfristigen Zeitablauf nicht

unverändert bleiben. Sie schwanken allerdings weniger als Renditen. (Al-

lerdings haben Korrelationen zwischen Wertpapieren oft die unangenehme

Eigenschaft, in Marktabschwungsphasen zuzunehmen, ausgerechnet dann,

wenn man sich eine Zunahme am wenigsten wünscht.) Sobald ein Ver-

mögenswert eine Korrelation von unter +0,9 zu einem Portfolio aufweist,

kann es sich lohnen, diesen Vermögenswert dem Portfolio beizumischen,

Wie die Wertpapiermärkte tatsächlich funktionieren 67

© Campus Verlag GmbH

Tabelle 5: Richtige Diversifikation senkt das Risiko, ohne auf Rendite zu

verzichten

Gering diversifiziertes

Stark diversifiziertes

Inflationsbereinigte (reale) Rendite

Aktienportfolio:

Aktienportfolio:

in DM bzw. Euro

DAX (Deutschland)

»Weltportfolio«[1]

Crash-Jahr 1990

–23,1%

–21,0%

1991

10,0%

23,9%

1992

–4,0%

5,5%

1993

43,9%

41,5%

1994

–8,5%

–11,6%

1995

6,5%

1,9%

1996

27,3%

25,3%

1997

45,1%

19,8%

1998

17,8%

–11,9%

1999

38,3%

52,8%

Crash-Jahr 2000

–8,9%

5,0%

Crash-Jahr 2001

–20,5%

–3,2%

Crash-Jahr 2002

–44,6%

–21,5%

2003

35,7%

21,6%

2004

5,0%

13,2%

2005

25,3%

35,7%

2006

20,3%

10,9%

2007

18,6%

–0,4%

Crash-Jahr 2008

–41,0%

–43,6%

2009

22,7%

40,8%

2010

14,2%

23,5%

2011

–16,4%

–8,6%

2012

29,2%

13,0%

2013

23,7%

10,1%

2014

2,6%

12,0%

Reale geometr. Rendite p.a.

5,7% p.a.

7,0% p.a.

Realer Vermögensendwert (35 J.)[2]

€ 6,89

€ 10,82

Sharpe Ratio

0,28

0,35

Standardabw. der realen Jahresrenditen

25%

22%

Maxim. kumulativer Verlust, real

70% (Feb. 2003)

54% (Feb. 2009)

Anteil Kalenderj. mit neg. realer Rendite

36%

32%

Ohne Kosten und Steuern. ► [1] Zusammensetzung des Weltportfolios siehe Kapitel 4. ► [2] Der Endwert eines Euros nach hypothetischen 35 Jahren auf der Basis der angegebenen geometrischen Durchschnittsrendite (siehe Glossar). ► Alle Kennzahlen in den unteren sechs Zeilen werden in den Abschnitten 1.10 und 2.12 erläutert.

© Campus Verlag GmbH

um die Gesamtvolatilität des erweiterten Portfolios unter die alte Gesamt-

volatilität zu senken.

Die Rendite eines Portfolios entspricht der Rendite des gewichteten

Durchschnitts seiner Bestandteile (siehe **IB** »Erwartete Rendite« in Ab-

schnitt 1.3)25. Beim Risiko ist die Rechnung komplizierter. Das Gesamt-

risiko, gemessen z.B. in der Form der Standardabweichung (Volatilität) ist

niedriger als der gewichtete Durchschnitt und sinkt mit jeder Hinzufü-

gung eines neuen Investments, das mit dem restlichen Portfolio mit einem

Wert von weniger als +1,0 korreliert, noch weiter. Dieses Phänomen ist

ungemein praktisch und kann in seiner Tragweite kaum überschätzt wer-

den. Wir wollen es uns deswegen noch einmal deutlich vor Augen führen.

Das Gesamtrisiko eines Portfolios aus verschiedenen Anlagen, die nicht

hundertprozentig miteinander korrelieren, ist kleiner als die Summe oder

der Durchschnitt der Einzelrisiken. Risikosteuerung macht deshalb nur

auf der Ebene des Gesamtportfolios Sinn. Der Risikograd einer einzelnen

Portfoliokomponente (z.B. einer einzelnen Aktie) spielt im Grunde genom-

men keine Rolle, selbst dann nicht, wenn dieser Risikograd (in Form der

Schwankungsintensität) hoch ist. Eine Betrachtung der Einzelrisiken in

einem Depot – wie sie den Empfehlungen der meisten Banken und An-

legerzeitschriften zugrunde liegt – ist praktisch nutzlos und führt in der

Regel zu falschen Entscheidungen.

Tabelle 5 zeigt, wie internationale Diversifikation über Asset-Klassen

hinweg das Risiko eines Portfolios senkt. Man sollte dabei beachten, dass

keines der beiden Portfolios eine »risikofreie« Komponente (siehe Ab-

schnitt 3.11) einschließt, wie etwa kurzfristige Staatsanleihen oder Geld-

marktanlagen, mit denen das Gesamtportfoliorisiko deutlich gesenkt

werden könnte.

Diversifizieren kann man jedoch nicht nur über einzelne Assets oder

Asset-Klassen, sondern auch über die Zeit hinweg (neudeutsch »Time Di-

versification«). Gemeint ist ein langfristiger Buy-and-Hold-Ansatz oder –

noch simpler formuliert – »warten«, »Kurshalten« und »vorübergehende

Buchverluste aushalten können«. Hinter dem Konzept der Zeitdiversifi-

25 Diese Aussage ist vereinfachend; sie gilt nur für die arithmetische Durchschnittsrendite, nicht jedoch für die mindestens ebenso wichtige geometrische Durchschnittsrendite

(vgl. Willenbrock 2011).

© Campus Verlag GmbH

kation verbirgt sich die oftmals bestätigte Beobachtung, dass die erwartete

Rendite eines Wertpapiers oder einer Asset-Klasse oder die Überschrei-

tung einer Mindestrendite umso wahrscheinlicher eintrifft, je länger man

wartet. Oder umgekehrt formuliert: dass das Risiko negativer Abwei-

chungen von der erwarteten Rendite mit zunehmendem Betrachtungs-

zeitraum sinkt.

Die Hypothese, der zufolge das Aktienrisiko im Zeitablauf abnimmt –

obwohl in der gesamten Finanzbranche als »Grundgesetz« der Aktienan-

lage etabliert –, ist in der Wissenschaft hingegen umstritten. Je nachdem,

wie man Risiko misst (z.B. durch die Standardabweichung annualisierter

Renditen oder derjenigen der Vermögensendwerte), kann man nämlich

auch zu dem Ergebnis kommen, dass das Aktienrisiko von der Länge

des Zeithorizonts unabhängig ist oder sogar im Zeitablauf zunimmt.26

Auf keinen Fall sollte ein Anleger allein deshalb eine hohe Aktienquote

wählen, weil er glaubt, ein langer Anlagehorizont werde das Risiko quasi

automatisch senken und je höher der Risikograd eines Portfolios (und

damit auch die erwartete Rendite), desto länger sollte der Mindestanla-

gehorizont sein.

Leider lässt sich das Risiko eines Portfolios in der Praxis auch durch

noch so hohe Diversifikation nicht vollständig beseitigen. Grund dafür

ist, dass es praktisch keine zwei Wertpapiere oder Asset-Klassen auf der

Welt gibt, die eine stabile Korrelation von –1,0 aufweisen. Tatsächlich be-

wegen sich die meisten Korrelationen eher im Bereich zwischen –0,1 und

+1,0. Aber selbst mit einer Korrelation von beispielsweise +0,6 zwischen

zwei Assets (z.B. zwei Aktien oder Aktien-Asset-Klassen) ist noch eine

nicht unerhebliche Risikosenkung erreichbar. Dies hängt damit zusam-

26 Mehr dazu in Kommer 2012, S. 199 ff. oder in Estrada 2013, 2014a, 2014b. Aus Privatanlegersicht (im Unterschied zu einer rein akademischen Sicht) krankt ein Teil der Literatur zur Frage der Zeitdiversifikation bei Aktien an der einseitigen Beschränkung auf Aktien.

Wenn z.B. Zeitdiversifikation bei *keiner* Asset-Klasse nachweisbar wäre, dann wäre sie ganz offensichtlich kein Nachteil der Asset-Klasse *Aktien* und es wären vermutlich andere Schlussfolgerungen für die Anlagepraxis zu ziehen als im »Nur-Aktien-Fall«. Leider

nehmen nur wenige Untersuchungen zur Frage der Zeitdiversifikation eine Multi- Asset-

Klassen-Perspektive ein. Eine andere Schwäche vieler Studien zur Zeitdiversifikation bei Aktien ist die Beschränkung auf den Aktienmarkt einzelner Länder anstelle des globalen

Aktienmarktes, der weniger risikoreich ist. Die angeführten Aufsätze von Estrada sind

hier eine löbliche Ausnahme.

© Campus Verlag GmbH

men, dass die Wertschwankungen, denen eine Aktie unterliegt, auf drei

Typen von Ursachen zurückgehen:

• Risikofaktoren, die nur das jeweilige Unternehmen betreffen;

• Risikofaktoren, welche die jeweilige Aktien-Asset-Klasse betreffen;

• Risikofaktoren, die alle Aktien weltweit betreffen.

Nun zur Krux: Die beiden erstgenannten Risikofaktoren lassen sich durch

Diversifizierung vollständig neutralisieren, der dritte dagegen nicht.

Warum das so ist, werden wir sehen, wenn wir die drei Klassen ein wenig

differenzierter betrachten:

• Einzelwertrisiko (wegdiversifizierbar): Dieses Risiko kann man durch

geeignete Diversifizierung vollständig eliminieren, da es auf negative

Einflüsse zurückgeht, die nur diese einzelne Aktie treffen, z.B. auf eine

falsche Entscheidung der Geschäftsleitung, einen unzureichend versi-

cherten Großbrand auf dem Firmengelände, die spezifische Eigenka-

pitalausstattung des Unternehmens, eine desolate Personalpolitik, das

Auslaufen eines profitablen Patents oder eine Gewerbesteuererhöhung

am Sitz des Unternehmens.

• Asset-Klassen-Risiko (wegdiversifizierbar): Dieses Risiko lässt sich durch Diversifizierung über mehrere Asset-Klassen hinweg beseitigen, da es auf negative Einflüsse zurückgeht, die jeweils nur eine oder wenige (Aktien-)Asset-Klassen treffen, z.B. auf den negativen Einfluss fallender Zinsen auf Bankaktien, des Ölpreisanstiegs auf die Automobilindustrie oder branchenweiter Streiks.

• Gesamtmarktrisiko (nicht wegdiversifizierbar): Darunter versteht man das Risiko des weltweiten Aktienmarktes schlechthin. Auch durch noch so viel Diversifizierung innerhalb des Aktienuniversums lässt sich dieses Risiko nicht beseitigen, denn es geht auf Einflussfaktoren zurück, die alle Aktien weltweit betreffen, z.B. die »Nachrangigkeit« von Eigenkapitalansprüchen wie etwa Dividenden gegenüber Fremdkapitalansprüchen (Schuldendienst), Wechselkurse der Weltwährungen, die Konjunktursituation in den größten Volkswirtschaften der Welt und viele andere Einflüsse, die weltweit alle Aktienmärkte tangieren.

© Campus Verlag GmbH

Durch eine breite Streuung auf verschiedene Einzelaktien und Ak-

tien-Asset-Klassen lassen sich die unternehmensspezifischen und As-

set-Klassen-spezifischen Renditeschwankungen eines Portfolios eliminie-

ren, denn aufgrund genau dieser beiden Risikotypen liegt die Korrelation

zwischen einzelnen Aktien und einzelnen Asset-Klassen häufig unter

+1,0. Mithin ist niemand, der in Aktien investieren will, gezwungen,

diese beiden Risikoarten zu tragen. Da das so ist, »bezahlt« der Finanz-

markt die Anleger nicht für das Tragen dieser Risiken, denn diese können

ja ohne Renditeverzicht – also ohne Kosten – wegdiversifiziert werden.

Der Markt bezahlt den Anleger lediglich für das Tragen gesamtmarkt-

bezogener Risiken (da sich diese nicht wegdiversifizieren lassen). Diese

Erkenntnis geht auf den Nobelpreisträger William Sharpe zurück und

ist von kaum zu überschätzender Tragweite. Sie ist durch viele statis-

tische Untersuchungen bestätigt worden und in der Finanzökonomie unumstritten.

Das gesamtmarktbezogene, nicht wegdiversifizierbare Risiko einer individuellen Aktie in einem nicht bis kaum diversifizierten Portfolio umfasst durchschnittlich etwa 40% des Gesamtrisikos. Die übrigen etwa 60% bestehen aus unternehmensspezifischem und Asset-Klassen-spezifischem – also wegdiversifizierbarem – Risiko. Mischt man nun verschiedene Einzelwerte und Aktien-Asset-Klassen in einem Portfolio, so führt das zu einer erfreulichen Senkung des Gesamtrisikos, wie Abbildung 3 veranschaulicht. Das gesamtmarktbezogene Aktienrisiko lässt sich zwar nicht wegdiversifizieren, aber man kann es bis zu einem gewissen Grad steuern. Genauer gesagt verfügt der Anleger über zwei indirekte Einflussmöglichkeiten auf dieses unangenehme Restrisiko:

• Die Beimischung einer »risikofreien« Anlage, z.B. eines Festgeldes (innerhalb der gesetzlichen Einlagensicherung), eines Bundeswertpapiers mit einer Laufzeit von bis zu 18 Monaten oder eines (fast »risikofreien«) Geldmarktfonds (alle Anlagen in Euro). Proportional zur Beimischung

der »risikofreien« Anlage sinkt auch die Rendite eines vormals zu 100%

aus Aktien bestehenden Portfolios. Das Portfoliorisiko (Wertschwan-

kungen) sinkt überproportional.

© Campus Verlag GmbH

• Die Verlängerung des Anlagehorizonts: Je länger der Anlagezeitraum

für ein einzelnes Asset oder für ein Portfolio von Assets ausfällt, desto

höher ist die Wahrscheinlichkeit, in diesem Zeitraum die langfristig

zu erwartende Durchschnittsrendite des Assets bzw. Portfolios auch

tatsächlich zu erreichen (Zeitdiversifikation). Dennoch sollte man hie-

raus nicht ableiten, dass das Aktienrisiko im Zeitablauf generell (also

in Bezug auf alle relevanten Risikokennzahlen) abnimmt.

Abbildung 3: Das einzelwertbezogene Risiko und das Asset-Klassen-Risiko

in einem Wertpapierportfolio lassen sich durch weltweite, Asset-Klassen-

übergreifende Diversifikation beseitigen

Risiko

Die Kurve zeigt das Portfoliogesamtrisiko, das sich aus

den drei Risikokomponenten Einzelwertrisiko, Asset-

tfolios

Klassen-Risiko und Gesamtmarktrisiko zusammensetzt.

or

Ab etwa diesem Diversifikationsgrad über

t des P

verschiedene Aktienmärkte (z.B. nationale

tilitä

Aktienmärkte) hinweg ist das Portfolio

Vola

optimal diversifiziert.

Einzelwertbezogenes Risiko (wegdiversifiziert)

Asset-Klassen-

Risiko (wegdiversifiziert)

Marktbezogenes Risiko (nicht wegdiversifizierbar)

Anzahl der im Portfolio vertretenen Asset-Klassen

In diesem Zusammenhang wollen wir noch auf einen gefährlichen Irr-

tum zum Thema Diversifikation eingehen, der in vielen Bankbroschüren

und Finanzratgebern verbreitet wird: Da heißt es dann, statistische Un-

tersuchungen hätten gezeigt, dass der Vorteil der Diversifikation ab etwa

20 (zufällig ausgewählten) Aktien im Depot »ausgereizt« sei. Eine Hinzu-

fügung weiterer Aktien führe nicht mehr zu einer wesentlichen Senkung

© Campus Verlag GmbH

der Wertschwankungsintensität (Volatilität, gemessen als Standardabwei-

chung). Den sogenannten Beweis liefert dann meistens eine Grafik, die Ab-

bildung 3 ähnelt, allerdings nur nach Einzelwertrisiko und Gesamtmarkt-

risiko unterscheidet (also das Asset-Klassen-Risiko ignoriert). Für sich

genommen ist diese Aussage zwar nicht falsch, doch stellt sie leider nur

die halbe Wahrheit dar. Richtig ist, dass innerhalb der einzelnen darge-

stellten Asset-Klasse (z.B. deutsche Blue-Chip-Aktien) durch Hinzufügung

weiterer Aktien kaum noch eine Risikosenkung erzielt werden kann, sehr

wohl aber durch Hinzufügung weiterer Asset-Klassen. Würde man einem

Portfolio aus 20 DAX-Aktien die Asset-Klasse »deutsche Nebenwerte«

oder »Blue Chips Lateinamerika« hinzufügen, käme es durchaus zu einer

weiteren Senkung des Portfoliorisikos. Nach unserer Ansicht wird diese

Halbwahrheit von der angeblich ausreichenden Diversifikation bei 20 oder

30 Aktien oft deswegen verbreitet, weil man vor allem Anlegern in Einzel-

werten damit weismachen will, mit dem Kauf einiger weiterer einzelner

Aktien hätten sie genug für die optimale Diversifikation ihres Portfolios

getan (schließlich verdienen die Banken an dieser Anlegerkategorie noch

mehr als an Fondsanlegern).

Wir haben nun einiges über die Ursachen von Wertpapierrisiken er-

fahren und gesehen, wie man dieses Risiko so weit wie möglich senken

kann: durch eine möglichst breite Diversifikation. Wir empfehlen dabei

eine Streuung der Anlage über mindestens fünf wesentliche Asset-Klassen

hinweg. Diese Asset-Klassen sollten eine möglichst geringe Korrelation

zueinander aufweisen. Deshalb gehört beispielsweise ein Emerging-Mar-

ket-(Index-)Fonds in jedes Anlegerdepot. Der Bedeutung halber sei noch-

mals betont: Diese Diversifikation ist »gratis« – sie bedeutet keinen Ver-

zicht auf erwartete Rendite. Wie ein Portfolio richtig diversifiziert wird,

zeigen wir in Kapitel 4.

Risiko hat etwas mit der »Stabilität« von Renditen zu tun. Diese Stabilität

ist in einem systematisch diversifizierten Portfolio stärker als in einem nur

gefühlsmäßig (also planlos) und gering diversifizierten Portfolio. Neben

der Stabilität von Portfoliorenditen ist Anlegern naturgemäß auch deren

Höhe wichtig. Mit den wichtigsten Bestimmungsfaktoren von Renditen

wollen wir uns im nächsten Abschnitt beschäftigen. Es sind nicht unbe-

dingt diejenigen Faktoren, welche die meisten Anleger vermuten.

© Campus Verlag GmbH

Tabelle 6: Die wesentlichen Asset-Klassen

Haupt-Asset-Klasse	**Beispiele für Sub-Asset-Klassen**	**Bemerkung**
Cash, »risikofreie«	Bargeld, verzinsliche	Cash ist die Anlageklasse mit dem niedrigsten Risiko
Anlagen	Guthabenkonten,	und der geringsten Rendite. Cash-Anlagen in der
	Sparguthaben, Festgeldanlagen	Form von Bankeinlagen sol ten nur bis zur Grenze der
	(Termingeldanlagen), Tagesgeld,	gesetzlichen Einlagensicherung bei einer einzelnen
	Geldmarktfondsanteile,	
		Bank vorgenommen werden und nur in Staatsanleihen
	Staatsanleihen bis 18 Monate	
		der höchsten Bonitätsstufen AAA bis AA (»Rating«,
		Laufzeit in heimischer Währung

siehe **IB** in Abschnitt 3.11).

Aktien

Standardwerteaktien,

Die genannten Beispiele umfassen nur einen kleinen

Nebenwerteaktien,

Teil der wesentlichen Klassen von Aktien. Die Aufteilung

Growth-Aktien, Value-

in Asset-Klassen basiert zum Teil auf »Risikofaktoren«,

Aktien, Technologieaktien,

d.h. von der Wissenschaft identifizierte, al gemein

Rohstoffaktien, deutsche

anerkannte »Treiber«, die universell anerkannt für Risiko

Aktien, japanische Aktien,

und damit für Rendite verantwortlich sind. Ein Beispiel

Schwellenländeraktien usw.

ist der Size-Faktor, also die Unternehmensgröße

(kleine, mittlere und große Unternehmen), denn kleine

Unternehmen sind risikoreicher und damit langfristig

ertragreicher als große Unternehmen.

Anleihen (Renten)

Staatsanleihen, Pfandbriefe

Die genannten Beispiele umfassen nur einen kleinen

und andere Bankanleihen,

Teil der wesentlichen Typen von Anleihen. Weitere

Unternehmensanleihen solider

wichtige Unterscheidungsmerkmale sind: Land

Bonität, Hochzinsanleihen

des Emittenten (Schuldners), Kreditwürdigkeit des

(»Junk Bonds«),

Emittenten, Währung, Laufzeit, Besicherung usw.

Schwellenländeranleihen,

Al gemein sind die wichtigsten Risikotreiber (und

Wandelanleihen, Asset Backed

damit Einflussfaktoren auf die Rendite) bei Anleihen

Securities (ABS-Anleihen),

ihre Laufzeit und das Bonitätsrisiko des Emittenten.

inflationsgesicherte Anleihen

Für unsere Zwecke sind im Wesentlichen kurzlaufende

usw.

Staatsanleihen höchster Bonität relevant, weil diese

einem »risikofreien« Investment am nächsten kommen.

Immobilien

Direktanlagen und

Auch hier kann man weiter unterscheiden, z.B. nach

Immobilienaktieninvestments

Standorten im Inland oder Ausland, nach Büro-/

in Wohnimmobilien,

Industrieimmobilien usw. Offene Immobilienfonds

Gewerbeimmobilien

sind keine empfehlenswerte Abbildung dieser

Asset-Klasse. Eigenheime sind der Spezialfal der

Verknüpfung einer Investition mit einer »Lifestyle-«

oder Konsumentscheidung.

Rohstoffe

Öl, Erdgas, Kohle, Edelmetal e,

Direkte Investments in diese Anlageklasse sind

und Rohstoff-

Basismetal e, Mineralstoffe, Holz, insbesondere für Privatanleger relativ schwer

Termingeschäfte

Baumwol e, Agrargüter etc.

(Ausnahme Edelmetalle), wenn nicht gar unmöglich,

was letztlich mit dem Problem der Kosten der

Lagerhaltung zusammenhängt. Investments in

Rohstoffe geschehen am besten über ETFs in Rohstoff-

Futures (siehe Abschnitt 3.5). Rohstoff-Aktien sind

weniger zu empfehlen.

© Campus Verlag GmbH

Haupt-Asset-Klasse Beispiele für Sub-Asset-Klassen Bemerkung

Optionen (Derivate)

Cal -Optionen, Put-Optionen

Zwar basieren Optionen als spezielle Form von

(»Optionsscheine«), Contracts for Derivaten auf einem zugrunde liegenden anderen

Differences (CFDs)

Asset (z.B. einer Aktie), sie sind aber aufgrund

ihrer spezifischen Risiko-Rendite-Charakteristika

als eigenständige Haupt-Asset-Klasse zu sehen.

Aus einer Reihe von Gründen (insbesondere Risiko

und Komplexität) sind Optionen kein für normale Privatanleger geeignetes Investmentprodukt.

Kunstgegenstände,

–

Auf diese Asset-Klasse gehen wir in diesem

Antiquitäten,

Buch nicht weiter ein. Ihr wesentliches Problem

Old-Timer-Autos,

aus Investorensicht besteht in der Unklarheit

Sammlerweine,

hinsichtlich ihrer tatsächlichen Langfristrendite und

andere

Renditeschwankungen (Verfügbarkeit historischer

Sammlerobjekte

Daten, die weiter als 15 Jahre zurückgehen). Ferner sind solche »Investments« normalerweise sehr il iquide und verursachen beträchtliche Lager-, Verwaltungs- und Versicherungskosten. In globalen Krisenzeiten könnte diese Asset-Klasse ganz besonders verlustanfäl ig sein. Fazit: Nur für vermögende Bon Vivants geeignet, die

sich niedrige Rendite und hohe Risiken leisten

können.

Humankapital

–

Humankapital wird zwar nicht oft als Asset-Klasse

(Gegenwartswert

wahrgenommen, ist es jedoch ohne Zweifel und für die

al er noch zu

Mehrzahl der Anleger (oder Haushalte) unter 50 Jahren

erwartenden

Lebensalter der wichtigste Vermögenswert überhaupt.

Arbeitseinkünfte)

Der Wert wird von der verbleibenden Lebensarbeitszeit

bestimmt, vom zukünftigen Gehaltsniveau und dessen

Sicherheit (Gewissheit) (mehr dazu in Abschnitt 3.7).

1 .8 Asset-Allokation: Was die Rendite Ihres Portfolios

tatsächlich bestimmt

»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.«

Wil iam Bernstein, Neurologe, Finanzwirtschaftler, Bestsel erautor

Viele Leser wird es überraschen: Die Entscheidung, die sich neben den Trans-

aktionskosten am stärksten auf die Rendite und das Risiko eines Portfolios

© Campus Verlag GmbH

auswirkt, ist die Auswahl der in dem Portfolio enthaltenen Asset-Klassen

und deren Gewichtung. Es kommt jedoch nicht – wie viele Anleger anneh-

men – auf die in den einzelnen Asset-Klassen enthaltenen konkreten Wert-

papiere an. Warum das so ist, werden wir in diesem Abschnitt erläutern.

Was genau versteht man unter dem Begriff Asset-Klasse (Anlageklasse)?

Der Begriff ist in der Investmentwelt zwar von kaum zu überschätzender

Bedeutung, wird aber nicht einheitlich verwendet. Eine einfache Definition

könnte so lauten: Eine Asset-Klasse ist eine Gruppe von Assets (investierba-

ren Vermögenswerten) mit sehr ähnlichen Risiko- und Renditemerkmalen,

die weitgehend gleichen mikro- und makroökonomischen Ursache-Wir-

kungs-Zusammenhängen ausgesetzt sind. Aktien, wie auch andere Wert-

papiere, können in solche Asset-Klassen gruppiert werden. Beispielsweise

besitzen alle Bankaktien in Europa in langfristiger Betrachtung verblüf-

fend ähnliche Rendite- und Risikomerkmale, das heißt, die Aktienkurse

dieser Banken entwickeln sich im Zeitablauf überwiegend parallel und re-

agieren auf Markteinflüsse (wie z.B. Zinsänderungen) in ähnlicher Weise.

Mit zunehmender Feindifferenzierung nimmt die Einheitlichkeit des Ri-

siko-/Renditeprofils in den dann resultierenden Asset-Klassen weiter zu.

Asset-Klassen kann man in vielerlei Weise klassifizieren. Eine grobe

Aufgliederung zeigt Tabelle 6. Viele populäre Anlageprodukte stellen

keine eigene Asset-Klasse dar, z.B. Kapitallebensversicherungen, Invest-

ment zertifikate, geschlossene Immobilienfonds, Hedge-Fonds und Pri-

vate-Equity-Fonds. Diese Produkte sind lediglich Verpackungen für eine

oder mehrere darin enthaltene echte Asset-Klassen. Ein paar Beispiele:

Eine Kapitallebensversicherung (KLV) ist eine Anlage in Staatsanleihen,

gekoppelt mit einer Risikolebensversicherung; ein Hedge-Fonds ist eine

aktive Investmentstrategie in bestimmte Wertpapiere (z.B. Aktien); ein In-

vestmentzertifikat ist eine Bankanleihe, die statt Zinsen Teile der Rendite

eines Korbes bestimmter Wertpapiere beinhaltet. Als Faustregel lässt sich

sagen: Es ist besser, in eine Asset-Klasse in ihrer Reinform zu investieren,

statt in Form einer »Verpackung«, denn diese bedeutet fast immer zusätz-

liche (offene oder versteckte) Kosten und weniger Transparenz.

Bei Devisen (z.B. Tagesgeldkonten in Hochzinswährungen) handelt es

sich um eine weitere Sub-Asset-Klasse von Cash. Es lässt sich sowohl theo-

retisch nachweisen als auch anhand historischer Daten zeigen, dass Devisen

© Campus Verlag GmbH

(genauer gesagt Währungskurse) nach Transaktionskosten langfristig keine

Überrendite gegenüber Anlagen in der heimischen Währung abwerfen, ihre

erwartete Rendite also langfristig null ist, weil Währungskursverluste die

möglicherweise höheren Zinserträge langfristig ausgleichen. Anlagen in

Fremdwährungs-Cash-Anlagen sind daher lediglich als kurzfristiges, rein

spekulatives Investment zu sehen, von dem wir abraten.

Nach dieser Klassifizierungsübung kommen wir nun zur Hauptsa-

che: der Bedeutung der Asset-Allokation für den Anlageerfolg. Eingangs

nannten wir bereits eines der faszinierendsten Forschungsergebnisse der

Finanzwirtschaft in den letzten 20 Jahren:

Über 90% der Rendite und etwa 90% des Risikos (das heißt der Wert-

schwankungen) eines Aktienportfolios werden von den in ihm enthalte-

nen Asset-Klassen bestimmt. Weniger als 10% der Rendite und des Risikos

gehen auf die innerhalb der einzelnen Asset-Klassen enthaltenen konkre-

ten Wertpapiere zurück.

Die relativ komplexen statistischen Techniken zur Herleitung dieses For-

schungsergebnisses wollen wir an dieser Stelle nicht näher beschreiben

(eine gute Zusammenfassung bieten Ibbotson/Kaplan 2000). Entschei-

dend ist die Schlussfolgerung: Der Löwenanteil von Rendite und Volati-

lität eines Aktienportfolios wird von der Asset-Klassen-Allokation, also

der Aufteilung des Portfolios auf die einzelnen Asset-Klassen bestimmt.

Hingegen erklären die konkrete Auswahl einzelner Wertpapiere (Stock

Picking) und die kurzfristige Höher- und Niedergewichtung bestimmter

Märkte im Zeitablauf (Market Timing) innerhalb der im Portfolio vor-

handenen Asset-Klassen weniger als 10% der Renditen und Risikograde.

Selbst als Laie kann man dieses Phänomen – ohne jedes wissenschaft-

liche Hilfsmittel – beobachten. Vergleicht man in einem der monatlich er-

scheinenden Fonds-Rankings der Zeitschriften *Capital, Finanztest, Euro*

oder ähnlichen Magazinen die Renditen von Fonds innerhalb klar defi-

nierter Asset-Klassen (z.B. deutsche Nebenwerte-Fonds) über Zeiträume

ab 24 Monaten hinweg, wird man im Allgemeinen eine erstaunlich ge-

ringe Variation dieser Renditen zwischen den einzelnen Fonds feststel-

© Campus Verlag GmbH

len. Vergleicht man hingegen Fonds aus unterschiedlichen Asset-Klassen

(etwa asiatische Technologiefonds mit deutschen DAX-Fonds), streuen

die Ergebnisse sehr viel breiter. Das ist zu erwarten, denn diese Fonds de-

cken unterschiedliche Asset-Klassen ab, daher sind auch ihre Renditen

mit höherer Wahrscheinlichkeit unterschiedlich, während die Fonds, die

dieselbe Asset-Klasse abdecken, ähnliche Renditen liefern.

Warum ist das so? Eine einfache Antwort lautet: Eine Asset-Klasse

wird dadurch definiert, dass die in ihr zusammengefassten Wertpapiere

vergleichbare Rendite- und Risikomerkmale aufweisen. Zum einen, weil

diese Unternehmen ähnlichen oder identischen äußeren (z.B. rechtlichen

und makroökonomischen) Einflüssen ausgesetzt sind und zum anderen,

weil Aktienkurse – aufgrund der Informationseffizienz der Märkte – die

bestmöglichen Schätzungen des »wahren« Wertes der Aktie sind (alle re-

levanten, öffentlich verfügbaren Informationen sind bereits eingepreist).

Es überrascht daher nicht, wenn die Auswahl eines durchschnittlichen

einzelnen Wertpapiers innerhalb einer Asset-Klasse langfristig einen ver-

nachlässigbaren Einfluss auf die Rendite eines Portfolios hat. Wenn Märkte

informationseffizient sind, dann sind einzelne Aktienkaufentscheidungen

in 50% der Fälle »richtig« (liefern eine → risikoadjustierte Überrendite)

und in 50% der Fälle »falsch« (liefern keine risikoadjustierte Überrendite).

Somit spielt das konkrete Kaufverhalten des einzelnen Fondsmanagers nor-

malerweise keine Rolle und es müssen andere Ursachen für das Rendite-/

Risikoprofil des Portfolios verantwortlich sein, nämlich die Asset-Klas-

sen-Aufteilung – aber eben nicht die Aufteilung auf einzelne Unternehmen.

1 .9 Investmentpornografie: Allgegenwärtig in der Finanzbranche

»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, Wirtschaftsjournalistin, Finanzbuchautorin

Der in den USA gängige, aber hierzulande weniger verbreitete Begriff der

»Investmentpornografie« beschreibt treffend einen Typus von Information,

© Campus Verlag GmbH

der heute von den Medien, im Internet und zum Teil auch von der Finanz-

branche als »Information« getarnt über Wertpapier- und andere Vermö-

gensanlagen verbreitet wird. Was genau ist Investmentpornografie? Wie

echte Pornografie ist auch dieses Phänomen schwer zu definieren, aber

leicht zu erkennen.

Für Investmentpornografie ist charakteristisch, dass die Risiken des In-

vestierens heruntergespielt oder ganz übergangen werden; dass auf lange

Sicht nicht haltbare, aber diffus formulierte Versprechungen gemacht

werden, dass Aussagen, die nur zufällig stimmen können (z.B. Kurspro-

gnosen); mit der Aura gesicherten Expertenwissens versehen werden; dass

vergangene Prognosen nur dann noch einmal erwähnt werden, wenn sie

zufällig eingetroffen sind; dass Forschungsergebnisse mit wenigen Aus-

nahmen totgeschwiegen werden, da nicht schlagzeilentauglich; dass his-

torische Renditen einzelner Produkte oder Investoren implizit so präsen-

tiert werden, als ob sie prinzipiell für jeden Leser wiederholbar wären; dass

Kosten und Steuern aktiver Anlagestrategien unter den Tisch gekehrt oder

»versteckt« werden, da die Beschäftigung damit verkaufsschädlich ist; dass

jedes Jahr einer neuen Investmentmode »hinterherinvestiert« wird und

nicht zuletzt, dass ein kindischer Starkult mit einer laufend wechseln-

den Kollektion aus »Reichmachern« und »Börsengurus« betrieben wird.

Nehmen wir z.B. populäre Bücher zum Thema Geldanlage. Schon man-

che Buchtitel lassen vermuten, welche Qualität von »Informationen« dem

Leser dabei verkauft werden: Bäckermeister Markus Frick: *Ich mache Sie*

reich, David Bach: *Automatisch Millionär*, Michael Mross: *Schnell reich –*

Die ewigen Gesetze der Börse; Bodo Schäfer gibt vor, zu zeigen, wie seine

Leser ihr Vermögen innerhalb von vier Jahren verdoppeln und in sieben

Jahren die erste Million Euro erreichen. Eine Verdoppelung in vier Jah-

ren würde nach Steuern und Kosten eine Jahresrendite von 19% erfordern.

Dagegen steht die Realität der inflationsbereinigten Rendite des deut-

schen Aktienmarktes (DAX) in den 45 Jahren seit 1970 von real 5,6% p.a.,

die deutscher Staatsanleihen (RexP) von 3,8% p.a. und die von Gold von

3,3% p.a. (in Euro) – wohlgemerkt in allen Fällen vor Steuern und Kosten.

Die realen Renditen in anderen Industrieländern lagen in ähnlicher Grö-

ßenordnung oder eher etwas niedriger. Bei Aktien gab es zwischendurch

maximale Verluste in der Größenordnung von –60% (sofern global di-

© Campus Verlag GmbH

versifiziert, wenn nicht, dann deutlich mehr) und bei Gold von – 76%, die

illustrieren, dass diese Renditen nicht »umsonst« zu haben sind. Genau

deswegen ist ein Portfolio, das zu 100% aus Aktien besteht, für einen nor-

malen Haushalt viel zu risikoreich.

Zeitschriften sind im Allgemeinen noch schlimmer. So präsentiert

stolz *Der Aktionär* »Zehn Aktien mit 100% Gewinnchance in 6–12 Mo-

naten«. Da fragt man sich unwillkürlich, warum die Verfasser überhaupt

noch in einem so mühseligen Geschäft wie dem Fachzeitschriftenmarkt

tätig sind – denn wenn auch nur die Hälfte dieser Tipps in *Der Aktionär*

funktionieren würde, wären die Redakteure in kürzester Zeit Multimilli-

onäre. Zu noch mehr kurzfristigem Gewinn verhilft *Focus Money*: »227%

Gewinn an einem Tag mit brandheißen Penny Stocks«. Wer nachrech-

nen möchte: Bei dieser Rendite genügt ein Einsatz von einem Euro, um

in 20,5 Tagen so reich zu werden wie Bill Gates (rund 75 Milliarden Dol-

lar, Stand Anfang 2015); ähnlich »optimistisch« *Bö rse-Online:* »Mit den

richtigen Aktien 5 000 Prozent Gewinn. Titel, die Jahr für Jahr steigen«.

Langfristanleger macht *Finanzen* mit einer wirklich einmaligen Gelegen-

heit bekannt: »Biotechnologie: Die Investment-Chance des Jahrhunderts«.

Gut, dass uns die Herren Redakteure bereits jetzt aufklären, was bis Ende

des 21. Jahrhunderts am besten rentiert.

Doch auch »Softporno«- *Pessimismus* ist verbreitet: *Businessweek*,

das Wirtschaftsmagazin mit der höchsten Auflage weltweit, schrieb am

13.8.1979 nach einem relativ schlechten Jahrzehnt für Aktien: »Die US-Wirt-

schaft muss den Tod von Aktien [als Asset-Klasse] wohl als dauerhaft be-

trachten.« In den folgenden zehn Jahren rentierte der USA-Aktienmarkt

(MSCI USA) mit nie dagewesenen 16,6% p.a. Selbst die vorgeblich seriöses-

ten Blätter der Welt verbreiten diese Art »bauchgesteuerten« Populismus

und Sensationalismus, der mit erstaunlicher Zuverlässigkeit immer dann

zutage tritt, wenn sich der Trend dreht. So veröffentlichte das britische

Wirtschaftsmagazin *The Economis* t am 14.2.2002 unter der Überschrift

»Die Traurigkeit Japans« einen akribisch recherchierten, acht seitigen Leit-

artikel über den angeblichen strukturellen Niedergang der japanischen

Wirtschaft. Die Leser erfuhren viel über »kollabierende Unternehmens-

bilanzen«, ein »wackeliges Bankensystem« sowie »Reformen, die unwahr-

scheinlicher sind denn je«. In den fünf Jahren von 2002 bis 2006 rentierte

© Campus Verlag GmbH

der MSCI Japan so gut wie oder besser als die Aktienmärkte Deutsch-

lands, Großbritanniens oder der USA (sowohl in Yen als auch in Euro ge-

rechnet) und von 2002 bis Ende 2014 lag der japanische Aktienmarkt nur

unwesentlich hinter diesen Ländern. Wie auch in diesem Fall kommen

solche scheinbar plausiblen Vorhersagen, ob optimistisch oder pessimis-

tisch, fast immer zu spät, weil sie naive Trendverlängerungen sind, und

führen bei Befolgung typischerweise zu entgangenen Gewinnen im bes-

ten oder zu gravierenden Verlusten im schlechtesten Fall. Wir werden in

diesem Buch noch eine Anzahl solcher Peinlichkeiten zitieren, die leider

sehr gut geeignet sind, die Finanzgesundheit der Anleger zu schädigen.

Dass das Internet dem Ganzen die Krone aufsetzt, dürfte klar sein.

Wir wollen uns aber mit einem einzigen Beispiel begnügen: »China-Ak-

tien vor einer Kursexplosion!«, titelte der *Online-Börsenbrief Emerging*

Markets Investor auf der Webseite Onvista.de am 13.7.2001. Man kann nur

hoffen, dass potenzielle Anleger sich viel Zeit ließen mit der Umsetzung

dieser Empfehlung: Der MSCI-China-Index erlebte nämlich ab Juli 2001

eine fast zweijährige »Kursimplosion« um 43%, bevor wieder eine Erho-

lung einsetzte.27

Da mutet die Werbung für Börsengänge, für die Prominente enga-

giert werden (Thomas Gottschalk, Veronika Pooth, Johannes B. Ker-

ner, Charles Brauer, Günter Netzer und andere), ja noch harmlos an.

Sie ist wenigstens als Werbung und nicht als Information erkennbar. In

einem raren (und späten) Wandel von Selbsterkenntnis entschuldigte

sich der Schauspieler Manfred Krug Anfang 2007 sogar bei den Tele-

kom-Aktionären. 1996 hatte er für die »Volksaktie« (Ex-Bundeskanzler

Schröder) geworben, die zehn Jahre später noch immer unter 14,60 Euro

(dem ursprünglichen Emis sionspreis) notierte. Am schlimmsten traf es

natürlich diejenigen Anleger, die im Vertrauen auf den »Volksschauspie-

27 Generell hat China in den vergangenen 22 Jahren erstaunlich schlechte Aktienrenditen produziert, trotz seines außergewöhnlich hohen Wirtschaftswachstums. In den 22 Jahren

von Anfang 1993 (dem Jahr, ab dem der MSCI-China-Aktienindex verfügbar ist) bis Ende

2014 betrug die nominale Aktienrendite in China kümmerliche 0,6% p.a. (in Euro). Damit

lag das Land auf einem der letzten Rangplätze unter allen rund 25 Schwellenländern.

Spitzenreiter war dagegen das von den Banken und Medien praktisch nicht beachtete Peru

mit viel geringerem Wirtschaftswachstum, aber einer beinahe sagenhaften Aktienrendite

von 48,5% p.a. (in Euro) über diese 22 Jahre hinweg.

82 Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs

© Campus Verlag GmbH

ler« Krug beim Spitzenkurs von knapp 90 Euro einkauften. Johannes

B. Kerner (»Bei Aktien setze ich nur auf Sieger«) hatte diesen Anstand

trotz Bruchlandung des Börsengangs der Billigfluggesellschaft Air Ber-

lin (2006), für den Kerner in Fernsehspots die (für ihn wohl lukrative)

Werbetrommel schlug, nicht.

Infobox: Relative Anteile von Sparanteil und Renditeanteil im

Finanzvermögen

Zu jedem gegebenen Zeitpunkt kann man den Wert einer Finanz anlage

(z.B. Wertpapierportfolio, Kapitallebensversicherung, Immobilienport-

folio oder alles zusammen) in zwei grundsätzliche Komponenten auf-

teilen: Den Anteil (Beitrag), der die reinen Sparleistungen ausmacht (die

»Cash-Inflows«), und den Anteil (Beitrag), der den »Renditeanteil« re-

präsentiert (die »Gewinne«, z.B. Wertsteigerungen, Zinsen, Dividenden

abzgl. Kosten und Steuern)28. Unterstellt man für einen Haushalt normale

Arbeitnehmereinkommens- und Vermögensverhältnisse (keine nennens-

werte Erbschaft und normale Sparleistungen sowie normale Nettorendi-

ten, d.h. Bruttorenditen abzgl. Kosten und Steuern), dann wird nach einer

z.B. 35 Jahre währenden Sparphase der Anteil der reinen Sparleistungen

den Renditeanteil in der Finanzanlage immer noch deutlich überwiegen.

Dieser Sachverhalt beinhaltet die für manchen vielleicht ernüchternde,

aber auf alle Fälle wichtige Einsicht, dass Sparleistungen (Konsumver-

zicht) – nicht Rendite – typischerweise den größeren Anteil am Netto-

vermögen beim Eintritt in den Ruhestand ausmachen. Wer diese Spar-

leistungen nicht erbringt, wird durch den Renditeanteil vermutlich nicht

»gerettet« werden. Bücher à la »In sieben Jahren Millionär« sind daher

als Finanzpornografie zu betrachten, weil für normale Haushalte weder

die Sparleistungen noch die Renditen, die hierfür Voraussetzung wären,

realistisch erzielbar sind.

28 Bei einem Portfolio, aus dem im Zeitablauf Mittel abgezogen wurden, sind diese Abflüsse proportional von beiden Portfoliokomponenten zu subtrahieren, aber dieser Gesichtspunkt ist für den hier dargestellten Gedankengang letztlich unerheblich.

© Campus Verlag GmbH

Fassen wir zusammen: Investmentpornografie sind Medienaussagen, die

Anleger glauben machen, jeder könne in kurzer Zeit selbst mit geringem

Startkapital Millionär werden. In Wirklichkeit gelingt dies natürlich nur

einigen wenigen Glückspilzen, und zwar primär deshalb, weil sie ein hohes

Verlustrisiko eingegangen sind, indem sie alles auf eine Karte, sprich auf

wenige Einzeltitel oder Marktsegmente, setzten. Solche Wetten gehen oft,

aber eben nicht immer schief.

Gut 90% der Informationen über Wertpapiermärkte und ganz besonders

Renditeprognosen und Kauf- oder Verkaufstipps29, die täglich in Tageszei-

tungen, Anlegermagazinen, Investment-Newslettern, Ratgeberbüchern, im

Fernsehen und ganz besonders im Internet verbreitet werden, sind Invest-

mentpornografie: Informationen, die nicht nur nutzlos, sondern schädlich

sind – bestens geeignet, die Nettorendite von Anlegerportfolios zu senken

und die finanziel e Gesundheit des Anlegers zu schädigen. Es handelt sich

dabei überwiegend um kurzatmiges, aus dem Kontext gerissenes, sensations-

heischendes, gezielt an Unwissenheit, Neid und Gier appel ierendes Markt-

geschrei mit dem primären Ziel, Anleger zum Kaufen und Verkaufen zu

animieren (weil daran jemand verdient) oder die Absatzzahlen der das Markt-

geschrei transportierenden Medien zu steigern. Ob dieser Datenlärm beim

Anleger zu Gewinnen oder Verlusten führt, hängt weitgehend vom Zufall ab.

Die Finanzökonomie hat wenig Zweifel: Das Trommelfeuer der Wirt-

schaftsmedien und der Finanzbranche aus täglich neuen Anlagetipps, Mus-

terportfolios, Unternehmensanalysen, Trends, »Geheimnissen«, »Megat-

rends« und kurzatmigen Börsennachrichten ist in der Summe unbrauchbar

(vgl. Arnold u.a. 2007). Wenige nützliche Informationen gehen in einem

Meer von pseudowissenschaftlichem, missverständlichem und halbwah-

rem Datengeschnatter unter. Fast alles, was Newsletter von Banken, Inves-

tmentzeitschriften sowie praktisch das gesamte Internet laufend verkün-

den, müsste – wie jede Zigarettenschachtel – einen Warnhinweis tragen:

»Achtung – die Verwendung dieser ›Informationen‹ oder Empfehlungen

gefährdet Ihre finanzielle Gesundheit.« Gegen diesen Angriff auf Ihre Fi-

nanzgesundheit will Sie dieses Buch immunisieren und Ihnen eine über-

legene, seriöse Alternative vorstellen.

29 Jede Kauf- oder Verkaufsempfehlung ist eine implizite Renditeprognose.

84 Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs

© Campus Verlag GmbH

1 .10 Risiko richtig verstehen

»Die Rendite eines gegebenen Vermögenswerts in einer gegebenen Periode

ist genau die, die der Vermögenswert liefert; sein Risiko hingegen ist dasje-

nige, das der Investor wahrnimmt.«

Prof. Javier Estrada, IESE Business School, Barcelona

»Risiko ist die Möglichkeit, dass Sie an einem bestimmten Zeitpunkt weni-

ger liquide Geldmittel zur Verfügung haben, als Sie es bei Ihrer ursprüng-

lichen Investitionsentscheidung erwarteten« oder, salopp, aber treffend:

»Bad returns in bad times« (Ilmanen 2011). 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. Und sogar ein und derselbe Anleger hat –

wie die Wissenschaft vielfach gezeigt hat – im Zeitablauf veränderliche

Vorstellungen von Risiko. Je nach Risikomaß kann die Auswertung his-

torischer Renditedaten zu regelrecht gegensätzlichen Ergebnissen kom-

men. Ein gutes Beispiel ist die Frage der »Zeitdiversifikation« die wir in

Abschnitt 1.7 kurz angeschnitten haben: Nimmt das Risiko von Aktien

mit der Länge der Halteperiode tatsächlich ab, wie viele Anlageberater

behaupten? Die Antwort auf diese wichtige Frage hängt davon ab, welche

Risikokennzahl man verwendet, welche Annahmen zur Natur von Ak-

tienrenditedaten man trifft30, und welche Einstellungen man seitens des

Investors unterstellt. Das kann man nicht der Wissenschaft vorwerfen,

sondern liegt einfach in der Natur der Sache: Die Wahrnehmung und

Bewertung von Risiko ist subjektiv, sie ist psychologisch komplex und sie

hat ganz offensichtlich eine lebensphilosophische Dimension (Gigeren-

zer 2014). Daher ist es für kluge Anleger hilfreich, finanzielles Risiko aus

mehreren konzeptionellen Blickwinkeln zu betrachten. Was klar ist: Das

in der Finanzökonomie am häufigsten verwendete Risikomaß – die Stan-

dardabweichung (Volatilität), siehe weiter unten – wird von vielen Priva-

tanlegern nicht verstanden (Ehm u.a. 2014).

30 Solche Annahmen sind leider notwendig, weil die vorhandenen historischen Datenreihen für die meisten Länder und Asset-Klassen zu kurz sind, als dass sie überall unzweideutige Schlussfolgerungen zuließen.

© Campus Verlag GmbH

Mit dem Verstehen von Risiko kann man sich nie genug beschäftigen.

Je besser wir das Risiko, seine vielfältigen Ausprägungen, Messmethoden

und unsere Risikowahrnehmung verstehen, desto bessere Anleger werden

wir. Daher nachfolgend zunächst einige konzeptionelle Gedanken zum

Investmentrisiko und danach ein kurzes Porträt einiger für Privatanleger

relevanter Risikokennzahlen.

Rendite kommt von Risiko

Rendite kommt *nicht* von Gewinnen, Gewinnwachstum oder Cash Flows,

soweit diese allgemein (also vom Markt) erwartet sind, was die Regel sein

dürfte. Rendite ist vielmehr die Belohnung für das Tragen von Risiko.

Rendite und Risiko sind untrennbar miteinander verbunden – das ist das

eherne Gesetz der Ökonomie. Wären Aktien nicht so risikoreich wie sie

sind, würden sie keine rund fünfmal so hohe Langfristrendite erzielen

wie das im Sinne der Renditestabilität risikoärmste Investment: kurz-

fristige Staatsanleihen eines »AAA-Staates« (siehe **IB** »Rating«, Abschnitt

3.11). Risiko ist die Voraussetzung für und Bedingung von Rendite. Risiko

muss sich von Zeit zu Zeit unvorhergesehen materialisieren (realisieren),

sonst wäre es kein Risiko. Wer kein Risiko tragen will, kann keine lang-

fristige Rendite erzielen, die 0% bis 0,5% p.a. real übersteigt (davon sind

noch Kosten und Steuern abzuziehen). Wenn ein Investmentprodukt so

aussieht oder so dargestellt wird, dass es eine hohe Rendite bei niedrigem

Risiko hat, so ist das vermutlich Lüge oder Unwissen. Aus Anlegersicht ist

die einzige vernünftige Reaktion: Finger weg! Wer jedoch glaubt, er selbst

oder bestimmte »Gurus« seien in der Lage, das »Rendite-kommt-von-Ri-

siko-Gesetz« bei Berücksichtigung von Kosten und Steuern systematisch

außer Kraft zu setzen, sollte aktiv investieren und die Aussagen in die-

sem Buch ignorieren.

Risiko ist ein »probabilistisches« Konzept

Probabilistik ist die Wissenschaft von den Wahrscheinlichkeiten. Eine

Standardformel für Risiko im Sinne von »erwartetem Verlust« ist: Risiko

R = Probability P × Impact I. Diese simple Formel drückt etwas Wichtiges

© Campus Verlag GmbH

aus. Das Ausmaß von Risiko hängt einerseits von seiner Eintrittswahr-

scheinlichkeit ab (wie gut oder schlecht auch immer geschätzt) und von

dem Schaden, der bei Eintritt (und nur dann) resultiert. Das Produkt aus

diesen beiden Größen zählt. Die Wahrscheinlichkeit P oder der Schaden

I in Isolation sind nur eingeschränkt aussagefähig oder – falls missver-

standen – sogar irreführend. Ein Risiko kann klein sein, weil P klein ist

oder weil I klein ist oder beides. Und das relative Größenverhältnis von

P und I ist oft sehr wichtig für das richtige Verständnis des betreffenden

Risikos. Bei Risiko geht es also um Wahrscheinlichkeiten, um Unsicher-

heit. In der Welt des Investierens kann man die Wahrscheinlichkeit vie-

ler wünschenswerter und nicht wünschenswerter Ereignisse auf der Basis

(unvollkommener) Vergangenheitsdaten näherungsweise schätzen, bei vie-

len ebenso wichtigen Größen ist – praktisch gesehen – nicht einmal das

möglich. Denken Sie etwa an den 11.9.2001. Der ehemalige amerikanische

Verteidigungsminister Rumsfeld drückte diesen Sachverhalt treffend wie

folgt aus: »There are known unknowables und unknown unknowables.«

Einfache, endgültige Gewissheiten, wie es einem naiven, mechanistischen

Verständnis der Dinge entspricht, gibt es beim Geldanlegen selten. Wer

das nicht voll und ganz akzeptiert, der sollte nur in Sparbücher innerhalb

der Einlagensicherungsgrenze und in kurzlaufende Staatsanleihen von

AAA-Staaten investieren und selbst da gibt es beträchtliche Risiken, wie

weiter unten angedeutet wird.

Portfoliorisiko versus Einzelanlagenrisiko

Risiko (und Ertrag) kann man nur auf der Ebene des *Gesamt*portfolios

eines Haushaltes sinnvoll beurteilen, und dazu gehört die Betrachtung

wirklich aller Vermögensteile (Assets) des Haushaltes, einschließlich Ka-

pitalmarktanlagen (Aktien, Anleihen etc.), Bankguthaben, Bauspargut-

haben, Immobilien, Kapitallebensversicherungen (Rückkaufswert), An-

sprüche an Rentenversicherungen (Barwert), ein teures Auto (wenn es

vollkaskoversichert ist), Humankapital (das wertvollste Portfolio-Asset

der meisten Haushalte). Von diesen Assets müssen die Finanzschulden

(Kredite) abgezogen werden. Wer seine Risikoanalyse nur auf einzelne

Investments beschränkt, kann nicht zu sinnvollen Schlussfolgerungen

© Campus Verlag GmbH

kommen. Leider ist unter Privatanlegern die Beurteilung von Risiko auf

Einzelanlagenebene (oder manchmal Einzeldepotebene) statt auf Gesamt-

portfolioebene ein verbreiteter Denkfehler. Durch falsche Beratung ver-

stärken vielfach Finanzberater und die Finanzberichterstattung diesen

Fehler, statt ihn abzumindern.

Die Asymmetrie von Gewinn und Verlust

Einen bestimmten Geldbetrag zu verlieren schmerzt viel mehr, als es

Freude bereitet, den gleichen Geldbetrag zu gewinnen. Dies ist kein

Sprüchlein aus der Sonntagspredigt eines börsenfeindlichen Pfarrers,

sondern ein beinhartes, quantifizierbares Forschungsergebnis der Finan-

zökonomie. Weil das so ist, sind Sie im Zweifel gut beraten, sich eher der

konservativen, vorsichtigen Seite zuzuneigen. Übrigens: Wer im Jahr 1

einen Verlust von 30% produziert, muss im Jahr 2 einen Gewinn von 43%

erzielen, um überhaupt nur wieder bei null anzukommen. Wer im Jahr 1

einen Gewinn von 30% erzielt, und im Jahr 2 »nur« 23% Verlust macht,

steht bereits wieder bei null.

Schlechte Verhältnisse sind kein Risiko

Negative Umstände, auch jene, die sich in der Zukunft ereignen werden,

die bekannt und gewiss sind, werden ganz einfach beim »pricing«, das der

Markt von einem Investment fordert (also bei der Berechnung der erwar-

teten Rendite) berücksichtigt (»eingepreist«). Ein Investment in ein Unter-

nehmen, das in der Vergangenheit große Verluste auswies, nun schlechte

(bekannte) finanzielle Verhältnisse hat und ferner in einer Branche ope-

riert, die insgesamt schrumpft, ist allein deswegen nicht risikoreich oder

ein schlechtes Investment, denn diese unerfreulichen Verhältnisse liegen

ja alle offen und es ist eben *nicht* klar, dass dieses Unternehmen in Zukunft

schlechte Anlegerenditen abwerfen wird. Vielmehr besteht das Risiko eines

Investments in dieses Unternehmen lediglich darin, dass sich diese Ver-

hältnisse unerwartet weiter verschlechtern. Ein besseres Wort für Risiko

wäre daher eigentlich »Verschlechterungsgefahr«. Diese besteht bei einem

Unternehmen mit guten oder sehr guten Finanzkennzahlen und/oder Zu-

© Campus Verlag GmbH

kunftsaussichten grundsätzlich ebenso – in gewisser Weise ist sie sogar

höher, denn es ist normalerweise wahrscheinlicher, dass sich ein »Top-Un-

ternehmen« verschlechtert, als dass ein bereits schlechtes Unternehmen

noch weiter abrutscht. Bekannte schlechte Verhältnisse sind im Aktien-

kurs eines Unternehmens längst eingepreist, das heißt, der Kurs wird im

Verhältnis zum Cash Flow, den dieses Unternehmen erwirtschaftet, sehr

niedrig sein, das Unternehmen also ein niedriges KGV haben. Hässliche

Immobilien in schlechter Lage haben oft höhere Renditen als schöne Im-

mobilien in guter Lage. Fazit: Schlechte Umstände, die bekannt sind, sind

kein Risiko, denn der Markt preist sie ein.

Historisches Risiko versus zukünftig erwartetes Risiko

Risikomessung ist typischerweise davon motiviert, etwas über die Zukunft

herauszufinden. Trotzdem findet Risikomessung überwiegend via »Rück-

spiegel« statt – bei Investments anhand historischer Renditedaten. Das ist

nicht grundsätzlich schlecht oder falsch und es gilt für fast alle Daseins-

felder einschließlich anderer wissenschaftlicher Disziplinen wie Medizin

oder Geologie. Vor allem bei sozialen Systemen (z.B. Märkte) ist nahezu

all unser Wissen über die Zukunft aus der Vergangenheit abgeleitet. Den-

noch sollte man sich bei der Beurteilung und beim Denken über Risiko stets

zwei Risikokonzepte sauber auseinanderhalten: (a) historisches Risiko, z.B.

historische Volatilität (»Ex-Post-Risiko«) und (b) für die Zukunft »erwarte-

tes Risiko« (»Ex-Ante-Risiko«). Ex-Ante-Risiko ist direkt oder indirekt fast

immer aus dem Ex-Post-Risiko abgeleitet. Allerdings: Wenn sich Ex-An-

te-Risiko nicht materialisiert (was man erst nach Abschluss der relevan-

ten Prognoseperiode weiß), dann heißt das nicht, dieses Risiko hätte nicht

tatsächlich bestanden, und es heißt ebenso wenig, dass es falsch war, es zu

erwarten und »damals« planerisch in seine Investmentstrategie miteinzu-

beziehen. Dieser eigentlich triviale Sachverhalt muss betont werden, weil

Anleger – selbst Profis – immer wieder in die Risiko-Irrtumsfalle tappen

und behaupten oder glauben, ein Risiko, das sich im Rückblick als nicht

materialisiert herausstellt, sei deswegen »überschätzt« worden, oder es sei

ein Fehler gewesen, es zu berücksichtigen (vgl. **IB** »Strategie versus Ergeb-

nis«, Abschnitt 2.5). Wer so denkt, wird wohl kein guter Anleger werden.

© Campus Verlag GmbH

Das Risiko der »risikofreien« Anlage

Im Al gemeinen denken wir über Risiken im Sinne eines »Schockkonzepts«

nach. In dieser intuitiven »Denke« ist Risiko die Gefahr eines schädlichen

schlagartigen Ereignisses. Denken Sie z.B. an die drastischen Aktienmarkt-

einbrüche 1929 bis 1932, 2000 bis 2002 oder 2008 bis 2009. Außerhalb der

Investmentwelt könnte man sich folgende Beispiele für diese Art von Risiko

vorstellen: ein schwerer Autounfall, ein Blitzeinschlag, der eine Immobilie

zerstört oder eine Haftungsklage, weil das Nachbarskind unserer Fahrläs-

sigkeit wegen die Treppe hinuntergestürzt ist und sich schwer verletzt hat.

Es gibt aber auch eine ganz andere Art von Risiko: Schleichendes Risiko,

das sich in Tippelschritten peu à peu materialisiert und dessen kumula-

tive Wirkung, obwohl vielleicht ebenso schlimm, deswegen oft nicht be-

merkt wird. Einer der wichtigen Fälle auf dem Gebiet des Investierens ist

das »versteckte« Risiko des sogenannten »risikofreien« Investments, also

verzinsliche Bankguthaben und kurzfristige Staatsanleihen in Ländern

höchster Bonität. Ein Beispiel: Zwischen 1933 und 1998 (66 Jahre) wiesen

kurzfristige USA-Staatsanleihen eine reale (inflationsbereinigte) Null-

rendite auf. Für langfristige US-Staatsanleihen war das von 1941 bis 1999

(50 Jahre) der Fall. Ähnliche, mehrere Jahrzehnte währende Null-Rendi-

te-Perioden (mit in der Spitze bis zu 60% kumulativem, realem Verlust)

gab es in Großbritannien und anderen Ländern.31 Von 1933 bis 1998 be-

trug hingegen der reale Ertrag aus amerikanischen Aktien 27 700% ku-

mulativ oder 8,8% p.a. (Bei global diversifizierten Aktien hätte der Ertrag

in ähnlicher Größenordnung gelegen.) Obwohl die »risikofreie« Anlage

in Bezug auf »Schockrisiken« klar die risikoärmste Anlageform ist (siehe

hierzu Abschnitt 3.11), repräsentiert sie in Bezug auf die für die Vermö-

gensbildung entscheidende Fähigkeit, einen realen (inflationsbereinigten)

Vermögenszuwachs zu erzeugen, das höchste Risiko. Darauf hat der be-

kannte Finanzprofessor Jeremy Siegel in seinem Buch *Stocks for the Long*

Run schon 1994 eloquent hingewiesen (gut hierzu auch Bernstein 2013).

31 Den Fall Deutschland kann man hier nicht vergleichen: Anleger in deutschen Bankgut-

haben und Staatsanleihen erging es – aus anderen Gründen – noch viel schlechter. Sie

verloren 1922/23 auf einen Schlag 100% und 1948 rund 90% (ähnlich in Österreich, Japan, Russland und China).

90 Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs

© Campus Verlag GmbH

Sichtbares versus unsichtbares Risiko

Der amerikanische Investmentmanager und Buchautor Rick Ferri sagte ein-

mal: »Wenn Sie Ihr Investmentrisiko reduzieren wollen, dann schauen Sie

nicht mehr so oft hin.« Bei allem Sarkasmus steckt in dieser Aussage eine

Menge Weisheit: Sie erweisen sich einen Bärendienst, wenn Sie Ihren Port-

foliostand oder Depotauszug tagtäglich oder monatlich betrachten. Einmal

im Quartal oder alle sechs Monate genügt. Andererseits sollten Sie sich nie-

mals einreden (wie es leider viele Immobilienbesitzer tun), dass ein Risiko

allein deswegen nicht existiert, weil Sie es nicht täglich in der Zeitung sehen

können (wie die monatlichen oder jährlichen Schwankungen des Wertes kre-

ditgehebelter Immobilieninvestments, wie es die meisten Eigenheime sind).

Risiko hat eine Gewöhnungsdimension

Je länger wir einem bestimmten Risiko ausgesetzt waren und je intensiver

wir uns damit beschäftigt haben, desto tendenziell geringer erscheint es uns

(Gigerenzer 2014, S. 243 ff.). Das hat einerseits damit zu tun, dass wir durch

Erfahrung und Wissen eher in der Lage sind, Risiko zu vermeiden oder seine

negativen Folgen zu korrigieren, aber es hat – ebenso wichtig – auch damit

zu tun, dass der »Schrecken« subjektiv mit zunehmender Gewöhnung ab-

nimmt und daher leichter zu ertragen ist. Weil man bei der Vermögensbil-

dung aus Investieren umso besser vorwärtskommt, je mehr (wissenschaftlich

notwendige) Risiken man bewusst trägt (siehe oben), ist es vorteilhaft, viel

über das Finanzrisiko zu wissen und sich möglichst früh daran zu gewöhnen.

Nachdem wir bisher von Risiko in konzeptionel er Form gesprochen haben,

wollen wir uns nun noch kurz mit der Messung des Risikos von Finanz-

anlagen befassen. Nachfolgend fassen wir einige in der Finanzökonomie

verwendete Risikomesskonzepte zusammen.

Maximaler (historischer) kumulativer Verlust Der maximale kumulative Ver-

lust (engl. maximum drawdown), der sich irgendwann in der Betrachtungs-

periode ergeben hat. Die Kennzahl beantwortet die Frage: Wie schlimm

kann ein Rückschlag bei dieser Asset-Klasse maximal ausfallen, wenn man

langfristige historische Renditen zugrunde legt? (Was nicht ausschließt,

© Campus Verlag GmbH

dass es in Zukunft nicht noch schlimmer kommen könnte.) Der maximale

Drawdown ist eine Risikokennzahl, die für Privatanleger anschaulicher

und daher nützlicher ist als die Standardabweichung (Volatilität), auf die

wir weiter unten eingehen.

Anteil der negativen (historischen) Kalenderjahresrenditen Er ist definiert

als Anteil der negativen (nominalen oder realen) Jahresrenditen an allen

Jahresrenditen in einer historischen Betrachtungsperiode und beantwor-

tet die Frage (sofern man bereit ist, diese Zahl in die Zukunft zu extrapo-

lieren): Wie häufig muss ich mit einem (Kalender-)Jahresverlust rechnen,

wenn ich 20 Jahre oder mehr investiert bleibe?

Anzahl Monate (oder Jahre) mit der längsten realen (inflationsbereinigten his-

torischen Null-Rendite Eine Kennzahl, die in diesem Buch oft verwendet

wird, weil sie sehr anschaulich ist. Sie gibt die maximale Länge des Zeit-

raums an, den ein Investment benötigt, um nach einem Einbruch wieder

auf den früheren Höchststand am Beginn des Einbruchs »zurückzublät-

tern«, also alle kumulativen Verluste auszugleichen. Legt man der Berech-

nung nominale (nicht inflationsbereinigte Renditen) zugrunde, ist dieser

Zeitraum kürzer als bei Verwendung von realen Renditen.

Volatilität (Standardabweichung) Sie ist das in der Finanzökonomie am meis-

ten verbreitete Risikomaß, aber keineswegs das Einzige – und manche den-

ken, ein eher schlechtes (siehe z.B. Bernstein 2013). Allerdings lässt sie sich

leicht berechnen und ist in vielerlei Hinsicht besser geeignet für finanzma-

thematische Untersuchungen und Auswertungen als andere Risikomaße.

Ob das ein ausreichend guter Grund ist für die »Popularität« dieser Kenn-

zahl der wissenschaftlichen Finanzökonomie, sei einmal dahingestellt. Die

Bezeichnungen »Risiko«, »Volatilität«, »Standardabweichung« und »Vari-

anz« werden oft synonym verwendet (in diesem Buch benutze ich Volati-

lität und Standardabweichung gleichbedeutend). Die Standardabweichung

ist eine statistische Maßzahl für die Streuung einer Gruppe von Einzelwer-

ten um ihren arithmetischen (nicht geometrischen) Mittelwert (Durch-

schnitt) herum (zum Unterschied siehe Abschnitt 2.12). Man könnte die

Standardabweichung auch salopp als die durchschnittliche Abweichung

© Campus Verlag GmbH

vom Durchschnitt bezeichnen. In Bezug auf Wertpapierrenditen und -ri-

siken ist sie nützlich, wenn man die Streuung von Wertpapierrenditen im

Zeitablauf verstehen will. Allein die durchschnittliche Wertpapierrendite

zu kennen, z.B. über die letzten 20 Jahre, sagt ja über das Risiko, in einem

bestimmten Jahr oder in mehreren Jahren unter dem Durchschnitt zu lie-

gen, nichts aus. Aber genau darauf kommt es an. Die Standardabweichung

ist ein Schwankungs- oder Streuungsmaß, das auf die sogenannte Normal-

oder Gaußverteilung (die berühmte Gauß'sche Glockenkurve) angewendet

wird. Sehr viele natur-, wirtschafts-, sozial- und ingenieurswissenschaftliche

Daten sind normalverteilt, so z.B. die Anzahl von Sonnenstunden pro Jahr

an einem bestimmten Messort über die letzten 100 Jahre oder die Körper-

größen von 1 000 zufällig ausgewählten Bundesbürgern oder die prozentu-

ale Quote defekter Glühlampen in einer Lampenproduktionsanlage über

einen Monat. Wertpapierrenditen sind allerdings nur näherungsweise nor-

malverteilt. Hier einige Merkmale der Normalverteilung:

• Etwa 68% einer normalverteilten Gruppe von Werten liegen maximal

eine Standardabweichung vom Durchschnitt (Mittelwert) entfernt. Das

heißt, 34% der Werte liegen maximal eine Standardabweichung unter

dem Durchschnitt und 34% maximal eine Standardabweichung über

dem Durchschnitt. Ferner heißt das: Etwa eine Hälfte von 32% der Werte

(rund 16%) liegt mehr als eine Standardabweichung unter dem Mittel-

wert, während die andere Hälfte (16%) mehr als eine Standardabweichung

über dem Mittelwert liegt. Als praktischer Merksatz: Es ist zu erwarten,

dass etwa 16% (etwa jeder sechste Wert) schlechter als das arithmetische

Mittel abzüglich einer Standardabweichung sein wird. In diesem Buch

wird das arithmetische Mittel aus Platzgründen nie angegeben. In die-

sem Fall kann man ersatzweise das geometrische Mittel verwenden, das

ein etwas konservativeres Maß darstellt (etwas niedriger ist).

• Etwa 95% aller Werte liegen maximal zwei Standardabweichungen vom

Durchschnitt entfernt (das heißt, 47,5% der Werte liegen maximal zwei

Standardabweichungen unter dem Durchschnitt und 47,5% maximal

zwei Standardabweichungen über dem Durchschnitt).

• Etwa 99% aller Werte liegen maximal drei Standardabweichungen

vom Durchschnitt entfernt (das heißt, 49,5% liegen maximal drei Stan-

© Campus Verlag GmbH

dardabweichungen unter dem Durchschnitt und 49,5% maximal drei

Standardabweichungen über dem Durchschnitt).

Ein Praxisbeispiel zur Standardabweichung: Der amerikanische S&P-500-

Aktienindex verzeichnete von 1927 bis 2014 (87 Jahre) in USD eine durch-

schnittliche reale, arithmetische Durchschnittsrendite von 9,0% p.a. und

eine geometrische Rendite von 7,1% p.a. Die Standardabweichung um den

arithmetischen Mittelwert (9,0%) herum betrug etwa 20%. Wir können

somit erwarten, dass auf sehr lange Sicht betrachtet etwa jede sechste Jah-

resrendite schlechter als –11% p.a. sein wird32. Weist eine Aktie oder ein In-

vestmentfonds eine hohe Volatilität, also Standardabweichung auf, ist er

auch großen Wertschwankungen unterworfen. In einem Bullenmarkt steigt

dieser Fonds tendenziell stärker an als der Gesamtmarkt und in einem Bä-

renmarkt wird er deutlicher einbrechen. Umgekehrt bedeutet eine niedrige

Volatilität, dass nur geringe Wertschwankungen im Zeitablauf zu erwar-

ten sind. Festverzinsliche Wertpapiere, Rentenfonds und Geldmarktfonds

sind weniger volatil als Aktienfonds. (Das heißt nicht, dass eine Bundesan-

leihe in einem einzelnen Monat nicht auch eine stärkere Wertschwankung

haben kann als die Siemens- Aktie – aber es ist zu erwarten, dass es nicht

oft vorkommen wird.) Tendenziell kann man sagen, dass je breiter ein In-

vestmentfonds diversifiziert ist (je mehr verschiedene Einzeltitel er enthält),

desto niedriger auch seine Standardabweichung ausfäl t. Eine einzelne Aktie

ist stets volatiler als ein Korb von Aktien, der diese einzelne Aktie enthält;

ein breiter Investmentfonds (und Indexfonds sind die breitesten innerhalb

ihrer Asset-Klasse) ist weniger volatil als eine Handvoll Aktien in einem ty-

pischen Anlegerportfolio; und mehrere Investmentfonds zusammen sind,

wenn sie unterschiedliche Asset-Klassen repräsentieren, weniger volatil als

ein einzelner Investmentfonds. Genauso wie Renditen ändern sich auch

Standardabweichungen im Zeitablauf, allerdings viel weniger als Rendi-

ten. Andererseits gilt leider auch, dass sie in Börsenabschwungphasen meist

vorüber gehend zunehmen.

32 9,0% minus 20% = –11%. »Jede 6. Jahresrendite«, weil bei einer Normalverteilung ca. 32%

aller Jahresrenditen weiter als eine Standardabweichung (hier 20%) vom arithmetischen

Mittelwert entfernt sein werden. 16% ist die Hälfte von 32%, da uns hier ja nur die Renditen *unterhalb* des Mittelwerts interessieren. 16% entspricht etwa einem Sechstel, also jeder 6. Jahresrendite.

© Campus Verlag GmbH

Das Sharpe Ratio Die Renditen zweier Wertpapiere können nur durch eine

Risikoadjustierung (Risikogewichtung, Risikoanpassung) objektiv mitei-

nander verglichen werden, denn eine höhere Rendite mit einem höheren

Risiko in Bezug auf Wertschwankungen ist nicht unbedingt einer nied-

rigeren Rendite mit niedrigerem Risiko vorzuziehen (Problem des Äp-

fel-Birnen-Vergleichs). Die einfachste Form der Risikoadjustierung beim

Renditevergleich besteht darin, dass man grundsätzlich nur Renditen ver-

gleicht, die zur selben Asset-Klasse gehören, also etwa die Aktien zweier

Automobilhersteller (Äpfel-Äpfel-Vergleich). Da das in der Praxis aber

oft nicht möglich ist, behilft man sich z.B. damit, dass die durchschnitt-

lichen Renditen während eines hinreichend langen Zeitraums zum ent-

sprechenden Risiko ins Verhältnis gesetzt, sprich durch dieses dividiert

werden. Das Ergebnis ist dann eine objektiv vergleichbare Renditezahl

bezogen auf eine Einheit Risiko. Die bekannteste Kennzahl hierfür ist

das Sharpe Ratio, eine Kennzahl, die – in ihrer einfachsten Form – die

Durchschnittsrendite eines Fonds oder eines anderen Portfolios im Be-

trachtungszeitraum durch seine Standardabweichung (siehe oben) divi-

diert. (Typischerweise wird im Zähler die risikofreie Rendite zuerst von

der Rendite des Fonds oder Portfolios abgezogen.) Das Sharpe Ratio ist

somit eine risikoadjustierte (risikobereinigte) Renditekennzahl (keine

reine Risikokennzahl), welche die »Überschuss«- Rendite (Excess Return)

pro Einheit der Standardabweichung (pro Risikoeinheit) ausdrückt, und

damit ein besserer Vergleichsmaßstab zwischen Fonds, als die Rendite

oder die Standardabweichung (Volatilität) alleine. Das Sharpe Ratio ist

nur im »relativen«, vergleichenden Kontext aussagekräftig. Als isolierter

Einzelwert (ohne Vergleich) lässt sich wenig damit anfangen.

Value at Risk (VaR/Wert im Risiko) Ein Risikokonzept, das sich in erster Linie

auf die Zukunft bezieht. Der VaR kann aber auch für historische Daten be-

rechnet werden. In Bezug auf Wertpapierrenditen ist er diejenige negative

Rendite (Verlust), die mit einer bestimmen Wahrscheinlichkeit (z.B. 5%)

nicht unterschritten wird. Umgekehrt ist das diejenige negative Rendite, die

mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit (hier 95%) überschritten wird. Die

VaR-Angabe bezieht sich dabei immer auf einen bestimmten Zeitraum, z.B.

einen Monat, ein Jahr oder zehn Jahre. Wichtig hierbei: Der VaR gibt nicht an,

© Campus Verlag GmbH

Tabelle 7: Illustration des Referenzrahmenrisikos

Nominale geometrische Rendite p.a.

Weltportfolio

in DM bzw. Euro

(100% RBT)

DAX

WPF minus Dax

Gesamtzeitraum 1975–2014 (40 Jahre)

11,0%

10,2%

+0,8%

1975–1979 (5 Jahre)

19,5%

8,8%

+10,7%

1980–1984 (5 Jahre)

26,5%

16,9%

+9,6%

1985–1989 (5 Jahre)

10,2%

18,4%

–8,2%

1990–1994 (5 Jahre)

5,7%

4,6%

+1,1%

1995–1999 (5 Jahre)

13,5%

27,9%

–14,4%

2000–2004 (5 Jahre)

1,1%

–9,1%

+10,2%

2005–2009 (5 Jahre)

4,7%

7,0%

–2,2%

2010–2014 (5 Jahre)

4,4%

5,4%

–1,0%

Standardabweichung der Jahresrenditen

18,1%

26,3%

–

Maximaler kumulativer Verlust

–54% (Feb. 2009)

–70% (Feb. 2003)

–

Anteil Kal.-jahre mit neg. nominaler Rendite

23%

28%

–

Sharpe Ratio

0,43

0,34

–

Ohne Kosten und Steuern. ► Daten: MSCI, S&P, Bloomberg, Bundesbank. ► RBT = Risikobehafteter Portfolioteil. ► Zur geometrischen Durchschnittsrendite siehe Abschnitt 2.12. ►Weltportfolio siehe Abschnitt 4.3.

wie schlecht der schlechteste al er Fäl e ist oder wie schlecht die schlechteren

Fäl e unterhalb des VaR-Wertes im Durchschnitt sind. Der VaR gibt lediglich

den »Trennpunkt« an. Aus Privatanlegersicht ist das eine Schwäche dieser

(nicht intuitiven) Risikokennzahl. Aufgrund der begrenzten Datenmenge,

die für die Einschätzung von Wertpapierrenditen über mehrere Jahrzehnte

hinweg zur Verfügung steht, ist die Berechnung des VaR für diese Zwecke

generell problematisch. Der VaR wird in diesem Buch nicht angegeben.

Shortfall Risk (Unterschreitungsrisiko) Eng mit dem Value at Risk verwandt.

Ein Risikokonzept, das sich in erster Linie auf die Zukunft bezieht (daher

auch »Expected Shortfall« genannt), aber auch für historische Daten be-

rechnet werden kann. Shortfall Risk gibt die durchschnittliche Rendite

für die z.B. 5% schlechtesten Szenarien aus einer Grundgesamtheit von

Szenarien an. Die Angabe bezieht sich auf einen bestimmten Zeitraum.

Beispiel: Die durchschnittliche Rendite der 50 schlechtesten Szenarien

aus insgesamt 1 000 Szenarien (siehe oben unter »Value at Risk«). Die Sze-

© Campus Verlag GmbH

narien, die besser sind als der »Trennpunkt« (hier 5%), werden ignoriert

(Nichtbeachtung der *Upside*, die der *Downside* gegenübersteht). Die Pro-

blematik bezüglich vorhandener historischer Datengrundlage, die oben

für den VaR genannt wurde, trifft hier ebenfalls zu.

Referenzrahmenrisiko Der wohl einflussreichste Ökonom des 20. Jahrhun-

derts, John Maynard Keynes, sagte einmal: »Die Erfahrung bestätigt, dass

es für die Reputation eines Mannes besser ist, gemeinsam mit allen anderen

zu scheitern, als alleine Erfolg zu haben.« Keynes hatte Recht: Wir alle sind

notorische Konformisten. Wenn unsere Erfolge und Misserfolge nicht paral-

lel zu unserer unmittelbaren Referenzwelt verlaufen, sind wir höchst beun-

ruhigt, selbst wenn wir im Durchschnitt »vorne liegen«. Auch die moderne

psychologische Finanzforschung (Behavioural Finance) bestätigt, dass es

uns bei der psychischen Verarbeitung von Verlusten in erster Linie darum

geht, wie wir im Verhältnis zu einer für uns relevanten Vergleichsgruppe

(z.B. deutsche Privatanleger oder Freunde/Kollegen im Unterschied etwa

zu britischen Anlegern) abgeschnitten haben, und kaum darum, wie diese

Verluste absolut oder relativ zu einem globalen Maßstab einzustufen sind.

Tabel e 7 il ustriert dieses Phänomen. Die Möglichkeit der vorübergehenden

Underperformance gegenüber einer für uns subjektiv relevanten Benchmark

(**IB**, Abschnitt 1.1) wird als Referenzrahmenrisiko (frame of reference risk)

bezeichnet, von dem sich viele Anleger in die Irre führen lassen.

Das Weltportfolio ist besser diversifiziert als der DAX und weist daher ein

niedrigeres Risiko auf, dennoch ist seine Rendite über den Gesamtzeitraum

höher (Tabel e 7). Ungeachtet dessen hätten viele deutsche Anleger in die-

ser Situation dem Weltportfolio kritisch gegenübergestanden, weil in der

Hälfte der acht Fünf-Jahres-Zeiträume das Weltportfolio vom DAX geschla-

gen wurde; dasselbe galt in 17 von 40 einzelnen Jahren, also mehr als 40%

al er Jahre. Der DAX ist jedoch für deutsche Aktienanleger die wichtigste

Bezugsgröße. Schlechter als der DAX zu liegen, zumal über fünf Jahre hin-

weg, verkraften viele Aktienanleger nicht, selbst wenn ihre Asset-Al okation

eine höhere erwartete Rendite hat. Das ist zwar irrational, aber dennoch

ein Faktum – und eines, das schon Keynes vor 80 Jahren bewusst war. Tritt

nun ein solcher mehrjähriger Rückstand eines international diversifizierten

© Campus Verlag GmbH

Portfolios gegenüber dem DAX auf, verabschieden sich viele Eigentümer des

internationalen Portfolios ungeduldig und verängstigt von der in Wirklich-

keit überlegenen Strategie, realisieren später kaum noch rückgängig zu ma-

chende Verluste, verursachen hohe Transaktionskosten und besiegeln eine

langfristige Underperformance. Und das obwohl von vornherein klar war:

Ein international diversifiziertes Aktienportfolio mit Value-, Smal - Cap- und

Schwel enländer-Anteil wird trotz höherer Gesamtrendite und trotz niedri-

geren Risikos ein schlecht diversifiziertes Portfolio mit Home Bias wie den

DAX langfristig wohl in mehr als einem Drittel al er Kalenderjahre under-

performen – und nicht selten sogar über fünf Jahre hinweg. Der Grund für

das häufige Kapitulieren der Anleger vor diesem Phänomen liegt in der zu

starken emotionalen Orientierung an der eigenen Umwelt (frame of reference).

In dieser Umwelt (Freunde, Kol egen, Medien) investieren die meisten von

uns bewusst oder unterbewusst nur oder vorwiegend in deutsche Standard-

werte, auch wenn das aus rationaler Sicht ein Fehler ist. Einer der wesentli-

chen Gründe: Es kommt uns unterbewusst nicht darauf an, die bestmögliche

Risiko-Rendite-Kombination zu erreichen, sondern auf die geringstmögliche

Abweichung auf Jahresbasis zu unserem ganz persönlichen Referenzrahmen –

und dieser ist für die meisten Anleger in Deutschland der DAX.

Infobox: Hat das Aktienrisiko in den letzten Jahren zugenommen?

Dass das Aktienrisiko »seit Jahren« zunehme, ist immer wieder in den

Medien zu lesen oder wird oft von Finanzberatern und Bankern, die ihre

sogenannten »sicheren« Produkte verkaufen wollen, behauptet. Diese

Aussage ist falsch. Seit Anfang der 70er Jahre hat sich z.B. die rollierende

Standardabweichung der jeweils vorhergehenden 60 Monate nicht grund-

sätzlich erhöht und war in diesen etwa 45 Jahren überdies niedriger als in

der ersten Hälfte des 20. Jahrhunderts. Auch andere Risikoindikatoren wie

der bekannte »VIX Index (siehe Wikipedia »CBOE Volatility Index«) führen zur

gleichen Schlussfolgerung. Dass es in den vergangenen fünf Jahrzehnten

beträchtliche temporäre Schwankungen der Volatilität gab und dass von

etwa 2000 bis 2009 die Volatilität vorübergehend stieg (danach sank sie wie-

der), rechtfertigt nicht, von einem generell gestiegenen Risiko zu sprechen.

© Campus Verlag GmbH

Renditereihenfolgerisiko Bei der Errechnung des Vermögensendwertes

eines einmaligen, anfänglichen Investments, genauso wie bei der geome-

trischen Rendite, spielt die Reihenfolge der einzelnen Jahresrenditen keine

Rolle. Das heißt, man kann die positiven und negativen Jahresrenditen,

z.B. innerhalb eines Zeitfensters von 20 Jahren beliebig gegeneinander

vertauschen – es ergibt sich stets derselbe Investmentendwert (es gilt das

»Vertauschungsgesetz«, das wir im Mathematikunterricht kennengelernt

haben). Es besteht hier somit kein »Renditereihenfolgerisiko«. Allerdings

ist ein einmaliges Investment, das über 20 Jahre oder auch nur 5 Jahre

keinerlei Mittelzuflüsse oder -abflüsse verzeichnet, eine herzlich unre-

alistische Angelegenheit. In der Praxis werden so gut wie alle Portfolios

im Zeitablauf durch zusätzliches Sparen oder aber durch Entsparen, also

Mittelverbrauch (besonders in der Ruhestandsphase eines Haushaltes), ge-

kennzeichnet sein. Bei einem solchen Portfolio, das Mittelzuflüsse- oder

-abflüsse verzeichnet, hat die spezifische Reihenfolge der einzelnen Jah-

resrenditen jedoch einen erheblichen Einfluss auf den Portfolioendwert.

Am stärksten macht sich dieser Einfluss bei einem Portfolio, das nur noch

Abflüsse verzeichnet (und sich somit in der Verbrauchsphase befindet), be-

merkbar. Das Vertauschungsgesetz gilt hier nicht, was sich anhand eines

kleinen Gedankenexperiments illustrieren lässt. Tabelle 8 zeigt in Spalte B

die Jahresrenditen des MSCI World-Aktienindex (in Euro) in den 15 Jah-

ren von 1995 bis 2009 (einschl. zwei sehr starker Aktienmarktkrisen). Ein

anfängliches Einmalinvestment hätte in diesen 15 Jahren eine nominale

geometrische Rendite von 5,6% p.a. erzielt. In Spalte C habe ich diese Jah-

resrenditen willkürlich »ungünstig« vertauscht, das heißt schwerpunkt-

mäßig die negativen Renditen in die ersten Jahre verschoben, wobei ich

bewusst nicht den denkbar schlechtesten Fall konstruiert habe. In Spalte D

geschah das Gegenteil; dort habe ich tendenziell die hohen Renditen in

den Anfangsjahren konzentriert und die niedrigen (negativen) tendenzi-

ell in den Schlussjahren. Die Spalten E bis G zeigen die Entwicklung von

drei Portfolios, die auf die Renditereihenfolgen in den Spalten B, C und D

gründen. Dabei wurde ein Anfangsinvestment von 250 000 Euro und da-

nach eine jährliche Entnahme von 20 000 Euro (also 8% des Anfangswer-

tes) unterstellt (die Eurobeträge in den Spalten E bis G sind gerundet).

Das Originalrenditenportfolio (Spalte E) steht nach 15 Jahren (2009) bei

© Campus Verlag GmbH

einem Endwert von knapp 234 000 Euro, also nahe am Anfangswert, was

erfreulich erscheint, wenn man bedenkt, dass die geometrische Durch-

schnittsrendite mit 5,6% p.a. unterhalb der anfänglichen Entnahmerate

von 8% lag. In der »Pechvogelspalte« F hat das Renditereihenfolgerisiko

schlimm zugeschlagen. Schon in Jahr 9 (2003) ist das Portfolio vollständig

aufgebraucht. In der »Glückspilzspalte« G ist das Portfolio trotz der rela-

tiv hohen Entnahmerate (höher als die geometrische Durchschnittsren-

dite) sogar noch auf erstaunliche 270 000 Euro gewachsen, weil die hohen

Jahresrenditen überwiegend am Anfang und die niedrigen bzw. negativen

überwiegend am Ende der Gesamtperiode auftraten.

Tabelle 8: Illustration des Renditereihenfolgerisikos

A

B

C

D

E

F

G

Original-

Jahresrenditen Jahresrenditen

Portfolio:

Portfolio:

Portfolio:

renditen: MSCI

ungünstig

günstig

Originalverlauf Verlauf gemäß Verlauf gemäß

World in Euro

vertauscht

vertauscht

gemäß Spalte B

Spalte C

Spalte D

1994

250 000 €

250 000 €

250 000 €

1995

10,7%

–31,7%

10,7%

256 700 €

150 700 €

256 700 €

1996

24,2%

11,3%

24,2%

298 800 €

147 700 €

298 800 €

1997

35,7%

–37,2%

35,7%

385 600 €

72 700 €

385 600 €

1998

15,6%

6,9%

15,6%

425 700 €

57 700 €

425 700 €

1999

46,8%

46,8%

–31,7%

605 000 €

64 700 €

270 600 €

2000

–6,6%

15,6%

46,8%

545 200 €

54 800 €

377 300 €

2001

–12,0%

–6,6%

11,3%

459 900 €

31 200 €

399 900 €

2002

–31,7%

–12,0%

6,9%

293 900 €

7 500 €

407 700 €

2003

11,3%

–1,1%

26,3%

307 100 €

0

494 900 €

2004

6,9%

35,7%

8,2%

308 400 €

☹

515 600 €

2005

26,3%

26,3%

26,8%

369 600 €

☹

633 900 €

2006

8,2%

8,2%

–1,1%

379 900 €

☹

607 100 €

2007

–1,1%

26,8%

–6,6%

355 900 €

☹

547 100 €

2008

–37,2%

10,7%

–12,0%

203 300 €

☹

461 600 €

2009

26,8%

24,2%

–37,2%

237 900 €

☹

269 700 €

Arithm. Ø

8,3%

8,3%

8,3%

Daten: MSCI. ► Ohne Kosten und Steuern.

© Campus Verlag GmbH

Die konkrete Reihenfolge von Jahresrenditen (genau genommen sogar

Monatsrenditen) spielt eine große Rolle für den Portfolioendwert und die

korrekt gemessene Anlegerrendite im Sinne eines internen Zinsfußes und

des Vermögensendwertes, sofern das Portfolio im Laufe der Zeit Mittelzu-

flüsse oder -abflüsse erfährt. Dieses Risiko wird von Bankbetreuern und

Vermögensberatern oft übersehen oder ignoriert und nur selten in ihrer

Beratungspraxis erwähnt. Wer eine »sichere«, das heißt »nachhaltige«

Entnahmerate plant (sei es mit oder ohne Verbrauch des Kapitals), muss

dieses Risiko berücksichtigen. Je höher der Anteil kurz- und mittelfris-

tiger Staatsanleihen im Portfolio ist, desto näher kann eine nachhaltige

Entnahmerate an der erwarteten Rendite des Portfolios liegen (nach Be-

rücksichtigung von Kosten und Steuern).

1 .11 Warum Anleger noch immer das Verliererspiel des

aktiven Managements spielen

»Wenn Sie den größten Gefahrenherd für Ihre finanzielle Zukunft sehen

wollen, gehen Sie nach Hause und schauen Sie in den Spiegel.«

Jonathan Clements, Redakteur beim Wall Street Journal, Finanzbuchautor

Obwohl es bei genauerer Betrachtung ein Fiasko ist, spielen noch immer

mehr als 90% aller Privatanleger das »Verliererspiel« des aktiven Portfoli-

omanagements – und Indexing auf der Basis von Buy and Hold wird nur

langsam populärer. Da nun die Wissenschaft die Hoffnung, dass aktive

Strategien für Privatanleger rational begründet und erfolgversprechend

sein könnten, in den vergangenen Jahrzehnten hundert-, wenn nicht gar

tausendfach infrage gestellt oder widerlegt hat, drängt sich die Frage auf:

Warum dominiert aktives Anlagemanagement bei Privatanlegern noch

immer unangefochten?

Wie die Wertpapiermärkte tatsächlich funktionieren 101

© Campus Verlag GmbH

Grund Nr . 1: Die Desinformationspolitik der Finanzbranche. Banken, Vermö-

gensberater und Fondsgesellschaften verdienen umso mehr, je häufiger

ein Anleger neue Wertpapiere oder Fonds kauft und alte verkauft. Diese

Erträge für die Finanzbranche (aus Sicht des Anlegers handelt es sich um

renditesenkende Transaktionskosten) betragen bei Indexing-Produkten

aber typischerweise nur ein Zehntel bis ein Fünftel. Hinzu kommt, dass

sich nur relativ wenige Bankangestellte im Privatkundengeschäft jemals

mit Finanzmarkttheorie beschäftigt haben, selbst die Mehrzahl derjeni-

gen nicht, die direkt in der Wertpapierberatung tätig sind. Etwa 750 Milli-

arden Dollar an Gebühren, welche die globale Finanzbranche jährlich aus

der Vermögensverwaltung und dem Wertpapierhandel vereinnahmt, sind

ein mächtiger Anreiz, die Dinge zu lassen, wie sie sind.

Grund Nr . 2: Die Totschweigepolitik der Medien. Nicht nur die Finanz-

institute, auch die Medien haben durch die Verbreitung von Indexing-Pro-

dukten beträchtlich zu verlieren. Warum? Nun, ein Indexer benötigt weder

wöchentlich erscheinende, hektische Anlagetipps noch marktschreierische

Anlageempfehlungen im Internet, laufend wechselnde Fonds-Rankings

oder reißerische Porträts von »Star-Fondsmanagern«. Stattdessen prak-

tiziert er gelassen eine Buy-and-Hold-Strategie, die sich an Indizes und

Asset-Klassen orientiert und die er nur alle ein oder zwei Jahre ein wenig

neu austarieren muss. An der ausführlichen Berichterstattung über eine

solche Anlagestrategie können Investment-Blogger, Finanzpresse und Bu-

siness-Rundfunkkanäle kein Interesse haben. Nicht nur gingen ihnen buch-

stäblich die Berichtsthemen aus, sondern sie müssten zudem befürchten,

dass die Fondsgesellschaften, Banken und Broker die Werbung in ihren

Medien drosselten oder gar einstellten.

Grund Nr . 3: Das Investment-Know-how und die Psyche des Anlegers selbst.

Viele Anleger kennen einfach die Grundaussagen der *Modernen Portfolio-*

theorie nicht, welche die Schädlichkeit des aktiven Portfoliomanagements

für Privatanleger – gemessen an rationalen, wissenschaftlichen Kriterien –

nachgewiesen hat. Und tatsächlich erscheint sie ja auch in vielerlei Hinsicht

»kontraintuitiv«, das heißt, sie läuft in manchen Punkten dem gesunden

© Campus Verlag GmbH

Menschenverstand zuwider. Auch widerspricht sie vielen gängigen, aber

falschen Meinungen und Binsenweisheiten über die Vermögensanlage.

Manche dieser Binsenweisheiten wurden und werden von unseren Groß-

eltern, Eltern und besten Freunden verbreitet. Sie über Bord zu werfen,

fällt nicht leicht.

• Die Annahme, dass harte Arbeit und viel Fachwissen auch bei Wertpa-

pieranlagen – wie auf den meisten Gebieten des Lebens – zum Erfolg

führen, ist fest in der Psyche der meisten Menschen verankert. Da aber

Indexing in gewisser Weise auf einer »Nichtstun-Philosophie« basiert,

wollen oder können viele Anleger diesen Ansatz, selbst wenn sie darü-

ber informiert worden sind, emotional nicht akzeptieren. Wertpapieran-

lagen sind jedoch eine der vermutlich wenigen Ausnahmen von der an

sich richtigen Lebensregel, dass harte Arbeit am ehesten zum Ziel führt.

• Die wirtschaftswissenschaftliche Spezialdisziplin Behavioural Finance

(Verhaltensökonomie) hat inzwischen gezeigt, dass viele Anleger an

einem »Overconfidence Bias« (das heißt einer systematischen Selbst-

überschätzung) leiden: Richard Thaler von der Universität Chicago, ein

Pionier dieser Disziplin, erläutert hierzu: »Wenn Sie zufällig ausgewähl-

ten Personen die Frage stellen: ›Wie stufen Sie Ihre Fähigkeit ein, mit

anderen Menschen zurechtzukommen?‹, dann antworten 90% ›über-

durchschnittlich‹. Und 90% aller Fondsanleger glauben auch, dass sie

überdurchschnittlich gut Fonds auswählen können.« Es liegt auf der

Hand, dass nicht 90% aller Befragten überdurchschnittlich sein kön-

nen. Bereits Alfred Cowles, ein erfolgreicher amerikanischer Investor

und Finanzwirtschaftler, der in den 30er Jahren die empirische Finanz-

marktforschung begründete, sagte 1974: »Aktive Investoren wollen ein-

fach glauben, dass irgendjemand Aktienkurse vorhersagen kann. Eine

Welt, in der keiner dazu fähig ist, kann für sie fürchterlich beängsti-

gend sein.«

• Und schließlich – seien wir ehrlich – lassen sich viele Anleger bei ihren

Investments unbewusst von mehreren unschönen Eigenschaften trei-

ben: Gier, Neid, Ungeduld, Bequemlichkeit und Gutgläubigkeit. In

© Campus Verlag GmbH

dieser Gemütsverfassung sind sie willige Opferlämmer einer Finanz-

branche, die, wie oben erwähnt, primär Verwaltungsgebühren und

Trading-Kommissionen vereinnahmen will, auch wenn das zulasten

der Anlegerrendite geht.

»Indexing ist wie Farbe beim Trocknen zusehen oder wie seine eigene

Schwester küssen. Todlangweilig. Es geschieht halt …« – so der Wirt-

schaftsnobelpreisträger Paul Samuelson. Und damit hatte er wohl Recht.

In der Tat ist Vermögensanlage für viele Menschen nicht nur ein notwen-

diges Übel im Rahmen der Altersvorsorge (wie für den Autor), sondern

ein spannendes Hobby, das Spaß machen soll. Da geht es um Geld, um

prominente Stars (Super-Fondsmanager), um Geheimtipps und Gerüchte,

darum schlauer zu sein als die anderen, um das Bedürfnis der Selbstbestä-

tigung, um ökonomische Trends, schnelle Gewinne und Verluste und um

Risiko. Manch einer liebt diesen Kick, den eine passive Anlagestrategie

nicht bietet. Passives Investieren – schon der Name sagt es – ist im Ver-

gleich dazu dröge, sehr rational und es taugt nicht für »heiße Storys«, die

man in der Firmencafeteria oder bei einer Cocktailparty erzählen kann.

In diesem Kapitel haben wir gesehen, wie Wertpapiermärkte wirklich

funktionieren. Diese Wirklichkeit unterscheidet sich beträchtlich von der

Barbiepuppenwelt in den Finanzmedien, die vorwiegend aus »Vom-Tel-

lerwäscher-zum-Millionär«-Geschichten, »Wer-nicht-wagt-der-nicht-ge-

winnt«-Unsinn, »Gurus«, »Reichmachern«, »Geheimtipps«, »Jahrhun-

dert-Investmentchancen«, »Powerstrategien« und »The New Normal«

(»Jetzt ist alles anders«) besteht. In diesem Sinne beschäftigen wir uns im

nächsten Kapitel mit 18 Anlegerirrtümern, zu deren Beseitigung die Fi-

nanzbranche und -medien kaum etwas beitragen.

© Campus Verlag GmbH

2 Lassen Sie sich nicht täuschen:

18 verhängnisvolle Anlegerfehler

2 .1 Fehler 1 – Sich an historischen Renditen von Fonds und aktiven Investmentstrategien orientieren

»Aktive Fondsmanager auf der Basis vergangener Renditen auszuwählen ist eine hirnlose Verliererstrategie.«

Frank Armstrong, Geschäftsführer von Investor Solutions, Inc., Finanzbuchautor

Der Performance von Fonds in der Vergangenheit – z.B. während der zurückliegenden zwölf Monate oder fünf Jahre – wird in den Medien eine Aufmerksamkeit zuteil, die an Besessenheit grenzt. Umfangreiche Artikel mit aufwändigen Renditevergleichstabellen, die oft 500 oder mehr Fonds umfassen, erscheinen in regelmäßigen Abständen in den Anlegerzeitschriften wie *Capital, Finanztest, Euro, Börse-Online* oder *Focus Money.*

Auch Tageszeitungen wie die *FAZ* und Wochenmagazine wie *Focus* publi-

zieren solche Performance-Rankings, oft begleitet von Interviews mit den

»Star-Managern« der in den Tabellen ganz oben stehenden Fonds.

Hinter diesem starken Interesse für vergangenheitsbezogene Fonds-

renditen steht die Überzeugung, Fonds mit hohen historischen Rendi-

ten würden auch in der Zukunft zu den Gewinnern zählen. Folgerichtig

ist die vergangenheitsbezogene Rendite, zusammen mit Fonds-Ratings

(siehe Abschnitt 2.8), das mit großem Abstand wichtigste Auswahl-

kriterium der Anleger für neue Fondsanlagen. Aufgrund der hohen

Mittelzuflüsse verdient die Fondsbranche mit den jüngst erfolgreichen

Fonds am meisten (Ausgabeaufschläge, Verwaltungsgebühr) und wirbt

fast ausschließlich für diese Fonds, was bei den Anlegern den von Haus

aus vorhandenen Irrglauben noch weiter verstärkt, vergangene Rendi-

ten seien ein sinnvolles Auswahlkriterium. Diese Tatsachen stehen in

einem für viele Anleger möglicherweise schwer zu akzeptierenden Ge-

© Campus Verlag GmbH

gensatz zu der folgenden, vielfach wissenschaftlich bewiesenen Aussage

der Finanzökonomie:

Historische Renditen haben praktisch keinen Prognosewert für zukünf-

tige Renditen. Die Wahrscheinlichkeit, dass ein »Outperformer-Fonds« der

Vergangenheit auch in der Zukunft wieder zu den Spitzenfonds in seinem

Segment zählen wird, ist praktisch nicht höher als für jeden anderen zu-

fällig ausgewählten Fonds, wenn man die etwa 10% umfassende Gruppe

der schlechtesten Fonds ausnimmt (vgl. Tabellen zu Performance-Kon-

tinuität in Abschnitt 1.1). Der mit der künftigen Netto-Performance am

stärksten verknüpfte (korrelierte) Einzelfaktor ist nicht die historische Per-

formance, sondern die Gesamtkostenquote des Fonds (das *Total Expense*

Ratio, siehe folgender Abschnitt). Fonds mit hoher Gesamtkostenquote

liegen statistisch häufiger im untersten Quintil (20%) als Fonds mit niedri-

ger Gesamtkostenquote.

Neben der bereits dargestellten Beobachtung, dass die große Mehrzahl

aller Fonds an ihrem Benchmark-Index scheitert, wurde kaum ein anderer

Sachverhalt im Zusammenhang mit Investmentfonds von der Wissenschaft

so aufwändig, so präzise und mit so beständigen Ergebnissen untersucht.

Fazit: Es gibt keine Performance-Konstanz und daher ist es sinnlos oder

schädlich, historischer Rendite hinterher zu investieren.

Ein ähnlich sinnloses, ebenfalls vergangenheitsbezogenes Unterfan-

gen ist es, sich auf die »Markowitz-Methode« zu verlassen. Unter Anwen-

dung dieses statistischen Verfahrens (im Fachjargon »Mean Variance

Optimisation«/MVO), gaukeln manche Finanzberater ihren Privatkun-

den mit viel grafischem Klimbim vor, könne man »optimale« Portfolios

für die Zukunft strukturieren. Dieses in der Theorie elegante Modell ist

exzellent dazu geeignet, die Vorteilhaftigkeit von Diversifikation inner-

halb von Asset-Klassen und über Asset-Klassen hinweg für *historische*

Portfolios zu belegen, scheitert allerdings an der Aufgabe eine »optimale«

Asset-Allokation für die Zukunft zu ermitteln33. Die Methode scheitert,

33 Harry Markowitz erhielt dafür zu Recht den Wirtschaftsnobelpreis. Leider hat die Finanzbranche einige seiner bahnbrechenden Erkenntnisse missbraucht, indem sie die

© Campus Verlag GmbH

weil sie voraussetzt, dass zukünftige Renditen, Standardabweichungen

und Korrelationen (genauer: Kovarianzen) mehrerer Asset-Klassen mit

einer gewissen Präzision zuverlässig und langfristig vorhergesagt werden

können. Die Prognosen werden direkt oder indirekt aus Vergangenheits-

daten abgeleitet. Da aber Vergangenheitsdaten für die Zukunft – jeden-

falls was Zeiträume bis etwa zehn Jahre angeht – irrelevant sind, kann

auch die Markowitz-Methode hier nicht funktionieren (Steinman 2013).

Die Schlussfolgerung ist daher einfach: Sobald Sie hören, dass jemand Ihr

Portfolio mittels der »Markowitz-Methode« strukturieren will, sollten Sie

sich schnellstens woanders umsehen.

2 .2 Fehler 2 – Nebenkosten des Investierens unterschätzen

»Wenn Sie davon ausgehen, dass Aktienfonds risikolose, kurzlaufende

Staatsanleihen langfristig um rund 6 Prozentpunkte schlagen und Sie zu-

gleich 1,5% an laufenden Gebühren für Ihre Anlage bezahlen, dann haben

Sie bereits 25% der Prämie verschenkt, die Ihnen der Markt dafür zahlt,

dass Sie Aktienrisiko tragen.«

Wil iam Sharpe, Wirtschaftsnobelpreisträger

Eine triviale, aber gern ignorierte Einsicht lautet: Wertpapiere handeln

(Traden) kostet Geld. Im Ökonomendeutsch: Es verursacht Transaktions-

kosten. Diese Kosten decken den letztlich unvermeidbaren Aufwand des

Händlers, also desjenigen, der das Handelsgeschäft arrangiert und in ir-

gendeiner Form Lagerhaltung, die mit Aufwand und Risiken verbunden

ist, betreiben muss.

Diese Transaktionskosten können offen ausgewiesen oder aber mit

den Gesamtpreisen verrechnet und somit versteckt sein. Größtenteils

ist Letzteres der Fall. Dies führt aber dazu, dass die meisten Menschen

die Größenordnung von Transaktionskosten bei typischen Handelsge-

schäften unterschätzen – sei es der Kauf eines gebrauchten Autos, das

Buchen einer Ferienreise oder der Erwerb eines Eigenheims. Wertpapiere

Einschränkungen »übersah«, die sich aus den von ihm formulierten Annahmen für die

Gültigkeit der MVO ergeben.

© Campus Verlag GmbH

und Finanzmarktanlagen generell bilden hier keine Ausnahme. Die Ge-

samtkosten dieser Vermögensanlagen können im besten Fall bei rund

0,15% des Anlagevolumens pro Jahr liegen, im schlechtesten Fall über

5%. Das gilt sowohl für Fonds- als auch für Einzelwertanleger. Manche

Anleger, die viel traden, übertreffen sogar einen Wert von 5% p.a. noch –

zumeist, ohne dies zu bemerken. Was hohe Kosten für die Wertentwick-

lung der Anlage bedeuten, zeigt ein einfaches Zahlenbeispiel (Tabelle

9). Dabei unterstellen wir eine Bruttorendite von 10,0% p.a. vor Kosten

der Anlage, einen einmaligen Anlagebetrag von 10 000 Euro und zwei

alternative Fondsinvestments: Das eine verursacht laufende Kosten von

3,0% p.a. (ein eher am unteren Rand des üblichen Spektrums liegender

Wert), das andere von 0,3% p.a. (mit den kostengünstigsten Indexfonds

oder ETFs erreichbar).

Tabelle 9: Die langfristige Wertentwicklung einer anfänglichen Einmalanlage

von 10 000 Euro in Abhängigkeit von den Anlagekosten

Wert des Investments in Euro

nach 10

nach 20

nach 30

Investmentlaufzeit in Jahren

Jahren

Jahren

Jahren

Vermögensendwert vor Kosten (keine lfd. Anlagekosten,

€ 25 900

€ 67 300

€ 174 500

Rendite 10,0% p.a.)

Vermögensendwert Investment A nach lfd. Kosten

€ 19 700

€ 38 700

€ 76 100

von 3,0% p.a. des Anlagevolumens

Vermögensendwert Investment B nach lfd. Kosten

€ 25 200

€ 63 700

€ 160 800

von 0,3% p.a. des Anlagevolumens

Endwertvorsprung von Investment B in Euro

€ 5 600

€ 25 000

€ 84 600

Endwertvorsprung von Investment B in %

+28%

+65%

+111%

► Beträge gerundet; keine Berücksichtigung einmaliger Kauf- oder Verkaufskosten

Die Beispielrechnung in Tabelle 9 zeigt, welche krassen Unterschiede

in der Wertentwicklung eines Investments sich im langfristigen Zeit-

ablauf ergeben, wenn die Kosten der Anlage nicht minimiert werden.

Für das erstaunliche Ausmaß dieses Unterschiedes bei langfristigen

© Campus Verlag GmbH

Investments ist der im Falle von Kosten negative Zinseszinseffekt

verantwortlich.

Sich mit den Kosten ihrer Kapitalanlagen zu beschäftigen ist für viele

Anleger noch lästiger als die Auswahl und Verwaltung dieser Anlagen.

Das ist zwar verständlich, aber insofern bedauerlich, als die Kostenbelas-

tung gemeinsam mit der richtigen Asset-Allokation langfristig der wich-

tigste einzelne Einflussfaktor auf die Nettorendite des Anlegers ist – weit

wichtiger als die Auswahl bestimmter Einzelanlagen oder das Timing von

Käufen und Verkäufen. Und weil der Anleger diese Kosten – anders als

viele andere Einflussfaktoren – direkt steuern kann, behandeln wir die-

ses Thema ausführlich.

Nicht wenige Anleger unterliegen dem von der Finanzbranche verbrei-

teten Irrglauben, Anlagekosten seien deshalb zweitrangig, weil es in erster

Linie auf die gute (Brutto-)Performance des Portfolios ankomme – nach

dem Motto: Leistung und Qualität haben nun einmal ihren Preis, und mit

einer guten Performance würden hohe Kosten mehr als ausgeglichen. Lei-

der ein Trugschluss, denn gegen diese Auffassung spricht, dass nur eine

kleine Minderheit der Investmentfonds und Einzelaktienanleger dauer-

haft und langfristig nach Kosten über ihrem Vergleichsbörsenindex liegt

und diese Fonds oder Anleger nicht im Vorhinein systematisch identifi-

zierbar sind. Auch ist kein Zusammenhang zwischen hohen Kosten und

einer erstklassigen Performance erkennbar. Wenn überhaupt, dann ver-

hält es sich umgekehrt: Unter den besten aktiv gemanagten Fonds wäh-

rend einer bestimmten Periode sind die besonders günstigen »Aldi-Fonds«

überproportional vertreten.

Überdies pendelt die langfristige Bruttorendite (Rendite vor Kosten)

praktisch aller aktiven Investmentfonds irgendwann zum Marktdurch-

schnitt zurück. Das gilt sowohl für Outperformer als auch für Underper-

former und ist ein typischer Fall von Regression zum Mittelwert, einem

Phänomen, mit dem wir uns bereits beschäftigt haben34: Besonders deut-

34 Ein gutes Beispiel ist der amerikanische Fondsmanager Bill Miller (Legg Mason) der den

»Weltrekord« darin hält, mit seinem Fonds den Vergleichsindex (S&P 500) 15 Kalen-

derjahre hintereinander (1991 bis 2005) ununterbrochen geschlagen zu haben. (Das ist

offenbar weltweit bisher keinem anderen Fondsmanager gelungen.) In den sechs Jahren

ab 2006 underperformte Miller mit seinem Fonds den S&P 500 dramatisch, bis Miller

2011 seine Manager-Rolle aufgab.

© Campus Verlag GmbH

lich tritt es zutage, wenn man nicht nur ein einzelnes Anlageintervall (etwa

die zurückliegenden fünf Jahre) betrachtet, wie in der Fondswerbung üb-

lich, sondern viele verschiedene Zeiträume parallel.

Wenn von aktiven (ebenso wie passiven) Portfolios langfristig nur die

Brutto rendite des Marktdurchschnitts zu erwarten ist und es keine zuver-

lässige Methode gibt, Outperformer-Fonds im Voraus zu identifizieren,

werden die Kosten der Anlage für die Maximierung der Nettorendite zum

wichtigsten Unterscheidungsmerkmal zwischen Fonds einer Anlagegruppe

(Asset-Klasse, Fondsklasse). Das gilt sowohl für aktiv gemanagte Fonds als

auch für Indexanlagen.

Bei dieser Gelegenheit räumen wir ein anderes unter Fondsanlegern ver-

breitetes Missverständnis aus: Verglichen mit den laufenden (in der Regel

jährlich zu zahlenden) Kosten einer Fondsanlage ist der einmalige, beim

Kauf zu zahlende Ausgabeaufschlag oder die Geld-Brief-Spanne bei einem

ETF (siehe Tabelle 10) für Anlagezeiträume von fünf Jahren und mehr

weniger bedeutsam. Trotzdem widmen viele Fondsanleger dem Ausga-

beaufschlag mehr Aufmerksamkeit als den laufenden Kosten. Tabelle 10

zeigt ein Zahlenbeispiel für ein einmaliges Investment von 10 000 Euro.

Fonds A hat einen hohen Ausgabeaufschlag, aber niedrige laufende Kos-

ten, bei Fonds B ist es umgekehrt. Die Bruttorendite (vor Kosten) für beide

Fonds beträgt 8,0% p.a.

Tabelle 10: Vergleich der Wertentwicklung zweier Fonds mit unterschiedlichen

Kostenstrukturen, Anfangsinvestment € 10 000 (Bruttorendite 8,0% p.a.)

Wertentwicklung des Fondsinvestments

nach 2

nach 10

nach 15

nach 30

Jahren

Jahren

Jahren

Jahren

Fonds A

Ausgabeaufschlag 5,0%, laufende Kosten: 0,35%

€ 11 000

€ 19 900

€ 41 500

€ 86 700

Fonds B

Ausgabeaufschlag 1,0%, laufende Kosten: 1,5%

€ 11 300

€ 18 700

€ 35 100

€ 65 900

Wertvorsprung von Fonds A

–2,7%

+5,8%

+15,4%

+24,0%

► Beträge gerundet

© Campus Verlag GmbH

Mit folgender Formel können Sie näherungsweise berechnen, wie lange es dau-

ert, bis ein Fonds X mit hohem Ausgabeaufschlag, aber niedrigen laufenden

Gebühren einen Fonds Y mit niedrigem Ausgabeaufschlag und hohen laufen-

den Gebühren hinsichtlich der Rendite eingeholt hat (»Break-even-Dauer«).

Diese Berechnung unterstel t, dass die beiden Fonds (langfristig) die gleiche

Bruttorendite (Rendite vor Kosten) aufweisen, was man bei Indexfonds und

ETFs mit dem gleichen Bezugsindex vereinfachend annehmen kann:

$$t = \frac{A1 - A2}{K2 - K1}$$

[12]

Die Formel sieht komplizierter aus, als sie ist. t = Anzahl der Monate

bis zum Break-even-Zeitpunkt (also das, was wir ausrechnen wollen),

A1 = Kaufkosten (z.B. Ausgabeaufschlag) des Fonds X in Prozent, A2 =

Kaufkosten des Fonds Y in Prozent, K1 = die laufenden Kosten, d.h. das

»Total Expense Ratio« (TER, siehe folgende **IB**) von Fonds X in Prozent

und K2 = TER von Fonds Y in Prozent. Beispiel: Fonds X hat einen Aus-

gabeaufschlag (Kaufkosten) von 5,0% und ein TER von 0,55%; Fonds Y

hat Kaufkosten von nur 0,5%, aber ein TER von 1,5%. In diesem Fall dau-

ert es rund 57 Monate, bis Fonds X renditemäßig vor Fonds Y liegt. Das

Beispiel illustriert, dass niedrige laufende Kosten mittel- und langfristig

wichtiger sind als niedrige Kaufkosten.

Infobox: Total Expense Ratio (TER)

Viele Leser werden im Zusammenhang mit Investmentfonds den Begriff

des »Total Expense Ratios« schon einmal gehört haben. Das TER, die Kos-

tenbelastungsquote eines Investmentfonds oder ETFs, beinhaltet einen

großen Teil (aber leider nicht alle) laufenden Kosten einer Fondsanlage, die

der Anleger letztlich tragen muss, also Verwaltungsgebühr (Management

Fee) sowie alle sonstigen Betriebskosten des Fonds wie etwa Personal-,

Research- und Sachkosten. Nicht im TER enthalten sind – und daher ist das

Wort »Total« eigentlich irreführend – (a) die Wertpapierhandelskosten, die

innerhalb des Fonds anfallen, (b) die Kaufkosten des Anlegers, wie etwa

der Ausgabeaufschlag (bei einem konventionellen Fonds) oder die Geld-

Brief-Spanne (siehe **IB** »Transaktionskosten«, Abschnitt 1.2) bei einem ETF

© Campus Verlag GmbH

Tabelle 11: Typische Nebenkosten von aktiv gemanagten Investmentfonds,

traditionellen Indexfonds und ETFs

Kostentyp

Aktiv gemanagte Fonds

(Passive) ETFs und traditionelle Indexfonds

In publizierter

Fondsrendite

enthalten?

Einmalige Kosten in % des jahresdurchschnittlichen Anlagevolumens

Kaufkosten[1]

Ausgabeaufschlag bei Aktienfonds

– ETF: Kein Ausgabeaufschlag, dafür aber Geld-Brief-

Nein

und offenen Immobilienfonds ca. 4%

Spanne 0,1% –1,0% (davon etwa die Hälfte bei Kauf

bis 5%, bei Anleihefonds ca. 2% bis 3%

fäl ig). Ferner Courtage und ähnliche Trading-Kosten.

(kann durch Kauf bei Online-Bank oder

über Börse typischerweise deutlich re-

– Trad. Indexfonds: Ausgabeaufschlag etwa halb so

duziert werden).

hoch wie bei aktiven Fonds.

Verkaufskosten[2]

Typischerweise null. In seltenen Fäl-

– ETF: Geld-Brief-Spanne: 0,1%–1,0% (davon etwa die

Nein

len Rücknahmeabschlag. (Offene

Hälfte bei Verkauf fäl ig). Ferner Courtage und ähnli-

Immobilienfonds unterliegen u.U.

che Trading-Kosten.

Rücknahmerestriktionen.)

– Trad. Indexfonds: Siehe aktiv gemanagter Fonds.

Laufende Kosten in % des jahresdurchschnittlichen Anlagevolumens

Verwaltungsgebühr

Grobe Durchschnittswerte: Aktienfonds Grobe Durchschnittswerte:

Ja

(Management Fee)

1,4% p.a., Rentenfonds 0,7% p.a.

– Aktien-ETF 0,4% p.a., Renten-ETF 0,25% p.a.

– Trad. Indexfonds: Aktienfonds 0,5% p.a., Renten-

fonds 0,3% p.a.

Wertpapier handels-

Grobe Durchschnittswerte: Aktienfonds Typischerweise nur ein Zehntel bis ein Fünftel der Kosten Ja

kosten des Fonds

1% p.a., Rentenfonds 0,3% p.a.

eines aktiven Fonds.

Depotgebühr des Fonds Ca. 0,1% bis 0,4% p.a.

Siehe aktiv gemanagter Fonds.

Ja

und andere Sachkosten

des Fonds[3]

Depotgebühr des

Bei Direktbanken: ca. 0,1% p.a.;

Siehe aktiv gemanagter Fonds.

Nein

Anlegers

bei Filialbanken: ca. 0,35% p.a.

Ausländische

Aktienfonds: ca. 20% der Dividendenrendite (globales Portfolio).
Rentenfonds: ca. 15% des Ja

Quellensteuern[4]

Zinsertrags. In beiden Fäl en u.U. auf die dt. Abgeltungsteuer anrechenbar.

Performance-abhän-

Ein Fünftel bis ein Zehntel der Outper-

Keine derartigen Kosten.

Nein

gige Management-

formance (Renditevorsprung gegenüber

Vergütung[5]

einem bestimmten Vergleichsindex).

Alle Angaben sind nur grobe Durchschnitte, von denen es im Einzelfall deutliche Abweichungen geben kann.

Da wir den Erwerb von Einzelwertanlagen (ausgenommen Staatsanleihen) für Privatanleger generell nicht für sinnvoll halten, gehen wir in Tabelle 11 lediglich auf die Kosten von Fondsanlagen ein. Zu den Transaktionskosten von Direktanlagen in Staatsanleihen siehe Abschnitt 4.3.

[1] Bezüglich ETFs: Zur »Geld-Brief-Spanne« siehe Glossar. Courtage und eventuell andere Spesen der Bank oder des Börsenhändlers liegen in der Größenordnung zwischen 5 und 150 Euro pro Handelstransaktion.

[2] Rücknahmeabschläge bei aktiv gemanagten Publikumsfonds sind selten. Sie sind nur dann akzeptabel, wenn sie dem Fondsvermögen und damit den verbleibenden Anlegern und nicht der Fondsgesellschaft zufließen.

[3] Die Höhe dieser Kosten wird stark vom Fondstyp und seiner Größe (Fondsvolumen) beeinflusst. Ein kleiner Fonds, der in eher »exotische« Asset-Klassen oder Wertpapiere investiert, hat höhere Kosten als ein großer Fonds, der in Blue-Chip-Aktien oder Staatsanleihen investiert.

[4] Quellensteuern des »Quellenstaates« auf Dividenden oder Zinsen, die der Fonds vereinnahmt. Fallen nur an bei Fonds, die außerhalb Deutschlands investieren. Siehe Abschnitt 3.13.

[5] Bei aktiv gemanagten Publikumsfonds zwar selten (jedoch häufig bei Hedge-Fonds und Private-Equity-Fonds und oft bei Dachfonds), jedoch in jedem Fall unsere Empfehlung: auf keinen Fall kaufen.

Diese Gebühr ist sinnlos, da sich kein vorteilhafter Zusammenhang zwischen der Rendite von Fonds und diesem Gebühren-typ nachweisen lässt.

© Campus Verlag GmbH

sowie die Depotgebühr des Anlegers. Ebenso fehlen im TER etwaige Quel-

lensteuern. Da das TER eine prozentuale Quote ist, wird die Summe der ge-

nannten Kosten in einem Jahr mit dem durchschnittlichen Brutto-Fonds-

vermögen (vor Abzug dieser Kosten) während eines Jahres ins Verhältnis

gesetzt. Das TER ist zwar keine vollkommene Kostenmessgröße (weil nicht

wirklich alle Kosten darin enthalten sind), aber dennoch aussagekräftiger,

weil umfassender als die stets mehr Aufmerksamkeit erheischende Ver-

waltungsgebühr (Management Fee). Das TER liegt bei konventionellen

Aktienfonds durchschnittlich um etwa 50% über den Verwaltungsge-

bühren, bei Rentenfonds um etwa 30% darüber, in Einzelfällen beträgt

die Differenz bis zu 100%. Leider wird das TER in den fondsspezifischen

Fact-Sheets und Online-Datenbanken nicht immer angegeben. Biswei-

len sind die Angaben in Online-Datenbanken auch ganz offensichtlich

falsch, weil unplausibel niedrig, so kann das TER beispielsweise niemals

niedriger sein als die Verwaltungsgebühr, obwohl das in mancher Daten-

bank so angezeigt wird.

In Abschnitt 1.1 haben wir schon gesehen, dass die von Fonds offiziell

ausgewiesene Rendite (selbst ohne die Berücksichtigung von Ausgabe-

aufschlägen oder sonstigen Kaufkosten und anderen nicht schon in der

ausgewiesenen Rendite enthaltenen Kosten) vom durchschnittlichen An-

leger wegen häufigen Tradens und der negativen Folgen von Performance

Chasing in der Realität gar nicht erreicht wird. Man kann grob schätzen,

dass aktive Anleger zusätzlich zu den hier im Abschnitt 2.2 besprochenen

hohen Kosten aktiver Fondsprodukte noch etwa 1 bis 3 Prozentpunkte p.a.

durch häufiges Traden und schlechtes Timing verlieren.

• Die Nebenkosten des Investierens haben – wegen des in diesem Fall ne-

gativen Zinseszinseffektes – eine langfristig drastische Auswirkung auf

den erreichten Vermögensendwert. Die meisten Anleger unterschätzen

das renditeschädliche Ausmaß dieses Effektes und lassen sich von der

Finanzbranche einlullen, die nach Kräften versucht, Kosten im Klein-

gedruckten zu verstecken oder sie zu verharmlosen, nach dem Motto:

»Unsere (aktiv gemanagten) Anlageprodukte sind so gut, dass wir diese

© Campus Verlag GmbH

Kosten leicht wieder hereinholen.« Die Realität sieht jedoch in den meis-

ten Fällen anders aus.

• Kosten sind die einzige Renditekomponente, die der Anleger vollstän-

dig und direkt kontrollieren kann, sofern er den relativ geringen Ar-

beitsaufwand dafür nicht scheut. Sie verdienen hohe Aufmerksamkeit

seitens des Anlegers und ein hohes Gewicht bei der Produktwahl. Für

den typischen Privatanleger haben die offenen und versteckten Kosten

des Investierens einen genauso hohen, schädlichen oder noch schädli-

cheren Einfluss auf den Endvermögenswert wie Steuern.

2 .3 Fehler 3 – An Kursprognosen der »Experten« glauben

»Wenn ich etwas gelernt habe in meinen 60 Berufsjahren

an der Wall Street, dann ist es, dass Leute mit Aktienmarkt-

prognosen keinen Erfolg haben.«

Benjamin Graham, legendärer Value-Investor, Mentor und Vorbild von

Warren Buffett, Autor des Investmentbuch-Klassikers Intel igent Investieren

Die Medien sind voll davon: Finanzprognosen. Eine verwirrende Fülle sol-

cher Prognosen für Aktienkurse, Wertpapierindizes, Zinsen, Devisenkurse,

Unternehmensgewinne, Arbeitslosenquoten, Inflations- und Wirtschafts-

wachstumsraten ergießt sich tagtäglich über die Anlegerschaft. Nicht zu

vergessen ein nie versiegender Strom von Untergangs- und Crash-Progno-

sen. Viele dieser Prognosen stammen von renommierten Wirtschaftsexper-

ten, weltweit bekannten Ökonomen und Analysten oder großen Banken.

So überraschend es klingen mag: Die Erfolgsbilanz all dieser Vorher-

sagen ist haarsträubend schlecht. In seinem Buch *The Fortune Sel ers* be-

schrieb William Sherden (1998) dieses Versagen auf der ganzen Linie an-

hand einer Fülle von Beispielen, die überwiegend, aber nicht ausschließlich

dem Finanzbereich entspringen. Wir werden uns im Folgenden auf die

Betrachtung von Aktienkursprognosen konzentrieren.

Die Finanzwirtschaft ist sich darüber einig, dass es nicht möglich ist,

systematisch ausbeutbare Prognosen für einzelne Wertpapiere oder auch

für ganze Marktsegmente zu erstellen. »Systematisch ausbeutbar« bedeu-

© Campus Verlag GmbH

tet: Solche Prognosen erreichen eine Trefferquote, die über einen längeren

Zeitraum hinweg nachweislich (a) über der statistischen Zufallstrefferquote

liegt und (b) nach Transaktionskosten und Steuern sowie bei Berücksich-

tigung des einzugehenden Risikos im Rahmen einer aktiven Anlagestra-

tegie profitabel ausgebeutet werden kann – also zu einer nennenswerten

risikogewichteten langfristigen Überrendite führt. Das Gleiche gilt übri-

gens auch für sogenannte Konsensusprognosen, also Durchschnitte meh-

rerer voneinander unabhängiger Prognosen.

Es existieren Hunderte vielleicht Tausende von Studien, die das unein-

geschränkte Versagen der Prognostiker dokumentieren. Ohne jedes Wenn

und Aber. Nicht einmal den historisch fast einmaligen Crash der Techno-

logieaktienmärkte um annähernd 70% von Februar 2000 bis März 2003 hat

auch nur einer unter den Tausenden von Aktienanalysten weltweit korrekt

vorausgesagt. Und in den seltenen Fällen, in denen bestimmte »Großer-

eignisse« – wie die Finanzkrise 2008/2009 – korrekt prognostiziert wur-

den, dann typischerweise von nur einem oder ganz wenigen unter vielen

Hunderten, vielleicht Tausenden von »Experten«. Dieser eine ist meistens

das, was der amerikanische Volksmund ein »One Trick Pony« nennt: Einer,

der seit Jahren die gleiche Prognose wiederholte und/oder sie nach seinem

Glückstreffer noch über Jahre hinweg – nun jedoch mit viel Gehör seitens

der Öffentlichkeit –, aber fortan erfolglos wiederholen wird.

Zunächst zur naheliegenden Frage: Wenn die Erstellung systematisch

langfristig ausbeutbarer Prognosen unmöglich ist, warum ist dieser Um-

stand bei den Anlegern offenbar nicht allgemein bekannt? Dafür gibt es

eine Reihe von Gründen; hier nur die wichtigsten:

• Praktisch alle Prognostiker vermarkten ihre richtigen Prognosen wei-

terhin, lassen aber die falschen stillschweigend unter den Tisch fallen.

• Viele Prognosen sind so ungenau, dass sie zwar irgendwann eintref-

fen, aber von vornherein nicht zur Grundlage einer Investitionsent-

scheidung taugen (z.B. Kurszielprognosen ohne genaue Angabe eines

Zeitpunktes).

• Falsche Prognosen werden kurzerhand »revidiert«, also durch neue

Vorhersagen ersetzt35.

35 »Revidierte« Prognosen sind in den Berichten von Aktien- und Anleiheanalysen allge-

genwärtig. Bei genauer Überlegung gilt: Eine Prognose trifft entweder ein, dann war sie Lassen Sie sich nicht täuschen: 18 verhängnisvolle Anlegerfehler 115

© Campus Verlag GmbH

• Und schließlich wollen viele Anleger glauben, die »Experten« müssten

doch ganz einfach einen Wissensvorsprung vor den Laien haben, da

dies ja in den meisten anderen Fachgebieten des Lebens auch der Fall

sei. Diese allzu menschliche Fiktion mag seelen- und egoschützende

Funktion haben, aber dennoch ist sie falsch. Vor Infragestellung ge-

schützt wird sie durch unsere selektive Wahrnehmung und Verdrän-

gung der vergangenen Fehlprognosen.

Ein Beispiel unter vielen: Am 10.8.2006 veröffentlichte das als seriös gel-

tende *Handelsblatt* einen Artikel mit der Überschrift »Wall-Street-Ana-

lysten warnen vor Kursrutsch«. Im Text heißt es: »Führende technische

Analysten der Wall Street prognostizieren für die Aktienmärkte im Herbst

eine Kurskorrektur um rund 20%. Sie raten daher (…) ab September (…)

zum Ausstieg‹.« Und weiter, um die Seriosität der Prognose noch zu unter-

streichen: »(…) Louise Yamada [die Analystin] wurde viermal in Folge vom

Magazin *Institutional Investor* zur besten technischen Analystin gekürt.«

Was geschah tatsächlich? In der Zeitspanne vom 1.9. bis zum 31.1.2007,

als der Herbst wohl endgültig vorüber war, legte der MSCI-World-Index

(auf US-Dollar-Basis) um 10,6% zu, was einer annualisierten (jährlichen)

Rendite von 25,4% entspricht. Glauben Sie, dass das *Handelsblatt* diese

Prognose jemals wieder erwähnt hat? Wer alte Zeitungen und Zeitschrif-

ten aufhebt, könnte jedes Jahr Hunderte, vielleicht Tausende solcher Bei-

spiele finden.

Die aufwändigsten statistischen Untersuchungen zur Qualität von Ana-

lystenprognosen und -empfehlungen haben der amerikanische Finanz-

ökonom Brad Barber und seine Kollegen durchgeführt. In einer seiner

Studien analysierte er die Qualität von sage und schreibe 360 000 Analys-

tenempfehlungen, abgegeben von 269 amerikanischen Brokerage-Häusern

oder Banken im Zeitraum von 1986 bis 1996. Resultat: Nach Berücksich-

tigung der (aus der Sicht eines Privatanlegers wohl zu niedrig angesetz-

ten) Trading-Kosten konnte bei Umsetzung dieser Empfehlungen keine

Outperformance gegenüber dem Marktindex nachgewiesen werden (Bar-

ber u.a. 2001).

korrekt, oder sie tut es nicht, dann war sie falsch. Eine »revidierte« Prognose ist eine neue Prognose, die auf eine falsche folgt.

© Campus Verlag GmbH

Für den deutschen Markt haben beispielsweise die Ökonomen Bofin-

ger/Schmidt 2003 sowie Spiwoks 2004 Voraussagen deutscher Banken,

Wirtschaftsforschungsinstitute und des Nachrichtendienstes Reuters zu

Zinsen, Wechselkursen und Aktienkursen untersucht. Ergebnis: Fehlleis-

tung auf ganzer Linie. Die Mehrzahl der Vorhersagen war schlechter als

das, was Forscher eine »naive Prognose« nennen, das heißt die Beibehal-

tung des gegenwärtigen Wertes (z.B. Aktienkurs) in unveränderter Form.

Übrigens beweist allein die Tatsache, dass einige Kursprognosen sich

als richtig erweisen, nichts – genauso wenig, wie sechs Richtige im Lotto

beweisen, dass der Tipper Lottozahlen richtig vorhersagen kann. Glück,

also eine zufällig korrekte Vorhersage, ist nicht gleich Prognosefähigkeit.

Wirtschaftlich verwertbare Prognosen setzen voraus, dass der Prognos-

tiker seriös nachprüfbar das wiederholte Eintreffen seiner Prognosen in

der Vergangenheit beweisen kann. Warum ökonomisch zuverlässig aus-

beutbare Vorhersagen im Finanzbereich letztlich scheitern müssen, hängt

mit folgenden, teilweise überlappenden Gründen zusammen:

• Die Informationseffizienz der Kapitalmärkte (vgl. Abschnitt 1.4). Sie

impliziert, dass überall dort, wo Prognosefähigkeit besteht, existie-

rende Preise bei Berücksichtigung von Transaktionskosten diese be-

reits beinhalten.

• Es gibt eine absolute Grenze für »enge« Prognosen. Der britisch-öster-

reichische Philosoph Karl Popper hat das anschaulich formuliert: »Das

Rad vorherzusagen, heißt es erfunden zu haben.« Mit anderen Worten:

Was zuverlässig richtig prognostiziert werden kann, braucht nicht mehr

prognostiziert zu werden, weil es damit schon existiert. Auf der Basis

dessen, was schon existiert, kann keine Outperformance erwirtschaf-

tet werden. »Weite« Prognosen, wie »Es wird einen Crash geben« oder

»Die Ford-Aktie ist unterbewertet und ist deshalb ein guter Kauf«, sind

inhaltsleer, weil nicht widerlegbar und damit ökonomisch wertlos –

wenn auch nicht unbedingt für den Prognostiker, denn Anleger sind

vielfach bereit, diese inhaltsleeren Prognosen zu vergüten.

• Prognosen in sozialen Systemen (also auch Märkten) sind, je mehr Men-

schen sie – z.B. auf der Basis vergangener Erfahrungen – für zutreffend

halten, selbstreferentiell (zirkulär). Die Vorhersage wirkt auf den Vor-

© Campus Verlag GmbH

hersagegegenstand zurück und entzieht der Prognose damit die Aus-

gangsbasis, reduziert also ihre Treffgenauigkeit (siehe **IB** »Arbitrage«,

Abschnitt 1.4). Systeme, die keiner menschlichen Intervention ausge-

setzt sind, etwa ein Vulkan, ein Bienenschwarm oder ein Automotor,

unterliegen dieser Self Referenciality nicht und erfüllen daher eher die

Voraussetzung für Prognostizierbarkeit.

• Selbst wenn es einen zuverlässig erfolgreichen Prognostiker gäbe, würde

dieser Prognostiker irrational handeln, wenn er seine Prognosefähigkeit

publizierte und damit der Gefahr aussetzte, dass Imitation durch Dritte

ihren Erfolg wegarbitriert. Wenn diese Überlegung stimmt, dann folgt

daraus, dass allenfalls ehemals erfolgreiche Prognosemethoden veröf-

fentlicht werden, während die noch immer erfolgreichen notwendiger-

weise unbekannt sind.

• Märkte sind »komplexe, dynamische, non-lineare« Systeme, in denen

selbst kleine Veränderungen in den Ausgangsbedingungen extreme

Unterschiede bei den finalen Ergebnissen bewirken können – das sind

sogenannte »Schmetterlings-« und »Schwarzer-Schwan-Effekte« (Taleb

2007). Wir können viel über die al gemeinen Eigenschaften eines solchen

Systems sagen, aber keine spezifischen, zuverlässigen Vorhersagen über

sein Verhalten in einem begrenzten Zeitraum treffen. Hinzu kommt,

dass die Grundstruktur dieser Systeme sich im Zeitablauf möglicher-

weise ändert, was z.B. ihre erfolgreiche mathematische Modellierung

erschwert oder unmöglich macht.

Wir haben nun gesehen, warum Aktienkursprognosen von Analysten (und

Fondsmanagern) nicht mit höherer als einer dem Zufall entsprechenden

Wahrscheinlichkeit zutreffen können. Darüber hinaus müsste jede objek-

tive Überprüfung des Nutzens von Prognosen deren Umsetzungskosten

(Recherchekosten, Transaktionskosten, Steuern) berücksichtigen, was die

meisten Prognostiker in ihren »Erfolgsmeldungen« jedoch geflissentlich

unterlassen.

© Campus Verlag GmbH

Infobox: UCITS-Fonds/Publikumsfonds

Das, was in Deutschland häufig einfach »Investmentfonds« genannt wird,

sind in der Rechtssprache »UCITS-Fonds«. »UCITS« steht für »Undertakings

for Collective Investment in Transferable Securities Directives« oder zu

Deutsch »OGAW – Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren«.

Alle Indexfonds (traditionelle Indexfonds und ETFs), auf die sich Kapitel 4

dieses Buches (Umsetzungskapitel) bezieht, sind UCITS-Fonds. Seit 1985 hat

die EU vier sog. 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 stär-

ken (z.B. durch einheitliche regulatorische Standards) und (b) hierbei einen

hohen Anlegerschutz zu gewährleisten. Ein UCITS-Fonds, der in einem ein-

zelnen EU-Mitgliedstaat eine rechtliche Zulassung erworben hat und dort

der staatlichen Aufsicht unterliegt, darf in allen anderen EU-Mitgliedstaa-

ten an Privatanleger verkauft werden. Wichtig: Die *Besteuerung* von Fond-

serträgen wird nicht durch die UCITS-Richtlinien geregelt und bleibt eine

nationale Angelegenheit. »Investmentfonds« (genauer: UCITS-Fonds) wer-

den oft auch als »Publikumsfonds« oder »offene Fonds« bezeichnet. Die bei-

den Begriffe sind insofern ungenau, als auch Publikumsfonds und offene

Fonds existieren, die *keine* UCITS-Fonds sind. »Publikum« steht in diesem

Zusammenhang für »allgemeine Öffentlichkeit«, sprich Privatanleger, in

Abgrenzung zu professionellen Anlegern. Mehrere Nicht-UCITS-Fondsty-

pen dürfen nur an im KAGB definierte »semi-professionelle« und »profes-

sionelle« Anleger verkauft werden.

Doch damit nicht genug. Analysten wollen nicht einmal konsistent richtige

Kursprognosen abgeben – selbst wenn sie dazu in der Lage wären. Denn

die große Mehrzahl von ihnen befindet sich in einem unauflösbaren In-

teressenkonflikt. Die Mehrzahl aller Finanzanalysten ist bei Banken be-

schäftigt. Bei jenen Institutionen also, die in Form von Provisionen am

Aktienhandel verdienen – je mehr Trading stattfindet, desto höher sind

© Campus Verlag GmbH

diese Einkünfte. Ferner verdienen diese Banken in ihren Geschäftsberei-

chen Treasury, Mergers and Acquisitions und Commercial Banking an

Börsengängen, Anleihenemissionen, Unternehmensfusionen und -akqui-

sitionen, Krediten und im Anlagegeschäft mit den analysierten Gesell-

schaften. Dass ein Analyst es wiederholt wagt, diese für seinen Arbeitgeber

enorm lukrativen Einkünfte durch eine pessimistische Analyse (niedriges

Kursziel, Verkaufsempfehlung) zu gefährden, erscheint eher unplausibel.

Die Banken bemühen sich denn auch eifrig, die Bedeutung dieses Inter-

essenkonfliktes mit dem Hinweis auf »chinesische Mauern« zwischen den

Wertpapier-Research-Abteilungen einerseits sowie den oben genannten

Geschäftsbereichen andererseits herunterzuspielen. Dessen ungeachtet

existieren stets weitaus mehr »Kaufen«- und »Halten«-Empfehlungen als

»Verkaufen«-Empfehlungen. Bei vollständig neutralen Analysten dürfte

das nicht sein.

• Zuverlässig richtige (im Unterschied zu zufällig richtigen) Prognosen

zu kurz- und mittelfristigen Renditen von Wertpapieren sind – wenn

man Kosten, Steuern und Risiko berücksichtigt – nicht möglich. Die

Finanzbranche täuscht ihre Kunden jedoch aufgrund des großen Inte-

ressenkonflikts, in dem sie sich befindet, über diese Tatsache hinweg.

Wir alle sind willige Opfer dieser Irreführung, weil wir einfach glau-

ben wollen, dass es die »Experten« ja wissen müssen.

• Über Zeiträume ab etwa fünf Jahren wirkt Regression zum Mittel-

wert, die jedenfalls für den Aktienmarkt als Ganzes immerhin eine

gewisse Prognostizierbarkeit erlaubt. Für Spekulationszwecke auf ein-

zelne Wertpapiere ist jedoch auch Regression zum Mittelwert nicht zu

gebrauchen.

• Wer sich diese Erkenntnisse der Finanzökonomie zu Eigen macht, hilft

sich selbst dabei, wirtschaftlich und emotional schädliche Fehlentschei-

dungen zu vermeiden.

© Campus Verlag GmbH

2 .4 Fehler 4 – Aktive Anlagestrategien praktizieren

»Je mehr Sie darüber wissen, wie Wertpapiermärkte funktionieren, desto

mehr wird Ihnen die Überlegenheit von Indexing einleuchten.«

Patricia Dunn, ehemalige Vorstandsvorsitzende von Barclays Global

Investors (iShares), der größten Fondsgesel schaft der Welt

Börsenanlagestrategien gibt es wie den sprichwörtlichen Sand am Meer.

Man sollte daher annehmen, dass zumindest einige wenige dieser akti-

ven Strategien tatsächlich funktionieren. Die Fachpresse und die zahllo-

sen Investmentratgeber gehen ja ganz offensichtlich von dieser Annahme

aus und präsentieren laufend neue »Outperformance-Strategien«, »Power-

Aktientipps« oder »spektakulär performende Musterportfolios«. Weltweit

werden wöchentlich Tausende von Anlageempfehlungen, Kurszielen und

Musterportfolios verbreitet.

Ein hoch profitables Geschäft – für die Erfinder und Vermarkter akti-

ver Anlagestrategien; traditionell in Form aktiver Investmentfonds, seit

Mitte der 90er Jahre sehr oft in Form von Hedge-Fonds, »Absolut-« oder

»Total-Return-Fonds«, Private-Equity-Fonds und – in Deutschland – Hun-

dertausenden von bizarr benannten »strukturierten«36, intransparenten

Zertifikaten (»Rolling Knock-Out-Short« und Ähnliches)37. Das Problem

bei diesen Produkten und Strategien besteht darin, dass keine gesicher-

ten Belege für ihr Funktionieren existieren. Diese Einschätzung mag zu-

nächst überzogen klingen, dennoch ist sie leicht zu belegen. Wir werden

das in drei Schritten tun:

1. Zu Beginn gehen wir kurz auf die Frage ein, was unter einer funktionie-

renden Anlagestrategie zu verstehen ist. Diese Definition ist Vorausset-

zung einer seriösen Behandlung dieser Fragestellung.

2. Im zweiten Schritt werfen wir einen Blick auf die Qualität der Medien-

berichterstattung hinsichtlich der sogenannten Outperformer-Strate-

gien. Es wird deutlich, dass die Mehrzahl dieser Berichte sich bei nähe-

rer Betrachtung als die sprichwörtliche heiße Luft entpuppt, als ethisch

36 In der Finanzbranche werden Produkte, die von der Produktkategorie-typischen Grund-

form abweichen, als »strukturiert« bezeichnet.

37 Wie gefährlich und letztlich unsinnig Zertifikate sind, erläutern wir in Abschnitt 5.5.

© Campus Verlag GmbH

fragwürdiger Umgang mit Fakten, vielfach gekennzeichnet von der ge-

zielten Unterschlagung wesentlicher Informationen.

3. Schließlich analysieren wir in knapper Form die populärsten aktiven

Anlagestrategien. Dabei wird gezeigt, dass diese Strategien allesamt

einen oder gar mehrere nicht heilbare Geburtsfehler aufweisen; das

heißt, sie bauen auf erstaunlich unrealistischen, oft geradezu abenteu-

erlichen Annahmen auf. Weil diese Annahmen so wirklichkeitsfremd

sind, können die darauf aufbauenden Strategien nur zufällig, aber nicht

systematisch (dauerhaft) funktionieren.

Zunächst zum ersten Punkt: Was genau ist eine »funktionierende« Anla-

gestrategie? Dieses Attribut kennzeichnet z.B. eine Strategie, die – nach

Berücksichtigung von Risiko, Kosten und Steuern – die simple, vergleich-

bare Buy-and-Hold-Strategie in ausreichendem Maß outperformt. In aus-

reichendem Maß, heißt um so viel und so lange, dass auf der Basis seriö-

ser statistischer Tests Zufall als Ursache der Outperformance hinreichend

sicher ausgeschlossen werden kann. Eine funktionierende aktive Anla-

gestrategie ist also nicht einfach eine Anlagestrategie, die eine Rendite

abwirft – genauso wenig, wie ein guter Weitspringer einer ist, der »weit

springen kann«, sondern einer, der in seiner Wettkampfklasse dauerhaft,

nennenswert und in dokumentierter Form über der durchschnittlichen

Leistung liegt. Dabei ist es übrigens erstaunlich schwierig, im Falle von

Outperformance »Können« von »Zufall« (sprich Glück) zu unterscheiden38,

wobei sich die Finanzbranche (im Unterschied zu z.B. der Medizin oder

der Bauwirtschaft) mit solchen aus ihrer Sicht wohl »arg akademischen«

Fragen nicht weiter aufhält.

Wie ist es nun – zweiter Punkt – um die Qualität der Medienbericht-

erstattung über aktive Anlagestrategien bestellt? Natürlich finden sich für

jede der weiter unten diskutierten Strategien entsprechende Berichte, die

zum Teil mehrjährige »spektakuläre« Erfolge belegen wollen. Bevor Sie

diesen Berichten Glauben schenken, sollten Sie sie allerdings anhand der

folgenden Fragen einer genauen Prüfung unterziehen:

38 Siehe hierzu exemplarisch die Studien von Barras u. a. 2009 und Fama/French 2010.

© Campus Verlag GmbH

• Ist der Betrachtungszeitraum in der vorgeblichen Outperformance

lange genug? Zeiträume unter zehn Jahren sind oft nicht aussagefähig.

Sie können ohne weiteres nur Glück, also Zufall abbilden. Wie sieht die

Performance aus, wenn man sie in unterschiedliche Zeitfenster »auf-

dröselt«? Ein Fonds mag eine beeindruckende 10-Jahres-Rendite haben.

Aber wie würden Sie dieses Ergebnis einschätzen, wenn das tolle 10-Jah-

res-Ergebnis letztlich nur auf den ersten beiden Jahren basiert und die

restlichen acht Jahre sogar leicht unterdurchschnittlich waren?

• Sind alle Kosten und Steuern, welche die Anwendung der Strategie ver-

ursacht und die der Anleger zu tragen hat, berücksichtigt?

• Erfolgte die Performance-Messung, das heißt das Benchmarking, mit

einem tatsächlich geeigneten Index oder auf risikoadjustierter Basis?

Anders ausgedrückt: Welches Risiko wurde bei der Anwendung der

Strategie eingegangen? Ist sichergestellt, dass nicht Äpfel mit Birnen

verglichen werden?

• Präsentiert die jeweilige Institution nicht einfach nur ihr zurzeit am

besten performendes Anlageprodukt (oder ihre Anlagestrategie) aus einer Gruppe von vielleicht 50 Angeboten und Produkten – während die anderen 49 (über die wir nichts erfahren) nur den Marktdurchschnitt erreichen oder darunter bleiben? Schließlich wird derjenige, der 50 verschiedene Strategien gleichzeitig praktiziert, sicherlich mit einer davon zeitweilig einen Vergleichsindex schlagen. Die entscheidende Frage lautet: Konnte ein Anleger das zuverlässig im Vorhinein wissen und wird diese Outperformance langfristig anhalten?

• Repräsentiert die dargestellte Outperformance tatsächlich investiertes Geld (also dokumentierbaren echten Anlageerfolg) oder nur rein hypothetischen Erfolg durch Anwendung der Strategie auf historische

Daten (→ Backtesting)?

• Welche wissenschaftlichen (kausalen, sachlogischen) Begründungen

existieren für die Strategie, das heißt, warum sollte die Strategie überhaupt funktionieren? Ist es mehr als eine letztlich nicht durchschaubare

»Blackbox«, die man Ihnen präsentiert?

Nach Beantwortung dieser wenigen Fragen müssen die Advokaten der an-

geblichen Outperformer-Strategien zumeist recht kleinlaut in die zweite

Lassen Sie sich nicht täuschen: 18 verhängnisvolle Anlegerfehler 123

© Campus Verlag GmbH

Reihe zurücktreten. Wohl 19 von 20 Medienberichten oder auch »Erfolgs-

berichte« von Freunden und Kollegen würden an diesem Fragenkatalog

vermutlich scheitern, also einen »Erfolg« darstellen, der letztlich unbewie-

sen ist und entweder auf falscher oder lückenhafter Darstellung basiert

oder aus wissenschaftlicher Sicht genauso gut auf Zufall basieren kann.

Schauen wir uns jetzt – dritter Punkt – die bekanntesten aktiven An-

lagestrategien und ihre Konstruktionsmängel an. Das Wichtigste vor-

weg: Neben der Tatsache, dass für die Wirksamkeit dieser Strategien in

praktisch keinem einzigen Fall endgültige, wissenschaftlich unstrittige

Beweise vorliegen, teilen die meisten von ihnen noch ein weiteres Merk-

mal: Sie sind für normale Privatanleger schon deswegen ungeeignet, weil

sie einen Analyse- und Arbeitsaufwand erfordern, den niemand in seiner

Freizeit und noch weniger dauerhaft über viele Jahre hinweg leisten kann,

auch nicht studierte Ökonomen.

Um auf sämtliche jemals formulierten aktiven Anlagestrategien ein-

zugehen, müsste man vermutlich eine 20-bändige Anthologie verfassen,

denn selbst so Haarsträubendes wie »Stock Picking mithilfe der Astrolo-

gie«, »Aktienanalyse mithilfe Gottes«, die »genialen Investmentgeheim-

nisse meines [ungenannten] Money-Coachs«, »von Millionären lernen«

oder der »Yale University Endowment Investment Strategie-Klon« werden

ernsthaft in den Medien verbreitet und finden beim Anlegerpublikum

Gehör. Im Folgenden beschreiben wir kurz einige wesentliche Grund-

eigenschaften oder -annahmen der vielen Varianten aktiver Anlagestrate-

gien. Denkt man über diese Grundeigenschaften und -annahmen genauer

nach, müsste man eigentlich schon vor ihrer praktischen Umsetzung ins

Grübeln kommen, und dann erscheint es vielleicht gar nicht mehr so merk-

würdig, dass für das zuverlässige Funktionieren dieser Strategien keine

allgemein akzeptierten Beweise vorliegen. Aber auch ohne diese Beweise

werden diese Strategien wohl von 95% aller Privatanleger und 85% aller

Profianleger angewendet.

Zunächst ein Wort zur Einordnung: Es gibt im Grunde genommen

nur zwei Gruppen aktiver Anlagestrategien und in der Tat lässt sich jede

konkrete Strategie, egal welchen esoterischen Namen sie auch tragen mag,

einem dieser beiden Ansätze zuordnen oder stellt eine Mischung aus ihnen

dar: (1) »Stock Picking« (man müsste eigentlich korrekterweise Wert-

© Campus Verlag GmbH

papier- Picking sagen, weil es dabei nicht nur um Aktien geht) und (2)

»Market-Timing«. Befassen wir uns zuerst mit Stock Picking.

Stock Picking auf der Basis fundamentaler Aktienanalyse

Die »Mutter aller aktiven Anlagestrategien«. Ihr wichtigstes Kriterium,

anhand dessen der Stock Picker entscheidet, ob eine Aktie unterbewertet

ist, ist stets eine betriebs- oder finanzwirtschaftliche Kennzahl, manchmal

auch eine Kombination aus mehreren Kennzahlen. Die bekanntesten die-

ser Kennzahlen sind: das Kurs-Gewinn-Verhältnis (price earnings ratio),

das Kurs-Buchwert-Verhältnis (price book ratio), das Kurs-Umsatz-Ver-

hältnis (price sales ratio), die → Dividendenrendite (dividend yield), die

Eigenkapitalrendite (return on equity) sowie die Gewinnänderung pro

Aktie (earnings growth per share). Es gibt viele Gründe, warum Stock

Picking nicht funktioniert, genauer: nicht funktionieren kann. Einige

dieser Gründe haben wir im Abschnitt 1.4 zur Efficient-Market-Theo-

rie kennen gelernt. Neben den dort genannten Argumenten (die in ers-

ter Linie die Informationseffizienz der Wertpapiermärkte betreffen) lässt

sich anführen, dass Stock Picking mittels fundamentaler Aktienanalyse

deshalb nicht zuverlässig funktioniert, weil die dafür notwendigen Vo-

raussetzungen in der Wirklichkeit nicht gegeben sind. Welche Voraus-

setzungen sind das? Stock Picking heißt wörtlich »einzelne Aktien aus-

wählen«. Ziel ist dabei, individuelle Aktien (oder andere Wertpapiere) zu

finden, die »unterbewertet« sind. Diese Unterbewertung muss der Markt

jedoch – nachdem der Stock Picker das Papier gekauft hat – erkennen und

somit den Börsenkurs auf den »wahren« Wert hinaufkorrigieren. Danach

verkauft der Stock Picker das Papier, um mit dem Erlös wiederum ein an-

deres unterbewertetes Papier zu erwerben. Die Theorie setzt also mehrer-

lei zwingend voraus: (1) Unser Stock Picker ist zunächst der Einzige oder

einer von wenigen, die die Unterbewertung des Wertpapiers erkennen –

daher kann er rechtzeitig kaufen; (2) nach dem Kauf erkennt der restli-

che Markt die Unterbewertung, kauft auch und treibt damit den Preis

auf seinen sogenannten fairen (also »richtigen«) Level; (3) jetzt erkennt

der Stock Picker wieder als Erster oder als einer der Ersten, dass der Preis

diesen fairen Level erreicht hat, mit weiterer Aufwertung nicht mehr zu

© Campus Verlag GmbH

rechnen ist und das Papier somit verkauft werden muss. Wer das heutige

Börsengeschehen aus eigener Anschauung kennt, muss sich wundern, wie

es möglich ist, dass irgendjemand eine Anlagestrategie auf derart unrea-

listischen Annahmen aufbaut. Der von dem Nobelpreisökonom Eugene

Fama stammende verulkende Vergleich von Stock Pickern mit Astrologen

erscheint nicht übertrieben39.

Stock Picking mittels technischer Analyse/Chart-Technik

Gemeint ist der Versuch, Aktienkurse auf der Basis von Veränderungen der

Kurse und Handelsvolumina der kürzeren Vergangenheit vorherzusagen.

Dazu werden vor allem Diagramme (Charts) der Kursverläufe verwendet,

aus denen grafische Muster herausgelesen werden, denen man bestimmte

Bedeutungen zuschreibt. Technische Analysten verzichten vollständig auf

eine Betrachtung der Finanzdaten oder Marktperspektiven der betreffen-

den Unternehmen. Diese Anlagestrategie wird von Akademikern im All-

gemeinen nur müde belächelt. Das Attribut »Theorie« verdient sie nicht, da

sie – abgesehen von einem nicht näher erläuterten »Herdenverhalten der

Anleger« (dem der technische Anleger natürlich selbst nicht unterliegt)

und »Momentum-Effekten« (siehe Abschnitt 1.6) weitgehend auf sach-

logische, kausale Erklärungsmuster für ihr vorgebliches Funktionieren

verzichtet. Warum die genannten Phänomene manchmal vorliegen und

manchmal nicht, können technische Analysten treffsicher immer nur für

die Vergangenheit erklären, und dies verpackt in viel pseudologisches Kau-

derwelsch à la »Unterstützungslinien«, »Widerstandslinien«, »Kopf-Schul-

ter-Formationen« in Kursgrafiken. Tatsache ist, dass diese Effekte zeit-

weilig vorhanden sind, zu anderen Zeiten dann wieder nicht, Zeitpunkte

und Ausmaße sich allerdings nicht zuverlässig vorhersagen lassen – und

warum bestimmte, glatte Kursniveaus, z.B. 10 000 beim DAX, wichtiger

sein sollen als 10 100 oder 8 741, erfordert viel kindliche »Intuition«. Der

Finanzprofessor Burton Malkiel (Princeton University): »Technische Ana-

lyse ist absolut und offenkundig falsch. Es mag fast unfair erscheinen, eine

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

(*Fortune Magazine*, »How the Really Smart Money Invests,« 6.7.1998, S. 149.)

© Campus Verlag GmbH

so armselige Thematik zu kritisieren.« Dennoch beschäftigt jede größere

Investmentbank und jede Anlegerzeitschrift technische Analysten, weil

Privatanleger offenbar nach den scheinlogischen »Bildchen« (Charts) und

den um sie herum erzählten plastischen Geschichten verlangt40.

Market Timing

Unter Market Timing, gelegentlich auch hochtrabend als Tactical Asset

Allocation bezeichnet, versteht man die kurzfristige Veränderung der

Gewichtungen einzelner Asset-Klassen in einem Portfolio mit dem Ziel,

von »zyklischen« Marktveränderungen zu profitieren. Diese Marktverän-

derungen werden oft mit makroökonomischen oder branchenbezogenen

Kriterien und Kennzahlen gemessen. Obwohl scheinbar plausibel, wur-

den dennoch für keine andere aktive Anlagestrategie (vielleicht mit Aus-

nahme der zuvor genannten technischen Analyse) ähnlich blamable Er-

gebnisse nachgewiesen. Die Ergebnisse für Market Timing sind tatsächlich

so desaströs schlecht, dass der ehrwürdige britische *Economist* lakonisch

feststellte: »Mit Market Timing beschäftigt sich kein ernst zu nehmender

Fondsmanager.« Fisher Black, einer der wichtigsten Finanzökonomen des

20. Jahrhunderts: »Im Durchschnitt rentiert der Markt genauso gut, wenn

der Market Timer im Markt investiert ist, wie wenn er nicht investiert ist.

Deswegen verliert der Market Timer verglichen mit einer simplen Buy-

and-Hold-Strategie Geld, da er zeitweilig nicht investiert ist.« Trotz mi-

serabler Erfolgsbilanz erscheint Market Timing vielen Privatanlegern als

interessante Anlagestrategie. Diese Anleger haben möglicherweise bereits

in einem verlustreichen Prozess eingesehen, dass Stock Picking nicht zu-

verlässig funktioniert. Nun folgern sie, es sei zwar nicht möglich, einzelne

Wertpapiertitel mit Outperformance-Potenzial im Voraus systematisch zu

identifizieren; bezogen auf breite Marktsegmente, sprich Branchen oder

Länder, müsse dies jedoch möglich sein. Es sei doch offensichtlich, dass es

»Zukunftsbranchen« und alte, im Niedergang befindliche Branchen gebe,

dass bestimmte Länder kurzfristig oder langfristig ein stärkeres Wachs-

40 Fang/Jacobsen/Quin 2014 finden in US-Aktienmarktdaten, die z.T. über 100 Jahre zu-

rückgehen, für 93 von Chartisten verwendete Indikatoren keinen Renditeprognoseeffekt,

der nicht mit dem Zufall erklärbar wäre.

Lassen Sie sich nicht täuschen: 18 verhängnisvolle Anlegerfehler 127

© Campus Verlag GmbH

tums- und damit Kurspotenzial als andere aufwiesen und dass diese At-

tribute – anders als möglicherweise bei einem einzelnen Unternehmen –

sich nicht von heute auf morgen ändern. Diese Überlegungen mögen zum

Teil zutreffen, sie sind für Anlageentscheidungen dennoch nutzlos, denn

die positiven und negativen Aussichten einer Branche, eines Landes oder

einer Asset-Klasse sind längst in das jeweilige Kursniveau (repräsentiert

von einem entsprechenden Marktindex) eingepreist. »Gute« Branchen mit

Aussicht auf einen hohen Cash Flow sind genau deswegen teure Invest-

ments (etwa gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis), »schlechte« Branchen

mit ungünstigen Cash-Flow-Perspektiven sind gerade aus diesem Grund

billige Investments, sodass die Renditen beider Alternativen wegen der

unterschiedlichen Ertragserwartungen jedenfalls nicht differieren können.

Etwas vereinfacht und ein wenig sarkastisch zusammengefasst ist Stock

Picking (oder genauer gesagt Wertpapier-Picking) ein »Rein-Raus« in

Bezug auf einzelne Wertpapiere, Market Timing ist »Rein-Raus« in Bezug

auf ganze Märkte (Asset-Klassen).

In den früheren Auflagen von *Souverän investieren* nannten wir an

dieser Stelle spezifische Untersuchungen und Daten für das Versagen

von Market Timing. Dies wollen wir in dieser Auflage unterlassen, weil

(a) praktisch alle in Abschnitt 1.1 dargelegten Belege für die miserable

Bilanz aktiven Investmentmanagements zugleich auch die Bilanz von

Market Timing belegen, denn die meisten Fonds (Publikumsfonds, Hed-

ge-Fonds, Private-Equity-Fonds etc.) praktizieren innerhalb ihrer aktiven

Strategie wenigstens zum Teil Market Timing. Auch das in Abschnitt 1.1

erläuterte »Performance Chasing« von Privatanlegern ist Market Timing.

(b) Eine Wiederholung spezifischer Studien würde in diesem ohnehin lan-

gen Buch – angesichts des unmissverständlich negativen Urteils der Wis-

senschaft – nur unnötig Platz verbrauchen.

Weitere bekannte Strategien

Zu den weiteren bekannten Anlagestrategien, auf die wir aus Raumgründen

nicht weiter eingehen können, zählen antizyklisches Investieren (Contrarian

Investing), Investieren mithilfe neuronaler Netzwerke auf der Basis von in

historischen Daten gefundenen Marktanomalien (wie bei der technischen

© Campus Verlag GmbH

Analyse fehlt hier auch eine kausale, sachlogische Begründung für die ge-

troffenen Anlageentscheidungen), die Dividendenrenditestrategie (siehe **IB**

in Abschnitt 4.2) und die ähnliche Dogs-of-the-Dow-Strategie, sogenannte

Insider-orientierte Strategien (Käufe und Verkäufe aufgrund von Aktienge-

schäften der leitenden Firmenangestellten), Behavioural-Finance-basierte

Ansätze, »Sell in May and Go Away«, Momentum-basierende Strategien,

mehrere Dutzende Hedge-Fonds-Strategien41 und vieles mehr. Day-Trading

ist im Al gemeinen eine Form von Market Timing, vermischt mit Elementen

der technischen Analyse, insbesondere des Momentum-Investing. Die Di-

videndenrenditestrategie ist nichts anderes als Value-Investing, und wenn

man sie mit einer passiven Value-Strategie vergleicht, verschwindet etwa-

ige Outperformance. Momentum-Investing für Privatanleger scheitert an

den hohen Transaktionskosten, Steuerbelastungen und dem Zusatzrisiko

in einem Markt-Crash-Szenario, obwohl unbestrittenermaßen ein starker,

kurzfristiger Momentum-Effekt in Aktienrenditen existiert.

Neben diesen aktiven Anlagestrategien, die mit viel fachsprachlichem

Tamtam daherkommen, existieren noch Scheinstrategien, die von Privat-

anlegern gerne angewandt werden, wie das Investieren in die Sieger von

Fonds-Rankings (league table investing, track record investing), »Guru-In-

vesting« (das Investieren in Fonds, deren Manager ein bestimmtes Renom-

mee besitzt) oder Fonds-Picking durch professionelle Portfoliomanager

(etwa in Form von Dachfonds, siehe Abschnitt 5.5). Das Investieren in die

Sieger von Fonds-Rankings versagt deswegen, weil bekanntlich historische

Rendite bei Berücksichtigung von Transaktionskosten und Risiko keinerlei

ausbeutbare Prognosekraft für die zukünftige Rendite eines Investments

besitzt (siehe Abschnitte 2.1 und 2.8). Guru-Investing funktioniert eben-

falls nicht, aus denselben Gründen, die auch einen Erfolg der konkreten

Anlagestrategie des »Gurus« verhindern.

Doch die schlechteste aller möglichen Strategien ist vermutlich die unter

Privatanlegern am meisten verbreitete, nämlich ein unsystematisches Pot-

pourri aus mehreren der zuvor genannten Einzelstrategien, gekoppelt mit

fortlaufendem Umschichten des Depots. Das ist die – von mir sarkastisch

41 Die Hedge-Fonds-Datenbank »Hedge Fund Research« (www.hedgefundresearch.com)

führt über 50 (Hedge-Fonds-)Strategien auf, von denen viele auch noch regional diffe-

renziert werden können.

© Campus Verlag GmbH

benannte – »naive Rein-Raus-Strategie«. Bei dieser beliebten Variante des

traditionellen Stock Picking folgt der Privatanleger den Aktientipps eines

mehr oder weniger vom Zufall bestimmten, zusammengewürfelten Kreises

sogenannter »Experten«. Zu dieser illustren Gruppe zählen Investment-

buchautoren, Business-TV-Moderatoren, Autoren von Investmentartikeln

in Anlegerzeitschriften, Schauspieler, die Börsengänge propagieren, der

Kundenbetreuer bei der Hausbank, Arbeitskollegen, Freunde, Teilnehmer

in Internet-Chatrooms und viele andere mehr. Den Empfehlungen eines

solchen Sammelsuriums von »Fachleuten« zu folgen ist vergleichbar mit

dem Verhalten eines Todkranken, der – nachdem er von drei Ärzten drei

verschiedene Therapievorschläge erhalten hat – alle drei Therapien gleich-

zeitig anwendet. Das kann nicht funktionieren.

Investieren in die jeweils neueste von den Medien und Banken hoch-

gejubelte »Modebranche« oder das Modeprodukt ist ebenfalls bei vielen

Anlegern beliebt – vielfach ohne dass sie sich dessen bewusst sind. Zu die-

sen Branchen, Produkten und Regionen gehörten beispielsweise PC-Her-

steller (1986 bis 1994), Japan (1985 bis 1993), Internetunternehmen und

Technologie-IPOs (1998–2000), UMTS-Technologie (um 2000), Logistik

(2001), Pharma und Biotechnologie (1999 bis 2001), Dividendenstrate-

gien (seit 2004), Hedge-Fonds (2003 bis 2008), strukturierte Zertifikate

(2005 bis 2008), Private Equity (2005 bis 2008), Rohstoffe (2004 bis 2010);

Gewerbeimmobilien (2006 bis 2008), Infrastruktur (ab 2007 bis heute),

BRIC-Länder (2009 bis 2011), Schwellenländer allgemein (2009 bis 2012),

Gold (2009 bis 2012). In neuester Zeit gelten Produkte und Strategien um

den demografischen Wandel, »ethische« und »nachhaltige« Investments,

China, Wasserversorgung und seit 2012 mehr als alles andere Eigenheim-

investitionen in Deutschland als »angesagt«42.

Auffällig ist, dass diese »Gelegenheiten« fast immer dann populär wer-

den, nachdem die entsprechenden Sektoren (manchmal auch Regionen, wie

Japan Ende der 80er Jahre) ein paar Jahre weit überdurchschnittlich gut lie-

fen (»The trend is your friend«), Bewertungen (Kursniveaus) bereits außer-

gewöhnlich hoch sind und – wie sich dann später herausstellen wird – das

42 Zu den eher niedrigen Renditen von kreditfinanzierten Eigenheiminvestitionen in

Deutschland während der vergangenen 40 Jahre siehe Kommer 2010.

© Campus Verlag GmbH

Ende des Trends bereits bevorsteht. Das Ergebnis ist dann in der Mehrzahl

der Fälle: oben einsteigen, später frustriert und enttäuscht von Verlusten

weiter unten wieder aussteigen – getrieben von einer jeweils fallspezifischen

Mischung aus Unwissenheit, Selbstüberschätzung, Gutgläubigkeit, Neid

und Gier –, stets hastig auf dem Weg zum nächsten von der Finanzbranche

und/oder dem eigenen Anlageberater oder den Medien hochgejubelten »Me-

gatrend« oder zur nächsten »Gelegenheit, die man nicht verpassen darf«.

Seriöse, in der Wissenschaft endgültig anerkannte Untersuchungen, wel-

che Outperformance durch intensives Traden nach Berücksichtigung von

Kosten, Steuern und Risiko für Privatanleger nachweisen, existieren prak-

tisch nicht. Eine einfache Buy-and-Hold-Strategie ist einer Strategie des in-

tensiven Tradens langfristig in der großen Mehrzahl aller Fälle überlegen

und die wenigen Ausnahmen hiervon wechseln von Zeitfenster zu Zeitfens-

ter. Das gilt sowohl für Anlagen in einzelne Wertpapiere als auch für Fond-

sinvestments. So zeigte der bereits erwähnte Odean in einer Analyse von

60 000 Depots amerikanischer Privatanleger über den Zeitraum von 1991

bis 1996, dass deren jährliche Nettorendite um 1,8 Prozentpunkte unter dem

Marktindex lag (ohne Berücksichtigung des zudem höheren Risikos). Das

Quintil (die 20-Prozent-Gruppe) der intensivsten Trader unter diesen 60 000

Anlegern schnitt sogar um 5,8 Prozentpunkte schlechter als der Index ab.

Infobox: Sind historische Langfristdaten von Asset-Klassen

repräsentativ für die Zukunft?

Letztlich ist eine endgültige Antwort auf diese Frage unmöglich, aber einige

Eckpunkte sind dafür wohl erhellend:

• Unser gesamtes Wissen über soziale Systeme (z.B. Märkte) basiert

schluss endlich auf Daten und Informationen aus der Vergangenheit.

• Lange historische Finanzmarktdatenreihen sind für die meisten Frage-

stellungen, die Privatanleger angehen, aussagekräftiger als kurze Da-

tenreihen. Privatanleger sollten Datenreihen unter 30 Jahren mit großer

Skepsis betrachten.

• Je länger eine Datenreihe ist, desto tendenziell geringer wirken sich die

historisch bedingten, spezifischen Bewertungsniveaus der Asset-Klasse

Lassen Sie sich nicht täuschen: 18 verhängnisvolle Anlegerfehler 131

© Campus Verlag GmbH

am Anfang und am Ende der Datenreihe auf die durchschnittliche Ren-

dite aus, d.h. desto repräsentativer wird die Datenreihe.

• In der Wissenschaft existiert keine Einigung darüber, was »Strukturbrü-

che« in den historischen Daten sein sollen (Daten vor und nach einem

»Strukturbruch« sollte man nicht zusammen auswerten). Daher lohnt es

häufig nicht, die Frage von Strukturbrüchen bei der Datenauswahl zu

berücksichtigen. Besser erscheint es, die längste verfügbare Datenreihe

zu verwenden.

• Das 20. und 21. Jahrhundert mit mehreren globalen, regionalen und

nationalen Megakatastrophen, aber auch beinahe unzählbaren kleine-

ren und mittleren Katastrophen (siehe **IB** »100 Jahre Stresstests im globa-

len Wertpapiermarkt«, Abschnitt 5.7) repräsentieren zusammengenom-

men einen extrem harten und aussagefähigen Stresstest, wenn man ein

global diversifiziertes Wertpapierportfolio unterstellt. Die historischen

Asset-Klassen-Renditen aus den vergangenen ca. 115 Jahren sind alles

andere als Schönwetterdaten. Dasselbe lässt sich jedoch nicht für kür-

zere, vielfach mit »Hintergedanken« ausgewählte Datenreihen sagen.

Auch die Daten einzelner Länder sind vermutlich weniger repräsentativ

für die Zukunft, als globale Daten.

• Wer die Nutzung langfristiger historischer Datenreihen als die oder eine

Grundlage für die Schätzung von erwarteten Renditen in der Zukunft

infrage stellt, muss gleichzeitig eine bessere Methode präsentieren, an-

sonsten kann diese Kritik ignoriert werden. Viele andere »Methoden«,

wenn sie überhaupt das Prädikat »Methode« verdienen, enthalten un-

sichere oder willkürliche Annahmen.

Kein Wunder also, dass der erfolgreichste lebende Finanzinvestor, War-

ren Buffett, ein radikaler Buy-and-Hold-Investor ist. Die durchschnittli-

che Halteperiode der in seiner Investment-Holding Berkshire Hathaway

gehaltenen Aktien (Beteiligungen) wird mit rund 20 Jahren angegeben

(Benedict 2010).

Die einzige aktive Strategie, für die man oberflächlich betrachtet von

Erfolgsbelegen sprechen kann, ist Value-Investing, also das Investieren in

© Campus Verlag GmbH

»billige«, »unterbewertete« Aktien – überwiegend Aktien krisengeschüt-

telter Unternehmen mit vorgeblich begrenztem Wachstumspotenzial oder

Aktien aus Branchen, die als unattraktiv gelten (siehe Abschnitt 2.7). Bei ge-

nauerer Betrachtung verflüchtigt sich jedoch auch dieser Scheinerfolg, denn

die Outperformance vieler Value-Anleger geht letztlich auf das gegenüber

dem Gesamtmarkt höhere Risiko der Value-Aktien zurück. Zudem ver-

schwindet die Outperformance der meisten Value-Anleger ebenfalls, wenn

man sie – statt an einem allgemeinen Marktindex – an einem Value-Index

misst und dabei Kosten und Risiko berücksichtigt. Das gilt möglicherweise

sogar für den großen Warren Buffett (Frazzini u.a. 2013).

Letzten Endes wird man für all diese aktiven Anlagestrategien langfris-

tige, methodisch sauber ermittelte Erfolgsbelege, die den am Anfang die-

ses Abschnitts genannten sechs Kriterien standhalten, vergeblich suchen.

Warum – so muss man sich angesichts dieser unseligen Leistungsbilanz

der aktiven Anlagestrategien fragen – werden sie dann weiterhin in einem

buchstäblichen Trommelfeuer der Medien weltweit und tagtäglich neu

propagiert? Antwort: Nicht deswegen, weil diese Strategien funktionieren,

sondern weil diejenigen, die sie propagieren, von der Anwendung der Stra-

tegien durch Anleger profitieren. Aktive Strategien motivieren den Anle-

ger zu mehr oder weniger intensivem laufendem Trading mit Einzelaktien

bzw. zum Switchen zwischen einzelnen Investmentfonds mit hohen Ausga-

beaufschlägen und Verwaltungsgebühren. Dadurch entstehen für Banken,

Fondsgesellschaften und Anlageberater beträchtliche Provisionen. Die Me-

dien und das Internet unterliegen dem gleichen strukturellen Interessen-

konflikt, denn für sie ist das atemlose Rein-Raus der Anlegerschaft über-

lebensnotwendig: Auflage und Klickraten lassen sich nur bewahren oder

steigern, wenn dem Publikum laufend neue »attraktive Gewinnchancen«

präsentiert werden, und allzu häufige Kritik an den Finanzprodukten von

Anzeigenkunden trägt nicht zu steigenden Werbeeinnahmen bei.

Die hier präsentierten, durchaus nicht neuen Erkenntnisse überzeug-

ten schließlich sogar den bereits zitierten legendären Benjamin Graham,

Begründer der Fundamentalanalyse und Lehrmeister von Warren Buffett.

In einem Interview kurz vor seinem Tode im Jahre 1976 sagte Graham:

»Ich bin nicht länger ein Befürworter komplexer Techniken der Wertpa-

pieranalyse zur Identifikation von Gewinnchancen. Dieses war vielleicht

© Campus Verlag GmbH

vor 40 Jahren noch eine lohnende Aktivität, als mein Buch [über Funda-

mentalanalyse] erstmalig publiziert wurde. Doch die Umstände haben

sich verändert (…). Heute bezweifle ich, ob die dadurch mögliche Mehr-

rendite ihre Kosten noch rechtfertigt (…). Ich stehe jetzt auf der Seite der

Efficient-Market-Schule.«

Ungeachtet all dessen ist unbestreitbar, dass es irgendwann in der Zu-

kunft eine Anlagestrategie geben könnte, mit der man dauerhaft Über-

renditen erzielen kann. In der Tat wurden in der Vergangenheit immer

wieder einfache oder komplexere Strategien bekannt, die genau das leis-

teten (wenngleich die wirklich harten Belege für diese Erfolge oft genug

eher spärlich waren). Sobald diese Strategien aber bekannt wurden, ver-

puffte ihre Wirksamkeit. Verständlich, denn solche Strategien beruhen

auf »Marktanomalien«. Wenn nun jemand sozusagen mit dem Finger

auf diese Anomalien deutet, indem er sie laufend mit Gewinn ausbeutet,

wird die ganze Anlegergemeinschaft darauf aufmerksam und alle versu-

chen, sich an diesen Erfolg anzuhängen. Damit treibt die Masse der An-

leger den Preis für diese Investmentchance nach oben und die Strategie

verliert ihre Wirkung. Dieses »Wegarbitrieren«, man könnte auch sagen:

Selbstzerstören von Gelegenheiten zur Erzielung von Outperformance,

ist ein Hauptmerkmal effizienter Märkte, zu denen die Wertpapiermärkte

zweifellos gehören. Und die Moral von der Geschicht'?

• Jeder Entdecker einer Erfolgsstrategie muss diese geheim halten, denn

mit ihr wäre leicht ein märchenhaftes Vermögen zu verdienen – aber

eben nur solange sie im Markt nicht bekannt ist. Wenn es also solche

Strategien gibt, werden wir dies notwendigerweise nie erfahren. Sollten

sie jedoch bekannt werden, werden die Strategien umgehend kaum noch

funktionieren – am allerwenigsten für Privatanleger mit ihren relativ

kleinen Investmentbeträgen (damit hohen Transaktionskosten) und

ihrer im Vergleich zu institutionellen Investoren langsamen Reaktions-

und Umsetzungszeit. Das ist Fluch und Segen eines effizienten Marktes.

Aktive Anlagestrategien, wenn sie denn jemals funktionierten, haben

durch öffentliche Bekanntmachung ihre »Zauberkraft« längst verloren

und eignen sich deshalb nur noch zur Resteverwertung in der Finanz-

ratgeberliteratur, in den Medien oder im Internet.

© Campus Verlag GmbH

• Die einzige Anlagestrategie, die für Privatanleger zuverlässig

funktioniert und dabei noch erstaunlich simpel ist, heißt passives Low-

Cost-, Buy-and-Hold-Investieren mithilfe von Indexanlagen. Auf diese

einfache Anlagestrategie gehen wir in Kapitel 3 und 4 näher ein.

2 .5 Fehler 5 – Annehmen, den Markt schlagen zu

wollen, koste nichts

»Auch wenn es schwer zu akzeptieren ist: Die Märkte sind so weit

effizient, dass Spekulation dem normal informierten Privatanleger

mehr schadet als nützt.«

Prof. Martin Weber, Universität Mannheim

Im vorhergehenden Abschnitt haben wir gezeigt, dass für keine aktive

Anlagestrategie unstrittige Funktionsbeweise vorliegen. Manch ein An-

leger mag nun einwenden: Wenn es denn tatsächlich keine sichere aktive

Anlagestrategie gibt, warum sollte man dann nicht – den persönlichen

Neigungen folgend – irgendeine aus der Vielzahl der vorgeschlagenen

Strategien auswählen und es mit dieser probieren? Im schlechtesten Fall

werde die Strategie eben nicht funktionieren, aber einen Versuch sei es

doch immerhin wert. Leider ist das eine verhängnisvolle Fehleinschätzung.

Der Versuch, den Markt schlagen zu wollen, ist nicht kostenlos – ge-

nauso wie die Teilnahme an einer Lotterie nicht kostenlos ist. Auch dort

gilt: Je weiter Sie Ihre Gewinnchance nach oben schrauben wollen, desto

mehr Lose müssen Sie kaufen und desto höher ist Ihr möglicher absoluter

Verlust. Risiko und Rendite sind positiv korreliert. Das ist das eherne Ge-

setz des Kapitalmarktes, ja eigentlich des Lebens schlechthin. Keine einzige

Gewinnchance an der Börse ist gratis und risikolos zu haben. Jede aktive

Anlagestrategie, also jeder Versuch, den Markt schlagen zu wollen, verur-

sacht aus einer Ex-ante-Perspektive (ex ante – lat. im Voraus) – und nur auf

diese kommt es an43 – (a) höhere Risiken (Wertschwankungen, Verlustge-

43 Es ist ein verbreiteter Fehler (den die Finanzbranche, weil er ihr nützt, in ihrem Marketingmaterial und ihrer mündlichen Kommunikation nach Kräften fördert), das Risiko

einer erfolgreichen aktiven Strategie oder eines Produkts »ex post« (in der Rückschau)

zu messen, wenn sich das Risiko nicht materialisiert hat und dann dieses Ergebnis un-

© Campus Verlag GmbH

fahren) bezogen auf ein gegebenes, statistisch zu erwartendes Marktrendi-

teniveau sowie (b) höhere Kosten und vermutlich höhere Steuern, als dies

bei einer Entscheidung für ein optimal diversifiziertes Low-Cost-, Buy-

and-Hold-Portfolio der Fall wäre, das simpel den ganzen Markt abbildet.

Infobox: Strategie versus Ergebnis

Eine Investmentstrategie allein von ihrem Ergebnis her (ob erfreulich oder

unerfreulich) zu beurteilen, führt oft zu Fehlschlüssen. Analoges gilt für so

gut wie jeden wichtigen Bereich unserer Existenz. So banal diese Einsicht

ist, so oft wird sie von Anlegern missachtet. Vereinfacht gesagt kann jede

Handlungsstrategie entweder zu ihrem gewünschten Ergebnis führen oder

eben nicht. Doch kann man allein aus der Tatsache, dass das Wunschergeb-

nis eintraf, auf die Richtigkeit der Strategie schließen? Nein. Kann man aus

der Tatsache, dass es nicht eintraf, auf die Falschheit der Strategie schlie-

ßen? Ebenfalls nein. Warum? Außerhalb der Welt der Physik und Mechanik

(z.B. der Ingenieursdisziplinen) spielen stets Einflussfaktoren eine Rolle, die

nicht vollkommen vom Akteur kontrollierbar sind – in dieser Hinsicht also

der Zufall. Bereits ein minimaler ungeplanter Einfluss kann den erwarte-

ten, deterministischen (linearen) Ursache-Wirkungs-Zusammenhang auf-

heben. Deswegen ist es gut möglich, dass die brillanteste Investmentstra-

tegie in manchen Jahren enttäuschende Ergebnisse zeitigt, genauso wie

die dümmste Strategie gelegentlich zum Erfolg führt. Der amerikanische

Volksmund sagt dazu: »Auch eine kaputte Uhr stimmt zweimal am Tag.«

Höhere Risiken entstehen deshalb, weil jede aktive Strategie auf Kon-

zentration statt Diversifikation setzt und setzen muss. Den Markt, also

den Marktdurchschnitt, kann nur schlagen, wer nicht in den gesamten

Markt, sondern nur in einzelne Wertpapiere, Teilsegmente des Marktes

oder in Teilintervalle investiert, das heißt bewusst auf mögliche Diversi-

fikation verzichtet (irgendeine Form von Wertpapier-Picking oder Mar-

ket Timing betreibt).

ausgesprochen oder ausgesprochen auf die Zukunft zu übertragen. Das ist eine metho-

disch fragwürdige und gefährliche Verwechslung von »Strategie und Ergebnis« (siehe **IB**

»Strategie vs. Ergebnisse« in diesem Abschnitt).

© Campus Verlag GmbH

Ferner enthalten alle aktiven Strategien ein »Trading-Element«, das

heißt, sie zielen darauf ab, bei Vorliegen bestimmter Bedingungen billig

einzukaufen, dann teurer zu verkaufen44, um dieses Prozedere anschlie-

ßend zu wiederholen. Traden kostet jedoch Geld und erhöht tendenziell

die Steuerbelastung45. Je nach Trading-Intensität liegen die dadurch ver-

ursachten Kosten für aktive Privatanleger zwischen 1% und 6% des Port-

foliowertes im Jahr, der Durchschnitt etwa bei 3% – egal ob sie in Einzel-

werten oder Fonds anlegen. Welche dramatischen Auswirkungen diese

nur scheinbar geringen Nebenkosten des Investierens auf die langfristige

Rendite haben, zumal verglichen mit der geringen Kostenbelastung beim

Indexing, haben wir in Abschnitt 2.2 bereits illustriert. Dass die erhöhten

Verlustrisiken bei dem Versuch, den Markt schlagen zu wollen, nicht rein

theoretischer Natur sind, zeigen die z.B. in Abschnitt 1.1 und Abschnitt

2.18 illustrierten, insgesamt enttäuschenden Nettorenditen von aktiv an-

legenden Aktienanlegern und Investmentfonds.

Interessant ist in diesem Zusammenhang, dass die größten und pro-

fessionellsten Anleger der Welt, Banken, Versicherungen und staatliche

Pensionskassen, in kein anderes Anlagevehikel mehr investieren als in

supersichere, staatliche Kurzfristanleihen, die langfristig eine eher be-

scheidene Bruttorendite (vor Steuern und Kosten) von real etwa 0,0%

bis 1,0% p.a. erbringen. Diese Genügsamkeit ist kein Zufall und dürfte

kaum mit mangelndem Know-how oder Bequemlichkeit zusammen-

hängen. Erfreulicherweise ist es dennoch möglich – wie wir in Kapi-

tel 3 und 4 näher erläutern werden –, eine langfristige Rendite von real

(inflationsbereinigt) bis zu 5,5% p.a. nach Kosten und Steuern zu erzie-

len, vorausgesetzt man akzeptiert das damit einhergehende nicht un-

beträchtliche Risiko und minimiert Kosten und Steuern durch diszip-

liniertes Buy and Hold.

44 Bei sogenannten Leerverkäufen von Wertpapieren (short selling) gilt die umgekehrte

Reihenfolge, das Prinzip aber ist das gleiche (**IB**, Abschnitt 2.18).

45 In Abschnitt 4.6 zeigen wir, dass ein passives Buy-and-Hold-Portfolio auch unter der in Deutschland seit Anfang 2009 geltenden Abgeltungsteuer beachtliche steuerliche Vorteile gegenüber einem aktiv gemanagten Nicht-Buy-and-Hold-Portfolio hat.

© Campus Verlag GmbH

2 .6 Fehler 6 – Glauben, Experten könnten

den besten Einstiegszeitpunkt finden

»Wie können Sie sicher feststellen, ob Aktienkurse vor einem Aufschwung

oder einem Fall stehen? Sie können es nicht. Niemand kann es. Auch nicht

die Experten.«

Zvi Bodie, Professor für Finance an der Boston University, Autor des führenden

Investment-Lehrbuchs an US-Universitäten

Fast alle Anleger, der Autor eingeschlossen, unterliegen stets dem Ein-

druck, dass der jeweils aktuelle Zeitpunkt zum Einstieg in Wertpapier-

investments nicht optimal sei. Sind die Aktienkurse schon über einen län-

geren Zeitraum gestiegen, befürchten wir, in einen überteuerten Markt

einzusteigen, der kurz vor der Trendwende nach unten steht; sind die Ak-

tienkurse dagegen schon lange gefallen, haben wir Angst, dass es noch

weiter nach unten gehen könnte. Viele Anleger fragen sich daher, ob Ex-

perten eine Hilfestellung bei der Wahl des geeigneten Einstiegszeitpunk-

tes bieten können.

Die Antwort auf diese Frage ist ein klares Nein. Um den optimalen

oder auch nur einen einigermaßen günstigen Einstiegs- oder Ausstiegs-

zeitpunkt zuverlässig festlegen zu können, müsste Market Timing dau-

erhaft funktionieren, und das ist nicht der Fall. In diesem Sinne ist also

der Zeitpunkt des Markteintritts unwichtig, denn es gibt keine zuver-

lässige Methode, den günstigsten Markteintrittszeitpunkt im Voraus

zu bestimmen.

Dennoch hat der konkrete Zeitpunkt des Markteintritts – korrekter:

der exakte Kalenderzeitraum, in dem ein Investment besteht – einen

sehr erheblichen Einfluss auf dessen durchschnittliche Jahresrendite und

damit auf den Vermögensendwert. Eine wichtige, aber letztlich auch tri-

viale Einsicht. Der Einfluss der speziellen Zeitperiode nimmt mit der

Länge des Anlagezeitraums ab, verschwindet aber bei realistischen An-

lagezeiträumen von unter 40 Jahren niemals vollständig. Tabelle 12 ver-

anschaulicht diesen Sachverhalt. Sie zeigt die große historische Spann-

breite der inflationsbereinigten Renditen für Standardwerteaktien über

20-Jahres-Zeiträume.

© Campus Verlag GmbH

Tabelle 12: Die Spannbreite langfristiger Renditen bei Aktien – reale

(inflationsbereinigte) Renditen von 1948 bis 2014 (67 Jahre)

DAX (dt. Standardwerteaktien)

Rollierende 20-Jahres-Intervalle: 1948 bis 2014

Schlechtester 20-Jahres-Zeitraum (Kalenderjahre)

Rendite 1961 bis 1980

–1,5% p.a.

Vermögensendwert nach 20 Jahren

€ 0,75

Bester 20-Jahres-Zeitraum (Kalenderjahre)

Rendite 1949 bis 1968

+20,5% p.a.

Vermögensendwert nach 20 Jahren

€ 41,88

Aktuellster 20-Jahres-Zeitraum (Kalenderjahre)

Rendite 1995 bis 2014

+6,8% p.a.

Vermögensendwert nach 20 Jahren

€ 3,71

Rendite Gesamtzeitraum (67 Jahre)

+6,5% p.a.

Ohne Kosten und Steuern. ► Vermögensendwert, siehe Glossar. ► »Rollierend« heißt, es gab 47 20-Jahres-Zeiträume, der erste von 1948 bis 1967, der letzte von 1995 bis 2014. ► Daten: Prof.

Richard Stehle, Bundesbank.

Tabelle 12 illustriert die große Schwankungsbreite historischer Aktien-

renditen selbst über Zeiträume von 20 Jahren; bei kürzeren Zeiträumen

wäre die Spannbreite noch größer. Diesem »Risiko des richtigen Ein- und

Ausstiegszeitpunktes« bei Aktien kann man sich jedoch nicht durch die

»Verlierer-Strategie« Market Timing entziehen (siehe Abschnitt 2.4). Er-

freulicherweise kann man jedoch sagen, dass die Tabelle das tatsächliche

Risiko des richtigen Ein- und Ausstiegszeitpunkts überzeichnet, vielleicht

sogar stark überzeichnet. Warum?

• Es wird wenig Anleger geben, die 100% ihres Vermögens in deutsche

Standardwerteaktien investieren. In Wirklichkeit investieren die meis-

ten Anleger zugleich auch in andere Asset-Klassen (Immobilien, ver-

zinsliche Bankguthaben, kurz- oder langfristige anleihen, Renten-

versicherungen, Humankapital und anderes), sind also weit besser

diversifiziert als das Portfolio in Tabelle 12. Wir wissen jedoch: Ren-

dite und Risiko können nur sinnvoll auf der Ebene des »Gesamtport-

folios« richtig gemessen werden.

© Campus Verlag GmbH

• Kaum jemand wird in die Situation geraten, buchstäblich 100% seiner

Lebensersparnisse exakt am Beginn des schlechtestmöglichen Jahres

in Aktien zu investieren und zwei Dekaden später wiederum die volle

Summe genau im schlechtestmöglichen Jahr komplett für Konsum-

zwecke aufzulösen. In der Realität werden stattdessen so gut wie alle

Anleger und Sparer über einen langen Zeitraum hinweg zwangsläufig

Geldmittel allmählich investieren (ansparen) und ebenso allmählich

in späteren Lebensphasen wieder entsparen (verbrauchen), sodass sich

das Risiko wie auch die Chance (die »Upside«) des spezifischen Ein-

stiegszeitpunkts verwässert und »verwischt«.

• Die quasi freie Verfügbarkeit von Geldmitteln im »luftleeren Raum«,

mit denen man in den Aktienmarkt hinein- oder aus ihm herausgeht –

die also nicht schon vorher oder nachher in Anlagen mit unter Um-

ständen ähnlichem Risikogehalt investiert waren –, ist in der Mehrheit

aller Investmentsituationen ohnehin nicht gegeben. Auch insofern sind

Kalkulationen à la Tabelle 12 wirklichkeitsfremd. Tatsächlich müsste

man in vielen Situationen für eine sachlich korrekte Rendite- und Ri-

sikoberechnung auch berücksichtigen, in was der Anleger vorher und

nachher investiert war.

• Auch andere Asset-Klassen, wie z.B. kreditfinanzierte Eigenheime,

Gold, Unternehmensanleihen und Staatsanleihen, unterliegen diesem

Risiko grundsätzlich auch und in ähnlichen Größenordnungen. Der

Anleger kann dem Dilemma des richtigen Ein- und Ausstiegszeitpunk-

tes (soweit es nicht durch die hier genannten anderen Argumente rela-

tiviert wird) ohnehin nirgendwo entgehen.

• Durch weltweite Aktienmarktdiversifikation hätte man die in Ta-

belle 12 gezeigte Spannbreite zwischen dem besten und dem schlech-

testen 20-Jahres-Zeitraum für die Zeit von 1948 bis 2014 mühelos und

sehr deutlich einengen können. Eine noch stärkere Reduktion dieses

Timing-Risikos hätte sich durch Beimischung von z.B. 20% »risikof-

reien« deutschen Staatsanleihen ergeben.

In dem eher unüblichen Fall, dass ein Privatanleger einen größeren Ein-

malbetrag in den Aktienmarkt investieren will, mag die folgende, an der

Anlegerpsychologie orientierte Strategie weiterhelfen: die Aufstellung eines

© Campus Verlag GmbH

»Investmentfahrplans mit Selbstverpflichtung«. Dieser Fahrplan könnte

beispielsweise wie folgt aussehen:

• Man investiert ein Viertel heute und in jedem der drei folgenden Quar-

tale ein weiteres Viertel (Gesamtdauer 12 Monate).

• Man investiert ein Sechstel des Anlagebetrages sofort und dann alle

sechs Monate ein weiteres Sechstel (Gesamtdauer 36 Monate).

Leichte Abwandlungen dieser alternativen Investmentfahrpläne – je nach

persönlicher Präferenz – sind möglich, allerdings sollte der Fahrplan

sich wohl nicht über mehr als 48 Monate erstrecken. In jedem Fall muss

man den Fahrplan konsequent umsetzen, gleich in welche Richtung sich

die Märkte kurzfristig bewegen. Mit einem solchen Fahrplan 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 aufge-

schoben zu haben. Fällt der Markt, hat er nun die Gelegenheit, zu güns-

tigeren Preisen zu kaufen, und wird sich in der Entscheidung bestätigt

fühlen, nicht alles auf einmal investiert zu haben. Zu berücksichtigen

ist allerdings, dass dieser »psychologisch« und risikosenkend motivierte

Einstiegsfahrplan im Rückblick so gut wie immer nur die zweitbeste Lö-

sung darstellt. Sind die Kurse in der gestreckten Investitionsphase ge-

stiegen, dann wäre es besser gewesen, alles sofort zu investieren; sind sie

gefallen, wäre es besser gewesen, alles erst am Ende zu investieren. Mit

diesem Ansatz liegt der Investor im Nachhinein somit nie ganz falsch,

aber auch nie ganz richtig.

• Die Frage des Einstiegs- und Ausstiegszeitpunktes ist in der realen

Praxis aus einer Reihe von hier ausgeführten Gründen weit weniger

bedeutend als in der Theorie.

• Da Aktienmärkte langfristig steigen und kurz- und mittelfristige Pro-

gnosen genauso häufig falsch wie richtig sind, ist der Einstieg grund-

sätzlich umso erfolgsversprechender, je früher und je umfangreicher

er geschieht.

• Aus emotionalen Gründen empfiehlt es sich dennoch für viele Anleger,

die einen großen Betrag neu in den Aktienmarkt investieren wollen,

© Campus Verlag GmbH

dies schrittweise in Form eines Investmentfahrplans zu tun, wie hier

illustriert. Wertpapier- oder Fondssparpläne sind eine Form des schritt-

weisen, zeitlich gestreckten Einstiegs in den entsprechenden Markt.

2 .7 Fehler 7 – Ein gutes Unternehmen für eine gute

Aktie halten (Value- versus Growth-Aktien)

»Gute Unternehmen sind im Allgemeinen schlechte Aktien und schlechte

Unternehmen im Allgemeinen gute Aktien. Dieses Konzept zu begrei-

fen ist sowohl für Kleinanleger als auch für professionelle Investoren sehr

schwer. Und es ist vermutlich die Ursache für die niedrige Rendite der

meisten Profianleger.«

Wil iam Bernstein, Neurologe, Finanzwirtschaftler, Bestsel erautor

Neben zu häufigem Traden dürfte es einer der unter Privatanlegern häu-

figsten und wohl auch kostspieligsten Irrtümer über Aktienanlagen sein,

zu glauben, ein betriebswirtschaftlich gutes Unternehmen müsse damit

auch eine gute, ertragreiche Aktie sein, also eine hohe Aktionärsrendite

aufweisen. Auf der Grundlage dieser Annahme veröffentlichen die Finanz-

medien und die Banken jährlich Tausende an Anleger gerichtete Unterneh-

mensanalysen, teilweise zehn und mehr Seiten lang, mit langen Kolonnen

finanzwirtschaftlicher Kennzahlen, vergleichenden Tabellen, Marktanaly-

sen, Grafiken und Aktienkurszielen. Die Anlegerzeitschriften verpacken

diese Analysen dann in dramaturgisch aufgemachte Unternehmenspor-

träts mit Überschriften wie »Angriff auf IBM. Wie Computer Associates

den Markt aufrollt« (Zeitschrift *Finanzen*, 02/2001) oder »Adidas vs. Under

Armour: Offener Schlagabtausch – Die Herzogenauracher müssen sich

gegen den neuen Konkurrenten wehren« (*Der Aktionär*, 19.05.2015). Das

Problem dieser Aktien- und Unternehmensanalysen – die das Herzstück

jedes Anlegermagazins bilden – liegt nun darin, dass sie aus Anlegersicht

nicht nur nutzlos sind, sondern sogar schädlich.

Die scheinplausible Annahme, dass Unternehmen, die in der Vergan-

genheit höhere Gewinne als ihre Konkurrenten, ein schnelleres Wachs-

tum oder höhere Marktanteile vorwiesen, zugleich überdurchschnittliche

Aktionärsrenditen erwirtschaften, ist falsch. Statistisch lässt sich nicht

© Campus Verlag GmbH

nachweisen, dass solche »Siegerunternehmen« ihre betriebswirtschaft-

lich schwächeren Konkurrenten (ausgenommen in selektiv ausgewählter

Rückwärtsbetrachtung) auch an der Börse schlagen – weder kurz- noch

langfristig. Eher das Gegenteil ist der Fall: Gute Unternehmen, ob sehr

groß oder klein, sind überdurchschnittlich häufig schlechtere Aktien. Ak-

tientipps, die sich auf gute betriebswirtschaftliche Kennzahlen stützen, er-

weisen sich in mehr als 50% der Fälle als »falsch«, wenn man damit meint,

dass diese Unternehmen »überdurchschnittlich gute« Renditen haben

sollten. Der fehlende Zusammenhang zwischen betriebswirtschaftlichen

Kennzahlen (ob historisch oder prognostiziert) und der Aktionärsrendite

erklärt sich, wie so oft, aus der Informationseffizienz des Marktes: Die

guten betriebswirtschaftlichen Werte sind bereits eingepreist – ihretwegen

ist eine Outperformance daher nicht mehr möglich. Anders formuliert,

eine einseitige Betrachtung von betriebswirtschaftlichen (»fundamen-

talen«) Kennzahlen ignoriert das Preisniveau (Bewertungsniveau) einer

Aktie. Gewinn, Gewinnwachstum, Cash Flow, Dividendenrendite eines

Unternehmens – all das sagt allein nichts darüber aus, wie viel ein Anle-

ger dafür bezahlen muss, um daran teilzuhaben. Und Medienartikel, die

das Gegenteil behaupten, wie beispielsweise »Dauerläufer-Aktien: Sechs

Papiere, die immer steigen« (*Börse Online,* 30.10.2014) sind ganz einfach

Investmentpornographie.

Eine Analogie aus dem Immobilienmarkt: Zwei Einfamilienhäuser ste-

hen zum Verkauf. Das erste ist eine nagelneue Villa in bester Wohnlage,

von einem Star-Architekten entworfen und mit den teuersten Materialien

in hoher Qualität und aufwändig gebaut. Das zweite ist ein heruntergekom-

menes, 40 Jahre altes Haus aus den 70er Jahren, das an einer lauten, viel

befahrenen Durchgangsstraße steht. Welches ist die bessere Investition?

Antwort: Das kommt ganz auf den Preis an, genauer gesagt auf den Preis

relativ zur erzielbaren Miete abzüglich laufender Kosten. Und oft sind

gerade Prunkvillen schlechte Investments, weil es Liebhaber gibt, die aus

emotionalen Gründen den Preis in die Höhe treiben (ohne dass deswe-

gen eine höhere Miete erzielbar wäre), was bei Nullachtfünfzehn-Häusern

nicht passiert. Ähnlich verhält es sich mit Aktien: Glamour-Unternehmen

wie Nestlé (im eben erwähnten genannten Börse-Online-Artikel genannt)

aus »heißen« Branchen müssen noch lange keine guten Aktien sein und

© Campus Verlag GmbH

Tabelle 13: Merkmale von Growth- und Value-Aktien (Wachstumsaktien und Substanzwertaktien) – Growth-Aktien sind tendenziell betriebswirtschaftlich bessere Unter-

nehmen als Value-Aktien

Unterscheidungsmerkmal

Growth-Aktien (Wachstumsaktien)

Value-Aktien (Substanzwertaktien)

Kurs-Gewinn-Verhältnis

Hoch, daher spricht man auch von »teuren«

Niedrig, daher spricht man auch von

(KGV), Kurs-Buchwert-Ver-

Aktien

»bil igen« Aktien

hältnis, Kurs-Gewinn-

wachstumsverhältnis oder

Kurs-Cash-Flow-Verhältnis

Dividendenrendite

Niedrig oder null, da diese Unternehmen

Hoch (in der Regel zwischen 1% und 5%);

ihre Gewinne eher intern reinvestieren als

al e Gewinne oder ein großer Teil werden als

ausschütten

Dividenden ausgeschüttet oder für Aktien-

rückkäufe eingesetzt

Unternehmensgewinn und

Tendenziell eher niedrig (mit vielen Ausnah-

Tendenziell eher hoch (mit vielen Ausnah-

-Cash Flow

men in einzelnen Jahren)

men in einzelnen Jahren)

Erwartetes Gewinnwachstum

Hoch

Niedrig

des Unternehmens

Unternehmensverschuldung

Tendenziell niedrig

Tendenziell hoch

Erwartetes Umsatz- und Ge-

Hoch

Niedrig

winnwachstum der Branche

Branchencharakterisierung

Tendenziell »moderne«, aktuell populäre

Tendenziell »altmodische«, »reife«, »lang-

oder bewunderte Branchen wie Hightech,

weilige« Branchen wie Stahl, konventionel-

Telekommunikation, Internet, E-Commerce, ler Einzelhandel, Rohstoffe, Energieversor-

Biotechnologie, Medien

gung, Automobilbau, Finanzen

Charakterisierung der Aktien

Tendenziell Aktien mit »Glamour« und hoher Tendenziell unpopuläre Aktien (»distres-

Reputation wie Apple, SAP, Amazon, Micro-

sed stocks«), denen nur wenige noch nen-

soft, Facebook, Google, Nestlé – populäre

nenswertes Gewinnwachstum zutrauen;

Aktien, denen jeder glänzende Gewinn-

oft Aktien, die in jüngerer Vergangenheit

wachstumsperspektiven einräumt und die

eine mittlere bis schwere Krise durchlaufen

nicht als krisenanfäl ig gelten

haben, bis hin zur Konkursgefahr

Emotionale Hemmschwelle

Niedrig; jeder kauft sie, geschätzte 90%

Hoch; sie gelten als »Mauerblümchen« oder

gegenüber dem Kauf

al er Anleger – Profis wie Amateure – sind

gar »Verlierer-Aktien«

Growth-Investoren

Typische Marktkapitalisierung

Als Gruppe höher als die von Value-Unter-

Als Gruppe niedriger als die von Growth-

nehmen in der gleichen Branche oder dem

Unternehmen in der gleichen Branche oder

gleichen Land

dem gleichen Land

Rating (Bonitätsnote) für

Eher am oberen, guten Ende der Skala

Eher am unteren, schlechten Ende, oft

Unternehmensanleihen

(»Rating«, siehe **IB**, Abschnitt 3.11)

»sub-investment grade«

© Campus Verlag GmbH

Unterscheidungsmerkmal

Growth-Aktien (Wachstumsaktien)

Value-Aktien (Substanzwertaktien)

Risiko

Ob Value-Aktien oder Growth-Aktien risikoreicher sind, darüber streitet die Wissenschaft seit etwa 20 Jahren und kommt zu keinem eindeutigen Ergebnis. Die Hauptursache für

diese legitime und interessante Uneinigkeit ist einfach: Es kommt darauf an, welches Risiko man meint unter den rund 20 gängigen Risikodefinitionen, die in der Wissenschaft benutzt werden. Bei der in der Wissenschaft populärsten Risikomesszahl *Standardabweichung*

(Volatilität) zeigt sich letztlich kein höheres Risiko von Value-Aktien. Betrachtet man jedoch selektiv das Renditeverhalten von Value-Aktien in starken Börsenabschwüngen

(wenn Verluste also am meisten wehtun (»bad returns in bad times«), dann sind Value-

Aktien risikoreicher als Growth-Aktien- aber auch das ist nicht immer der Fal , wie die zusammengefassten Ergebnisse in Tabelle 14 andeuten.

sind es in der Mehrzahl der Fälle auch nicht. Deswegen sind Artikel wie

derjenige zur Firma Computer Associates (heutiger Name CA Technolo-

gies) nur zu oft im Bereich der »Investmentpornografie« angesiedelt. In den

zwölf Monaten nach Erscheinen des *Finanzen*-Artikels erzielte Computer

Associates eine negative Aktienrendite von –56% (also etwa eine Halbie-

rung des Aktienkurses), die Rendite von IBM betrug dagegen nur –36%.

Betriebswirtschaftlich gute (genauer formuliert: »bessere«) Unter-

nehmen werden in der Finanzwirtschaft gemeinhin als »Growth«-Ak-

tien (Wachstumsaktien) bezeichnet, betriebswirtschaftlich eher schwa-

che (schwächere) Unternehmen als »Value«-Aktien (Substanzwertaktien).

Tabelle 13 fasst die Unterschiede zusammen.

Aktienempfehlungen, die sich beispielsweise auf die Zugehörigkeit zu

einer Wachstumsbranche, das Vorliegen oder die Erwartung hoher Mar-

gen oder Marktanteile, eines starken Gewinnwachstums oder einer hohen

Eigenkapitalrendite stützen, sind genauso oft falsch wie richtig. Diese

schwache Trefferquote, die aufgrund der mit ihrer Befolgung verbundenen

hohen Trading-Kosten für den Aktionär letztlich zu einer Underperfor-

mance gegenüber dem Markt oder Buy-and-Hold-Anlegern führt, sollte

niemanden mit einem Grundverständnis für Wertpapiermärkte verwun-

dern. Sie wird jedoch von der Finanzbranche aus den inzwischen bekann-

ten Gründen totgeschwiegen. Die Anlageempfehlungen von Banken und

Finanzmedien beziehen sich weit überwiegend auf »gute« Unternehmen,

also Growth-Aktien. Unterstellt wird, dass diese guten Unternehmen auf-

© Campus Verlag GmbH

grund ihrer positiven Wachstumsaussichten eine über dem Markt liegende

Renditeerwartung hätten. Einer statistischen Überprüfung hält diese An-

nahme allerdings nicht stand, wie Tabelle 14 illustriert.

Tabelle 14: Value-Aktien sind langfristig rentabler als Growth-Aktien – aber

nicht in jedem Zeitfenster. Vergleich der realen (inflationsbereinigten) Renditen

und einiger Risikokennzahlen von Value und Growth Aktien von 1975 bis 2014

(40 Jahre)

in DM bzw. Euro

MSCI World Growth

MSCI World Value

Reale Rendite 1975 bis 2014 (40 Jahre)

6,2% p.a.

8,5% p.a.

Reale Rendite 1975 bis 1984 (10 Jahre)

13,9% p.a.

19,3% p.a.

Reale Rendite 1985 bis 1994 (10 Jahre)

6,3% p.a.

9,0% p.a.

Reale Rendite 1995 bis 2004 (10 Jahre)

6,2% p.a.

9,0% p.a.

Reale Rendite 2005 bis 2014 (10 Jahre)

8,4% p.a.

7,3% p.a.

Vermögensendwert 35 Jahre, real[1]

€ 8,12

€ 17,38

Standardabweichung der Jahresrenditen

21% p.a.

20%

Maximaler kumulativer Verlust (real)

–67% (Feb. 2009)

–55% (Feb. 2009)

Anteil der Kalenderjahre mit negativer nom. Rendite

28%

23%

Sharpe Ratio

0,29

0,42

Ohne Kosten und Steuern. ► Daten: MSCI (längste verfügbare Datenreihe). ► Bei MSCI-Indizes werden Value- und Growth-Indizes für eine bestimmte Region gebildet, indem der allgemeine

»Standard«-Index in zwei Hälften geteilt wird. Der Growth-Index enthält die eine Hälfte der Aktien, der Value-Index die andere Hälfte. ► [1] Inflationsbereinigter Endwert einer anfänglich investierten Geldeinheit nach 35 Jahren (»eine Anlegergeneration«) auf der Basis der jährlichen Rendite für den Gesamtzeitraum.

Konventionelle »Blue-Chip«- oder Standardwerte-Aktienindizes wie der

DAX, der S&P 500, der Dow Jones Industrial Average, der Nikkei, der

Euro Stoxx 50, aber auch die normalen MSCI-Länder und Regionen indizes

werden von Growth-Unternehmen dominiert, sind also »growth-lastig«,

da Growth-Aktien tendenziell höhere Marktkapitalisierungen (siehe **IB**

in Abschnitt 1.1) als Value-Aktien aufweisen.

© Campus Verlag GmbH

Infobox: Der MSCI World Index

Aufgrund seines Namens halten viele Anleger den MSCI World Index für

einen »Weltaktienindex«, der den globalen Aktienmarkt abbildet. Das

trifft aber nicht ganz zu. Der genaue Name des Index lautet »MSCI World

Standard (Large + Mid Cap)«. Warum ist es nur näherungsweise ein »Welt-

aktienindex«? (a) Der MSCI World umfasst »nur« 23 entwickelte Länder (In-

dustrieländer), während die ebenfalls 23 Schwellenländer (»Schwellenlän-

der« nach MSCI-Definition) fehlen. Nach Marktkapitalisierung (siehe **IB**,

Abschnitt 1.1) machen die 23 Industrieländer ungefähr 88% des Weltaktien-

marktes aus. Neben Emerging-Markets-Ländern (etwa 11% des Weltaktien-

marktes) fehlen in dem Index ebenso die genannten Frontier-Länder – etwa

20 Länder, deren (sehr kleine) Aktienmärkte erst schwach entwickelt sind.

mit wenig anlegerschützender Regulierung. (b) Der MSCI World beinhaltet

nur Large Caps und Mid Caps (große und mittelgroße Aktiengesellschaf-

ten), lässt aber Small Caps (Nebenwerte) außen vor. Nach MSCI-Definition

repräsentieren Large Caps die »oberen« ca. 70% des jeweiligen Länder-

oder Regionen-Index (wiederum gemessen an der Marktkapitalisierung);

Mid Caps die nächsten 15% und Small Caps die untersten 15%. Somit um-

fasst der MSCI World rund 85% des Aktienmarktes der besagten 23 Indus-

trieländer (derzeit ca. 1 600 Unternehmen). Die restlichen rund 40 000 bis

50 000 weltweit börsennotierten Unternehmen befinden sich entweder

nicht in Industrieländern oder sind zu klein, um in den Index aufgenom-

men zu werden. Übrigens ist die mittlere Marktkapitalisierung eines Small

Caps nach MSCI Definition etwa 730 Millionen Dollar – weit größer als das,

was man hierzulande als »Mittelstandsunternehmen« bezeichnen würde

(in Deutschland, anders als z.B. in Großbritannien, will niemand Eigentü-

mer eines »Kleinunternehmens« sein). Die regionale Gewichtung im MSCI

World Index sah im April 2015 ungefähr wie folgt aus: USA 57%, Japan 9%,

Großbritannien 8%, Kanada 4%, Frankreich 4%, Deutschland 3%, die rest-

lichen 17 Länder 15%.

Der langfristige Renditevorsprung von Value-Aktien wird in der Finanz-

wirtschaft als Value-Prämie bezeichnet. Ihre Existenz ist unumstritten

Lassen Sie sich nicht täuschen: 18 verhängnisvolle Anlegerfehler 147

© Campus Verlag GmbH

und wurde in einer nicht mehr überschaubaren Anzahl von Studien

für alle wesentlichen Aktienmärkte der Welt bestätigt (siehe z.B. Dim-

son u.a. 2015a). Diese Studien decken für Großbritannien und die USA

wesentlich längere Zeiträume ab, als der hier dargestellte (im Falle von

Großbritannien reichen sie bis zum Beginn des 19. Jahrhunderts zurück,

im Fall der USA bis 1926). Auch in den Schwellenländern ist der Value-

Effekt nachweisbar.

Die Bezeichnungen »Growth« (Wachstumsunternehmen) und noch

mehr »Value« (Substanzwertunternehmen) sind zwar im Investmentjar-

gon fest etabliert (und wir benutzen sie daher ebenfalls), aber eigentlich

sind beide unglücklich gewählt, weil in vielerlei Hinsicht missverständ-

lich oder sogar falsch. Beispielsweise deutet »Value« oder »Substanzwert«

irgendwie auf besonders hohe »Qualität« oder »Solidität« hin. Tatsächlich

sind Value-Unternehmen überwiegend *höheren* Unternehmensstressfak-

toren ausgesetzt als Growth-Unternehmen (wie oben aufgeführt). Eine

bessere, weil treffendere Terminologie wäre ganz trivial: »teure« und »bil-

lige« Aktien. In wissenschaftlichen Artikeln tauchen die Begriffe »Value«

und »Growth« typischerweise nur in Klammern gesetzt hinter präziseren

Formulierungen auf.

Aufgrund des im Vergleich zu Growth-Aktien tatsächlich höheren oder

wahrgenommenen höheren Risikos werden die künftigen Cash Flows der

schlechter dastehenden Value-Unternehmen mit einem Preisabschlag be-

legt, sprich, der für die Zukunft erwartete Cash Flow an die Aktionäre

(hier gleichgesetzt mit Gewinn oder Dividende) wird mit einer höheren

Diskontrate (auch Kapitalkosten genannt) abgezinst, die dieses höhere

Risiko reflektiert. Die Finanzökonomen sagen, die Aktie hat ein höheres

Equity-Premium. Dieser höhere Abzinsungsfaktor führt zu einem ver-

gleichsweise niedrigen Aktienkurs und damit einem niedrigen KGV (und

Kurs-Buchwert-Verhältnis). Das Equity-Premium ist die Belohnung, die

der Aktionär für das Tragen des betreffenden Cash-Flow-Risikos erhält.

Noch einmal anders formuliert: Relativ zu einem betriebswirtschaftlich

guten Unternehmen wird ein gegebenes künftiges Ertragspotenzial eines

Value-Unternehmens niedriger bewertet, daher spricht man von einer »bil-

ligen« Aktie im Sinne eines niedrigen KGV (für eine Geldeinheit gegen-

wärtigen Gewinns ist über Aktienkurs weniger zu zahlen). Dieser niedrige

© Campus Verlag GmbH

Kurs ermöglicht es, pro erwarteter Geldeinheit künftigen Cash Flows mit

einer solchen Aktie eine (langfristig) höhere Rendite zu erzielen als mit

dem guten, »teuren« Unternehmen. Nach dem ehernen Gesetz der Wert-

papiermärkte, demzufolge hohe Renditen mit hohen Risiken einhergehen,

muss dieses erhöhte Risiko von Value-Aktien bei einem Einzelinvestment

langfristig mit einem überdurchschnittlichen Ertrag belohnt werden. Die-

ser Renditevorteil ist also kein »free lunch«, denn er muss vom Aktionär

mit einem höheren Risiko erkauft werden. Dass sich dieses erhöhte Risiko

nicht durchgängig in einer erhöhten Volatilität (Standardabweichung) der

Renditen niederschlägt, kann man als erfreulichen Nebeneffekt, aber nicht

als Mispricing betrachten.

Weil das Value-Premium auf erhöhtem Risiko basiert, muss es unstet

und »unberechenbar« sein (kann sich also ohne weiteres für zehn Jahre

in einen Value-Malus verwandeln. Das war z.B. im Zeitfenster 2005 bis

2014 der Fall (siehe Tabelle 14). Ein jährlich konstantes Valuepremium

wäre ein Widerspruch in sich, denn die Risikoprämie wäre damit ja si-

cher prognostizierbar, also kein Risiko. Preis- oder Renditeunterschiede,

die *nicht* auf Risiko zurückgehen, werden nach ihrer Entdeckung durch

Arbitrage beseitigt (siehe **IB**, Abschnitt 1.4). Das Value-Premium – wie

auch andere »Faktorprämien« (»Risikofaktoren«, Abschnitt 3.9) – lässt

sich aus diesem Grund nur zuverlässig einfangen, indem man eine Viel-

zahl von Value-Aktien im Rahmen einer langfristig orientierten Buy-and-

Hold-Strategie hält. Auf das Value-Premium im Rahmen einer Stock-Pi-

cking- oder Market-Timing-Strategie zu spekulieren, ist für Privatanleger

gefährlich, denn für einzelne Unternehmen oder Branchen ist es nicht

zuverlässig prognostizierbar.

Auch wenn uns die Finanzmedien mit jährlich Tausenden betriebs-

wirtschaftlicher Unternehmensanalysen das Gegenteil weismachen wol-

len: Schlechte, krisengeschüttelte Unternehmen in langweiligen Branchen

sind im Durchschnitt und langfristig die besseren Aktien, gute, spekta-

kuläre Unternehmen oder Unternehmen aus Glitzerbranchen dagegen

überwiegend die schlechteren Aktien. Das Value-Premium, der langfris-

tige Renditevorsprung von Value-Aktien gegenüber Growth-Aktien in der

Vergangenheit, beweist es.

© Campus Verlag GmbH

2 .8 Fehler 8 – Sich an Fonds-Ratings (Fondsnoten) orientieren

»In unserer Studie führten bessere Fonds-Ratings in keiner Weise zu einer Outperformance-Wahrscheinlichkeit in den folgenden Jahren.

[…] Fonds mit fünf Sternen [dem besten Rating] wiesen die niedrigste Wahrscheinlichkeit auf, ihr Rating in der Zukunft zu halten.«

Finanzmarktforscher Christoper Philps und Francis Kinnery in einer Studie über das Morningstar-Fonds-Rating-System im Februar 2010

Bei der Auswahl von Fonds verlassen sich Anleger in allererste Linie auf Fonds-Ratings (Fondsbewertungstabellen), wie sie z.B. die Stiftung Warentest regelmäßig in ihrer Zeitschrift Finanztest veröffentlicht. Andere Organisationen, die solche Rankings erstellen, sind Feri Trust – Gesellschaft für Fondsanalyse, Morningstar und Scope. Die Ratings dieser Or-

ganisationen werden wiederum von den Direktbanken, Finanzwebseiten

und diversen Zeitschriften (wohl gegen Bezahlung) übernommen und

abgedruckt. In einer Untersuchung für den US-Investmentfondsmarkt

erlebte die Gruppe der Fonds mit den drei unteren Morningstar-Ratings

(von fünf Stufen insgesamt) in jedem der 13 Jahre von 1998 bis 2010 Net-

tomittelabflüsse, während die Fonds mit den besten beiden Rating-Stufen

in jedem einzelnen Jahr Zuflüsse verzeichneten (Casteleyn 2013).

Angesichts der über 7 000 in Deutschland vertriebenen Investment-

fonds46 liegt auf der Hand, dass Anleger nach einem Analyseinstrument

suchen, mit dem sie die sprichwörtliche Spreu vom Weizen schnell und

objektiv trennen können; das könnte z.B. ein Fonds-Rating sein. Aller-

dings erweist sich die Hoffnung, dass Fonds-Ratings und -Rankings bei

dieser Auswahl sinnvoll helfen können, als Fata Morgana. Die Ratings

versagen regelmäßig, wenn es darum geht, die in der Zukunft besten

Fonds oder die überhaupt für einen bestimmten Anleger am besten ge-

eigneten Fonds zuverlässig zu identifizieren. Da dieses Forschungser-

46 Sowohl weltweit als auch in Deutschland existieren deutlich mehr Fonds (Publikums-

fonds, institutionelle Spezialfonds, Hedge-Fonds, Private-Equity-Fonds, Pensionsfonds

und anderen Fondstypen) als börsennotierte Unternehmen (börsennotierte Firmen in

Deutschland rund 1 000). Noch extremer ist das Ungleichgewicht bei Investmentzertifi-

katen: Anfang 2015 wurden in Deutschland deutlich über eine Million unterschiedliche

Zertifikate vertrieben.

150 Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs

© Campus Verlag GmbH

gebnis für Privatanleger wichtige praktische Konsequenzen hat, lohnt

es, wiederholt zu werden:

Fonds-Ratings als Hilfsmittel zur Fondsauswahl sind nutzlos. Ihr Nutzen

in Bezug auf die Vorhersage zukünftiger Renditen von Fonds bewegt sich

nur unwesentlich außerhalb des Zufalls, das heißt, Würfeln hat eine ähnli-

che Prognoseleistung für künftige Fondsrenditen wie die Ratings. Es exis-

tiert generell keine Methode, mit der man die in der Zukunft am besten

rentierenden Fonds (bei Berücksichtigung von Kosten, Steuern und Risiko)

treffsicher identifizieren kann. Die unscheinbare Gesamtkostenquote (Total

Expense Ratio) von Investmentfonds hat eine bessere, wenn auch nicht

viel bessere Prognoseleistung für künftige Renditen als Fonds-Ratings.

Das Fonds-Rating der Stiftung Warentest zeigt sehr eindrücklich, wie sol-

che Rating-Verfahren aufgebaut sind und warum sie wegen ihrer struktu-

rellen Konstruktionsmängel nicht funktionieren können. Hier die wich-

tigsten Aussagen:

• Empirisch zeigt sich, dass die Prognoseleistung von Fonds-Ratings für

zukünftige Renditen, insbesondere wenn man das schlechteste Quintil

(die schlechtesten 20%) der Fonds ausnimmt47, im Bereich des Zufalls

liegt. Das heißt, ein sehr gutes Fonds-Rating kann sehr gute künftige

Performance nach sich ziehen oder auch sehr schlechte. Die wissen-

schaftlichen Studien hierzu sind Legion. Einige wenige haben wir im

Literaturverzeichnis aufgelistet: Amenc/Le Sourd 2007, Müller/Weber

2010. Der Artikel von Kinnel ist besonders bemerkenswert, weil der

Autor ein Mitarbeiter von Morningstar, der größten Fonds-Rating-Ge-

sellschaft der Welt ist. Kinnel sagt in dem Aufsatz: »Anleger sollten

die Gesamtkostenquote als das primäre Fondsauswahlkriterium ver-

wenden. Diese Quote ist nach wie vor der verlässlichste Prediktor für

Performance.«

47 Weil die schlechtesten Fonds tendenziell diejenigen mit überdurchschnittlich hohen

Kosten sind, und hohe Kostenquoten sind im Zeitablauf offenbar stabiler als alle anderen Fondsmerkmale.

© Campus Verlag GmbH

• Die Fonds-Ratings können schon allein deshalb nicht funktionieren,

weil ihr stärkster einzelner Bestimmungsfaktor die historische Rendite

des Fonds ist. Historische Rendite von Asset-Klassen und noch weni-

ger von aktiven Anlageprodukten innerhalb von Asset-Klassen – das

haben wir im Abschnitt 2.1 gesehen – hat jedoch keine kurz- und mit-

telfristige Prognosekraft, wenn man Transaktionskosten, Risiko und

Steuern berücksichtigt.

• Hinzu kommt, dass die Rating-Verfahren auf die veröffentlichte histo-

rische Fondsrendite abstellen, die jedoch selten mit der tatsächlichen

Rendite der Fondsanleger übereinstimmt (siehe Abschnitt 1.1).

• Die meisten Rating-Verfahren gruppieren die analysierten Fonds aus

Gründen der »Anwenderfreundlichkeit« in zu wenige Kategorien. Aus

dieser zu groben Klassifizierung folgt, dass viele Fonds mit falschen

Benchmarks verglichen werden und daher eine falsche Leistungsnote

resultiert (Amenc/Le Sourd 2007 fanden, dass 54% aller Fonds falsch

klassifiziert waren).

• Alle Rating-Verfahren kranken an einer teilweise falschen Messung des

Risikos, z.B. deshalb, weil das Risiko auf Einzelfonds ebene gemessen

wird, der Diversifikationsbeitrag eines Fonds in einem Gesamtportfo-

lio jedoch komplett ignoriert wird. Die Rating-Verfahren messen also

konstruktionsbedingt ein irrelevantes Risiko, nämlich das individuelle

Risiko einzelner Positionen, aber nicht das allein wichtige Risiko des

Gesamtportfolios, das sich aus dem Zusammenwirken aller Portfolio-

komponenten ergibt. Hinzu kommt, dass fast alle Verfahren selbst das

Einzelfondsrisiko mit nur einer einzigen Risikokennzahl (üblicherweise

der Standardabweichung) messen, was einer schlimmen Simplifizierung

gleichkommt.

• Praktisch alle Rating-Verfahren enthalten willkürliche Elemente, bei-

spielsweise das Ignorieren von Fonds, die weniger als fünf Jahre alt sind.

Fazit: Fonds-Ratings sind eine Mogelpackung; sie suggerieren einen An-

legernutzen, den sie nicht erbringen. Auf der Basis scheinbar objektiver

Zahlenspielchen geben sie vor, eine Hilfestellung zu bieten, die in mehr

als der Hälfte der Fälle zur Auswahl der falschen Fonds führt. Besonders

bedauerlich ist dies, weil sogar ansonsten seriöse Organisationen wie die

© Campus Verlag GmbH

Stiftung Warentest diese insgesamt irreführende, aber offensichtlich gut

verkäufliche Dienstleistung anbieten.

2 .9 Fehler 9 – Von Fondsmanagern einen Mehrwert erwarten

»Ein gewisser Respekt vor den Fakten zwingt mich zu der Hypothese, dass

die meisten Portfoliomanager ihr Geschäft aufgeben sollten […] vielleicht

klempnern sollten oder Altgriechisch unterrichten […]. Es ist jedoch klar,

dass dieser Rat nicht befolgt werden wird.«

Paul Samuelson, Wirtschaftsnobelpreisträger

Angesichts der weltweit mehr als 100 000 aktiv gemanagten Fonds48 und der

traditionell mit erstaunlicher Besessenheit betriebenen Suche der Medien

nach »Investmentgurus« ist es verwunderlich, dass man sich kaum noch an

bestimmte Namen erinnern kann. Das hängt vermutlich damit zusammen,

dass die Halbwertszeit der Gurus immer kürzer wird. Eigentlich ist es nur

noch ein einziger Name, der in diesem Zusammenhang von den Medien

und den Advokaten des aktiven Fondsmanagements mit einer gewissen

Beständigkeit genannt wird – der des legendären Warren Buffett. Buffett

hat mit seinem Investmentunternehmen Berkshire Hathaway die von ihm

selbst genannte und von den Medien unkritisch akzeptierte, aber falsche

Benchmark, den S&P-500-Aktienindex (USA Standardwertaktien), in den

vergangenen Jahrzehnten zumeist (aber nicht in jedem Jahr) outperformt49.

48 Publikumsfonds, Hedge-Fonds, Private-Equity-Fonds, Pensionsfonds und Spezialfonds

anderer institutioneller Investoren (Banken, Versicherungen, andere Großunternehmen

sowie staatliche Einrichtungen).

49 Eine korrekte Benchmark für Buffets Investmentgesellschaft ist ein USA-Gesamt-

markt-Value-Aktien-Index, nicht der S&P 500 (ein growth-lastiger Large-Cap-Index).

Buffett hat den Value-Index in den vergangenen 20 Jahren um ca. einen Prozentpunkt p.a.

geschlagen, was eine deutlich geringere Marge ist als gegenüber der falschen S&P- 500-Benchmark (2,7 Prozentpunkte p.a.). Eine wissenschaftliche Analyse von Buffetts Leistung findet sich bei Frazzini u.a. 2013. Deren Ergebnis zu Buffett ist weniger beeindruckend, als es der unsinnige Buffett-Kult in den Medien erwarten lässt. Immerhin muss man dem

bescheidenen und selbstkritischen Altmeister zugute halten, dass er diesen Kult selbst

vielfach kritisiert und außerdem mehrfach Privatanlegern Buy-and-Hold-Anlagen in

Indexfonds empfohlen hat.

© Campus Verlag GmbH

Die Anzahl der verblichenen Sterne am Aktienhimmel – bekannte In-

vestmentmanager, die irgendwann ihren »Midas Touch« verloren und nie

mehr wiederfanden – ist Legion. Fast alle deutschen Finanzmagazine fei-

erten während der Zeit der Internetblase bis März 2000 und dann wieder

von 2005 bis 2008 in regelmäßigen mehrseitigen bunten Artikeln für jede

denkbare Fondskategorie ihre »Fondsmanager des Jahres«. Dabei waren

Titulierungen wie »Superstar«, »Finanzgenie«, »Magier« und »der Mann,

der Sie zum Millionär macht« nicht die Ausnahme, sondern die Regel. Als

die nachfolgenden Aktien-Crashs jedoch andauerten, die Fonds der ehe-

maligen Star-Manager absackten und zudem einige ihre neu gewonnene

Popularität mit einem Wechsel zur Konkurrenz versilberten, wurde die

neue Marketingmasche wieder eingestellt.

Ab 2009 hat ein bis heute nicht umgekehrter Niedergang fast aller ehe-

mals berühmten »Investmentgurus« eingesetzt. Peter Lynch war schon seit

1990 im Ruhestand, hat aber mit den wenigen von ihm später empfohlenen

Aktien den Markt underperformt. Die übrigen noch aktiven US-Fonds-

Stars zehren von vergangenem Ruhm, aber ihr jüngerer Track Record, ihre

Renditebilanz in den letzten Jahren, ist kaum noch vorzeigbar. Dazu ge-

hören John Neff (nach Lynch vermutlich der zweitbekannteste Fondsma-

nager der Welt) und eine ganze Reihe von in Deutschland zwar weniger

prominenten, aber in den USA legendären Fondsmanagern und Analys-

ten: Bill Miller (Ende 2005 von den Medien zum »erfolgreichsten Fonds-

manager aller Zeiten« gekürt und zwei Jahre später mit Spott übergossen),

Robert Sanborn, Eric Ryback, Gary Pilgrim, Bill Sams, Marty Whitman,

Elaine Garzarelli, Emerging-Market-»Zauberer« Mark Moebius, Hedge-

Fonds-Manager Julian Robertson, die »Internet-Königin« Mary Meeker,

Henry Blodget, der »Chart-Papst« Ralph Acampora, die »Börsenprophe-

tin« Abby Cohen (Goldman Sachs), Meredith Whitney, »die Frau, die die

Bank-Pleiten vorhersagte« und viele andere. Auch »Bond King« Bill Gross

(Pimco) setzte in 2013 und 2014 Milliarden in den Sand. Hedge-Fonds-

Manager John Paulson, den seine Wette auf den Immobilien-Crash in den

USA 2008 um über 20 Mrd. Dollar reicher und weltberühmt machte, hat

seitdem eine sehr bescheidene Bilanz. Schon 1998 waren die beiden be-

rühmten Hedge-Fonds-Stars Robert Merton und Fisher Black mit ihrem

LTCM-Fonds untergegangen. Der Schweizer »Investment-Star« Martin

© Campus Verlag GmbH

Ebner, dessen Vermögen 2001 auf 5 Milliarden Franken geschätzt wurde,

verschwand im Trubel des Börsenabschwungs von 2002 mit einer gewal-

tigen Pleite in der Versenkung.

Die deutsche bzw. europäische Liste der vom Markt geschlagenen

einstigen »Investmentgenies« und »Reichmacher« wurde seit dem Einset-

zen des Bärenmarktes im März 2000 bis März 2003 und der Finanzkrise

2008/2009 immer länger: Wassili Papas (Union Investment), Elisabeth

Weisenhorn (Deutsche Bank/DWS), Heiko Thieme (Deutsche Bank),

Volker Kuhnwaldt (Nordinvest), Kurt Ochner (Julius Bär), um nur die

bekanntesten zu nennen. Bei anderen »Gurus« wie dem selbstpostu-

lierten Meister der »finanziellen Freiheit« und »Millionen-Seller« Bodo

Schäfer, André Kostolany, dem saudischen-Prinzen Al-Walid ben Talal,

Klaus Kaldemorgen (DWS), »Mr. Dax« Dirk Müller50, »Dr. Doom« Marc

Faber, »Perma-Bär« Nouriel Roubini51, »Dauer-Crash-Prophet« Roland

Leuschel und vielen »Star-Investoren« und »Finanzgurus« weiß mangels

dokumentierter Datenlage – trotz viel kindischen Hofierens seitens Me-

dien – niemand genau, wie deren objektive Renditebilanz aussieht. Ihr

(früherer) Kultstatus basierte stets auf nicht nachprüfbaren Behauptun-

gen, auf wenigen korrekten Crash- oder Boom-Prognosen (denen fal-

sche Prognosen folgten), auf selektiv ausgewählten, fast immer nur ein

paar Jahre andauernden Outperformance-Perioden, auf Betrachtung nur

eines, aber nicht aller von dem »Helden des Finanzmarktes« gemanag-

ten Fonds, und auf Anekdoten und in Internet-Chatrooms kursierenden

nicht belegten Behauptungen. Und dann ist da noch die spezielle Ahnen-

galerie der von ganz oben nach ganz unten gefallenen Investment-Stars

wie Bernie Madoff oder die deutschen Markus Frick (N24-»Millionärs-

macher«), Hedge-Fonds-Manager Florian Homm und die »Immobilien-

könige« Jonas Köller und Stephan Schäfer (S&K).

50 In der 2009 erschienenen Auflage seines Buches *Crashkurs* rät er z.B. auf S. 140: »Aktien und Aktienfonds gehören in diesen unsicheren Zeiten schlicht nicht ins Depot.« In den

12 Monaten ab Mitte Juli 2009 legte der Dax 23% zu, in den 24 Monaten danach 52%.

51 Der Mann, der den Mitte 2007 einsetzenden »Credit Crunch« richtig vorhersagte, lag spä-

ter mit seinen über mehrere Jahre wiederholten, pessimistischen Aktienmarkt prognosen

für 2009 und 2010 meilenweit daneben. Dasselbe gilt für Nobelpreisträger Paul Krugman,

der seit 2009 mehrfach den *unmittelbar* bevorstehenden Zusammenbruch der Eurozone vorhersagte.

Lassen Sie sich nicht täuschen: 18 verhängnisvolle Anlegerfehler 155

© Campus Verlag GmbH

Infobox: Warren Buffett und die Efficient-Market-Theorie (EMT)

Die Anzahl der Medienartikel und Internetdiskussionen zwischen Anlegern,

in denen Warren Buffett und sein über rund 50 Jahre währender, beispiel-

loser Investmenterfolg als »Beleg« oder »Beweis« für die »Ungültigkeit«

oder »Unmöglichkeit« der EMT herhalten muss, geht wohl in die Hunder-

tausende. 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 Großvati raucht seit 50 Jahren Kette und ist mit

89 Jahren immer noch kerngesund« (Beispiel nach Cochrane 2013). Eine Theo-

rie über das Geschehen in sozialen Systemen, wie z.B. dem Kapitalmarkt, ist

dann zu akzeptieren, wenn sie dieses Geschehen (hier die Preisbildung in

Wertpapiermärkten) besser erklärt (das heißt prognostiziert) als alle kon-

kurrierenden Theorien. Das trifft auf die EMT zu. Theorien über Sozialsys-

teme lassen Ausnahmen, Ausreißer, Spezialfälle und den Zufall zu, ohne

deswegen notwendigerweise falsch oder widerlegt zu sein.

Man kann recht leicht ausrechnen, wie viel Investment-Superstars es rein

statistisch geben müsste, und diese Zahl dann mit jener der zu einem be-

stimmten Zeitpunkt real existierenden »Stars« vergleichen. Erzeugt die

statistische Rechenmethode ein plausibles Ergebnis, wäre das ein weiterer

Hinweis, wenn auch kein Beweis, dass die Leistung der Gurus zufallsbe-

dingt ist. In unserem simplen statistischen Gedankenexperiment nehmen

wir an, dass jeder der – sagen wir – 100 000 Fonds bzw. deren Manager

(in einem effizienten Markt) eine 45-prozentige Chance hat, den Index

zu schlagen (die Chance ist nicht 50%, da aktive Fonds eine Kostenbelas-

tung haben, der Index jedoch nicht). Bei dieser Wahrscheinlichkeit müss-

ten rein rechnerisch nach zehn Jahren noch 34 Manager übrig bleiben,

die ihre Benchmark in jedem Kalenderjahr geschlagen haben. Tatsäch-

lich dürfte diese Zahl auch grob der Realität entsprechen (obwohl derzeit

wohl deutlich weniger als 34 solche Manager bekannt sind). Allein mit-

hilfe einfachster Statistik lässt sich also schon eine plausible Erklärung

für die wenigen Fonds-Superstars finden, nämlich Glück im Kontext des

Gesetzes der großen Zahl.

© Campus Verlag GmbH

Die Tatsache, dass es in bestimmten Perioden einzelne Fondsmanager

gibt, die den Markt über längere Zeit geschlagen haben, beweist keineswegs

zwangsläufig, dass diese Leistung auf Können zurückgeht – auch wenn

die Fondsbranche ständig das Gegenteil postuliert. Hätte die Fondsbran-

che Recht, müsste es viel mehr Warren Buffetts geben, da die bestehenden

Outperformer ja schon allein statistisch und ganz ohne jedes Können zu

erwarten wären. Selbst jemand, der über sehr lange Perioden hinweg den

Markt schlägt, könnte einfach nur Glück gehabt haben, und wenn das so

war, gibt es keinen Grund anzunehmen, dass diese Glückssträhne in Zu-

kunft anhält.

Generell tun sich viele Anleger schwer, konkrete Investmenterfolge

nüchtern im Lichte der Statistik und speziell des Gesetzes der großen

Zahl zu betrachten. Tabelle 15 illustriert den Sachverhalt. Bei einer Out-

performance (»Alpha«) eines Fonds gegenüber seiner Benchmark von

z.B. 2,0 Prozentpunkten p.a. und einer typischen Schwankung der Jah-

reswerte dieser Outperformance um die Benchmark-Rendite herum von

6,0% dauert es 35 Jahre, bis wir mit hinreichend großer Wahrscheinlichkeit

(95%iger Sicherheit), aber immer noch nicht mit Gewissheit sagen kön-

Tabelle 15: Wie lange dauert es, bis man bei einem Investmentfonds zufällige

Outperformance von nicht zufälliger Outperformance (Überrendite)

zuverlässig unterscheiden kann?

Angenommene durchschnittliche Outperformance (»Alpha«)[1]

des Fonds während der Betrachtungsperiode

1,0% p.a.

2,0% p.a.

3,0% p.a.

4,0%

61 Jahre

15 Jahre

7 Jahre

Angenommene Standard-

6,0%

138 Jahre

35 Jahre

15 Jahre

abw. des Alphas[1]

8,0%

246 Jahre

61 Jahre

27 Jahre

[1] »Alpha« ist die Renditedifferenz in Prozentpunkten p.a. gegenüber der Jahresrendite der Benchmark (korrekt gewählter Vergleichsindex) über den gesamten Messzeitraum hinweg. Beispiel: Der MSCI Europe wies in den 10 Jahren bis 2014 eine Rendite von 6,4% p.a. auf. Wenn ein Fonds über diesen Zeitraum hinweg 7,4% p.a. erzielte, betrug sein Alpha 1,0 Prozentpunkte p.a. In einem einzelnen Jahr wird die Fondsrendite jedoch nach oben oder unten um die Benchmark-Jahresrendite herum schwanken. Drei typische Beispielwerte für diese Schwankungsintensität sind in der zweiten Spalte von links angegeben. Ein Alpha von einem Prozentpunkt über einen mehrjährigen Zeitraum hinweg wird allgemein bereits als nennenswerte Leistung betrachtet.

In den 20 Jahren bis März 2015 schlug Warren Buffett eine (korrekt gewählte) Benchmark um etwa einen Prozentpunkt p.a.

© Campus Verlag GmbH

nen, dass diese Überrendite nicht dem Zufall geschuldet ist. Angesichts

dessen mutet es geradezu lustig an, wenn man bedenkt, dass drei Viertel

aller Publikumsfondsmanager vor Ablauf von fünf Jahren aufgeben (Por-

ter/Thrifts 2014). Bei Hedge-Fonds ist das durchschnittliche »Stamina« der

Manager-Gilde noch geringer.

Für einzelne, willkürlich (d.h. gezielt) ausgewählte Zeitfenster in der

Vergangenheit, z.B. die letzten 12 Monate oder die letzten 8 Jahre oder

die 25 Jahre von 1973 bis 1997, wird es immer einzelne Fondsmanager

mit extremer Outperformance geben – das ist gerade im Kontext der Ef-

ficient-Market-Theorie zu erwarten –, doch weiß eben niemand im Vor-

hinein zuverlässig, wer diese Fondsmanager sind und ob sie diesen Erfolg

wiederholen können.

In seinem Buch *Innumeracy* beschreibt der amerikanische Mathemati-

ker John Allen Paulos eine Art Pyramidenspiel, mit dem auch Sie, lieber

Leser, leicht zum Aktienguru werden und nebenbei noch rund 100 000 Euro

verdienen können. Das geht so: Sie schicken unaufgefordert Ihren neuen

»Guru-Investment-Newsletter« mit einem elegant aussehenden Briefkopf

an 32 000 Empfänger, deren Adressen Sie einer Telefonbuch-CD-ROM

entnommen haben. In dem Newsletter schwadronieren Sie von einem

»neuartigen neuronalen Netzwerk«, das von Physikern und Informatikern

der Universität Stanford entwickelt wurde und mit dem die Genauigkeit

von Börsenkursprognosen um einen »Quantensprung« gestiegen sei. Ihr

Unternehmen habe für die ersten 24 Monate eine Exklusivlizenz für die

Software für den europäischen Markt erwerben können. In 16 000 Brie-

fen schreiben Sie, der DAX werde in den nächsten sieben Tagen steigen,

in den anderen 16 000 Briefen, er werde fallen. Es liegt auf der Hand, dass

die eine Hälfte der Empfänger die richtige Vorhersage bekommt. Diese

16 000 Empfänger erhalten eine Woche später einen zweiten Brief, 8 000

davon mit einem prognostizierten DAX-Anstieg für die darauffolgende

Woche, 8 000 mit einem prognostizierten Fall. Dieses Spiel wiederholen

Sie einige Male. Nach jeder Runde erhalten nur diejenigen einen weite-

ren Brief, bei denen alle vorherigen Prognosen korrekt waren. Nach sechs

Runden sind zwangsläufig noch 500 solche Personen übrig. Diesen 500

Personen bieten Sie die weitere Zusendung dieser wertvollen »Prognose«

bis zum Ende der 24-monatigen Lizenzlaufzeit an – gegen eine Gebühr

© Campus Verlag GmbH

von 690 Euro. Nehmen wir an, die Hälfte der Angeschriebenen, nämlich

250 Personen, geht auf das Angebot ein und überweist den Betrag. Das

spült Ihnen gut 172 000 Euro in die Kasse. Dagegen stehen Ihre Porto- und

Frankierkosten von etwa 70 000 Euro. Es verbleiben Ihnen über 100 000

Euro Gewinn. Diese zynische Vorgehensweise dürfte – je nach detaillierter

Ausgestaltung – sogar legal sein. Dass die restlichen rund 25 zweiwöchi-

gen Investment-Newsletter nur noch eine Trefferquote von 50% aufwei-

sen (statt scheinbar 100% wie zuvor), ist für die Abonnenten bedauerlich,

aber nicht zu ändern.

Der ehemalige Hedge-Fonds-Manager und Mathematiker Nassim Taleb

übertreibt in seinem Buch *Narren des Zufal s* nur ein klein wenig, wenn er

sagt, dass bei einer ausreichend großen Anzahl von Zooaffen, denen man

zwei Jahre lang eine Schreibmaschine in den Käfig stellt, einer per Zufall

einen preisträchtigen Roman tippt, während alle anderen naturgemäß le-

diglich wirre Buchstabenfolgen produzieren.

Warum ist »Guru-Investing« – die Strategie, in Fonds eines bekann-

ten Fondsmanagers zu investieren – dennoch so populär? Das hat wohl

mit der an anderer Stelle bereits erwähnten Annahme vieler Menschen

zu tun, der zufolge es auf dem Gebiet der Geldanlage zugehen müsse wie

im sonstigen Leben auch: Harte Arbeit, viel Fachwissen und Intelligenz/

Talent führten am ehesten zum Erfolg. Was Kapitalanlagen betrifft, ist

das – aufgrund der Informationseffizienz des Marktes – leider oder er-

freulicherweise ein Trugschluss: Hier schlägt eine passive Philosophie des

»Nichtstuns« (Buy and Hold) den aktiven, zeitaufwändigen Stock-Picking-

oder Market-Timing-Ansatz der »Experten« und »Gurus«.

Ein weiterer Grund ist leider das schon mehrfach erwähnte fatale

»Paket« aus Gier seitens der Anleger (»Ich will schnell reich werden«)

kombiniert mit der Skrupellosigkeit der Finanzbranche (Produktprovi-

sionen sind wichtiger als Anlegernutzen) im Verein mit der »Komplizen-

schaft« der Medien (Auflage und Werbeeinnahmen vor Seriosität) und

inkompetenter staatlicher Regulierung.

Lassen Sie sich nicht täuschen: 18 verhängnisvolle Anlegerfehler 159

© Campus Verlag GmbH

2 .10 Fehler 10 – Annehmen, Risikoabsicherung sei umsonst zu bekommen

»Auf der Suche nach Risikoabsicherungsstrategien für ihr Portfolio

verlieren Investoren mehr, als sie gewinnen. Abgesicherte Portfolios

generieren unterlegene Renditen pro Einheit Risiko, sogar dann,

wenn man die Kosten der Absicherung unberücksichtigt lässt.«

Professoren Dimson, Marsh und Staunton, London Business School,

die weltweit führenden Spezialisten in der Sammlung und Auswertung

sehr langfristiger Wertpapierrenditen

In Abschnitt 1.5, »Risiko und Rendite sind untrennbar miteinander verbun-

den«, haben wir bereits das eherne Gesetz des Geldanlegens kennengelernt.

Dieses besagt, dass derjenige, der mehr Rendite will, auch mehr Risiko

eingehen muss; wer Risiko vermeiden will, muss langfristig eine gerin-

gere Rendite hinnehmen. Rendite kommt von Risiko52. Renditegeschenke

verteilt der Markt nicht. Trotz dieser eigentlich banalen Feststellung fin-

den »Garantiezertifikate«, »Garantiefonds«, »absolute Return-Fonds«

oder ähnliche Produkte gerade bei deutschen Privatanlegern traditionell

hohen Absatz. Offenbar zieht das Versprechen der Produktwerbung, wo-

nach hohe langfristige Renditen und gleichzeitige Risikosenkung auf Pro-

duktebene möglich seien. Mancher Anleger, der mit Direktanlagen Er-

fahrung hat, denkt, »Stop-Loss-Orders« seien ein Instrument, mit dem

man den heiligen Gral der Geldanlage erreichen kann: *Schutz vor großen*

Verlusten bei Wahrung der großen Renditechancen (»Upside«). Was meint

die Wissenschaft dazu?

In der Studie, der das Eingangszitat entnommen wurde, stellten die drei

Londoner Finanzprofessoren fest, dass sowohl die Risikoabsicherungsstra-

tegien, die in Garantiezertifikaten zur Anwendung kommen, als auch maß-

geschneiderte Absicherungsmethoden wie etwa Stop-Loss-Order zu einer

langfristigen Underperformance führen (Dimson u.a. 2007). Die Professoren

testeten dies anhand von Daten des US-Aktienmarktes seit dem Jahr 1900.

Eine Stop-Loss-Order-Strategie (wie sie auch von den Zertifikate-Abteilun-

gen der Banken, die Garantiezertifikate emittieren, eingesetzt wird) führte

52 Risiko in diesem Sinne muss immer in die Zukunft schauend (»ex ante«) betrachtet werden, nicht rückwärtsgerichtet.

© Campus Verlag GmbH

in einer Berechnung zu einer nominalen Langfristrendite von 8,8% p.a. ge-

genüber 9,8% p.a. bei simplem Buy and Hold. Dabei ließen die Forscher die

höheren Vertriebskosten der abgesicherten Produkte und ihre höhere Steu-

erbelastung sogar großzügig außer Acht. Ferner nahmen sie unrealistisch

an, dass jede durch einen Aktienmarkteinbruch ausgelöste Stop-Loss-Order

auch tatsächlich ausgeführt wurde – eine unrealistisch optimistische An-

nahme (siehe Fallstudie weiter unten). Auch beim Sharpe Ratio (Abschnitt

1.10) lag die Buy-and-Hold-Strategie vorne. Die Autoren empfehlen daher

einen »Back to the basics«-Ansatz, bei dem Risikokontrolle durch breite Di-

versifikation erzielt wird, einschließlich der Beimischung von kurzfristigen

Staatsanleihen mit niedrigen Nebenkosten im Depot des Anlegers.

Infobox: Stop-Loss-Order (Stop-Loss-Limit)

Eine Stop-Loss-Order (SLO) ist ein »bedingter« Verkaufsauftrag im Wert-

papierhandel. Er wird dann automatisch (innerhalb des vorgegebenen

Zeitfensters, z.B. ein Tag oder zwölf Monate) ausgeführt, wenn das ent-

sprechende Wertpapier eine Kursuntergrenze erreicht. Es ist eines der vie-

len Ammenmärchen des aktiven Investierens unter Privatanlegern und Fi-

nanzjournalisten, dass mit Stop-Loss-Orders zuverlässig größere Verluste

vermieden werden könnten und daher der Anleger insgesamt ja nur »ge-

winnen könne«. Stop-Loss-Order-basierte Strategien funktionieren lang-

fristig deshalb selten, weil sie (a) hohe Transaktionskosten verursachen, die

Buy and Hold nicht hat, (b) das Problem des »Wiedereinstiegs« aufwerfen.

Dieser geschieht regelmäßig zu spät (z.B. Ausstieg bei 70 und Wiederein-

stieg bei 80. Zwischenzeitlich fielen die Kurse auf 60. In dieser Situation

sieht es kurzzeitig so aus, als ob der Anleger mit SLO einen Vorteil erzielt

(Verlustreduktion), aber er hat dennoch langfristig gegenüber dem Buy-

and- Holder-Anleger verloren. (c) In wirklich extremen Marktsituationen ist

es keineswegs gewährleistet, dass eine Stop-Loss-Order überhaupt ausge-

führt wird (siehe die Fallstudie in diesem Abschnitt).

Zwei andere britische Finanzmarktforscher untersuchten 2011 Garantie-

zertifikate, die von der staatlichen britischen National Savings and Invest-

© Campus Verlag GmbH

ment Bank (NS&I) emittiert werden. Diese NS&I-Zertifikate (Guaranteed

Equity Bonds/GEB) sind gut mit den in Deutschland von zahlreichen Ban-

ken emittierten Garantiezertifikaten vergleichbar. Der Zweck des Produktes

ist es, risikoscheuen Privatanlegern nach fünf Jahren Laufzeit mindestens

den ursprünglichen Kaufpreis zu liefern (also eine nominale Nullrendite)

und wenn es am Aktienmarkt gut läuft, dann partizipiert der Anleger in

einem bestimmten Verhältnis (z.B. 70%, nicht jedoch zu 100%) an der Auf-

wärtsbewegung des britischen Aktienmarktes, (FTSE 100 Index, grob ge-

sagt der britischen Version des DAX). Das gegenüber 100% reduzierte Up-

side-»Partizipationsverhältnis« ist der Preis, den man für die erwähnte

Null-Verlust-Garantie zahlen muss. Die Forscher untersuchten alle zehn

GEB-Jahrgänge, die Anfang 2011 bereits fäl ig geworden waren. Bei neun von

zehn Jahrgängen stellte sich eine super-simple Buy-and-Hold-Strategie mit

einem FTSE 100-Indexfonds als rentabler heraus (Bryant/O'Sullivan 2011).

Fallstudie: Am 19.3.2015 berichtete *Spiegel Online* von einem 26-jährigen

Privatanleger, der hobbymäßig Währungsspekulation betrieb (denn »Spar-

bücher und Festgeldanlagen bringen ohnehin kaum noch Rendite«). Als

Mitte Januar 2015 der Schweizer Franken unerwartet stark gegenüber dem

Euro aufwertete (»Freigabe« des CHF/EUR-Wechselkurses durch die Schwei-

zer Nationalbank), verlor der junge Ingenieur bei etwa 3 000 Euro Einsatz

280 000 Euro mit dem Ergebnis einer möglichen Privatinsolvenz. Der zwei-

fellos intelligente und exzellent ausgebildete Mann hatte sich durch das

Setzen einer Stop-Loss-Order bei seinem Online-Broker vor einem solchen

Franken-Aufwertungsszenario schützen wollen, was im Prinzip richtig ge-

dacht war. Der vermeintliche Schutz verpuffte jedoch, weil der Franken am

15.1.2015 in wenigen Minuten um etwa 30% gegen den Euro aufwertete,

sodass selbst der Computer in dem extrem kurzen Zeitfenster, das ange-

sichts der rasenden Kursveränderungen blieb, keine Gegenpartei zum ver-

traglich fixierten Order-Kurs finden konnte. Daher blieb die automatische

Verkaufsorder unwirksam.

Fazit: Die perfekte Welt, in der Risiko begrenzt wird, während die Upside

(das Gewinnpotenzial) einer ertragsträchtigen Anlage oder Asset-Klasse

© Campus Verlag GmbH

weitgehend erhalten bleibt, existiert nicht. Das gilt für Hedge-Fonds ge-

nauso wie für Investmentzertifikate oder Immobilienfonds. In einem ein-

zelnen Jahr mag sich die Absicherung lohnen, aber langfristig frisst sie

wertvolle Renditeprozente auf, denn derjenige, der das Absicherungsri-

siko trägt, »will auch leben«. Anleger, die das in der Produktwerbung von

Banken immer wieder verbreitete Märchen von der »Rendite ohne Risiko«

glauben, bezahlen ihre Naivität mit niedrigeren Langfristrenditen oder,

noch schlimmer, mit schmerzhaften Verlusten, wie die Fallstudie in die-

sem Abschnitt illustriert.

2 .11 Fehler 11 – Mit einzelnen Branchen den allgemeinen

Markt outperformen wollen

»Large-Cap-Technologieaktien sind eine Idiotenwette.«

Jeremy Siegel, Finanzprofessor und Autor von Stocks for the Long Run an der

Wharton Business School, Universität Philadelphia

Eine oft zu vernehmende Investmenttheorie lautet folgendermaßen: Es ist

offensichtlich, dass Hightech-, Telekommunikations-, Biotechnologie- oder

Rohstoffunternehmen in der Zukunft schneller expandieren und höhere

Gewinnzuwachsraten als die restliche Wirtschaft verzeichnen werden.

Daher sollten Anleger diese Sektoren (Branchen, Industrien) in ihrem

Portfolio übergewichten. Eine andere, verwandte These zur Bedeutung

von Branchen im Investmentprozess lautet, dass in bestimmten Phasen

oder Zeiten einige Branchen bessere »Opportunitäten« darstellten als an-

dere und daher von klugen Investoren im Portfolio vorübergehend zu be-

vorzugen seien, während temporär unattraktive (überbewertete) Branchen

gemieden werden müssten. Beide Einschätzungen oder Philosophien zur

Relevanz von Branchen im Investmentprozess sind falsch. Sie sind falsch

aus zwei Gründen:

• Soweit eine Branche zeitweilig oder langfristig bessere oder schlechtere

Ertrags- oder Wachstumschancen hat als andere Branchen, ist dieser

Unterscheid längst in den entsprechenden Aktienkursen eingepreist

und kann daher in die Zukunft gerichtet keinen relativen, positiven

Lassen Sie sich nicht täuschen: 18 verhängnisvolle Anlegerfehler 163

© Campus Verlag GmbH

Renditeeffekt mehr haben. Aus diesem allgemeinen Grund scheitert

ja die deutliche Mehrheit aller aktiven Anleger (einschließlich solcher,

die »Sector Picking« betreiben) an einer korrekt gewählten Benchmark,

und die kleine Minderzahl, die in einem bestimmten Zeitfenster vorne

liegt, wechselt kaum vorhersagbar von Zeitfenster zu Zeitfenster (siehe

Abschnitt 1.1).

• In umfassenden historischen Untersuchungen sind keinerlei deutliche

oder sachlogisch einleuchtende Renditevorteile einzelner Branchen

festgestellt worden, die nach Berücksichtigung von Risiko nicht höchst-

wahrscheinlich dem Zufall geschuldet waren (Dimson u.a. 2015b). Mit

anderen Worten: Branchen sind schlicht kein Renditetreiber, auf den

man sich irgendwie verlassen könnte (auf die tatsächlichen, verläss lichen

Renditetreiber bei Aktien kommen wir in Kapitel 3 zu sprechen).

Tabelle 16: Vergleich von realen Renditen und Risikokennzahlen von

fünf Hauptbranchen in den USA von 1927 bis 2014 (88 Jahre) in USD

Rendite und Risiko

Konsum-

Verarb. In-

Technologie,

Gesund-

Finanzen,

güterher-

dustrie,

Telekom., IT

heitssektor Verkehr, Bau

stel er,

Energie,

und übrige

Einzelhandel

Versorger

Geometrische Rendite p.a., real

Gesamtzeitraum

8,0%

7,7%

7,1%

8,9%

6,4%

Erste 44 Jahre

7,9%

7,3%

7,5%

9,5%

5,4%

Zweite 44 Jahre

8,0%

7,9%

6,5%

8,1%

7,3%

Risiko

Standardabweichung der

22,2%

19,2%

21,6%

21,4%

22,7%

Jahresrenditen

Maximaler kumulativer Verlust,

–70%

–67%

–70%

–58%

–77%

nominal

Anteil Kalenderjahre mit

26%

25%

24%

25%

31%

negativer nominaler Rendite

Risikoadjustierte Rendite

Sharpe Ratio

0,45

0,47

0,41

0,49

0,38

Ohne Kosten und Steuern. ► *Quelle:* Webseite von Prof. Ken French, Dartmouth University.

► Zur geometrischen Durchschnittsrendite siehe Abschnitt 2.12.

© Campus Verlag GmbH

Tabelle 16 illustriert, dass kein hinreichend deutlicher, kein hinreichend

stabiler und kein sachlogischer Unterschied bei Risiko und Rendite in-

nerhalb von fünf Branchen besteht. Auch eine feinere Aufgliederung von

Branchen, als sie Tabelle 16 zugrunde liegt, hat in 50 Jahren Forschung

keine solchen (unwiderlegten) Unterschiede zutage befördert.

Was den früher gerne behaupteten »strukturellen Vorteil« des Tech-

nologiesektors anbelangt: Im Kapitalismus bringt innovative Technologie

(egal ob im Technologiesektor selbst oder in anderen Branchen) ihren Er-

findern vermutlich nicht wesentlich mehr Nutzen als allen anderen Unter-

nehmen. Die Vorteile neuer Technologien sickern einfach zu schnell durch

die ganze Volkswirtschaft – dafür sorgt auf geniale Weise der Wettbewerb.

Der Investmentbuchautor Larry Swedroe führt dafür folgendes Beispiel

an: Einer der wichtigsten Gründe für das phänomenale Wachstum des

amerikanischen Walmart-Konzerns – inzwischen der größte Einzelhänd-

ler der Welt – war die Einführung eines innovativen, computergesteuer-

ten Lagerhaltungssystems vor ungefähr 30 Jahren. Über die vergangenen

30 und 15 Jahre bis Ende 2010 hat die »langweilige« Einzelhandelsaktie

Walmart den legendären Hightech-Wert und weltgrößten Chiphersteller

Intel outperformt – obwohl Hochleistungs-Chips das Walmart-Lagerhal-

tungssystem überhaupt erst ermöglichten und obwohl die Chipbranche

schneller gewachsen ist als der amerikanische Einzelhandelsmarkt. Nach

den Überzeugungen der begeisterten Technologiewerte-Investoren hätte

das nicht passieren dürfen.

Die in einer Untersuchung der drei Londoner Finanzprofessoren Dim-

son, Marsh und Staunton für Aktionäre ertragsreichste Branche unter 16

untersuchten in den USA während des Zeitraums von 1900 bis 2014 (115

Jahre) war die Tabakindustrie – trotz dramatischen Rückgangs von Niko-

tingenuss im Westen, extrem hoher Tabaksteuern, Antirauchkampagnen

der Regierungen, gesetzlicher Rauchverbote in öffentlichen Gebäuden und

Restaurants, trotz des miserablen Images der Branche, mangelnder Inno-

vation, Werbeverboten und trotz Milliarden von Schadenersatzzahlungen

an Kläger, die sich als »Opfer« oder Geschädigte der entsprechenden Un-

ternehmen sehen (Dimson u.a. 2015b).

Einfaches Fazit: Aus Investmentsicht und in die Zukunft gerichtet sind

Branchen irrelevant. Warum so viele aktiv gemanagte Branchenfonds und

Lassen Sie sich nicht täuschen: 18 verhängnisvolle Anlegerfehler 165

© Campus Verlag GmbH

Branchenzertifikate existieren, hat nichts mit der wissenschaftlich beleg-

ten Bedeutung von Branchen als verlässliche Determinanten von Rendite

und Risiko zu tun (dieser Beleg wurde in den vergangenen 50 Jahren nicht

erbracht), sondern damit, dass damit im Anlegermarkt »Stories« erzählt

werden können, die dort Gehör finden und sich gut vermarkten lassen – so

lange bis die enttäuschenden Ergebnisse nach einigen Jahren nicht mehr

zu leugnen sind und eine neue Mode kreiert wird.53

2 .12 Fehler 12 – Sich auf Renditeangaben der Finanzindustrie verlassen

»In der Fondsbranche ist es kein Geheimnis, dass konventionelle Renditemaße – mit wenigen Ausnahmen – eine Performance wiedergeben, die signifikant, in einigen Fällen sogar extrem über derjenigen liegt, welche die einzelnen Anleger tatsächlich erzielt haben.«

John Bogle, Gründer und ehemaliger Vorstandsvorsitzender von Vanguard,

der zweitgrößten Fondsgesel schaft der Welt

Viele Anleger vertrauen darauf, dass Renditeangaben der Banken, Fonds-

gesellschaften und Finanzmedien reine, »objektive« Mathematik seien.

Diese Vorstellung ist nicht zutreffend. Um die Renditen der eigenen Pro-

dukte ganz legal in einem möglichst günstigen Licht erscheinen zu las-

sen, macht die Zunft Gebrauch von zwei verschiedenen Kategorien von

Mitteln. Für beide Kategorien lassen sich Hunderte von Beispielen finden.

• **Präsentationstricks:** Darunter fallen (a) die Unterdrückung unvorteil-

hafter und (b) die einseitige Hervorhebung vorteilhafter Informationen,

(c) das Ausweisen von Bruttorenditen, die kein Anleger tatsächlich erzie-

len kann, da er Anlagekosten und Steuern zu bezahlen hat, und (d) die

Verwendung nur scheinbar angemessener, das heißt aus wissenschaft-

licher Sicht falscher oder fragwürdiger Vergleichsgrößen.

• **Mathematische Tricks:** Ein einzelnes mathematisches Verfahren, mit dem

Renditen – seien es nun Einzelwertpapier-, Portfolio- oder Fondsren-

53 Vgl. unsere Aufzählung von vergangenen, überwiegend branchenbezogenen Investment-

moden während der vergangenen rund 20 Jahre (Abschnitt 2.4.)

© Campus Verlag GmbH

diten – »objektiv« errechnet werden können, existiert nicht. Vielmehr

lassen sich etwa ein halbes Dutzend unterschiedlicher, formal korrek-

ter Rechenmethoden unterscheiden, die je nach Situation zu gravierend

unterschiedlichen Renditeangaben führen. Noch mehr Spielraum für

»formal korrekte Willkür« gibt es bei der Messung von Risiko, denn

Risikomessung ist weit komplexer als Renditemessung.

In der Gesamtschau muss man leider feststellen, dass es der Finanzbran-

che mühelos gelingt, mithilfe der nachfolgend genannten (sowie einigen

anderen, hier nicht gezeigten) Präsentations- oder Mathe-Tricks Renditen

auszuweisen, die zum Teil dramatisch über denen liegen, die Anleger tat-

sächlich erzielt haben. Aber auch Anleger, die selbst Renditeberechnungen

oder -schätzungen für das eigene Portfolio vornehmen, begehen oft aus

Unkenntnis ähnliche Fehler. Jedenfalls fällt es der Finanzbranche leicht,

mit ihrer Renditekosmetik beim Publikum durchzukommen. Betrachten

wir zunächst die Top 4 der Präsentationstricks bei der Renditekalkulation.

Präsentationstricks

Die Mutter aller Tricks: den schmeichelhaftesten Zeitraum auswählen. Da

Renditen nicht als absolute Größen, sondern erst im Vergleich Aussagekraft

gewinnen, stellt sich folgerichtig die Frage, welchen vergangenen Zeitab-

schnitt man für den Vergleich verwendet. Da es hierzu keine Vorschrif-

ten gibt (und wohl auch nicht geben kann), wählen Fondsgesellschaften

und Musterdepotmanager Zeitintervalle, in denen das betreffende Anla-

geprodukt eine besonders gute Rendite aufwies. Der Renditeberechnung

wird also eine Zeitperiode zugrunde gelegt, die günstiger war als dieje-

nige, während der der Anleger tatsächlich investiert war, oder günstiger

als diejenige, die ein neutraler Sachverständiger auswählen würde. Ein

erstaunlich banaler, eigentlich durchsichtiger Trick, den Banken, Fonds-

gesellschaften und Berater dennoch immer wieder gerne anwenden. Nun

schwanken bekanntlich die Renditen von Wertpapieren und Fonds im

Zeitablauf und so überrascht es nicht, dass es für so gut wie jedes Anla-

geprodukt einen oder mehrere Zeiträume gibt, in denen es besser als die

Konkurrenz oder der Vergleichsindex lief. War das in den abgelaufenen

Lassen Sie sich nicht täuschen: 18 verhängnisvolle Anlegerfehler 167

© Campus Verlag GmbH

zwölf Monaten nicht der Fall, dann vielleicht in den vergangenen drei, sie-

ben oder 15 Jahren. Was liegt näher, als diese Intervalle in der Werbung

zu betonen und die ungünstigen Vergleichszeiträume, z.B. ein, zwei, fünf

oder zehn Jahre, entweder im Kleingedruckten zu begraben oder gleich

gar nicht anzugeben? Betrachten wir beispielsweise die hypothetische Per-

formance-Statistik eines Investmentfonds (Tabelle 17).

Tabelle 17: Hypothetische Performance-Statistik eines Investmentfonds

Jahr

1

2

3

4

5

6

Fondsrendite

6,0%

22,0%

14,0%

–13,0%

9,0%

22,0%

Marktrendite

21,0%

7,0%

19,0%

–8,0%

14,0%

19,0%

Angenommen, Sie konzipieren Anfang des Jahres 7 eine Werbeanzeige

für den besagten Investmentfonds und wollen in der Annonce die Perfor-

mance des Fonds im Vergleich zum Marktindex so vorteilhaft wie möglich

darstellen. Welche Zeitintervalle geben Sie in der Anzeige an? Ganz offen-

sichtlich zunächst einmal das letzte Jahr (Jahr 6), denn da lag Ihr Fonds

mit 22,0% über der Benchmark (19,0%). Nun rechnen Sie die verschiede-

nen arithmetischen Durchschnitte (einfache Durchschnitte) für die ein-

zelnen Mehrjahresperioden von Jahr 6 an rückwärts aus, bis Sie auf eine

Mehrjahresperiode stoßen, in der Ihr Fonds die Benchmark geschlagen

hat. In diesem Beispiel waren das die arithmetischen Durchschnitte für

die Periode Jahr 6 bis Jahr 5 (die letzten zwei Jahre) sowie für Jahr 6 bis

Jahr 2 (die letzten fünf Jahre). Über diese Zeiträume hinweg übertraf der

Fonds die Benchmark. Dass der Fonds über die letzten sechs Jahre hinweg

genauso wie über die letzten vier und drei Jahre – also in drei von sechs

nahe liegenden Betrachtungszeiträumen – *unter* der Benchmark lag, las-

sen Sie nonchalant unter den Tisch fallen54. Sie sehen, wie mit ein wenig

selektiv angewandter Arithmetik aus einem Shetland-Pony ein schnelles

Vollblut wird.

54 Dass die arithmetische Durchschnittsrendite ohnehin ein oft irreführendes (wenn auch gebräuchliches) Renditemaß ist, werden wir in diesem Abschnitt weiter unten sehen.

Würde man die aussagefähigere geometrische Durchschnittsrendite (siehe weiter unten in

diesem Abschnitt) verwenden, läge der Fonds nur in zwei von sechs rückwärtsgerechneten

Zeiträumen vorne.

© Campus Verlag GmbH

Risiko ignorieren oder aus anderen Gründen mit falscher Benchmark

vergleichen. Der eigene risikoreiche Fonds (mit einer hohen Volatili-

tät, das heißt starken Wertschwankungen) wird mit einem Index (einer

Benchmark) verglichen, der zwar eine geringere Rendite, zugleich aber

auch eine stabilere Entwicklung aufwies. Ein solcher Vergleich ist irreführend. Um fair zu sein, müsste er auf risikogewichteter (risikoadjustierter)

Basis erfolgen. Dennoch messen viele Fondsgesellschaften und auch Einzelanleger ihre Fonds bzw. Investments an Börsenindizes, die einen geringeren Risikograd (und daher wohl eine niedrigere Rendite) aufweisen.

Es ist z.B. gang und gäbe, dass sich deutsche Aktienfonds mit dem DAX

vergleichen, obwohl sie bis zu drei Vierteln in kleinere, nicht im DAX gelistete Werte investiert sind. Diese kleineren Aktien sind aber riskanter

(volatiler) und daher langfristig rentabler als DAX-Werte. Das Ergebnis ist

ein Äpfel-Birnen-Vergleich zum Vorteil des Fonds und zum Nachteil des

Anlegers. In anderen Fällen werden aus anderen Gründen sachlich unangemessene Benchmark-Indizes verwendet, weil diese Vergleichsmaßstäbe

die eigene Leistung in einem günstigen Licht erscheinen lassen, nicht weil

sie sinnvoll sind. Selbst der große Warren Buffett scheut nicht vor diesem

Gimmick zurück (Frazzini u.a. 2013).

Mathematische Tricks

Wenden wir uns nun den mathematischen Tricks zu. Hierbei handelt es

sich um die nicht selten manipulative Auswahl der zur gewünschten Aus-

sage jeweils passenden mathematischen Renditeberechnungsmethode. Alle

Methoden sind formal korrekt, können aber je nach Konstellation zu sehr

unterschiedlichen Ergebnissen führen. Die gebräuchlichsten Renditebe-

rechnungsmethoden und -konzepte sind die folgenden:

• arithmetische Durchschnittsrendite,

• geometrische Durchschnittsrendite,

• interner Zinsfuß,

• kumulative Rendite,

• nominale Rendite versus reale Rendite,

• Renditeberechnung in unterschiedlichen Währungen.

© Campus Verlag GmbH

Um die Unterschiede zwischen den ersten vier Rechenverfahren zu veran-

schaulichen, verwenden wir das folgende einfache Beispiel, für das wir alle

vier Renditearten betrachten. Die Unterscheidung zwischen nominaler und

realer Rendite behandeln wir in Abschnitt 2.13, die Besonderheiten der Ren-

diteberechnung in unterschiedlichen Währungen an verschiedenen Stellen

in diesem Buch. Nehmen wir an, unser hypothetischer Anleger Jörg inves-

tiert zu Beginn des ersten Jahres 100 Euro in einen Investmentfonds. Als

überzeugter Buy-and-Hold-Investor lässt Jörg nun das Depot drei Jahre lang

ruhen. Alle Ausschüttungen werden von der Fondsgesellschaft automatisch

reinvestiert. In Tabellenform dargestellt, entwickelte sich Jörgs Depot wie

in Tabelle 18 gezeigt (Steuern und Kosten sind zu ignorieren).

Tabelle 18: Portfolioentwicklung

Anfangsinvestment zu

Depotwert am Ende

Depotwert am Ende

Depotwert am Ende

Beginn von Jahr 1

von Jahr 1

von Jahr 2

von Jahr 3

100 Euro

130 Euro

80 Euro

140 Euro

Die Frage ist nun: Wie hoch war die Rendite von Jörgs Drei-Jahres-Invest-

ment? Antwort: Das kommt ganz darauf an – je nachdem wie wir sie berech-

nen. Beginnen wir mit der arithmetischen Durchschnittsrendite (Tabel e 19).

Tabelle 19: Arithmetische Durchschnittsrendite

Anfangsinvestment zu

Depotwert am Ende

Depotwert am Ende

Depotwert am Ende

Beginn von Jahr 1

von Jahr 1

von Jahr 2

von Jahr 3

100 Euro

130 Euro

80 Euro

140 Euro

Einzelne Jahresrenditen

+30,0%

–38,5%

+75,0%

Arithmetische Durchschnittsrendite Die »Jahresrendite« entspricht dem

Wertzuwachs des Depots im Jahresverlauf dividiert durch den Depotwert

am Anfang des Jahres. Für das Jahr 2 ist das beispielsweise ein Wertverlust

von 50 Euro dividiert durch 130 Euro (den Depotwert zu Beginn von Jahr

2), woraus sich eine negative Rendite von –38,5% ergibt. Die arithmeti-

sche Durchschnittsrendite für den Drei-Jahres-Zeitraum ist nun ganz ein-

© Campus Verlag GmbH

fach der Durchschnitt aus den drei einzelnen Jahresrenditen, also: 30,0%

+ (–38,5%) + 75,0% = 66,5% ÷ 3 = 22,2% p.a. – eine stattliche Zahl. Doch

das Ergebnis kann auch ganz anders aussehen.

Geometrische Durchschnittsrendite Für diese Berechnung verwendet man

folgende Formel: Anfangsinvestment × (1 + r)n = Endwert des Investments.

Dabei ist r die Rendite als Dezimalzahl (also der Wert, den wir ausrechnen

wollen), n ist die Anzahl der Jahre. Für Jörgs Investment würde die For-

mel wie folgt aussehen: 100 × (1 + r)3 = 140. Wenn wir diese Formel nach

r auflösen, erhalten wir: r = (140 ÷ 100)(1/3) – 1 = 11,9% p.a. Hoppla – plötz-

lich ist Jörgs Rendite um fast die Hälfte geschrumpft!

Die geometrische Durchschnittsrendite (im Englischen auch oft »com-

pound annual growth rate«, kurz CAGR genannt) ist der gleichbleibende

Jahreszinssatz, der unter Berücksichtigung des Zinseszinseffektes von der

Anfangsinvestition zum Endwert der Investition führt. Dabei wird unter-

stellt, dass während dieses Zeitraums dem Depot weder Mittel zugeflossen

noch Gelder aus ihm abgeflossen sind. Die geometrische Rendite stimmt

nur dann mit der arithmetischen Durchschnittsrendite überein, wenn die

jährlichen Renditen nicht schwanken. Bei schwankenden (nicht gleichblei-

benden) Jahresrenditen – wie in diesem Beispiel und wie auch zumeist in der

Realität – ist die geometrische Durchschnittsrendite stets niedriger als die

arithmetische. Je stärker die Schwankungen der Jahresrendite, desto größer

auch der Unterschied zwischen arithmetischer und geometrischer Rendite.

Infobox: Arithmetische oder geometrische Durchschnittsrendite –

welche ist vorzuziehen?

Für den Zweck der historischen Renditeberechnung ist die geometrische

Jahresrendite der arithmetischen Rendite stets vorzuziehen, denn die arith-

metische Rendite lässt keine direkte Schlussfolgerung auf den absoluten

Ertrag (Endwert) einer Investition während eines langen Zeitraums zu – und

gerade auf diesen kommt es an. Alle Renditeangaben in diesem Buch (wo

nicht anders angegeben) sind geometrische Renditen, und zwischen arith-

metischer und geometrischer Durchschnittsrendite ist die Letztere aus An-

© Campus Verlag GmbH

legersicht vorzuziehen. In den Medien und sogar in vielen Investmentratge-

bern werden diese beiden Renditekonzepte wild vermischt und nur selten

findet sich ein Hinweis darauf, um welche Renditeart es sich tatsächlich han-

delt. Man darf bezweifeln, ob alle Journalisten den Unterschied verstehen.

Interner Zinsfuß Die oben erwähnte einschränkende Voraussetzung zur

Errechnung der geometrischen Durchschnittsrendite – nämlich dass wäh-

rend des Investitionszeitraums keine Mittel zu- oder abfließen – ist in der

Realität häufig nicht gegeben. In der Praxis nehmen die meisten Anleger

zwischendurch weitere Einzahlungen vor (etwa aufgrund eines Fonds-

sparplans) oder ziehen Mittel ab (z.B. um eine private Anschaffung zu fi-

nanzieren). In diesen Fällen würde der geometrische (und arithmetische)

Durchschnitt zu fehlerhaften Ergebnissen führen. Man verwendet statt-

dessen eine etwas kompliziertere Formel: den »internen Zinsfuß« (engl.

internal rate of return, IRR). Es ist für unsere Zwecke nicht entscheidend,

sie im Detail zu verstehen, und wir wollen uns im Folgenden auf ihre Kern-

aussage beschränken:

NCF

NCF

NCF

BW = 1 + ————1 + ————

2 + … + ————

n

(1 + r)1 (1 + r)2

(1 + r)n

wobei:

BW = Barwert des Investments, also der Gegenwartswert (Wert in heu-

tigem Geld) des Depots

NCF = Netto-Cash-Flow (das ist der jährliche Nettogeldfluss aus dem

Depot heraus oder in das Depot hinein). Bei mehreren einzelnen

Geldflüssen könnte man diese vereinfachend saldieren)

r

= der interne Zinsfuß (nach dieser Größe wird die Formel aufgelöst)55

n

= die Zahl der letzten Cash-Flow-Periode, die berücksichtigt wird

Der interne Zinsfuß würde in unserem Beispiel zum gleichen Ergebnis wie

die geometrische Durchschnittsrendite führen, weil Jörgs Depot während

55 Den internen Zinsfuß können Sie mit einem Tabellenkalkulationsprogramm wie etwa

Excel für Ihr eigenes Portfolio relativ leicht selbst ausrechnen, sofern Ihnen die Daten der Einzahlungen in das Portfolio sowie der Entnahmen aus dem Portfolio zur Verfügung

stehen.

© Campus Verlag GmbH

der drei Jahre weder Mittelzuflüsse noch -abflüsse verzeichnete. Hätte Jörg

aber am Ende von Jahr 1 noch einmal 100 Euro eingezahlt, dann wäre seine

Rendite (interner Zinsfuß, mithilfe von Excel ausgerechnet) für den Gesamt-

zeitraum auf 8,9% p.a. gesunken. Der Fonds selbst hingegen hätte genau

die gleichen Renditen, wie in den vorgenannten Fällen berichtet, nämlich

11,9% p.a. oder, falls die Marketingabteilung besonders dreist ist, 22,2% p.a.

Im Unterschied zu den beiden anderen bisher betrachteten Methoden

berücksichtigt der interne Zinsfuß, wie viel Geld während einer bestimm-

ten Teilperiode investiert war. Das heißt, jede einzelne Jahresrendite wird

mit dem Geldbetrag, der während des entsprechenden Jahres angelegt war,

gewichtet. Man kann daher von einer Volumen- und Zeitgewichtung spre-

chen. Dieses Renditemaß ist aus Sicht des Anlegers am objektivsten. Man

kann den internen Zinsfuß auf Ebene eines individuellen Anlegers (hier

z.B. Jörgs Depot) errechnen aber man kann ihm ebenfalls auf Ebene des

Fonds kalkulieren, d.h. für alle Anlegergelder kollektiv. Dieser kollektive

interne Zinsfuß (»Fund IRR«) ist für eine gegebene Periode *nicht* identisch

mit der im Marketingmaterial des Fonds ausgewiesenen »Fondsrendite«,

denn diese unterstellt mathematisch, dass es weder Zu- noch Abflüsse von

Anlegergeldern während der betrachteten Periode gegeben hat (Methode

des geometrischen Durchschnitts) – eine ganz offensichtlich unrealistische

Annahme. Korrekt und anlegerfreundlich wäre es, wenn die Fondsgesell-

schaften *beide* Renditetypen auswiesen, die »traditionelle« Fondsrendite

(ohne Berücksichtigung von Zu- und Abflüssen) und den internen Zins-

fuß des Fonds (*mit* Berücksichtig von Zu- und Abflüssen). Bedauerlich ist

nur, dass Letzteres, jedenfalls in Deutschland, nie geschieht.56

Es liegt auf der Hand, warum das so ist. Besonders bei anfangs guten

Jahren innerhalb eines Berechnungszeitraums ist der arithmetische oder

geometrische Durchschnitt viel werbewirksamer, denn er verbleibt da-

nach noch eine Reihe von Jahren über dem entsprechenden Durchschnitt

für den Index. Die Anleger pumpen nun Geld in diesen Fonds in der An-

nahme, dass es so weitergehen werde, dabei ist in vielen Fällen längst der

56 Immerhin weist die Fondsanalysegesellschaft Morningstar in den USA die kollektive

Anlegerrendite (im Unterschied zur Fondsrendite) des durchschnittlichen Anlegers ge-

sondert aus. In Deutschland verweigern die Fondgesellschaften ihren Anlegern weiterhin

diese wertvolle Kennzahl.

Lassen Sie sich nicht täuschen: 18 verhängnisvolle Anlegerfehler 173

© Campus Verlag GmbH

Abstieg in den Renditekeller im Gange. In Abschnitt 1.1 berichteten wir, wie

dieses prozyklische Performance Chasing dazu führt, dass die tatsächlich

realisierten Renditen von Anlegern in einem gegebenen Fonds oft niedri-

ger sind als die veröffentlichte Fondsrendite (und diese ist niedriger als die

Markt- oder Benchmark-Rendite). Um diesen Sachverhalt nachvollziehen

zu können, ist ein Grundverständnis des Unterschiedes zwischen geome-

trischem Durchschnitt und internem Zinsfuß nützlich. Die in den Medien

und im Fondsprospekt veröffentlichten Fondsrenditen basieren auf einer

hypothetischen (letztlich unrealistischen) Einmalanlage und sind ein geo-

metrischer Durchschnitt. Die korrekt berechnete Rendite eines Anlegers

(oder aller Anleger in einem Fonds) basiert dagegen auf dem internen Zins-

fuß, der alle positiven und negativen Zahlungsströme der Anleger ins Kal-

kül zieht. Hierbei ist auch zu bedenken, dass Fondsgesellschaften zu einem

gegebenen Zeitpunkt fast ausschließlich für jene ihrer vielen Fonds Wer-

bung betreiben, die in den unmittelbar zurückliegenden Jahren besonders

gute Ergebnisse erzielten. Sie fördern und provozieren also renditeschädli-

ches Performance Chasing (vergangenen Renditen hinterher investieren).

Kumulierte Rendite Die kumulierte Rendite ist im Gegensatz zu den vor-

angegangenen keine Durchschnittsrendite, sondern eine »angesammelte«

Rendite (kumulieren heißt so viel wie ansammeln). Für Jörgs Investment

(vergessen wir die vorhin genannte zweite Einzahlung nun wieder) sähe

die kumulierte Rendite von Jahr zu Jahr wie in Tabelle 20 aus.

Tabelle 20: Kumulierte Rendite

Anfangsinvestment zu

Depotwert am Ende

Depotwert am Ende

Depotwert am Ende

Beginn von Jahr 1

von Jahr 1

von Jahr 2

von Jahr 3

100 Euro

130 Euro

80 Euro

140 Euro

Einzelne Jahresrenditen

+30,0%

–38,5%

+75,0%

Kumulierte Renditen

+30,0%

–20,0%

+40,0%

Die einzelnen Renditewerte kommen wie folgt zustande: Jahr 1: 30 Euro

Zuwachs gegenüber dem Anfangsinvestment von 100 Euro; Jahr 2: 20 Euro

Gesamtverlust gegenüber dem Anfangsinvestment von 100 Euro; Jahr 3:

© Campus Verlag GmbH

40 Euro Zuwachs gegenüber dem Anfangsinvestment von 100 Euro. Die

kumulierte Rendite ist – obwohl in Werbeanzeigen oft verwendet – im

Grunde genommen nutzlos, da niemand ein objektives Gefühl dafür be-

sitzt, wie z.B. der aus einer Fondswerbeanzeige entnommene Rendite-

wert von + 396% für den Fonds X, die Aktie Y oder das Musterdepot Z im

Zeitraum von 1995 bis 2000 im Vergleich zu einem Sparbuch oder einem

hochspekulativen Investment tatsächlich zu bewerten ist.

Mancher Leser wird über die beachtlichen Unterschiede zwischen den

einzelnen Renditen staunen (Tabelle 21). Unser Spektrum reicht von 8,9%

bis 40,0%. Und es bleibt der wohl berechtigte Zweifel, ob die Anleger sich

stets bewusst sind, mit welcher Zahl sie es im Einzelfall zu tun haben.

Tabelle 21: Vier verschiedene Renditewerte für ein und dasselbe Portfolio57

Arithmetische

Geometrische

Durchschnittsrendite

Durchschnittsrendite

Interner Zinsfuß

Kumulierte Rendite

22,2% p.a.

11,9% p.a.

8,9% p.a.

40,0% über 3 Jahre

Von wegen objektive Mathematik … Fachleute weisen allen hier darge-

stellten Methoden jeweils unterschiedliche Vor- und Nachteile zu, aber

es hat sich in der internationalen Fondsarena bisher keine Methode ein-

deutig durchgesetzt. Was also liegt für viele Finanzinstitute näher, als die

in der jeweiligen Situation vorteilhafteste Methode zu verwenden? Im-

merhin gibt es in Deutschland die sogenannte BVI-Methode (Deutscher

Fondsverbands, www.bvi.de), welche die deutschen Fondsgesellschaften

in den Prospekten ihrer im Inland angesiedelten Fonds überwiegend be-

nutzen (weltweit gesehen sind deutsche Fondsgesellschaften eher klein).

Diese entspricht im Wesentlichen der geometrischen Durchschnittsren-

57 Die Tatsache, dass Jörg am Ende von Jahr 1 zusätzliche 100 Euro in das Portfolio investiert, ändert nichts an der bereits gezeigten Berechnung der geometrischen und kumulierten

Rendite. Diese Renditekennzahlen sind definitionsgemäß unabhängig von zwischenzeit-

lichen Zu- und Abflüssen aus dem Portfolio. Soweit es zu solchen Geldflüssen kommt,

muss man sie für die korrekte Kalkulation der geometrischen und kumulativen Rendite

herausrechnen bzw. ignorieren. Bei der arithmetischen Durchschnittsrendite sind zwi-

schenzeitliche Geldflüsse ebenfalls unerheblich, da sie der ungewichtete Durchschnitt aus den Einzelperiodenrenditen ist. Gleichwohl ist die Tabellenüberschrift streng genommen

nicht korrekt (»ein- und dasselbe Portfolio«).

Lassen Sie sich nicht täuschen: 18 verhängnisvolle Anlegerfehler 175

© Campus Verlag GmbH

dite, berücksichtigt also z.B. weder Kauf- und Verkaufskosten noch die oft

enormen Anlegerrenditeeffekte von Mittelzuflüssen und -abflüssen eines

gegebenen Fonds. Der BVI würde Fondsanlegern in Deutschland einen

großen Dienst erweisen, wenn er seine Mitgliedsfirmen anhielte, auch die

durchschnittliche Anlegerrendite (interner Zinsfuß) eines Fonds zu ver-

öffentlichen. Doch man kann davon ausgehen, dass noch viele Jahre ver-

gehen, bis das der Fall sein wird.

Der amerikanische Finanzökonom Mark Kritzmann bringt die Situ-

ation auf den Punkt: »Die verschiedenen Renditeberechnungsmethoden

erlauben Anlageberatern, eine gegebene Rendite in rechnerisch korrekter,

aber oft täuschender Absicht so zu manipulieren, dass die tatsächliche Per-

formance im jeweils vorteilhaftesten Licht erscheint.« Fazit: Nehmen Sie

das, was die gängigen Fondsprospekte und das Internet in Sachen Rendite

und Performance verbreiten, nicht ungeprüft für bare Münze!

2 .13 Fehler 13 – Der Geldillusion aufsitzen

(sich von nominellen Zahlen narren lassen)

»Es fällt uns Menschen nicht leicht, zwischen realen Werten

einerseits und nominalen Werten andererseits zu unterscheiden.

Die meisten unterschätzen, wie viel weniger Kaufkraft

ein Euro in zwei, drei oder zehn Jahren hat.«

Prof. Martin Weber, Universität Mannheim

In fast allen Veröffentlichungen zum Thema Investieren und Anlegen wer-

den nur nominale Renditen (also Renditen einschließlich Inflation) ange-

geben. Das erstaunt eigentlich, denn nominale Renditen sind für den An-

leger letztlich unbedeutend. Wirklich entscheidend sind reale Renditen,

also Renditen, von denen die Inflation bereits abgezogen ist. Lediglich die

reale Rendite bringt einen Kaufkraftzuwachs unverfälscht zum Ausdruck.

Die nominale Rendite kann sehr irreführend sein, denn sie enthält teil-

weise nutzlose »heiße Luft« (die Inflationskomponente, die keinen Kauf-

kraftzuwachs bedeutet). Doch Anleger fallen regelmäßig auf die »Geld-

illusion« (ein Begriff aus dem Ökonomendeutsch) herein, d.h. sie können

nominale Renditen nicht zuverlässig korrekt interpretieren.

© Campus Verlag GmbH

Angenommen, Sie lesen in einem Produktprospekt, dass ein bestimmter

Fonds in den letzten 15 Jahren eine durchschnittliche Rendite von 10,0%

p.a. erzielte. Unterstellte man einen Fortbestand dieser Rendite für die

nächsten 15 Jahre, dann würde ein Einmalinvestment von 10 000 Euro auf

42 000 Euro anwachsen – mehr als das Vierfache des Anlagebetrags. Doch

hat Ihre Kaufkraft (und nur sie ist echtes Vermögen) sich ebenfalls ver-

vierfacht? Weit gefehlt. Zieht man eine erwartete Inflation von beispiels-

weise 2,5% p.a. ab, gelangt man zu einer realen Rendite von 7,5% p.a., was

über 15 Jahre hinweg lediglich zu einem Endwert von knapp 30 000 Euro

führt (ohne Steuern und Transaktionskosten). Das ist zwar etwas weni-

ger beeindruckend, aber ehrlicher und realistischer, denn die 42 000 no-

minalen Euro haben lediglich eine Kaufkraft von 30 000 heutigen Euro.

Die meisten Anleger (der Autor eingeschlossen) haben kein wirkliches

Gefühl dafür, was eine nominale Rendite von 10,0% über 15 Jahre in rea-

len Zahlen wirklich bedeutet. Deswegen sind nominale Angaben in Pro-

duktprospekten und in den Medien in einer gewissen Weise unehrlich

und begünstigen Anlegerfehler.

Die nominale Rendite ist die Rendite inklusive Inflation, die reale Ren-

dite exklusive Inflation (»inflationsbereinigte Rendite«). Der korrekte ma-

thematische Zusammenhang zwischen nominaler und realer Rendite sieht

so aus: (1 + reale Rendite) × (1 + Inflationsrate) = (1 + nominale Rendite).

Wenn es nicht auf Genauigkeit ankommt, dann kann man näherungsweise

auch sagen: Nominale Rendite minus Inflation = reale Rendite. Alle im

Abschnitt 2.12 genannten Renditetypen können sowohl als nominale als

auch als reale Renditen berechnet werden.

Die einzige Konstellation, in der nominale Renditen nicht »blenden«, ist,

wenn man für reine Vergleichszwecke die nominalen Renditen verschie-

dener Investments einander gegenüberstellt. Aber auch hier wären reale

Renditen aussagekräftiger, denn sie erlauben die relative Bewertung (den

Vergleich) *und* die absolute Bewertung (den Kaufkraftzuwachs), während

nominale Renditen nur das Erstere tun.

Ein konkretes Beispiel für das Wirken der Geldil usion: 1979 betrug die

Rendite des amerikanischen Aktienmarktes (MSCI USA) 14,4% (in US-Dol-

lar), die 1979er US-Inflation – aus heutiger Sicht – erstaunliche 13,3%. Das

ergab eine reale, »echte« Jahresrendite von nur 1,0% – ein eher mickriger Wert,

© Campus Verlag GmbH

obwohl die nominale Rendite über dem historischen MSCI-USA-Durch-

schnitt von 10,2% p.a. lag (1970 bis 2014). Im Jahr 2005 dagegen betrug die no-

minale Aktienrendite optisch schwache 5,7% bei einer Inflationsrate von 3,4%.

Das resultierte in einer höheren realen »echten« Rendite von 2,3% – besser

als 1979. Es wird deutlich, dass nominale Renditen in die Irre führen können

und, wenn überhaupt, nur eine grobe Tendenz der realen Rendite reflektieren.

Infobox: Die 72er-Regel

Die »72er-Regel« ist eine praktische Matheregel, mit der man schnell nä-

herungsweise berechnen kann, wie lange es bei einer angenommenen

durchschnittlichen Inflationsrate dauert, bis die Inflation einen bestimmten

Geldbetrag um die Hälfte entwertet hat. Man dividiert einfach die Zahl 72

durch die unterstellte Inflationsrate. Beträgt die angenommene Inflations-

rate beispielsweise 3% p.a., lautet die Rechnung: 72 ÷ 3 = 24 Jahre. Mit der

72er-Regel kann man aber auch – umgekehrt – kalkulieren, wie lange es

dauert, bis sich ein anfängliches Einmalinvestment bei einer bestimmten

jährlichen Rendite verdoppelt hat. Unterstellen wir eine jährliche Rendite

von 6%. Dann lautet die Rechnung: 72 ÷ 6 = 12 Jahre bis zur Verdoppelung.

Ein anderer Fall, der das Risiko einer Fehlbeurteilung bei nominalen Ren-

diten unterstreicht: In den 45 Jahren von Anfang 1970 bis Ende 2014 betrug

die durchschnittliche Nominalrendite des MSCI Deutschland in Euro ledig-

lich 7,9% p.a. gegenüber 10,2% p.a. für den MSCI USA in US-Dollar. Daraus

könnte man auf einen im langfristigen Vergleich schlechteren deutschen Ak-

tienmarkt schließen, denn langfristig sind 2,3 Prozentpunkte über 45 Jahre

eine enorme Größenordnung (siehe dazu Abschnitt 2.2, der zeigt, wie bereits

kleine Renditeunterschiede sich langfristig stark auf den Vermögensend-

wert auswirken). Doch nach Berücksichtigung der höheren USA-Inflation

schmilzt der US-Vorsprung auf 0,8 Prozentpunkte zusammen (5,0% p.a.

MSCI Deutschland in DM/EUR gegenüber 5,8% p.a. MSCI USA in USD). In

Euro (bzw. DM) gerechnet betrug die reale Rendite des MSCI USA in diesen

45 Jahren 5,2% p.a., war also kaum noch von der Rendite des MSCI Germany

unterscheidbar. Somit ist der Unterschied bei der wirklich relevanten Größe

© Campus Verlag GmbH

Abbildung 4: Jährliche Inflationsraten 1970 bis 2014 (45 Jahre) in Deutschland, USA und Japan

18%

Anstieg der Konsum-

Japan

güterpreise seit 1970

Durchschnitt:

13%

2,8% p.a. Deutschland

4,2% p.a. USA

USA

2,8% p.a. Japan

Jahreshöchstwert:

8%

7,7% (1973) Deutschland

13,3% (1979) USA

23,1% (1974) Japan

3%

0%

Deutschland

–2%

1970

1972

1974

1976

1978

1980

1982

1984

1986

1988

1990

1992

1994

1996

1998

2000

2002

2004

2006

2008

2010

2012

2014

wenig spektakulär und vermutlich historisch zufällig (periodenspezifisch).

Abbildung 4 zeigt die Inflationsraten von drei Ländern von 1970 bis 2014.

Die Inflation war in den letzten Jahren weltweit im Vergleich zu der

vorherigen Nachkriegszeit niedrig. Aufgrund der expansiven Geldpolitik

der meisten westlichen Zentralbanken seit 2008 könnte es sein, dass die

Inflation in Zukunft wieder spürbar ansteigen wird, obwohl es dafür bei

Redaktionsschluss dieses Buches (Mai 2015) keine unmittelbar erkennba-

ren Anzeichen gab. Auf alle Fälle wirkt die Kaufkraftzerstörung – auch

hier wieder wegen des mathematischen Zinseszinseffektes – langfristig

schon bei relativ niedrigen Inflationsraten. So schrumpft die Kaufkraft

eines bestimmten Geldbetrages bei einer jährlichen Inflationsrate von

3,0% in 24 Jahren auf die Hälfte.

Da also nominale Renditeangaben, insbesondere bei Betrachtung von

Zeiträumen über drei Jahren, latent irreführend sind, werden in diesem

Buch so gut wie alle Renditen in realen Zahlen angegeben. Dem Leser sei

generell empfohlen, sich bei Renditeangaben nach Möglichkeit zu verge-

© Campus Verlag GmbH

wissern, wie hoch die darin enthaltene Inflationskomponente in etwa ist

und in welcher Währung die Rendite angegeben ist.

Interessanterweise ist Inflation ein Phänomen der jüngsten historischen

Vergangenheit. Dauerhafte Inflation trat erst im 20. Jahrhundert auf, als

die Regierungen der westlichen Staaten nach dem Ersten Weltkrieg nach

und nach die Goldbindung ihrer Währungen (Goldstandard) abschaff-

ten. Dadurch konnten sie willkürlich Geld drucken oder auf andere Weise

schaffen, um Aufrüstung, einen ausufernden Wohlfahrtsstaat und andere

Programme zur Ausdehnung der staatlichen Macht oder zum kurzfristig

motivierten »Kauf« von Wählerstimmen zu finanzieren. Generell ist In-

flation eine indirekte Steuer auf die Inhaber von Geldvermögen (Bankgut-

haben, Anleihen) im Unterschied zu Sachvermögen (Aktien, Immobilien,

Rohstoffe), denn der Wert von Geldvermögen wird durch (unerwartete)

Inflation stärker geschädigt als der von Sachvermögen. Da ärmere Haus-

halte im Vergleich zu wohlhabenden Haushalten einen größeren Anteil

ihres Gesamtvermögens als Geldvermögen (Bargeld, Sparguthaben, An-

leihen im Unterschied zu Sachvermögen wie Aktien und Immobilien) hal-

ten, trifft sie die Inflation als eine Form der staatlichen Enteignung relativ

stärker als wohlhabendere Haushalte.

Gelegentlich wird von Verschwörungstheoretikern behauptet, die von

staatlichen Stellen (in Deutschland dem Statistischen Bundesamt in Ber-

lin) errechnete Inflation werde systematisch zu niedrig ausgewiesen. Das

ist wohl Unsinn. Über die korrekte Messung der Verbraucher- und Pro-

duzentenpreisinflation haben Statistiker ganze Bibliotheken geschrieben.

Eine verfahrensmäßige und für alle unterschiedlichen Nutzer dieser Daten

einzelne »optimale« Methode existiert nicht und kann nicht existieren;

zehn verschiedene Methoden oder »Spezialinflationsraten« gleichzeitig

zu nutzen wäre genauer, ist aber praxisfern. Aus diesem Sachverhalt eine

Manipulationsabsicht der Behörden zu konstruieren, erscheint abwegig.

Dass hohe Inflation generell die Besitzer sogenannter Finanzanlagen

(z.B. Anleihen, verzinsliche Bankguthaben) schädige und Kreditschuld-

ner (z.B. Häuslebauer mit Immobilienkredit) begünstige, ist ebenfalls von

Journalisten, Politikern und Bausparkassen oft wiederholter Unsinn. So-

weit diese Inflation vom Markt erwartet ist (die Markterwartung für die

künftige Inflationsrate ist an den Kapitalmärkten für die nächsten 20 Jahre

© Campus Verlag GmbH

messbar), ist sie in der Höhe von Zinssätzen, wie auch in den erwarteten

Renditen aller Assets und Asset-Klassen bereits enthalten (eingepreist)

und kann dann per se auch keinen Schaden für Anleger oder Nutzen für

Kreditnehmer verursachen – ausgenommen wenn die tatsächliche, d.h.

»unerwartete« Inflation höher oder niedriger liegt. Aber das wird man na-

turgemäß erst in der Zukunft wissen. Soweit die tatsächliche Inflation in

der Zukunft niedriger ist als die heute erwartete, wirkt das zugunsten von

Anleihebesitzern und zulasten von Kreditschuldnern. Jede Asset-Klasse

bietet daher Schutz vor erwarteter Inflation. Aus Risikosicht ist lediglich

der Schutz von unerwarteter Inflation von Bedeutung.

2 .14 Fehler 14 – Auf die Beratung durch Banken und Vermögensberater vertrauen

»Die große Mehrheit der Bankbetreuer und Vermögensberater hat

eigenbezogene Motive, nämlich vornehmlich jene Anlageprodukte

zu verkaufen, die ihnen oder ihrer Institution Kommissionen bringen.

Das sind jedoch selten die tatsächlich am besten geeigneten Produkte.«

Rick Ferri, Geschäftsführer von Portfolio Solutions LLP, $1,4 Mrd.

Kundengelder

Dass die Qualität der Finanzberatung von Banken und Anlageberatern

wie AWD, MLP oder DVAG (Deutsche Vermögensberatung) verbesse-

rungsbedürftig ist, pfeifen inzwischen die Spatzen von den Dächern. Seit

vielen Jahren schon vergeht kein halbes Jahr, in dem nicht entweder die

Stiftung Warentest, eine Anlegerzeitschrift, eine Rundfunkanstalt oder

das Bundeswirtschaftsministerium einen Testbericht zur Qualität der

Anlage- und Kreditberatung deutscher Finanzdienstleister veröffentlicht.

In der Summe sind die Ergebnisse dieser Tests niederschmetternd. Scha-

densersatzklagen gegen Banken und Berater häufen sich – man denke

nur an die Gerichtsverfahren um die Zertifikate der 2008 pleitegegange-

nen Investmentbank Lehman Brothers, an mehrere Hunderte im oder am

Konkurs entlang dümpelnde geschlossenen Fonds zu Immobilien, Wind-

parks, Schiffen oder Medienprojekten. Die Lehman-Zertifikate waren von

verschiedenen Geldhäusern, darunter auch Volksbanken und Sparkassen,

Lassen Sie sich nicht täuschen: 18 verhängnisvolle Anlegerfehler 181

© Campus Verlag GmbH

noch wenige Wochen vor der Lehman-Pleite Ruheständlern und anderen

Kunden als »sichere Anlagen« verkauft worden; man denke an den seit

15 Jahren gerichtsanhängigen Beratungsskandal mit sogenannten »Schrott-

immobilien« in Ostdeutschland58 und an die die fatalen Fehlberatungen

von Banken und Vermögensberatern im Zusammenhang mit dem Verkauf

geschlossener Fonds.59 Eine andere bedenkliche Facette der Misere enthül-

len Erfahrungsberichte und »Beichten« ehemaliger Bankkundenbetreuer,

die ihren Beruf – verbittert und frustriert über die Verkaufsmethoden in

der eigenen Branche – aufgegeben haben. Das Vertrauen in Banken und

ihre Kompetenz ist Umfragen zufolge auf dem tiefsten Punkt seit Jahr-

zehnten angelangt. Hier einige Schlagzeilen aus der Presse:

• »Wie Ihre Bank Sie abzockt. So schützen Sie sich vor hohen Kosten und

schlechten Investments« (*Capital*, Heft 20/2007)

• »Bankberater packen aus: ›Ich habe Sie betrogen‹. Mit welchen Drü-

ckermethoden die Banken ihre Kunden ausnehmen« (*Wirtschaftswo-*

che, 12.2.2008)

• »Wie Banker Provisionen schinden« (*Süddeutsche Zeitung*, 14.3.2008)

• »Tatort Bankschalter. Hochsaison für fette Provisionen. Jetzt wollen

Finanzberater an Ihr Geld« (*€uro*, Heft 11/2010)

Es ist daher nicht überraschend, wenn wissenschaftliche Studien zu dem

Ergebnis gelangen, dass die Anlageberatung der Banken in Deutschland

die risikobereinigte Rendite ihrer Kunden im Vergleich zu Anlegern bei

den gleichen Häusern, die nicht beraten werden, nicht nur nicht erhöht,

sondern sogar senkt (Hackethal u.a. 2012a).

Worauf ist diese Beratungsmisere zurückzuführen? Die Antwort darauf

ist simpel und hat nichts zu tun mit »einzelnen Fehlern und Problemfäl-

len«, die »unmittelbar korrigiert werden«. Nein, die al einige Ursache für das

Beratungsdesaster ist der strukturelle Interessenkonflikt, dem Banken und

herkömmliche Finanzberater unterliegen. Dieser Interessenkonflikt besteht

darin, dass die »Berater« keine Berater sind, sondern Verkäufer. Sie verdienen

am Verkauf von Produkten – an einigen Produkten mehr, an anderen we-

58 Siehe z.B. Eintrag »Schrottimmobilie« in der deutschen Wikipedia.

59 Ein Überblick zu den fragwürdigen Vertriebspraktiken von Banken und Finanzvertrieben findet sich bei Hammer 2013.

© Campus Verlag GmbH

niger. Dagegen verdienen sie überhaupt nichts an der wirklichen Beratung.

Deswegen findet keine Beratung statt, sondern ein als Beratung verkleideter

Verkauf. Und verkauft werden vorwiegend diejenigen Produkte, bei denen die

einmaligen sowie laufenden Einnahmen für die Bank oder den Berater am

höchsten sind − also fast immer Produkte mit hohen (oft versteckten) Kos-

ten für den Anleger und mit verdeckten oder schwer erkennbaren Risiken.

Kundenbetreuer bei Banken und herkömmlichen Finanzdienstleistern wie

auch Versicherungsvermittler sind keine Anlage- oder Vermögens-»Berater«

und sol ten sich auch nicht so nennen dürfen, weder direkt noch indirekt. Sie

sind Verkäufer. Daran ist nichts Ehrenrühriges. Ehrenrührig ist allerdings,

Etikettenschwindel zu betreiben. Wo also liegt die Lösung des Problems?

• Banken, Finanzberater (einschließlich Versicherungsmakler) sollten

überhaupt nicht vom Verkauf und Trading von Finanzprodukten pro-

fitieren, sondern lediglich von der produktneutralen Beratung und an

der reinen Verwaltung eines Kundendepots. Nur dann liefen ihr Inter-

esse und das ihrer Kunden parallel. In diesem Fall würden Berater ganz

selbstverständlich jene Anlageprodukte empfehlen, die objektiv und

langfristig am besten zu den Bedürfnissen ihrer Kunden passen und die

aus wissenschaftlicher Sicht die höchste risikobereinigte Nettolangfrist-

rendite erwirtschaften. Sehr häufig wären das Indexanlagen auf Buy-and-

Hold-Basis. Denn je zufriedener der Kunde auf lange Sicht mit seinen

Anlagen ist, desto eher wird er später zum gleichen Berater zurückkeh-

ren. Es bestünde eine Interessenkongruenz, kein Interessenkonflikt.

• Kunden sollten ihrerseits sowohl die von naiver Hoffnung, Unwissen-

heit und Bequemlichkeit gespeiste Illusion aufgeben, »schnell reich« zu

werden, als auch die unrealistische Erwartung an ihren Berater, dass er

quasi permanent hohe, stabile Renditen für sie abliefern könnte, ohne

zugleich entsprechend hohe Risiken einzugehen.

• Besonders wichtig: Kunden sollten sich von dem Irrglauben verabschie-

den, gute Finanzberatung sei umsonst zu haben. Niemand würde kosten-

lose Beratung von seinem Architekten, Rechtsanwalt, Notar, Steuerberater

oder Arzt erwarten. Alle diese Berufsstände erhalten ein produktunab-

hängiges Honorar, das von ihren Mandanten, nicht jedoch vom Produkt-

hersteller kommt – genauso sollte es auch im Finanzsektor sein.

Lassen Sie sich nicht täuschen: 18 verhängnisvolle Anlegerfehler 183

© Campus Verlag GmbH

Ungeachtet dieser Maßgaben für eine korrekte Klärung des Dilemmas

wird der erwähnte Interessenkonflikt bei provisionsvergüteten Vermö-

gensberatern gewiss einschließlich Bank-»Beratern« nicht im Rahmen der

bestehenden Unternehmensstrukturen gelöst. Dafür sind diese Unterneh-

men zu groß und zu verkrustet. Die einzige realistische Alternative zur

provisionsgetriebenen Finanzdienstleistung sind interessenkonfliktfreie

Honorarberater (siehe folgende **IB**), die nicht von Provisionen der Pro-

duktanbieter fehlgeleitet werden. Für Anleger, die nur kleine Summen zu

investieren haben und für die sich ein Honorarberater nicht rechnet, ver-

bleiben die Verbraucherberatungen und die Alternative, sich selbst fort-

zubilden. Ideal ist es, wenn man sich selbst gut informiert und zusätzlich

auf einen interessenkonfliktfreien Honorarberater zurückgreift.

Infobox: Honorarberater

Ein Honorarberater ist ein Finanz- oder Vermögensberater, der keinerlei

offene oder verdeckte Provisionen oder Kommissionen (»Kickbacks«) von

den Herstellern von Finanzprodukten (Fondsgesellschaften, Versicherun-

gen, Banken, Bausparkassen, Bauträgern) akzeptiert, in die die Kunden des

Honorarberaters investieren, bzw., dort, wo solche Kickbacks unvermeid-

bar sind, diese zu 100% sofort an den Anleger weiterleitet. Kickbacks sind

die Regel bei Banken, großen Beratergesellschaften und sogenannten »un-

abhängigen« Anlageberatern und Maklern. Diese offene oder versteckte

»Bestechung« ist z.B. ein Anteil am Ausgabeaufschlag eines Fonds, eine

»Bestandsvergütung« vom Hersteller (z.B. Fondsgesellschaft, Versiche-

rungsgesellschaft), solange dessen Anlage- oder Versicherungsprodukt im

Anlegerportfolio liegt, oder direkte Verkaufsprämien. In den meisten Fällen

weiß der Privatanleger nichts von diesen versteckten oder allenfalls im be-

rühmten Kleingedruckten bewusst überkompliziert »offengelegten« Geld-

strömen zwischen Produkthersteller und dem Finanzberater, Bankbetreuer

oder Versicherungsvermittler. Wo solche Vergütungen hinter dem Rücken

des Anlegers fließen, kann nur zufällig eine korrekte, neutrale, wissenschaft-

lich fundierte Beratung stattfinden. In den meisten Fällen wird der Kunde

jedoch nicht das aus wissenschaftlicher Sicht beste Produkt erhalten, son-

© Campus Verlag GmbH

dern das Produkt, an dem der Berater am meisten verdient und der Anle-

ger deswegen weniger. Lediglich echte Honorarberater und Verbraucher-

schutzbüros unterliegen keinem solchen fatalen Interessenkonflikt. Leider

unterschätzen und missverstehen die meisten Privatanleger das Ausmaß

dieser versteckten Kosten und Risiken von Interessenkonflikten aufseiten

ihrer »Berater«. Vermutlich deswegen lassen sich viele Privatanleger von,

aus Sicht des Autors, kurzsichtigem »Geiz« dazu verleiten, an den »Bera-

tern« mit Interessenkonflikt festzuhalten.

2 .15 Fehler 15 – In einzelne Aktien und andere

einzelne Wertpapiere investieren

»Ab und zu kaufe ich auch einzelne Aktien, allerdings strikt zum Spaß.«

Merton Mil er, Wirtschaftsnobelpreisträger

Obwohl sich wöchentlich eine Mediensturmflut von Nachrichten und An-

lageempfehlungen zu einzelnen Aktien und anderen einzelnen Wertpapie-

ren über die Anlegergemeinde ergießt, eignen sich Investments in Einzel-

werte (»Direktanlagen«) für die wenigsten Privatanleger (mit Einzelwerten

sind hier vornehmlich Aktien und Unternehmensanleihen gemeint60). Im

Grunde gibt es nur ein einziges und zudem schwaches Argument, das für

Einzelinvestments bei Privatanlegern spricht, nämlich dass sie manchen

Anlegern Spaß machen. Für viele Menschen sind Geldanlagen nicht nur

ein notwendiges Übel im Rahmen der langfristigen Vermögensbildung

und Altersvorsorge, sondern eine spannende Freizeitbeschäftigung, die –

anders als z.B. Wandern oder ein Aquarium, aber ähnlich wie Lottospie-

len – nebenbei noch das Träumen »eines Tages ohne Arbeit reich zu sein«

erlaubt. Da geht es um Geld, um »Star-Investoren«, um »Geheimtipps« in

60 Für Staatsanleihen mit Rating der obersten drei Rating-Stufen (AAA/Aaa bis AA/Aa2)

in der → Heimatwährung des Anlegers gilt diese Aussage nicht. In Abschnitt 5.5 werden

mehrere spezifische Anlageprodukte genannt, darunter auch weitere Einzelanlagen, die

ebenfalls nicht empfehlenswert sind.

Lassen Sie sich nicht täuschen: 18 verhängnisvolle Anlegerfehler 185

© Campus Verlag GmbH

Internetforen und Anlegerzeitschriften, um die Herausforderung, ökono-

mische Trends und Firmenbilanzen zu Geld zu machen, um Gewinnchan-

cen und Risiken. Mancher braucht diesen Adrenalinstoß, den eine Fonds-

anlage und ganz besonders eine passive Anlagestrategie mit Indexanlagen

nicht bieten können. Gerade passives Investieren – schon der Name sagt

es – ist im Vergleich zu aktivem Anlegen in Einzelwerten dröge und taugt

auch nicht für »heiße Storys« in der Firmencafeteria. Doch von diesem

Unterhaltungswertargument abgesehen spricht alle ökonomische Vernunft

gegen Einzelanlagen durch Privatanleger und alle rationalen Argumente

für Anlagen in Investmentfonds, vorzugsweise Indexfonds und ETFs.

Rendite und Risiko Kein deutscher Anleger (genau genommen überhaupt

niemand) ist auch nur annähernd in der Lage, die etwa 40 000 Einzelak-

tientitel in den über 50 größeren nationalen Aktienmärkten der Welt zu

überblicken. Die meisten Einzelanleger investieren deshalb lediglich in

eine kleine Gruppe (zumeist sehr großer) nationaler Unternehmen aus

ihrem Heimatland oder der Heimatregion. In der Forschung heißt das

neudeutsch »Home Bias«61. Diese irrationale Beschränkung auf deut-

sche oder europäische Aktien ist aber ein willkürlicher Verzicht auf eine

mögliche Risikosenkung und z.T. auch auf Ertragspotenzial. Optimale,

das heißt letztlich globale Diversifikation ist für Privatanleger realis-

tisch nur mit Investmentfonds und am leichtesten mit Indexanlagen

zu realisieren. In Abschnitt 1.7 haben wir die langfristige Rendite des

DAX (ein schlecht diversifiziertes Portfolio) einem gut diversifizierten

»Weltportfolio« gegenübergestellt. Der Vergleich von Risiko und Ren-

dite dieser beiden Portfolios über die vergangenen 25 Jahre verdeutlicht,

wie schädlich es ist, sich nur auf Standardwerteaktien, die man unmit-

telbar kennt, zu beschränken. Der DAX-Anleger erzielt bei merklich

höherem Risiko eine niedrigere Rendite. Kurzum, wer seine Rendite

gegenüber einem primär deutschen oder westeuropäischen Portfolio

erhöhen will und gleichzeitig das Risiko nicht steigern und evtl. sogar

senken möchte, braucht ein global diversifiziertes Portfolio – und das

61 Baltzer u.a. 2013 zeigen den hundertfach für viele verschiedenen Länder untersuchten, unnötig risikoerhöhenden und renditesenkenden Home Bias bei Aktien am Beispiel

deutscher Privatanleger.

186 Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs

© Campus Verlag GmbH

zu erstellen geht am kostengünstigsten und einfachsten mit traditionel-

len Indexfonds und ETFs.

Kosten Fondsanlagen sind Einzeltiteln aber auch bezüglich ihrer Kosten

überlegen. Zwar beklagen sich viele Anleger zu Recht über die hohen Kosten

von Fondsanlagen in Deutschland. Bei Einzelanlagen scheinen die Anleger

aber viel weniger empfindlich zu sein. Dabei sind – über einen längeren

Zeitraum betrachtet – Fondsanlagen für die große Mehrzahl der Anleger

selbst gegenüber unnötig teurer aktiv gemanagter Fonds günstiger als Ein-

zelanlagen. Wer es geschickt angeht, kann in Deutschland selbst bei relativ

kleinen Depotvolumina von 10 000 Euro mit kostengünstigen Indexanlagen

auf Buy-and-Hold-Basis seine Gesamtkostenbelastungsquote auf jährlich

unter 0,75% des Anlagevolumens drücken, je nach Asset-Allokation und

Geschick sogar unter 0,50%. Mit Einzelanlagen schnellt die Gesamtkos-

tenquote typischerweise auf 2,0% p.a. hoch und die Mehrzahl der Einzel-

wertanleger dürfte Kosten von 3,0% p.a. und mehr produzieren, ohne die

genaue Belastung jeweils wirklich zu kennen. Unterstellt man eine durch-

schnittliche, inflationsbereinigte Bruttorendite für Standardwertaktien von

6,0% p.a. (real), gibt ein Aktienanleger mit der »Standardkostenquote« von

2,0% mehr als ein Drittel seines Jahresgewinns vor Steuern an die Finanz-

branche ab; bezogen auf den Nachsteuergewinn sogar noch mehr62. Wel-

che dramatischen Auswirkungen eine derartige Kostenbelastung wegen

des Zinseszinseffektes langfristig hat, haben wir in Abschnitt 2.2 illustriert.

Asset-Allokation In Abschnitt 1.8 haben wir erläutert, dass über 90% der

Rendite und des Risikos eines durchschnittlichen Portfolios auf seine spe-

zifische Verteilung auf bestimmte Asset-Klassen zurückgeht und eben ge-

rade nicht – wie viele Anleger glauben – auf die spezifische Auswahl von

Einzelwertpapieren innerhalb der im Portfolio vertretenen Asset-Klassen.

Für einen Privatanleger ist jedoch eine einigermaßen professionelle glo-

bale Asset-Allokation mit vertretbarem Aufwand und ohne Doktortitel

in Statistik nur mithilfe von Fonds zu verwirklichen.

62 Sofern man hinsichtlich künftiger Asset-Klassen-Rendite von Aktien pessimistischer ist als hier angegeben, ist der relative Kostenschaden sogar noch viel höher.

© Campus Verlag GmbH

Mindestanlagesummen Bei vielen Fonds sind Einmalanlagen bereits ab Be-

trägen von 1 000 Euro möglich; in der Form von Fondssparplänen sogar

schon ab 100 Euro und weniger pro Monat. Bei Einzelanlagen liegen diese

Mindestgrenzen – je nach Bank – zum Teil beträchtlich höher. Insbesondere

sind die prozentualen Transaktionskosten von Direktanlagen in Aktien

bei Beträgen unter 1 000 Euro fast immer höher. Das gilt besonders, wenn

es sich um Small Caps, Value-Aktien und Schwellenländeraktien handelt.

Einfachheit und Bequemlichkeit Anlagen in (Index-)Investmentfonds und

ETFs machen weniger Arbeit bei Kauf, Depotverwaltung, Verkauf und

Steuererklärung. Sie sind insgesamt einfacher. Superbequeme Wertpa-

piersparverträge (Fondssparverträge), bei denen man monatlich eine fixe

Summe anspart und investiert, sind mit Einzelanlagen normalerweise gar

nicht möglich. Einfachheit und Bequemlichkeit tragen zum disziplinier-

ten Sparen und damit zur Vermögensbildung bei – ein langfristig kaum

zu überschätzender Vorteil gegenüber Einzelwertanlagen (vgl. auch Ab-

schnitt 4.5).

2 .16 Fehler 16 – Auf »Private Banking« und bekannte Markennamen vertrauen

»Was vermögende Privatkunden schon immer vermuteten, belegt jetzt ein exklusiver Test bei 20 renommierten Bankhäusern: Selbst angesehene Institute bereichern sich auf Kosten ihrer Klientel: durch heimliche Provisionen und überteuerte Produkte.«

Capital, Heft Nr. 9/2007, in einem siebenseitigen Artikel über »Private Banking«

Viele Kleinanleger blicken ein wenig neidvoll auf die von den Banken immer stärker gehätschelte Private-Banking-Kundengruppe, also das »edelste« Privatkundensegment bei Banken und Vermögensverwaltern.

Um in dieser Luxusklasse betreut zu werden, muss man – je nach Institution – zwischen 250 000 Euro und 5 Millionen Euro liquides Vermögen sein Eigen nennen. Über diese Hürde kommt natürlich nur eine recht kleine Minderheit aller Wertpapieranleger. Man darf vermuten, dass diese

© Campus Verlag GmbH

»Wealth-Management«-Kunden davon ausgehen, auf der höchsten Qua-

litätsstufe betreut zu werden. Ob das tatsächlich der Fall ist, hängt davon

ab, wie man »höchste Qualität« definiert. Man kann annehmen, dass die-

ses Qualitätsversprechen da eingelöst wird, wo es nicht die langfristige

Anlegerrendite betrifft. So gehören die folgenden Services üblicherweise

zu einem Private-Banking-Betreuungsmandat (die Formulierungen sind

überwiegend »Originalton« Bankenwerbung):

• Persönliche und laufende Betreuung auch außerhalb der Geschäftszei-

ten durch einen erfahrenden »Senior Banker«; hoher »Komfortfaktor«

für den Klienten,

• Durchführung einer Vermögensanalyse zu Beginn der Betreuung,

• Entwicklung einer individuellen Asset-Allokation und Anlagestrate-

gie unter Berücksichtigung individueller Vermögensverhältnisse und

persönlicher Risikoneigung mit dem Ziel einer dauerhaft überdurch-

schnittlichen Performance,

• laufendes und differenziertes Reporting über die Performance des

Wertpapierportfolios,

• Einladung zu »VIP-Events« (Tennis- und Golfturniere, Vorträge von

Prominenten usw.).

Schon auf den ersten Blick wird deutlich, dass hier viel Aufwand betrieben

wird. Diesen Aufwand muss jemand bezahlen – der Kunde. Die durch-

schnittliche Marge, die ein Private-Banking-Mandat bei einem Wertpa-

piervermögen von beispielsweise 500 000 Euro für die Bank erwirtschaf-

tet, liegt in der Größenordnung von 2,0% p.a. des jahresdurchschnittlich

betreuten Vermögens (exklusive Wertpapierhandelskosten und möglicher

Verwaltungsvergütungen für Fondsgesellschaften). In guten Börsenjah-

ren sind es mehr, denn dann partizipiert die Bank zu 10,0% bis 20,0% an

der Depotrendite, sofern diese einen bestimmten Marktindex übersteigt

(im umgekehrten Fall gleicht die Bank eine Unterrendite allerdings nicht

aus). Diese »leistungsorientierte« Vergütung der Bank kostet den Kunden

im langfristigen Durchschnitt ungefähr ein weiteres Prozent p.a. Hinzu

kommt noch etwa ein Viertelprozent für sonstige Kosten, z.B. die Depot-

bankgebühr von Investmentfonds – macht zusammen 3,25% Gesamtkos-

ten p.a. Die Privatbank muss also den Markt für ihre »High Networth In-

© Campus Verlag GmbH

dividuals« (HNWIs) dauerhaft um mindestens diese 3,25 Prozentpunkte

übertreffen, um ihr postuliertes Ziel zu erreichen, sprich die Benchmark

(den Vergleichsmarktindex) nach Kosten zu schlagen. Dabei darf sie im

Grunde genommen kein wesentlich höheres Risiko (Volatilität) als die

Benchmark eingehen. Ist all das gleichzeitig möglich?

Antwort: Ja, aber sehr selten. Und welcher Bank es in welchen Zeiträu-

men gelingt, ist nicht zuverlässig vorherzusagen. Die Anzahl der Anle-

ger – ob Profi oder Amateur –, die bei Berücksichtigung des Risikos einen

korrekt gewählten Marktindex kontinuierlich oder wenigstens über einen

Zeitraum von über zehn Jahren um mehr als 3 Prozentpunkte übertreffen,

ist winzig. Sie dürfte unter 2% liegen.

Wie sieht im Vergleich zum Private Banking die Kostensituation für

einen Buy-and-Hold-orientierten Indexfondsanleger aus? (Das ist die sim-

ple Anlagestrategie, die wir empfehlen und in Kapitel 5 erläutern.) Dieser

Anleger bringt es über einen Zeitraum von zehn Jahren mühelos auf eine

Kostenbelastung von unter 0,7% p.a.

Vergleichen wir nun die beiden Investoren über eine Periode von 20 Jah-

ren (Tabelle 22). Wie entwickelt sich in dieser Zeit ein Investmentbetrag

von 50 000 Euro für den Private-Banking-Klienten und für den rationalen

Do-it-yourself-Indexer? Wir unterstellen, dass die Privatbank es schafft,

kontinuierlich brutto 1,0% über dem Markt zu liegen (uns ist keine Bank

bekannt, die das jemals geschafft hätte). Die Marktrendite betrage über

diesen 20-Jahres-Zeitraum im Durchschnitt (nominal) 10,0% jährlich.

Tabelle 22: Private Banking versus Do-it-yourself-Indexing

Private-Banking-Klient

DIY-Indexer/Passiver

Buy-and-Hold-Anleger

Anfänglicher Anlagebetrag

€ 50 000

€ 50 000

Angenommene inflationsbereinigte Bruttorendite

7,00% p.a.

6,00% p.a.

. /. Gesamte Kosten p.a.

3,25%

0,75%

= Nettorendite

3,75% p.a.

5,25% p.a.

Vermögensendwert nach 20 Jahren

€ 104 400

€ 139 100

Vorsprung des Indexers beim Endvermögen

+33,00%

Ohne Steuern. ► Vermögensendwert gerundet.

190 Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs

© Campus Verlag GmbH

Der Vergleich in Tabelle 22 zeigt, dass kein Kleinanleger, der es richtig

macht, sich vor den »nackten« Ergebnissen der Exklusivklientel verstecken

muss. Der Rückstand des Private-Banking-Kunden wäre unter Umständen

noch größer, wenn wir ihm (a) keinen Bruttorenditevorsprung von 1,0% zu-

gestanden hätten – eine unrealistisch großzügige Annahme – und (b) Steu-

ern berücksichtigt hätten, denn aktives Management verursacht tendenziell

eine höhere Steuerbelastung, da Kursgewinne früher realisiert werden. Zwar

schickt dem Do-it-yourself-Indexer niemand personalisierte, dreimonatli-

che Portfolioreports im Vierfarbdruck nach Hause und er erhält auch keine

halbjährlichen Gratiseinladungen zu Feiertagsreden ehemaliger Bundes-

präsidenten, aber was schlussendlich zählt ist – wie der Volksmund schön

bildhaft sagt – »das, was hinten rauskommt«. In dieser Hinsicht schneidet

der Kleinanleger, wenn er es richtig macht, besser ab als der Edelprivat-

kunde. Letztlich sind die Kosten des Wealth-Managements so hoch (sprich

die Marge für die Bank so beträchtlich), dass auf die Dauer für den Kun-

den nur eine marktunterdurchschnittliche Nettorendite zu erwarten ist.

Ein ähnliches Missverständnis wie dasjenige über den vermeintlichen

Wert der Private-Banking-Betreuung kursiert über die Markennamen von

Fondsgesellschaften und ihrer Fonds. Wie wir alle wissen, gibt es große

Fondsgesellschaften, die viel Geld in die Bekanntmachung ihres Marken-

namens investieren, und kleine, unbekannte, die das nicht tun. Spielt es

eine Rolle, ob Sie die Produkte der einen oder der anderen Kategorie er-

werben? Nein, wie wir im restlichen Teil dieses Abschnitts sehen werden.

Wie jedes Wirtschaftsunternehmen müssen auch Fondsgesellschaften

und andere Asset-Manager (Vermögensverwalter) über den Einsatz von

Werbung als Absatzförderungsinstrument nachdenken. Dabei befinden

sie sich jedoch in einer schwierigen Situation, man könnte beinahe sagen:

in einem Dilemma.

In den vorangegangenen Abschnitten haben wir gesehen, dass Invest-

mentfonds und Vermögensverwaltungen, ob standardisiert oder individu-

alisiert (Private Banking), an ihrem primären Existenzzweck regelmäßig

scheitern, nach Kosten, Risiko und Steuern für den Anleger eine Outper-

formance gegenüber einem korrekt gewählten Vergleichsindex zu erwirt-

schaften. Dessen ist sich auch die Asset-Management-Branche bewusst.

Renditezahlen werden daher in der Werbung immer seltener in den Vor-

© Campus Verlag GmbH

dergrund gestellt. Selbst in den wenigen Fällen, in denen Asset-Manager

während eines nennenswert langen Zeitraums über dem Vergleichsindex

lagen, müssen sie mit der Vermarktung dieser Leistung vorsichtig sein. Die

Erfahrung hat zu oft gezeigt, dass die für teures Geld beworbenen Fonds

oft kurze Zeit später auf Talfahrt gehen. Es gab schon Fälle, in denen die

Finanzpresse dann solche Anzeigen wieder ausgrub und die Gelegen-

heit nutzte, um Hohn und Spott über die Fondsgesellschaft auszugießen.

Die denkbare Alternative, statt der vergangenen Rendite den Fondsma-

nager in der Werbung herauszustel en, ist deswegen gefährlich, weil dessen

Marktwert damit steigt und er den erhöhten Wert schon morgen bei der Kon-

kurrenz einlösen könnte. Was liegt in einer solchen Situation näher, als die

»Marke« oder das »Markenimage« der Fondsgesel schaft anstel e der objekti-

ven Produktleistungen in den Vordergrund der Werbung zu stel en? Wie Be-

triebswirte schon im Grundstudium lernen, hat Marken- und Imagewerbung

das Ziel, Vertrauen in das Produkt herzustel en. Dieses Vertrauen soll bewir-

ken, dass der Käufer auf detail ierte Produktvergleiche verzichtet und Kosten

als Kaufkriterium in den Hintergrund treten. Bezogen auf ihre zukünftig zu

erwartenden Renditen (vor Kosten) und innerhalb ihrer Asset-Klasse sind

jedoch praktisch al e Fonds beliebig austauschbar (ausgenommen diejenigen

mit besonders hohen Kosten), gleichgültig ob der Fonds DWS Vermögens-

bildung I, Franklin Templeton Global Opportunity oder Zacharias-Zwer-

gerl-Fonds heißt. Was die rechtliche Konstruktion betrifft, sind ohnehin al e

in Deutschland zugelassenen Fondsgesel schaften, ob klein oder groß, gleich

sicher (siehe **IB** »Sondervermögen, Abschnitt 3.1«). Fazit: Innerhalb einer ge-

gebenen Asset-Klasse sol ten daher Kosten das wichtigste Kaufkriterium sein.

2 .17 Fehler 17 – In aktiv gemanagte Rentenfonds investieren

»Der Sinn von aktiv gemanagten Rentenfonds ist mir schleierhaft.«

Peter Lynch, einer der erfolgreichsten Aktienfondsmanager der Welt

Wir haben uns bislang fast ausschließlich mit Aktien- und Aktienfonds-

anlagen beschäftigt. Knapp 40% des Fondsvermögens der Deutschen ist

© Campus Verlag GmbH

jedoch in Renten- und Mischfonds63 investiert. So gut wie jeder Bankbe-

rater und fast alle Anlegerzeitschriften und Finanzratgeberbücher emp-

fehlen Rentenfonds (Anleihenfonds) als sichere Beimischung für ein Ak-

tiendepot oder, für risikoscheue Anleger, sogar als alleinige Anlageform.

Diesen Standpunkt halten wir für grundfalsch, und zwar aus den folgen-

den Gründen:

• Viele statistische Untersuchungen haben gezeigt, dass Staatsanleihen-

fonds gegenüber gleichwertigen Einzelanlagen in festverzinsliche Wert-

papiere mit hoher Regelmäßigkeit eine um durchschnittlich rund 1,0 bis

1,5 Prozentpunkte niedrigere Rendite aufweisen. Bei einer langfristigen

realen Durchschnittsrendite mittelfristiger Staatsanleihen von etwa

2,3% p.a.64 bedeutet das einen Verzicht auf rund 50% der Bruttorendite,

dem kein wesentlicher Nutzen entgegensteht. Aufgrund des Ausgabe-

aufschlags von typischerweise 3,0% liegt diese Wertvergeudung vor

allem für Anlageperioden von unter zehn Jahren sogar noch höher.

• Die Quote aktiv gemanagter Outperfomer-Fonds gegenüber dem Index

ist noch niedriger als bei Aktien, wie wir in Abschnitt 1.1 anhand von

Zahlenmaterial dargelegt haben. Warum weisen Rentenfonds eine

schwächere Performance als einzelne Anleihen auf? Antwort: Aktives

Portfoliomanagement funktioniert bei Rentenfonds noch schlechter

als bei Aktienfonds. In längerfristigen Vergleichen (>3 Jahre) gelingt

es nach Berücksichtigung aller Kosten nur einer verschwindend ge-

ringen Zahl von Rentenfonds, ihren Vergleichsindex zu schlagen. Das

liegt daran, dass der Markt für festverzinsliche Wertpapiere noch in-

formationseffizienter ist als der Aktienmarkt, unterbewertete Titel zu

finden also noch seltener gelingt. Da aber auch Rentenfonds relativ hohe

63 Mischfonds sind Investmentfonds, die einen in der Regel als Bandbreite angegebenen

Anteil ihres Vermögens in Anleihen (einschließlich Geldmarktanlagen) und den Rest in

Aktien investieren.

64 Angegebener Wert bezieht sich auf US-Staatsanleihen fünfjähriger Laufzeit in den 88 Jahren von 1927 bis 2014. Die höheren Renditen kurz- und langfristiger Staatsanleihen

(sowohl in Deutschland als auch fast allen anderen westlichen Staaten) während der

vergangenen gut 25 Jahre sind eine historische Anomalie, die aus dem von Zentralbanken

maßgeblich beeinflussten, historisch einmaligen Zinssenkungstrend während dieser Zeit

resultiert. Derart hohe Bond-Renditen werden sich mit großer Wahrscheinlichkeit in den

nächsten 25 Jahren nicht wiederholen; sie dürften sogar noch niedriger als die genannten real 2,3% p.a. sein.

Lassen Sie sich nicht täuschen: 18 verhängnisvolle Anlegerfehler 193

© Campus Verlag GmbH

Kosten aufweisen, ist ihre langfristige Nettorendite schlechter als die

entsprechende Rendite einzeln gehaltener Bundeswertpapiere. Bei deut-

schen Rentenfonds beläuft sich der Ausgabeaufschlag durchschnittlich

auf 3,0%, die Verwaltungsgebühren betragen durchschnittlich 0,5% bis

0,7% p.a. Dazu kommen noch nicht gesondert ausgewiesene, aber mit

der Rendite verrechnete Fondsbetriebskosten.

• Die »Theorie«, dass Staatsanleihenfonds das Bonitätsrisiko der An-

leihenemittenten aufgrund der Streuung auf viele Einzeltitel senken,

ist letztlich ohne Bedeutung oder falsch, denn mit einzeln gehaltenen

westeuropäischen Staatsanleihen wird ein ebenso niedriges Risiko er-

zielt, jedenfalls wenn man sich im Bereich von Staaten höchster Bonität

bewegt (die obersten drei Rating-Stufen, siehe **IB** »Rating«, Abschnitt

3.11). Anders formuliert: Ein Risiko, das schon gegen den niedrigsten

Level läuft, kann man nicht weiter senken und schon gar nicht durch

Streuung (Diversifikation) zwischen Anleihen des gleichen Emitten-

ten65. Auch das Kursrisiko dieser Fonds ist gegenüber kurzlaufenden

einzelnen Bundeswertpapieren nicht nennenswert niedriger; es ist in

gewisser Weise sogar höher, wenn – wie es für Privatanleger an sich

üblich und vorteilhaft ist – die Einzelanlagen bis zur Fälligkeit gehal-

ten werden. Streuung über verschiedene Laufzeiten hinweg ist ohnehin

sinnlos, weil daraus lediglich eine andere Durchschnittslaufzeit resul-

tiert, die man auch ohne Streuung hätte erreichen können.

• Auf die geringfügig höheren Renditen von Rentenfonds, deren Anla-

geschwerpunkt auf festverzinslichen Staatsanleihen mit mittleren bis

sehr langen Laufzeiten liegt, sollte der durchschnittliche Privatanleger

eher verzichten, denn diese Renditen sind langfristig immer noch nied-

riger als Aktienrenditen. Außerdem erhöht sich das Kursschwankungs-

risiko dieser Fonds rapide in dem Maße, wie die Durchschnittslaufzeit

der darin enthaltenen Anleihen zunimmt (Zinsänderungsrisiko, siehe

nächste **IB**). Ähnliches gilt für Rentenfonds, die in Unternehmensan-

leihen investieren. Ferner ist die Korrelation zwischen Rentenfonds mit

mittel- und langfristiger Laufzeitenstruktur oder Unternehmensanlei-

65 Peter Lynch bemerkt über Rentenfonds sarkastisch: »Es ist ziemlich sinnlos, Yo-Yo Ma

[einer der weltbesten und teuersten Cellisten] dafür zu bezahlen, das Radio anzustellen.«

© Campus Verlag GmbH

henfonds mit Aktien höher als die Korrelation zwischen Geldmarktan-

lagen oder kurzfristigen Staatsanleihen und Aktien. Geldmarktanlagen

oder kurzlaufende Staatsanleihen haben also einen besseren Diversi-

fikationseffekt für ein Aktiendepot als Rentenfonds oder langfristige, einzeln gehaltene Rentenpapiere. Rentenpapiere sind innerhalb eines Portfolios nicht für die Rendite zuständig, sondern für die Risikosenkung. Daher sollten wir stets das geringstmögliche Risiko anstreben, das Rentenpapiere bieten können, und das haben nun einmal Geldmarktanlagen und kurzlaufende Staatsanleihen höchster Bonität in der Heimatwährung des Anlegers. Wer mehr Rendite will, sollte also den Aktienanteil im Gesamtportfolio erhöhen, statt den wichtigsten »Risikoanker« (die »risikofreie« Anlage, d.h. kurzlaufende Staatsanleihen höchster Bonität in der Heimatwährung des Anlegers) zu opfern, indem er diesen durch risikoreichere (und etwas ertragreichere) Anlagen ersetzt. Dass »risikofreie« Anlagen langfristig keine nennenswerte reale Rendite erzielen, ist zweitrangig (siehe Abschnitt 3.11).

• Rentenfonds bzw. die darin enthaltenen langlaufenden Staats- und Unternehmensanleihen korrelieren relativ schwach mit der Inflationsrate,

was ebenfalls nicht wünschenswert ist (zur Inflation ist stets eine hohe

Korrelation vorteilhaft). Hingegen ist die Korrelation mit der Inflation

bei kurzlaufenden Staatsanleihen oder Geldmarktanlagen stärker.

Infobox: Zinsänderungsrisiko (Term Risk)

Manche Anleger wundern sich, warum es die gegenläufige (inverse) Be-

ziehung zwischen dem Zinsniveau und dem Kurs (Marktpreis) einer An-

leihe gibt, das heißt, wenn die Zinsen steigen, sinkt der Kurs (Preis) einer

Anleihe. Hier ein fiktives Beispiel: Am 1.1.2014 emittiert die Bundesrepub-

lik Deutschland eine Bundesanleihe mit einer Laufzeit von zwei Jahren

zu einem Kurs von 100 Euro. Die Zinsen werden einmal jährlich am 31.12.

gezahlt. Das vom Markt vorgegebene Zinsniveau für eine (Rest-) Lauf-

zeit von zwei Jahren beträgt zum Emissionszeitpunkt 5,0% p.a., was dem

»Coupon« der besagten Anleihe entspricht. Der Coupon ist der nominale

Zinssatz, den der Anleiheemittent zugesagt hat. Sechs Monate später (die

© Campus Verlag GmbH

Anleihe hat jetzt eine Restlaufzeit von 18 Monaten) liegt das Zinsniveau

für Laufzeiten von 18 Monaten bei 7,0% p.a. Der Anleger will die Anleihe

zu diesem Zeitpunkt verkaufen (die Gründe für den Verkauf interessieren

uns hier nicht). Jeder potenzielle Käufer wird in diesem Moment erwarten,

dass die besagte Anleihe eine Rendite von 7,0% p.a. bietet, denn das ist ja

das Marktniveau. Da aber der Coupon (also die für den 31.12.2014 und 2015

zugesagten Zinszahlungen) mit 5 Euro (5,0% von 100 Euro) unveränder-

lich ist, muss der Anleihekurs (Verkaufspreis der Anleihe) so weit sinken,

bis der Käufer – trotz des relativ niedrigen Coupons von 5,0% – eine effek-

tive Rendite von 7,0% p.a. für die verbleibenden 18 Monate erwirtschaftet

(indem er die beiden 5-Euro-Zinszahlungen bekommt + einen gewissen

Kursgewinn; die Anleihe wird stets zum Kurs von 100 Euro zurückgezahlt).

In diesem Beispiel würde der neue Marktkurs 93,15 Euro betragen (gegen-

über einem Emissionskurs und Rückzahlungskurs von 100 Euro). Weil der

Coupon konventioneller Anleihen unveränderlich ist, ist der Marktkurs

derjenige Stellhebel, mit dem sichergestellt wird, dass eine Anleihe stets

die marktgängige Rendite für ihre Restlaufzeit liefert. Umgekehrt gilt: Sin-

ken die Marktzinsen für eine gegebene Restlaufzeit, muss der Kurs einer

konventionellen Anleihe (alle anderen preisbeeinflussenden Faktoren als

konstant angenommen) steigen.

Als »risikofreie« (genauer: risikoarme) Anlage, insbesondere zur Beimi-

schung in ein Aktiendepot mit dem Ziel, den Gesamtrisikograd auf den

Ziellevel zu senken, taugen Geldmarktanlagen oder kurzlaufende Staatsan-

leihen (Einzelanlagen oder ETFs) besser als aktiv gemanagte Rentenfonds,

da Erstere ein geringeres Kursänderungsrisiko aufweisen und schwächer

mit dem Aktienmarkt korrelieren66. Geldmarktanlagen sind kurzfristige

Geldanlagen in Euro (nicht in Fremdwährung), bei denen die Ausfall-

und Kursänderungsgefahr sehr gering ist. In diese Kategorie fallen bei-

66 Die Korrelation 20-jähriger US-Staatsanleihen mit dem S&P-500-Index in den letzten 84 Jahren war mehr als zehnmal so hoch wie diejenige von Geldmarktanleihen. Hinzu

kommt, dass die Korrelation langfristiger Anleihen und Aktien in Aktienabschwungs-

phasen oft vorübergehend ansteigt, also genau dann zunimmt, wenn man es als Anleger

am wenigsten wünscht.

© Campus Verlag GmbH

spielsweise Festgelder, Guthaben auf verzinslichen Tagesgeldkonten, so-

fern innerhalb der staatlichen Einlagensicherung, Geldmarktfonds oder

Renten-ETFs, wenn diese vorwiegend in staatliche Rententitel mit kurzer

Restlaufzeit (gewichteter Durchschnittslaufzeit) anlegen. Aktiv gemanagte

Rentenfonds mit mittleren oder langen Laufzeiten weisen hingegen nicht

nur ein unangemessen hohes Kursschwankungsrisiko auf, sondern auch

unnötig hohe Kosten, was sich in der besonders häufigen Underperfor-

mance gegenüber der Benchmark niederschlägt.

2 .18 Fehler 18 – In Hedge-Fonds investieren

»Die Ergebnisse unsere Forschungen legen nahe, dass die Anlegerrenditen

in Hedge-Fonds weitaus schlechter sind als bisher angenommen.«

Finanzprofessoren Ilia Dichev und Gwen Yu, Emory University, Atlanta und

Harvard Business School

Im Markt für Vermögensanlagen spielen Modewellen eine große Rolle

und Hedge-Fonds sind seit dem Internetaktien-Crash 2000 bis 2002 auch

bei Privatanlegern *en vogue*. Die von Buchautoren und der Presse als »Kö-

nigsklasse« des Investing titulierten Hedge-Fonds versuchen Anleger zu

ködern, die vom Auf und Ab der Börse verunsichert sind oder die das

vorgebliche »Prestige« eines Hedge-Fonds-Investments lockt. Ihnen ver-

sprechen sie Renditen, die diejenigen von Aktien übertreffen, aber kaum

schwanken und praktisch nie in negatives Terrain abgleiten – »absolute

return investments«.

Privatanleger in Deutschland können normalerweise lediglich in Dach-

Hedge-Fonds oder in Hedge-Fonds-Zertifikate investieren, nicht jedoch

direkt in individuelle Hedge-Fonds. Dach-Hedge-Fonds (»funds of funds«)

investieren in mehrere einzelne Hedge-Fonds; Hedge-Fonds-Zertifikate

sind Bankschuldverschreibungen, deren Rendite gemäß Zusage der emit-

tierenden Bank derjenigen eines bestimmten Hedge-Fonds oder Hed-

ge-Fonds-Index entspricht.

Was überhaupt sind Hedge-Fonds, von denen es weltweit etwa 8 000

mit einem globalen Anlagevolumen von rund 3 000 Milliarden US-Dollar

Lassen Sie sich nicht täuschen: 18 verhängnisvolle Anlegerfehler 197

© Campus Verlag GmbH

gibt (das entspricht knapp 2% der weltweiten Marktkapitalisierung von

Aktien und Anleihen)? Es handelt sich um geschlossene Investmentfonds

mit den folgenden Merkmalen:

• Hedge-Fonds richten sich überwiegend an institutionelle (große ge-

werbliche) Anleger und/oder an vermögende Privatanleger, die häufig

Mindestanlagebeträge von 300 000 Euro oder mehr aufbringen müssen

(eine Beschränkung, die jedoch über die Konstruktion der sogenann-

ten Dach-Hedge-Fonds und über Hedge-Fonds-Zertifikate umgehbar

ist). Bei Privatanlegern ist u.U. auch der Nachweis besonderer Invest-

mentkenntnisse notwendig. Die Mehrzahl aller Hedge-Fonds gibt Min-

destanlageperioden vor, vor deren Ablauf die Anteile gar nicht oder nur

gegen einen Abschlag an die Fondsgesellschaft verkauft werden dürfen

(Lock-up-Perioden).

• Sie unterliegen im Vergleich zu Publikumsfonds – je nach Hed-

ge-Fonds-Domizil – nur sehr liberalen aufsichtsrechtlichen Restriktionen.

• Sie können mangels strenger Regulierung in alle Asset-Typen, nicht

nur in Aktien und Anleihen, investieren und insbesondere – anders

als Publikumsfonds – auch Leerverkäufe (**IB**, Abschnitt 2.18) tätigen,

Derivatgeschäfte aller Art abschließen und Wertpapierkäufe in hohem

Maße über Kredite finanzieren (»leveraging«).

• Sie verfolgen überwiegend eine Strategie der Konzentration, statt wie

normale Publikumsfonds eine gewisse Diversifikation anzustreben.

• Ihre Gebühren liegen weit über dem Niveau eines normalen Fonds; insbe-

sondere erhält das Fondsmanagement eine Erfolgsbeteiligung von zumeist

einem Fünftel bis einem Zehntel der Fondsrendite (»Performance Fee«).

Sind Hedge-Fonds nun tatsächlich ein für Privatanleger attraktives An-

lagemedium, wie es die Finanzbranche und vielfach auch die Medien

suggerieren? Aus wissenschaftlicher Sicht, Sie ahnen es bereits, lautet die

Antwort: »Nein«. Weder bieten Hedge-Fonds langfristig und nach Kos-

ten bessere Renditen als Aktien noch sind diese Renditen grundsätzlich

immer positiv noch tragen Hedge-Fonds besonders stark zur Diversifi-

kation (Risikosenkung) in einem Aktienportfolio bei.

Bei Hedge-Fonds liegt die gesamte Kostenbelastung (verrechnete Kos-

ten zuzüglich nicht verrechneter Kosten) weit höher als bei herkömmli-

© Campus Verlag GmbH

chen Fonds. Hat ein durchschnittlicher aktiv gemanagter Aktienfonds

eine jährliche Verwaltungsgebühr von rund 1,5% (Indexanlagen typischer-

weise weniger als ein Drittel), liegen Hedge-Fonds oder Hedge-Fonds-Zer-

tifikate im Mittel bei etwa 2,0%. Darüber hinaus vereinnahmt das Hed-

ge-Fonds-Management noch ein Fünftel bis ein Zehntel der Jahresrendite,

sofern positiv oder über einem Mindestwert. Manche Hedge-Fonds be-

lasten eine Rückgabegebühr von 1,0% oder mehr (oft zeitlich gestaffelt,

in den Anfangsjahren mehr, nach drei Jahren dann sinkend). Unterstellt

man optimistisch eine langfristige reale Fondsrendite von 6,0% (was die

Branche in den vergangenen zehn Jahren nicht erreichte), fließen davon

also etwa 3,5 Prozentpunkte oder mehr als die Hälfte dieser realen Brut-

torendite an die Fondsgesellschaft.

Wie sieht es mit den Renditen von Hedge-Fonds im Vergleich zu einer

sinnvollen Benchmark aus?

Tabelle 23: Inflationsbereinigte Hedge-Fonds-Renditen in Euro im Vergleich zu

einem einfachen Indexportfolio, 1998 bis 2014 (17 Jahre)

HFRX Global Hedge Fund

Simples

in Euro

Index[1]

60/40-Passiv-Portfolio[2]

Rendite, real 1998 bis 2014 p.a. (17 Jahre)

2,9% p.a.

5,2% p.a.

Rendite, real 1998 bis 2006 (9 Jahre)

6,5% p.a.

6,5% p.a.

Rendite, real 2007 bis 2014 (8 Jahre)

–1,1% p.a.

3,7% p.a.

Vermögensendwert, real nach diesen 17 Jahren[3]

€ 1,63

€ 2,37

Standardabweichung der Jahresrenditen

15,7%

13,2%

Maximaler kumulativer Jahresverlust[4]

–29,9% (2008)

–19,8% (2003)

Anteil Kalenderjahre mit neg. nominalen Renditen

41%

24%

Ohne Kosten und Steuern. ► Daten: HFR Hedge Fund Research, MSCI, Bundesbank. ► [1] Der

HFRX-Index ist der bekannteste Hedge-Fonds-Index. Es wird die längste verfügbare Datenreihe für den Index gezeigt. Eine abweichende Variante des Index (HFRI-Index) ist bereits ab 1990 verfügbar; diese Variante schließt jedoch nicht allgemein zugängliche Hedge-Fonds mit ein und kann daher nicht als »akzeptable« Abbildung des Hedge-Fonds-Marktes gelten. ► [2] Portfolio besteht aus 50% MSCI World, 10% MSCI Emerging Markets und 40% RexP (deutsche mittelfristige Staatsanleihen). ► [3] Inflationsbereinigter Endwert eines anfänglich investierten Euros nach 17 Jahren auf Basis der angegebenen Rendite. ► [4] Berechnet auf Basis der Kalenderjahresrenditen; auf Basis der Monatsrenditen wären die ausgewiesenen Werte um geschätzte ca.

10 bis 15 Prozentpunkte schlechter).

Lassen Sie sich nicht täuschen: 18 verhängnisvolle Anlegerfehler 199

© Campus Verlag GmbH

Die in Tabelle 23 dargestellten Hedge-Fonds-Renditen sind aus einer Reihe

von Gründen möglicherweise noch nach oben hin verzerrt67. Das hat die

folgenden Ursachen: (a) Die zugrunde liegende Datenbank ist, soweit be-

kannt, nicht komplett frei von Survivorship Bias und anderen systemati-

schen Datenverzerrungen (siehe nächste **IB**). (b) Die dargestellten Renditen

beinhalten vermutlich nicht alle Gebühren, die Hedge-Fonds-Anleger tat-

sächlich bezahlen müssen, z.B. Performance Fees (siehe oben) und Strafge-

bühren für die vorzeitige Rückgabe der Fondsanteile (die entsprechenden

Gebührensätze sind vielfach investorspezifisch). (c) Bei Hedge-Fonds ist die

Lücke zwischen veröffentlichten Fondsrenditen und tatsächlichen Anleger-

renditen noch höher als bei normalen Investmentfonds (Dichev/Yu 2010).

Infobox: Survivorship Bias, Self-Selection Bias, Backfill Bias

Die nachfolgend genannten Verzerrungen in den Hedge-Fonds-Datenban-

ken der Indexersteller ergeben sich aus der Tatsache, dass Hedge-Fonds

nur einer sehr leichten Regulierung unterliegen und ihre Renditedaten rein

freiwillig an die Indexersteller melden.

• **Survivorship Bias:** Sinngemäß »Ungleichgewicht oder Tendenz zu-

gunsten der Überlebenden«. Fondsgesellschaften liquidieren erfolglose

Fonds nach einer bestimmten Zeit. Dies führt dazu, dass die kollektive

Performance der Gruppe der aktiv gemanagten Fonds besser ausgewie-

sen wird als tatsächlich gerechtfertigt, da die »Pleitefonds« laufend aus

der Statistik (den entsprechenden Datenbanken) herausfallen. In den

meisten Jahren und Fondskategorien werden mehr als 5% aller am Jah-

resanfang existierenden Aktienfonds aufgelöst. Der Survivorship Bias

verbessert die ausgewiesene durchschnittliche Jahresrendite aller aktiv

gemanagten Aktienfonds in der Statistik um etwa 1,5 Prozentpunkte.

Das ist mehr als ein Drittel der inflationsbereinigten langfristigen Ren-

dite von Standardwertefonds nach Betriebskosten. (Bei Hedge-Fonds

67 Hätte man statt des in Tabelle 23 gezeigten Hedge-Fonds-Index (HFRX) den weniger

bekannten »Dow Jones Credit Suisse Hedge Fund Index« verwendet, sähe der Vergleich

partiell weniger ungünstig für Hedge-Fonds aus.

200 Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs

© Campus Verlag GmbH

beträgt die »Survivorship-Fälschung« sogar mehr als 3 Prozentpunkte.)

Die tatsächlichen Durchschnittsrenditen von Fonds sind somit niedriger

als diejenigen, die in den Medien genannt werden. Würde man den Sur-

vivorship Bias in jedem Vergleich von aktiven Fonds mit dem Markt oder

mit Indexfonds berücksichtigen, dann würde sich zeigen, dass noch mehr

aktiv gemanagte Fonds underperformen, als dies ohnehin der Fall ist.

• **Self Selection Bias:** Sinngemäß etwa »Ungleichgewicht/Tendenz durch

Selbstauswahl«; gemeint ist das statistische Phänomen, dass unterdurch-

schnittlich rentierende Hedge-Fonds ihre Renditen mit großer Häufig-

keit nicht an den Indexersteller melden. Im Ergebnis überzeichnet der

Hedge-Fonds-Index die Gruppenrendite, etwa so, als gingen in einer

Schulklasse die drei schlechtesten Schüler nicht in die Berechnung des

Klassendurchschnitts ein.

• **Backfill Bias:** Sinngemäß etwa »Ungleichgewicht/Tendenz durch Rück-

füllung«. Wenn für einen bestimmten Hedge-Fonds erstmalig Rendite-

daten an den Indexersteller gemeldet werden, dann schließt das oft,

aber nicht immer historische Daten mit ein. Es ist davon auszugehen,

dass die gemeldeten historischen Daten tendenziell eine Verzerrung

nach oben enthalten. Gründe nicht weiter erklärungsbedürftig …

Was sagt die Wissenschaft zur Performance von Hedge-Fonds? Ältere Stu-

dien, die lediglich Renditedaten von 1990 (am weitesten zurückreichende

Daten) bis etwa 2003/2004 berücksichtigen, zeigen vielfach eine merkliche

risikobereinigte Outperformance des durchschnittlichen Hedge-Fonds,

wenngleich an der Aussagekraft mancher dieser Studien aus heutiger Sicht

gezweifelt werden darf, denn neuere Forschungen deuten an, dass die ge-

nannten Datenverzerrungen in den »alten« Studien vielleicht nicht richtig

oder nicht ausreichend berücksichtigt wurden (Joenväärä u.a. 2014). Neuere

Studien finden z.T. immer noch – al erdings offenbar schwächer werdende –

Belege für Outperformance zumindest bestimmter Typen und Subgruppen

von Hedge-Fonds. Wie es allerdings möglich sein soll, diese Hedge-Fonds

oder Hedge-Fonds-Kategorien zuverlässig im Vorhinein zu identifizieren,

ist wenig klar. Aus älteren wie auch neueren Untersuchungen geht glei-

© Campus Verlag GmbH

chermaßen hervor, dass Performance-Konstanz (vgl. Abschnitt 1.1) vor

allem unter großen Hedge-Fonds (also denjenigen Fonds, die die meisten

Anleger betreffen) gering ist (Boyson 2008). Kleinere, junge Fonds weisen

tendenziell stärkere Konstanz aus, aber unter diesen ist die Ex-Ante-Iden-

tifikation der zukünftigen »Stars« natürlich am schwersten. Da bei Hed-

ge-Fonds ebenfalls starkes anlegerseitiges Performance Chasing auftritt,

sind Anlegerrenditen auch hier niedriger als ausgewiesene Fondsrenditen

(Dichev/Yu 2010 und Baquero/Verbeek 2015). Die Ursache für die vor gut

zehn Jahren nach unten drehende Leistungskurve von Hedge-Fonds ist –

wenig überraschend – der Wettbewerb: Von unter 100 Hedge-Fonds welt-

weit im Jahr 1990 ist die Zahl auf heute etwa 8 000 gewachsen. Bei diesem

Verdrängungswettbewerb ist es kein Wunder, dass die Renditen sinken.

Wie sieht es nun mit dem zweiten Verkaufsargument der Branche aus,

der vermeintlich niedrigen Korrelation mit dem Aktienmarkt? Diese

niedrige Korrelation zu Standardwerteaktien, so wird behauptet, liefere

einen nützlichen Diversifikationsbeitrag in einem typischen Aktien-An-

leihen-Portfolio. Allerdings entpuppt sich dieser Anspruch als Seifenblase.

In den vergangenen 17 Jahren (1998 bis 2014) betrug die Korrelation zwi-

schen dem oben genannten Hedge-Fonds-Index und dem MSCI-World-

Aktienindex +0,67. Das ist – gemessen am »Absolute-Return-Anspruch«

der Hedge-Fonds-Branche – zu hoch. Hinzu kommt, dass die Stan-

dardabweichung (Volatilität) von Hedge-Fonds in den Hedge-Fonds-Da-

tenbanken wohl zu niedrig berechnet wird (Brooks/Kat 2002). Wenn die

Volatilität zu niedrig ausgewiesen wird, dann dürfte das Gleiche auch für

die Korrelation zu Aktien gelten. Warum ist die Volatilität zu niedrig be-

rechnet? Praktisch alle Hedge-Fonds investieren einen üblicherweise gro-

ßen Teil ihrer Mittel in illiquide, nicht börsennotierte Assets. Da für diese

Anlagen öffentlich notierte, objektive Kurse fehlen, schätzt die Fondsge-

sellschaft diese Preise am Stichtag der Meldung des Fondsvermögens an

die Anleger oder einen Indexanbieter. In der Regel verwendet sie dafür

einfach den ursprünglichen Kaufpreis oder den Kurs des letzten Trades,

der aber Wochen oder Monate zurückliegen kann. Was den meisten Le-

sern an diesem Punkt wohl intuitiv klar ist, wurde auch wissenschaft-

lich nachgewiesen: Die Preisschätzungen der Fondsgesellschaft führen

zu künstlich geglätteten Asset-Preisen (Zyniker nennen das »marketing

© Campus Verlag GmbH

supportive accounting«). Die optische, aber natürlich nicht tatsächliche

Renditenglättung führt zu einer um 10% bis 40% zu niedrig ausgewiesene

Standardabweichung. Diese Risikounterschätzung ihrerseits resultiert in

einer Unterschätzung der Korrelationen mit dem Aktienmarkt. Falsch be-

rechnete Zahlen ändern jedoch nichts an der Wirklichkeit.

Dach-Hedge-Fonds (oder Dach-Hedge-Fonds-Zertifikate) als Invest-

mentvehikel des kleinen Mannes sind besonders negativ zu bewerten, da

Dach-Hedge-Fonds die ohnehin hohen Gebühren von Hedge-Fonds noch

weiter nach oben treiben (es müssen zwei Managementebenen bezahlt wer-

den). Insbesondere führt das zu extrem hohen Verwaltungsgebühren, die

bis zu 5% p.a. und mehr betragen. Das Erkennen aber die meisten Anleger

vor dem Kauf gar nicht, weil nur etwa die Hälfte dieser Verwaltungsgebüh-

ren (nämlich diejenigen der Dach-Hedge-Fonds-Gesellschaft) offen aus-

gewiesen wird. Die andere Hälfte, die auf der Einzelfonds-Ebene besteht,

ist bereits mit der Dach-Hedge-Fonds-Rendite verrechnet.

Infobox: Leerverkauf (Short Selling)

Leerverkauf – engl. short selling; der Verkauf eines Wertpapiers (oder As-

sets im Allgemeinen), das man im Augenblick des Verkaufes T0 noch nicht

besitzt (aber kostenpflichtig geliehen hat), zu einem vorher festgesetz-

ten Preis. Die eigentliche Lieferung (Andienung) des Wertpapiers erfolgt

erst zu einem vereinbarten Zeitpunkt T1 in der Zukunft, wenn der Markt-

preis (Kassapreis) des Assets entweder höher oder niedriger sein kann.

Der Leerverkäufer hofft, dass der Marktpreis des Wertpapiers dann unter

den ursprünglichen Verkaufspreis gefallen sein wird; er spekuliert also auf

fallende Kurse. Im Augenblick der Andienung muss der Leerverkäufer das

bisher erst geliehene Wertpapier an den Leihgeber zurückgeben, es dann

endgültig kaufen und es dem Käufer andienen (liefern). Leerverkäufe sind

extrem risikoreich (Möglichkeit des unbegrenzten Verlustes, wenn das

Wertpapier in T1 mehr kostet als der Leerverkaufspreis) und für Privatan-

leger auch deswegen ambivalent, weil viele Banken und Online-Broker sie

bei Privatanlegerkunden nicht zulassen. Publikumsfonds (UCITS-Fonds) in

Europa sind Leerverkäufe nicht gestattet.

Lassen Sie sich nicht täuschen: 18 verhängnisvolle Anlegerfehler 203

© Campus Verlag GmbH

Dach-Hedge-Fonds sind auch deshalb abzulehnen, weil es der Grund-

idee von Hedge-Fonds widerspricht, in mehr als einen oder zwei Fonds

gleichzeitig zu investieren. Die daraus resultierende Diversifikation hat

nämlich den unerwünschten Nebeneffekt, die Chance auf eine besonders

hohe Outperformance (»upside potential«) zu vernichten. Das Ergebnis

sind zwar konstantere Renditen, jedoch ohne Hoffnung, »das große Los«

zu ziehen. Und gerade das ist es, was viele Hedge-Fonds-Anleger suchen.

Manche Hedge-Fonds-Anleger vergessen, dass mehrere Asset-Klas-

sen[68] existieren, die ähnlich hohe langfristige Nettorenditen aufweisen

und/oder ebenso niedrig mit europäischen Blue-Chip-Aktien korrelie-

ren wie Hedge-Fonds, z.B. Staatsanleihen mittlerer oder langer Laufzeit,

inflationsindexierte Anleihen, Rohstoff-Futures (siehe **IB**, Abschnitt 3.5),

Schwellenländeraktien oder Schwellenländeranleihen. Wer unbedingt »ab-

solute returns« erzielen will, bekommt diese kontinuierlicher und billiger

mit Geldmarktfonds oder kurzlaufenden Staatsanleihen.

Zu allem Übel verschweigen Hedge-Fonds nennenswerte Aspekte so-

wohl ihrer Anlagestrategie als auch ihrer konkreten Investments, sodass

der Anleger letztlich die Katze im Sack kauft. Schlussendlich heißt das:

Hedge-Fonds sind intransparent, für den normalen Anleger nicht zu ver-

stehen und besonders stark dem unerfreulichen Risiko des »Style Drift«

ausgesetzt (siehe **IB**, Abschnitt 4.5).

Fazit: Die angeblichen Traumrenditen von Hedge-Fonds sind genau

das: ein bloßer Traum. Die renommiertesten Untersuchungen belegen,

dass Hedge-Fonds – wenn die Daten korrekt interpretiert werden – je-

denfalls in den vergangenen 10 bis 15 Jahren langfristig Durchschnitts-

renditen unterhalb derer normaler Aktien lieferten und ihr Risiko wohl

zu niedrig ausgewiesen wird. Der Mythos von den tollen Renditen ba-

siert darauf, (a) dass die Medien fast ausschließlich von den in der Ver-

gangenheit besten Hedge-Fonds berichten, während die viel zahlreiche-

ren schwachen Fonds unerwähnt bleiben; (b) dass bewusst selektiv kurze

Betrachtungszeiträume wie z.B. ein Jahr dargestellt werden, die aber in

68 Hedge-Fonds werden fälschlich oft als »Asset-Klasse« bezeichnet, was sie nicht sind.

Hedge-Fonds sind lediglich Anlagevehikel, die mittels bestimmter aktiver Strategien

in eine oder mehrere der herkömmlichen Asset-Klassen investieren. Dasselbe gilt für

Private-Equity-Fonds.

© Campus Verlag GmbH

Wirklichkeit kaum aussagefähig sind; (c) dass die in dieser Fondskate-

gorie besonders starken Datenverzerrungen fast immer unberücksich-

tigt bleiben; (d) dass die von der Finanzbranche postulierten Volatilitä-

ten von Hedge-Fonds ebenfalls aufgrund von Datenmängeln zu niedrig

sind; (e) dass die von Hedge-Fonds-Gesellschaften für ihre Fonds veröf-

fentlichten Renditen in der Regel keine Korrekturen für einige stark ins

Gewicht fallende Kosten enthalten (z.B. die Performance-abhängige Ge-

bühr, weit überdurchschnittliche Ausgabeaufschläge und Rückgabegebüh-

ren); (f) dass manche Privatanleger Medienberichte über sagenhaft reiche

Milliardär-Hedge-Fonds-Manager (aufgrund hoher Gebühreneinnahmen

zulasten der Anleger) mit den Renditechancen der Hedge-Fonds-Anleger

verwechseln.

Lassen Sie sich nicht täuschen: 18 verhängnisvolle Anlegerfehler 205

© Campus Verlag GmbH

3 Grundprinzipien einer

überlegenen Anlagestrategie:

Indexing

3 .1 Passiv investieren mit traditionellen Indexfonds

und ETFs

»Nur jeder zehnte Aktienfonds schlägt den Markt. Deswegen bin ich

konsequenter Anhänger von Indexfonds.«

Charles Schwab, Gründer und Hauptaktionär des größten Discount Brokers

der Welt, Charles Schwab & Co.

Nachdem wir uns nun ausführlich mit den wichtigsten Investmentlügen,

-mythen und -irrwegen auseinandergesetzt haben, wollen wir endlich

sehen, wie man es besser machen kann. Die wissenschaftlich fundierte

Anlagestrategie, die wir hier vorstellen, ist im Grunde einfach. Sie lautet:

»Passiv investieren« ist Investieren auf der Basis einer betont langfristig

ausgerichteten, strengen und disziplinierten Buy-and-Hold-Philosophie für

ein systematisch und global diversifiziertes Portfolio, das ausschließlich aus

kostengünstigen Indexanlagen (Indexfonds, ETFs) besteht. Das Ziel, den

Markt schlagen zu wollen, wird bei dieser Strategie nicht verfolgt. Dennoch

ist es wahrscheinlich, dass man mit dieser Strategie langfristig 80% bis 95%

aller Privatanleger hinter sich lässt.

»Passiv« steht in diesem Zusammenhang für den bewussten Verzicht auf

aktive Anlagestrategien wie Wertpapier-Picking oder Market Timing in

dem praktisch aussichtslosen, aber riskanten (kostenträchtigen) Unter-

fangen, besser sein zu wollen als der Markt. Eine langfristig ausgerich-

tete, radikale Buy-and-Hold-Philosophie bedeutet den völligen Verzicht

auf kurzfristige spekulative Investments und laufendes Trading mit dem

© Campus Verlag GmbH

Ziel, an vermeintlichen Trends zu partizipieren. Dabei werden Investments

ausschließlich deshalb verkauft, (a) weil man in die Entsparphase eintritt

(meist bei Ausscheiden aus dem Berufsleben), (b) weil man langfristig ge-

plante, größere Konsuminvestitionen tätigt oder ein Eigenheim erwirbt,

(c) weil die persönliche Risikotoleranz abgenommen hat (oder allgemeiner,

weil man seine Asset-Allokation aus rationalen, umfassend durchdachten

Gründen ändert), (d) weil ein nicht vorhersehbarer »Liquiditätsnotfall«

(z.B. durch die unerwartete schwere Krankheit eines Familienmitglieds)

eingetreten ist oder weil ein Rebalancing des Portfolios vorgenommen

werden soll (dazu mehr in Abschnitt 4.6). Bei einem Anlagehorizont von

weniger als zwei bis drei Jahren sind Aktieninvestments nicht sinnvoll.

»Systematisch und breit diversifiziert« beinhaltet, dass der gesamte glo-

bale Aktienmarkt einschließlich Schwel enländern berücksichtigt wird: Die

Gewichtung der in Hauptregionen aufgeteilten Länder sollte nach Markt-

kapitalisierung (der einfachste Weg) oder entsprechend ihrem ungefähren

Anteil am Weltbruttoinlandsprodukt (die umsetzungsmäßig etwas kom-

plexere Methode) vorgenommen werden (mehr hierzu in Abschnitt 3.10).

Weitere Asset-Klassen wie Rohstoffe (genauer: Rohstoff-Futures) und

Immobilien-Indexanlagen können bei Anlegern, die eine geringfügig auf-

wändigere Asset-Klassen-Allokation betreiben wollen, noch hinzukom-

men. Ferner kann das »Exposure« (»Ausgesetztsein«) des Portfolios ge-

genüber bestimmten »Faktorprämien« (auch »Risikofaktoren« genannt)

im Vergleich zu einem reinen Marktportfolio erhöht werden. Zwei der be-

kanntesten Faktorprämien bei Aktien sind *Size* (Nebenwerte) und *Value*

(Substanzwertunternehmen), d.h. soweit ein Portfolio ein gegenüber dem

reinen Marktportfolio einen stärkere Ausrichtung zu Nebenwerten und

Value-Unternehmen hat, dürfte seine langfristige oder »erwartete« Ren-

dite etwas steigen. Ein höheres Gewicht dieser von der Wissenschaft iden-

tifizierten Risikofaktoren im Portfolio sollte sehr langfristig auch zu einer

höheren Rendite führen, denn Rendite kommt von Risiko.

Wer sein passives Portfolio allerdings ganz einfach strukturieren will,

kann all dies – mit nur recht geringen Verzicht auf Extrarendite – schon

mit lediglich zwei verschiedenen Anlagevehikeln (ETFs) erreichen. Ein-

facher geht’s nicht mehr. Auch diese »Simplexvariante« stellen wir in Ab-

schnitt 4.4 vor.

© Campus Verlag GmbH

Tabelle 24: Gegenüberstellung von konventionellem Investieren und souveränem

Investieren	Aktives Investieren (konventionelles Investieren)	Souveränes und wissenschaftliches Investieren (Smartes Buy and Hold mit Indexanlagen)
Unterscheidungs-merkmal		
Zentrale Grundannahme	Kapitalmärkte sind nicht informationseffizient. Outperformance ist für eine bestimmte Minderheit der Anleger mit besonderem Können zusche Outperformance für Privatanleger vermutlich nur zufäl ig zustande kommt. Keine Inkauf-nahme von Underperformance relativ zum Markt.	Kapitalmärkte sind soweit informationseffizient, dass nach Risiko, Kosten und Steuern systematisch Outperformance verlässig erzielbar, wofür die Möglichkeit der Underperformance relativ zum Markt in Kauf genommen wird.

Ziel

Den Markt nach Kosten und Risiko schlagen.

Die Marktrendite für eine bestimmte Asset-Al o-

kation bei geringstmöglichen Kosten- und Steuer-

abzügen erreichen.

Annahmen zum Risi-

Finanzberater/Fondsmnager/Anleger können den
Berater/Fondsmanager/Anleger können den Risiko-Rendite-Zusam-

Risiko-Rendite-Zusammenhang durch ausrei-

ko-Rendite-Zusammenhang nicht zuverlässig auf-

menhang (Risk Re-

chend zuverlässig richtige Prognosen aufheben:

heben: Rendite kommt nicht von Gurus, sondern

turn Trade-Off) I

Rendite kommt von »Gurus« (Experten).

ist die Belohnung für das Tragen von erwartetem

Risiko (Risiko in der Vorausschau).

Annahmen zum Risi-

Hohe vergangene Renditen sind tendenziell ein

Hohe vergangene Renditen senken tendenziell

ko-Rendite-Zusam-

Grund, das Volumen des entsprechenden Produk- die für die Zukunft erwarteten Renditen, niedrige menhang (Risk Retes oder der Asset-Klasse im Portfolio zu erhöhen vergangene Renditen erhöhen diese. Insgesamt turn Trade-Off) II

(ein Grund nachzukaufen) und umgekehrt.

keine Kauf- oder Verkaufsreaktionen auf Basis

vergangener Renditen.

Annahmen zum Risi-

Vermögensanlagen werden umgekehrt wie z.B.

Vermögensanlagen werden genauso wie z.B.

ko-Rendite-Zusam-

Obst, Unterhaltungselektronik und Ferienreisen

Obst, Unterhaltungselektronik und Ferienreisen

menhang (Risk Re-

gesehen: Je stärker die Preise jüngst *gestiegen*

gesehen: Je stärker die Preise *gefallen* sind, desto

turn Trade-Off) II

sind, desto mehr will man tendenziell kaufen.

mehr will man kaufen.

Wie wird der »Markt« Markt wird als Gegner gesehen, der geschlagen

Markt wird als Verbündeter gesehen.

wahrgenommen?

werden muss.

Worauf wettet der

Anleger wettet auf einzelne Unternehmen oder

Anleger wettet auf die globale Marktwirtschaft/

Anleger?

einzelne Märkte und ändert seine Einzelwetten

den weltweiten Kapitalismus und ändert seine

im Zeitablauf.

Globalwette nie.

»Investment-Welt-

Suche nach »Jackpot-Investment«. Hoffnung auf

Vermeidung unnötiger Investmentfehler sowie

anschauung«

hohe Rendite mit niedrigem Risiko.

nicht kompensierter (d.h. wegdiversifizier-

barer) Risiken. Klares Akzeptieren, dass Ren-

dite die Belohnung für das Tragen von Risiko ist

(no-free-lunch-Prinzip).

Praktische

Spekulatives, prognosebasiertes Investieren:

Marktneutrales, prognosefreies Investieren:

Umsetzung

Fondsmanager/Anleger praktiziert Market Timing
Fondsmanager/Anleger kauft ganzen Markt.

oder Stock Picking (geht Wetten gegen den Markt Kaufen und Verkaufen erfolgen lediglich, wenn ein), verbunden mit häufigem Kaufen u. Verkau-Anleger Cash-Flow induziert oder für Rebalan-

fen. Schwankungen von Renditen u. Vermögen-

cing-Zwecke. Keine nennenswerte Streuung und

sendwerten für jeden gegebenen Zeitraum ge-

keine Schwankung der Renditen und Vermögens-

genüber marktdurchschnittlichem Wert werden

endwerte um den marktdurchschnittlichen Wert.

in Kauf genommen.

Investmentprozess

… einer jeweils berater- oder fondsspezifischen … trategischer/fixer Asset-Al okation (vol stän-hat seinen Schwer-

Form von Wertpapier-Picking und/oder

diger Verzicht auf Stock Picking oder Market

punkt auf …

Market Timing.

Timing).

© Campus Verlag GmbH

Unterscheidungs-

Aktives Investieren (konventionelles

Souveränes und wissenschaftliches Investieren

merkmal

Investieren)

(Smartes Buy and Hold mit Indexanlagen)

»This time it‘s diffe-

Aktuel e Marktsituation wird typischerweise als

Aktuel e Marktsituation ist »das Gleiche in Grün«

rent-Glaube« (Dies-

einzigartig gesehen und erfordert daher rasches, (»Al es schon einmal dagewesen – nur schlimmal ist es anders)

spezifisches Handeln[1].

mer«). Anlegen ist fast völ ig unabhängig von ak-

tueller Marktsituation.

Diversifikationsgrad

Notwendigerweise niedrig; Schwerpunkt typi-

Globale, systematische Diversifikation über al e

scherweise in dt. oder westeurop. Anlageklassen wesentlichen, breiten Asset-Klassen hinweg.

(Home Bias).

Steuerungsebene für Risiko und Rendite werden teilweise oder ganz auf Risiko und Rendite werden ausschließlich auf GeRendite und Risiko

Einzelanlagenebene (Einzelproduktebene) analy- samtportfolioebene (Gesamtvermögen des Haus-siert und gesteuert. Das Zusammenspiel der Port- haltes idealerweise einschließlich Human Capital) folioteile ist sekundär oder wird ganz ignoriert.

analysiert und gesteuert. Das Zusammenspiel der

Portfolioteile ist von zentraler Bedeutung.

Auf welche Rendi-

Anleger handelt situationsgetrieben und konzen- Anleger konzentriert sich ausschließl. auf wenige te-Risiko-Einfluss-triert sich auf (a) viele Dutzend, (b) häufig wech-

zuverlässig kontrol ierbare Rendite-Risiko- Treiber:

faktoren konzentriert selnde, (c) vielfach nicht zuverlässig steuerbare

(a) Asset-Al okation, (b) Kosten, (c) Steuern,

sich der Anleger?

und (d) oft nicht wissenschaftlich eindeutig iden- (d) Ausmaß seines Exposures (Ausgesetztsein) tifizierte Rendite-Risiko-Treiber.

zu sogenannten Risikofaktoren (z.B. »Markt«,

»Value«, »Size«, »Political Risk«), (e) disziplinier-

tes, mechanisches Rebalancing.

Qualitätserfordernis

Einzelfal spezifisch; was auch immer der jeweilige Rein
wissenschaftliche Fundierung des Ansatzes: für die Herleitung des
Vertreter/Verkäufer des Ansatzes für angemessen Nur was führende
Wissenschaftler mindestens Investmentansatzes

hält. In den meisten Fällen keine nachprüfbare

dutzende Male während der zurückliegenden 10

akademische Fundierung.

bis 20 Jahre bestätigt haben, wird berücksichtigt.

»Brandneue Erkenntnisse« passieren diesen Si-

cherheits- und Vorsichtsfilter sehr selten.

Transparenz aus Sicht Bei Delegierung an Berater oder Fondsma-

Maximale Transparenz (kein Black-Box-Problem),

des Anlegers

nager besteht fast immer ein substantielles

da al e eingesetzten Produkte komplette Märkte

Black-Box-Problem (geringe Transparenz).

oder bekannte Indizes abbilden und denkbar sim-

pel sind.

Anhänger/

Banken, Fondsgesellschaften, fast al e Vermö-

Wissenschaft, einige wenige spezialisierte Hono-

Unterstützer

gensberater, Finanzmedien.

rarberater und Fondsgesellschaften.

Bekanntheitsgrad,

Hoch (ein Anleger, der nicht explizit passiv inves-

Sehr niedrig.

Verbreitungsgrad

tiert, investiert stets aktiv, auch wenn er sich nicht

unter Privatanlegern als »aktiver Anleger« sieht).

Wahrnehmung

Aktives Anlegen erscheint intuitiv logisch, ent-

Passives Anlegen erscheint vielen kontraintui-

des Ansatzes in der

spricht der herrschenden Meinung und passt zu

tiv, widerspricht der herrschenden Meinung und

Anleger-Community

unserem Bauchgefühl.

verträgt sich zunächst nicht gut mit unserem

Bauchgefühl.

Stellenwert mög-

Vermögensberatung findet auf der Basis eines

Es wird klar gesehen, dass der strukturel e In-

licher Interes-

provisionsgestützten Vergütungsmodells statt.

teressenkonflikt im provisionsgestütztem Ver-

senkonflikte bei

Der resultierende Interessenkonflikt wird überse- triebsmodell einen Performance-schädigenden Finanzberatern

hen, bestritten oder in Kauf genommen.

Effekt hat, und etwaige Outperformance vor

Kosten (Fees) landet überwiegend beim Bera-

ter. Anlageberatung ja, aber nur auf Basis eines

Fee-only-Vergütungsmodells.

Grundprinzipien einer überlegenen Anlagestrategie: Indexing 209

© Campus Verlag GmbH

Unterscheidungs-		
Aktives Investieren (konventionelles	**Souveränes und wissenschaftliches Investieren**	
merkmal		
Investieren)		
	(Smartes Buy and Hold mit Indexanlagen)	
Anlagehorizont		
Typischerweise nicht klar festgelegt, generell		
Langfristig (Minimum ca. 4–5 Jahre)/Buy and		
eher kurz.		
Hold/oft bis Eintritt in den Ruhestand und darüber		
hinaus.		
Komplexität		
Tendenziell hoch.		
Niedrig.		
Verwendete Produkte Konventionelle aktiv gemanagte Aktien- und		
Simple Indexfonds und ETFs, einzelne Staatsanlei-		
Rentenfonds, Private-Equity-Beteiligungen,		
hen, also die einfachsten Anlageprodukte zur Ab-		
Hedge-Fonds, Einzelaktien, Anleihen, Zertifi-		

bildung einer Asset-Klasse.

kate, Derivate, geschlossene Fonds – dabei ist

jedes verwendete kol ektive Anlagevehikel (An-

lageprodukt) letztlich herstellerspezifisch und

einzigartig.

Verkauf einzelner An- Laufend, je nach aktiver Anlagestrategie.

Konsequentes Buy and Hold. Verkauf nur bei Ein-

lagen findet wann

tritt in die Entsparphase (z.B. bei Ausscheiden aus

statt?

dem Berufsleben), für langfristig geplante, grö-

ßere Konsuminvestitionen, für Eigenheimerwerb,

bei wesentlicher Veränderung der persönlichen

Risikotoleranz, in nicht vorhersehbaren Notfäl en,

im Rahmen von Rebalancing oder wenn neue, er-

heblich bessere passive Anlageprodukte verfüg-

bar werden.

Nebenkosten des

Hoch. Negativer Zinseszinseffekt von Nebenkos-

Niedrig. Negativer Zinseszinseffekt von Neben-

Investierens

ten wird ignoriert.

kosten wird ernst genommen und minimiert.

Minimierung von

Hat überwiegend sekundären Stellen-

Hat hohen Stellenwert. Gezielte Ausnutzung des

Steuern

wert. Primäres Ziel ist die Maximierung der

steuerlichen Barwertvorteils, der sich durch Buy

Vorsteuerrendite[2].

and Hold bei der Steuerbelastung von Kursgewin-

nen ergibt.

Arbeits- und Zeit-

Hoch; laufendes Market Monitoring und häufi-

Niedrig; geringes operatives Risiko.

aufwand, operatives ges Handeln/Traden notwendig, hohes operati-

Risiko (Implementie- ves Risiko.

rungsrisiko)

Potenzial für »böse

Hoch.

Kein Manager Risk; Event Risk deutlich niedriger

Überraschungen«

als bei aktivem Investieren.

(Manager Risk, Event

Risk)

Primäre Aufgabe des Möglichst häufiges Auffinden von »Jackpot-

Möglichst selten ex ante vermeidbare Fehler

Finanzberaters oder

Invest ments« und »neuen Renditechancen«, die

begehen. »Hippokratischer Eid« des Beraters

Fondsmanagers

das Portfolio über die Benchmark heben.

(»Richte keinen Schaden an«).

Rol e von »Verspre-

Beratung basiert zwangsläufig auf unsicheren

Berater verspricht nichts, was der Markt nicht

chungen« in der

Versprechungen, z.B. »Erzielung ordentlicher Ren- ohnehin leistet:
Rendite wird primär als Risiko-Beratungspraxis

dite mit geringem Risiko«, »Sicherheit & Rendite«, kompensation
gesehen. Enttäuschte Erwartungen

»Benchmark X schlagen«, »Umschiffung bevorste- an sich unmöglich.

hender Markteinbrüche«.

Disziplinerforder-

Niedrig.

Hoch.

nis (Stetigkeit) auf

Anlegerebene

© Campus Verlag GmbH

Unterscheidungs-

Aktives Investieren (konventionelles

Souveränes und wissenschaftliches Investieren

merkmal

Investieren)

(Smartes Buy and Hold mit Indexanlagen)

Referenzrahmenrisiko Niedrig. Rendite verläuft typischerweise relativ

Hoch. Rendite weicht oft nach oben und unten

paral el zu Marktstimmung in den Medien und zu ab, abhängig von der Marktstimmung in

einem hypothetischen Peer-Group-Portfolio.

den Medien und von einem hypothetischen

Peer-Group-Portfolio.

Realisierte, langfr.

1,5 bis 5 Prozentpunkte unter der Marktrendite.

0,5 bis 0,9 Prozentpunkte unter der Marktrendite;

Nettorendite des

Vermögensendwert nach einer Anlegergene-

durchschnittl. Anle-

ration (35 Jahre) im Standardfall mehr als doppelt

gers vor Steuern

so hoch wie bei aktivem Investieren.

Nervliche Belas-

Phasenweise hohe nervliche Belastung; Seelen-

Niedrige nervliche Belastung; Seelenfrie-

tung beim Anle-

frieden typischerweise nur in Marktaufschwungs- den durchgängig (Ausnahme evtl. die ersten ger und Faktor

phasen oder sich seitwärts bewegenden Märkten. 1–3 Jahre, bis der Ansatz voll verstanden wurde).

»Seelenfrieden«

[1] Ein wahllos herausgegriffenes Beispiel aus der Anlegerzeitschrift *Der Aktionär* vom 13.5.2015

(S. 3): »Das aktuelle Börsenumfeld ist derzeit alles andere als einfach.« Es folgt dann eine sich in journalistischen Schlagworten erschöpfende Beschreibung von rund einem Dutzend makroökonomischen und politischen Einflussfaktoren, die das »aktuelle Börsenumfeld« für Anleger so besonders

»spezifisch und schwierig« machen. ► [2] Ausnahme: Geschlossene Fonds und fremdfinanzierte Vermietungsimmobilien. Der erwartete Steuervorteil basiert bei diesen Produkten jedoch oft auf aggressiven Annahmen zu künftiger Miethöhe nach Betriebskosten, zum Mietausfallswagnis, zum Grenzsteuersatz des Anlegers oder zur Stabilität des Steuerrechtes.

Zur Umsetzung eines solchen Portfolios sollte man ausschließlich kosten-

günstige Indexanlagen, also traditionelle Indexfonds und ETFs, verwen-

den. Indexanlagen weisen niedrigere Transaktionskosten (Kauf/Verkauf)

und laufende Kosten auf als konventionelle Investmentinstrumente (ak-

tive Investmentfonds oder Einzelanlagen). Tabelle 24 versucht den pas-

siven, simplen Souverän-investieren-Ansatz schlagwortartig gegenüber

konventionellem, aktivem Investieren abzugrenzen.

Im Folgenden stellen wir die zwei Typen von Indexanlagen kurz vor:

»Traditionelle Indexfonds« und »ETFs« (»exchange traded funds« – bör-

sengehandelte Indexfonds). In beiden Fällen handelt es sich um »Index-

fonds«. In den Medien wird die Bezeichnung »Indexfonds« typischer-

weise sowohl für traditionelle Indexfonds als auch für ETFs verwendet.

Daraus kann Konfusion resultieren, denn es gibt neben sehr vielen Ge-

meinsamkeiten, einige wissenswerte Unterschiede zwischen ETFs und tra-

ditionellen Indexfonds (andererseits fallen diese Unterschiede für einen

Buy-and-Hold-Anleger schlussendlich wenig ins Gewicht). Um jedenfalls

keine Verwirrung aufkommen zu lassen, bezeichnen wir in diesem Buch

Grundprinzipien einer überlegenen Anlagestrategie: Indexing 211

© Campus Verlag GmbH

die eine Fondsform als »traditionelle Indexfonds« (obwohl diese Bezeich-

nung in den Medien kaum verwendet wird) und die andere als ETFs. In

der konkreten Praxis wird es ein in Indexfonds anlegender Privatanleger

in Deutschland fast ausschließlich mit ETFs zu tun haben, denn sie stel-

len heutzutage wohl über 90% aller in Deutschland vertriebenen Index-

fonds. In den USA, wo Indexfonds erfunden wurden, sind die relativen

Marktanteile immer noch weit ausgewogener. Vor einigen Jahren galt das

auch noch für Deutschland.

Indexfonds (einschl. ETFs) sind Investmentfonds, die »passiv« einen

Wertpapierindex (Börsenindex) nachbilden, also keine aktive Anlagestra-

tegie verfolgen und keinen Fondsmanager im eigentlichen Sinne besitzen.

Der Fonds enthält in der Regel alle Wertpapiere, die auch den Index bilden,

in derselben Gewichtung. Bei sehr breiten Indizes, die mehrere Hundert

oder über Tausend Wertpapiere umfassen, wird sinnvollerweise oft nur in

eine repräsentative Stichprobe investiert, um die Betriebskosten des Fonds

zu minimieren. Diese »Sampling-Methode« ist risiko- und renditemäßig

unbedenklich, hilft aber, die Betriebskosten des Fonds zu senken. Eine an-

dere »Replikationsform« ist die »Swap-Methode«. Auf alle drei Methoden

gehen wir im folgenden Abschnitt näher ein.

Weil ein Indexfonds ganz einfach nur einen Marktindex (eine As-

set-Klasse) nachbildet, folgt die Nettorendite des Indexfonds (die Ren-

dite nach Kosten) recht exakt der Indexentwicklung. Auf lange Sicht wird

sie allerdings etwas hinter die Indexentwicklung zurückfallen, denn der

Index muss ja keine Nebenkosten verkraften, ein konkreter Indexfonds

jedoch schon (diese Abweichung heißt Tracking-Differenz und wird irr-

tümlich oft als Tracking Error bezeichnet). Der Wert eines Fondsanteils

bestimmt sich aus den im Fonds enthaltenen Wertpapieren, das heißt, ein

Fondsanteil kann nicht (wesentlich) über oder unter diesem sogenannten

Net Asset Value (saldierter Wert der Wertpapiere im Fondsvermögen) no-

tieren, was für einige andere Fondsformen (geschlossene Fonds, offene

Immobilienfonds, Hedge-Fonds, Private-Equity-Fonds) nicht zwangs-

läufig gilt. Gegenüber aktiv gemanagten Fonds zeichnen sich Indexfonds

durch deutlich geringere Betriebskosten und Kaufkosten aus. Je breiter

der zugrunde liegende Index ist, desto weniger Schwankungen weist der

Indexfonds in der Regel auf. Indexfonds (einschl. ETFs), soweit sie in der

© Campus Verlag GmbH

EU legal an Privatanleger vertrieben werden, unterliegen generell den glei-

chen gesetzlichen Regularien wie aktiv gemanagte Fonds69. Die in der EU

an Privatanleger vertriebenen Indexfonds (»Publikumsfonds«) sind nach

dem Gesetz »Sondervermögen« (siehe **IB**), was aus Anlegerschutz- und

Risikogründen von großer Bedeutung ist.

Infobox: »Sondervermögen«

Bei einem Investmentfonds ist das »Sondervermögen« (Treuhandvermö-

gen) das Anlagekapital der Fondsanleger. Dieses Vermögen ist vom Ver-

mögen der Investmentgesellschaft getrennt. Daher ist ein solches Son-

dervermögen sowohl von den Wertänderungen der anderen Fonds der

Fondsmanagement-Gesellschaft (KVG) als auch vor dem Zugriff der KVG

selbst oder ihrer Gläubiger (z.B. im Insolvenzfall der KVG) geschützt. Die

Trennung des Sondervermögens vom Vermögen der KVG wird technisch

auch dadurch sichergestellt, dass die Verwahrung der Fondsanteile (Anla-

gevermögen) durch eine separate Depotbank, die ihrerseits der Banken-

aufsicht unterliegt, vorgenommen werden muss. Auch ein Konkurs der De-

potbank ist unmaßgeblich und hat grundsätzlich keine Auswirkung auf das

Anlagevermögen. Die entsprechenden Regelungen sind in Deutschland

in erster Linie im Kapitalanlagengesetzbuch (KAGB) geregelt. Diesbezüg-

liche identische Regelungen gelten in anderen EU-Ländern für dort do-

mizilierte Investmentfonds und basieren auf der zwingenden Umsetzung

der »UCITS-Richtlinien« der EU. Das deutsche KAGB beruht ebenfalls im

Wesentlichen auf mehreren EU-Richtlinien.

Behandlung von Dividenden: Wie bei aktiven Investmentfonds existie-

ren auch bei ETFs ausschüttende Varianten und thesaurierende Varian-

ten. Thesaurierende Fonds haben den nennenswerten Vorteil, dass keine

Kosten für die Wiederanlage der Dividenden anfallen. ETFs (wie alle Pu-

blikumsfonds in der EU) sind gesetzlich verpflichtet, Dividenden an ihren

Anteilseigner weiterzugeben, selbst in den Fällen, in denen der Referenz-

69 Die rechtlichen Regelwerke in Deutschland sind in erster Linie das KAGB (Kapitalanlagengesetzbuch) und das InvStG (Investmentsteuergesetz).

© Campus Verlag GmbH

index (der Wertpapierindex, den das ETF abbildet) ein reiner *Kursindex*

ist, also ein Index, der keine Dividenden berücksichtigt (Gegenteil *Total-*

Return-Index oder *Performance-Index*). Steuerlich gibt es – im Prinzip –

keinen Unterschied zwischen thesaurierenden und ausschüttenden Invest-

ment fonds (siehe Abschnitt 3.13).

Traditionelle Indexfonds Die Anteile traditioneller Indexfonds werden,

ebenso wie Anteile aktiver Investmentfonds, vom Anleger unmittelbar

von der Fondsgesellschaft (üblicherweise über eine zwischengeschaltete

Vertriebseinheit, zumeist eine Bank) gekauft und an die Fondsgesellschaft

(KVG) zurückverkauft, sie werden also nicht an einer Börse gehandelt70.

Der Preis eines traditionellen Indexfonds (oder Investmentfonds) wird

normalerweise nur einmal täglich am späten Nachmittag festgestellt und

üblicherweise erst am folgenden Tag publiziert. Weil die KVG jederzeit

in der Lage sein muss, Fondsanteile zurückzukaufen, hält sie eine kleine

→ »Barreserve« (ein kleiner Teil des Fondsvermögens ist also in Bargeld

investiert statt in Wertpapiere). Diese Barreserve hat auf lange Sicht einen

leicht negativen Renditeeffekt. Eine solche Barreserve braucht ein ETF

konstruktionsbedingt nicht.

ETFs – Exchange Traded Funds börsengehandelte Fonds ETFs sind rechtlich

und gemessen an den allermeisten für Privatanleger relevanten Gesichts-

punkten normale Indexfonds und daher auch normale Investmentfonds.

Im Unterschied zu diesen sind ETFs allerdings von vornherein für den

Handel an der Börse konzipiert. Wenn ein Privatanleger einen ETF-An-

teil kaufen will, erwirbt er ihn an der Börse (über einen Intermediär, typi-

scherweise eine Bank). Das Gleiche gilt umgekehrt für den Anteilsverkauf.

Der Kurs eines ETF wird minütlich festgestellt, mithin weiß der Anleger

im Falle eines Kaufes sofort, zu welchem Preis/Kurs er eingekauft hat,

was bei konventionellen Investmentfonds und traditionellen Indexfonds

nicht der Fall ist. Auch die Online-Depotbewertung bei Anlegern, die In-

ternet-Banking betreiben, ist folglich aktueller und genauer (was aber für

70 Hiervon gibt es Ausnahmen, das heißt einzelne Börsen, an denen man bestimmte populäre Investmentfonds zumindest zeitweilig handeln (kaufen und verkaufen) kann wie einzelne

Wertpapiere.

© Campus Verlag GmbH

passive Buy-and-Hold-Anleger von vernachlässigenswerter Bedeutung

sein dürfte). Weil ETFs über die Börse gehandelt werden, haben sie – an-

ders als normale Investmentfonds und traditionelle Indexfonds – keinen

Ausgabeaufschlag. Stattdessen kommt eine Geld-Brief-Spanne (siehe **IB**

»Transaktionskosten«, Abschnitt 1.2) zur Anwendung. Auch ETFs sind,

wie normale Investmentfonds, Sondervermögen. Es gibt einige weitere Un-

terschiede zwischen ETFs und konventionellen Indexfonds, die aber für

passiv ausgerichtete Privatanleger nicht von Belang sind und daher hier

übergangen werden können71. Weltweit überstieg das in ETFs verwaltete

Vermögen Anfang 2015 etwa 3 000 Milliarden USD. ETFs wurden von

einigen Finanzfachleuten als »die wichtigste Investmentinnovation der

vergangenen 30 Jahre« eingestuft.

In Deutschland werden inzwischen über 1 000 ETFs an Privatkunden ver-

trieben (weltweit ca. 5 500). Die Zahl 1 000 übersteigt die Anzahl der in

Deutschland vertriebenen traditionellen Indexfonds deutlich. Aus Grün-

den der breiteren Produktvielfalt und weil die Transaktionskosten (Kauf-

und Verkaufskosten) von ETFs in Europa (anders als in den USA) übli-

cherweise niedriger sind als bei traditionellen Indexfonds, bevorzugen

die meisten passiven Anleger in Europa ETFs und kaufen eher selten tra-

ditionelle Indexfonds.

Kapitel 4 enthält eine Schritt-für-Schritt-Anleitung, die helfen soll, aus

der Vielzahl der angebotenen ETFs und Indexfonds die für das eigene

Portfolio am besten geeigneten zu finden.

71 Anders als bei aktiven Investmentfondsanteilen und traditionellen Indexfonds lassen sich ETF-Anteile grundsätzlich zur Spekulation auf fallenden Kurse leerverkaufen (**IB**, Abschnitt 2.18), obwohl das die meisten Banken und Online-Broker für reguläre Privatkunden nicht zulassen. Außerdem existieren die ETF-Sonderformen »Inverse ETF«

und »Leveraged ETF«. Alle drei Produktgesichtspunkte spielen für den in diesem Buch

dargestellten Investmentansatz keine Rolle bzw. widersprechen ihm. Ebenso irrelevant

sind für unsere Zwecke die in der Zukunft vermutlich auf den Markt kommenden »ak-

tiven ETFs« (siehe auch den Wikipedia-Artikel »Exchange-traded fund«). Ein weiterer

für einen passiven Buy-and-Hold-Anleger wenig relevanter Vorteil von ETFs gegenüber

traditionellen Indexfonds oder aktiven Fonds besteht in der Möglichkeit, für ETFs preislich bedingte und anderweitig

konditionierte Kauf- oder Verkauf-Orders abzugeben.

Grundprinzipien einer überlegenen Anlagestrategie: Indexing 215

© Campus Verlag GmbH

3 .2 Verstehen, wie ein Indexfonds einen Wert papier-index nachbildet (Replikationsmethoden)

»Dass eine Einzelperson ohne besondere Information oder Marktmacht den Markt schlagen kann ist außerordentlich unwahrscheinlich. Trotzdem ist der Markt voll von Leuten, die das glauben, und voll von anderen Leuten, die ihnen das abnehmen. Das ist eines der großen Investment-Mysterien.«

Daniel Kahneman, Wirtschaftsnobelpreisträger

Aus Anlegersicht ist das wohl wichtigste Auswahlkriterium bei einem Indexfonds, der einen gegebenen Index abbildet, die Höhe der Kosten, nämlich niedrige laufende Kosten (Total Expense Ratio/TER oder Verwaltungsgebühr) und niedrige Kauf-/Verkaufskosten (Ausgabeaufschlag oder Geld-Brief-Spanne). Aus Marketinggründen versuchen Fondsgesell-

schaften daher ihre Indexfonds so zu konstruieren, dass sie möglichst ge-

ringe Kosten haben. Geringe Kosten bedeuten mehr Anlegergelder und

damit mehr Einnahmen für die Fondsgesellschaft.

Indexfonds (ETFs und traditionelle Indexfonds) bilden einen Refe-

renzindex nach (»replizieren« ihn). Sofern dieser Index nur aus wenigen,

hochliquiden Wertpapieren besteht, wie z.B. der DAX, der nur 30 Large-

Cap-Aktien umfasst, ist das einfach: Der Indexfonds kauft einfach alle

Aktien im exakt gleichen Verhältnis, wie sie auch der Referenzindex ent-

hält. Diese simple Nachbildungsmethode wird »Full Replication« genannt.

Schwieriger wird es, wenn man einen Index wie z.B. den MSCI World

Small Cap nachbilden will. Anfang 2015 umfasste dieser Index über 4 300

Aktiengesellschaften, die kleinste mit einer Marktkapitalisierung von nur

11,3 Millionen Dollar (der Medianwert war 730 Millionen Dollar). Die

meisten dieser Aktien sind relativ illiquide und haben daher breite Geld-

Brief-Spannen, also hohe Kauf- und Verkaufskosten. Aus Sicht eines In-

dexfonds ist das ein Problem, denn der Indexfonds soll ja den Index (d.h.

den Markt) mit minimaler »Tracking-Differenz« nachbilden – einer ge-

ringstmögliche negative Renditeabweichung vom Index (der Index selbst

enthält keine Kosten). Diese Differenz wird umso kleiner sein, je niedriger

die Betriebskosten des Fonds sind: Kosten und Tracking-Differenz sind in

der Tat zwei Seiten einer Medaille. Für diese Fälle (Indizes, die ein Index-

© Campus Verlag GmbH

fonds nicht kostenrealistisch mit der Full-Replication-Methode nachbil-

den kann) existieren zwei Lösungen: (a) die Sampling-Methode und (b) die

Swap-Methode, auch synthetische Replikation genannt.

Bei der Sampling-Methode kauft der Fonds nur eine repräsentative

Stichprobe aus der Grundgesamtheit der relevanten Wertpapiere, also

z.B. nur 500 von den 4 300 Unternehmen, die zum MSCI World Small

Cap gehören, und vorwiegend solche Aktien, die unterdurchschnittliche

Geld-Brief-Spannen aufweisen. Diese Methode ist aus Anlegersicht un-

bedenklich. Sie ist simpel, transparent, hilft Kosten zu senken, und so-

weit sie ein wenig zu einer »untreuen« Nachbildung des Index beiträgt,

können diese Abweichungen gleichermaßen sowohl nach oben als auch

nach unten geschehen, sind also letztlich unproblematisch. Hier muss

man also nicht weiter nachdenken. Die Full-Replication-Methode und

die Sampling-Methode werden gemeinsam unter dem Begriff »physische

Replikation« zusammengefasst.

Bei der Swap-Methode sind die Dinge komplizierter. Hier werden die

Mittel der Anleger vom ETF nicht in die Wertpapiere investiert, die der

Referenzindex diktiert (in unserem Beispiel der MSCI World Small Cap),

sondern in ganz andere Wertpapiere, nennen wir sie den »Wertpapier-

korb X«. Dieser wird so gewählt, dass er minimale Transaktionskosten

aufweist (das ist gegenüber den Referenzindexwertpapieren sein wesent-

licher Vorteil). Um nun aber doch zum Renditeprofil des Referenzindex

zu gelangen, schließt der ETF (als Rechtsperson) einen Tauschvertrag

(engl. »Swap«) mit einer Bank ab (aus rechtlichen Gründen muss dies

eine in der EU ansässige Bank sein). In diesem Vertrag verpflichtet sich

die Bank, börsentäglich dem ETF die Rendite des Referenzindex (MSCI

World Small Cap) zu liefern. Im Gegenzug verpflichtet sich der ETF der

Bank zeitgleich die Rendite des Wertpapierkorbes X zu liefern. Die beiden

Zahlungen werden saldiert, und wer von wem an einem bestimmten Tag

Cash bekommt, hängt von der täglichen Entwicklung der beiden Wert-

papierportfolios ab. Die weiteren Details der synthetischen Replikations-

methode sind noch ein gutes Stück komplexer72, da wir aber generell von

72 Eine knappe, aber kompetente Darstellung gibt BlackRock 2014, S. 12 ff. Im Internet finden sich Dutzende deutsch- und englischsprachige Erläuterungen in jedem gewünschten

Detailgrad.

© Campus Verlag GmbH

Swap-ETFs aus den nachfolgend dargelegten Gründen abraten, wollen wir

dem Leser diese Komplexität ersparen.

Der Vorteil von Swap-ETFs sollen ihre geringeren Betriebskosten sein.

Allerdings findet man dafür in der wissenschaftlichen Literatur (anders

als im Marketingmaterial der Swap-ETF-Anbieter und vielen Medienar-

tikeln, die diesen Anspruch eher unkritisch wiederholen), keine eindeu-

tigen Belege (siehe bspw. Bioy u.a. 2013 sowie Meinhardt u.a. 2014). So-

weit zu den Vorteilen. Nun zu den Nachteilen: Bei Swap-ETFs trägt der

Anleger ein Kontrahentenrisiko (Gegenparteirisiko) in Gestalt der oben

erwähnten Bank. Kann sie die erwähnte Rendite des Referenzindex nicht

täglich liefern (z.B. weil sie unerwartet in wirtschaftliche oder andere

Schwierigkeiten gerät), könnten die ETF-Anleger im Regen stehen. Das

ist zwar extrem unwahrscheinlich, aber es ist nicht völlig ausgeschlossen.

Warum ist es extrem unwahrscheinlich? Die offene Zahlungsverpflich-

tung der Bank darf maximal 10% des Wertes des Referenzindexportfo-

lios betragen. Sobald diese Grenze erreicht wird, muss die Bank sofort

Cash liefern, um nicht über diese 10%-Marke hinauszukommen. Damit

ist das Risiko der ETF-Anleger aus dieser Konstruktion im Prinzip auf

10% ihres Investments begrenzt. Dass es in der Realität – aus mehreren

guten Gründen – vermutlich die meiste Zeit deutlich niedriger ist, hilft

letztlich nicht weiter.

In und nach der Finanzkrise 2008/2009 wurde eine Lawine von Ver-

öffentlichungen zum »Kontrahentenrisiko« bei Swap-ETFs geschrieben.

Vieles davon war übertrieben und grenzte an sensationalistische Panik-

mache, aber andererseits zwang es die entsprechenden Swap-ETF-Anbie-

ter, ihre Strukturen sicherer und transparenter zu machen. Tatsache ist

allerdings, dass die Finanzkrise für ETFs insgesamt und für Swap-ETFs

im Besonderen ein denkbar umfassender Stresstest war, den ETFs mit Bra-

vour bestanden. Seit das erste ETF 1993 in den USA auf den Markt kam,

ist kein Fall bekannt, bei dem Anlegern aus der Struktur des Anlagevehi-

kels heraus Schäden entstanden.

Neben dem strukturell bedingten (wenngleich wohl eher niedrigen)

Kontrahentenrisiko, das Swap-ETFs aufweisen, haben Sie – soweit es sich

um international investierende ETFs handelt – einen weiteren Nachteil in

Bezug auf Ihre Quellensteuereffizienz. Dieses von der steuerrechtlichen

© Campus Verlag GmbH

Fachliteratur wie auch den Finanzmedien bisher übersehene Manko wird

in Kommer 2015, Abschnitte 4.7 und 5.7 dargestellt).

Infobox: Das Berk-Green-Argument zu »Alpha« und wer es erntet

Die beiden Wissenschaftler Jonathan Berk und Richard Green veröffentlich-

ten 2004 eine brillante, von den Medien leider wenig beachtete Untersu-

chung, die erklärt und recht gut empirisch belegt, warum selbst unter der

Annahme, dass Fondsmanager existieren, die zuverlässig Outperformance

(Alpha) erzeugen können, vermutlich kaum etwas davon bei Privatanlegern

ankommt. (Berk und Green gehen davon aus, dass solche Manager vorhan-

den sind.) Hier eine sehr stark vereinfachte Erläuterung ihres Arguments:

Schafft ein Fondsmanager Outperformance, wird sein Fonds aufgrund von

Mittelzuflüssen wachsen. Von dem steigenden Fondsvolumen profitieren

sowohl die KVG als auch der Manager (höhere Gebühreneinnahmen, hö-

here Boni). Steigendes Fondsvolumen führt jedoch tendenziell zu sinken-

der Outperformance – ein vielfach wissenschaftlich belegter Effekt, der z.B.

auch seit Jahren bei Warren Buffett (Berkshire Hathaway) beobachtbar ist

und den er freimütig konzediert. Die Mittelzuflüsse werden dann stoppen,

wenn die Outperformance aufgrund dieses »Größeneffekts« auf null ge-

sunken ist, der Fonds also, nach Kosten (einschließlich Gebühren), nur noch

die Marktrendite produziert. Somit besitzt der Fondsmanager tatsächlich

die Fähigkeit, eine *bestimmte Menge* an Alpha (aber eben nicht unbegrenztes Alpha) zu erzeugen. Dieses Alpha entspricht im Gleichgewicht (Endzu-

stand) recht genau der Höhe der absoluten Gebühreneinnahmen seines

Fonds abzüglich der Fondsbetriebskosten. Das Alpha verbleibt somit aus-

schließlich beim Fondsmanager und der KVG. Auf die Dauer kommt nichts

bei den Anlegern an (Berk/Green 2004; Berk 2005). Auf Hedge-Fonds und

Private-Equity Fonds passt diese Theorie besonders gut.

In einem Punkt ist die Swap-ETF-Struktur jedoch etwas risikoärmer

als die physische Replikationsstruktur: bei der »Wertpapierleihe«. Bei

diesem merkwürdig klingenden Geschäft verleiht ein Investmentfonds

Wertpapiere aus seinem Bestand vorübergehend an eine Investment-

© Campus Verlag GmbH

bank oder einen anderen Fonds, die diese Papiere vorübergehend für die

Zwecke von Leerverkäufen (siehe **IB,** Abschnitt 2.18) braucht. Die Leihe

geschieht auf der Basis eines speziellen Vertrags. Es handelt sich dabei

um ein der Finanzaufsicht unterliegendes, letztlich simples, streng regle-

mentiertes Geschäft, das seit Jahrzehnten in der globalen Finanzbranche

gängige Praxis ist. Wertpapierleihe bringt geringe Kontrahentenrisiken

mit sich. Die Risiken sind niedrig (aber nicht null), weil der Leihnehmer

die Leihsache zu 100% z.G. des Verleihers besichern muss. Wertpapier-

leihe führt zu Einnahmen bei dem verleihenden Fonds (die Ausleihge-

bühr). Diese Einnahmen tragen dazu bei, die Fondsbetriebskosten netto

zu senken. Aus aufsichtsrechtlicher Sicht dürfen *alle* Investmentfonds in

der EU und Nordamerika Wertpapierleihe betreiben (allerdings nur als

Verleiher, nicht als Entleiher), sowohl aktiv gemanagte Fonds als auch

passive. Swap-ETFs praktizieren allerdings kaum je WPL, weil sich diese

bei den für Swap-ETFs typischen hochliquiden Wertpapieren nicht lohnt.

In diesem Punkt wären Swap-ETFs damit risikoärmer als traditionelle

Indexfonds und ETFs mit physischer Replikation. Wertpapierleihe von

Publikumsfonds hat nach Wissen des Autors noch nie zu Schäden bei

Privatanlegern geführt, auch nicht während der Finanzkrise 2008/2009.

Im Vergleich zu den Risiken, die z.B. Aktienanleger im Rahmen ihrer

Anlage selbst (und eventuell im restlichen Leben) eingehen, sind die Ri-

siken der Wertpapierleihe klein und – ebenso wichtig – sie werden mit

einem marktüblichen Ertrag vergütet.

Sollte man bereits im Portfolio liegende Swap-ETFs durch Repli-

kations-ETFs austauschen? Für den Fall, dass es sich um steuerlich be-

günstigte »Altfälle« handelt (Kauf des Swap-ETFs vor 2009) wohl eher

nicht. Bei allen anderen Fällen muss der Anleger die hier dargestellten

Vor- und Nachteile gegenüber den Transaktionskosten, die das Umschich-

ten verursacht, gegeneinander abwägen.

© Campus Verlag GmbH

3 .3 Auch risikoscheue Anleger sollten in Schwellenländer investieren

»Die Efficient-Market-Theorie wie auch die statistische

Portfolio optimierung legen nahe, dass Anleger eine nennenswerte

Allokation in Schwellenländeraktien vornehmen sollten.«

Yessim Tokat, Senior Investment Analyst bei der Fondsgesel schaft Vanguard

Als die erste Auflage dieses Buches 2002 erschien und Anlegern (auch risi-

koscheuen Anlegern) empfahl, etwa 20% des risikobehafteten Teiles ihres

Investmentportfolios in Schwellenländeraktien zu investieren, kam das

Häresie gleich. Damals war es unter den Anlageberatern von Banken ein

Dogma, dass »normale« Privatanleger von Schwellenländerinvestments

ganz einfach die Finger lassen sollten. Diese scheinbar sicherheitsorien-

tierte Empfehlung unterlegten die »Experten« mit harten Zahlen, insbe-

sondere den hohen Renditeschwankungen für einzelne Emerging-Mar-

kets-Aktien und -Anleihen in den 90er Jahren. Ein vorsichtiger Anleger

musste zu dem Schluss kommen, dass Schwellenländerinvestments nur

etwas für Zocker seien.

So sehr diese Auffassung auf den ersten Blick auch einleuchten mag,

so grundfalsch war und ist sie. Umgekehrt wird ein Schuh daraus: Wer

sein Portfoliorisiko (also das Gesamtrisiko seines Depots – und nur auf

dieses kommt es an) bei einer gegebenen Renditeerwartung weitestmög-

lich reduzieren will, sollte auch in breit gestreute Emerging-Market-Ak-

tien investieren. Warum? Schwellenländeraktien liefern bei langfristiger

Betrachtung höhere Renditen als diejenigen von Industrieländern, und

sie korrelieren mit Industrieländeraktien geringer als die Industrieländ-

deraktien unterschiedlicher Regionen untereinander, z.B. Westeuropa

und Nordamerika.

Was gibt es zu den in Tabelle 25 gezeigten Renditen zu sagen? (a) Der

Zeitraum von 27 Jahren ist letztlich noch zu kurz, um wirklich belastbare

Aussagen zuzulassen. Dennoch sind einige vorläufige Schlussfolgerungen

möglich. (b) Schwellenländer weisen nicht trotz ihres größeren Schwan-

kungsrisikos (Standardabweichung, Volatilität) höhere durchschnittliche

Renditen als die entwickelten Märkte auf, sondern *wegen* dieser höheren

Grundprinzipien einer überlegenen Anlagestrategie: Indexing 221

© Campus Verlag GmbH

Tabelle 25: Inflationsbereinigte Rendite und Risiko von Schwellenländeraktien

(Standardwerte) im Vergleich zu Aktien der entwickelten Märkte

(Standardwerte), 1988–2014 (27 Jahre)

in Euro

Schwellenlän-

Industrieländer-

Deutschland-

deraktien global:

aktien global:

aktien: DAX

MSCI Emerging

MSCI World

Markets

Reale Rendite 1988 bis 2014 (27 Jahre)

9,6% p.a.

4,7% p.a.

5,6% p.a.

Reale Rendite 1988 bis 2001 (14 Jahre)

11,5% p.a.

9,0% p.a.

11,1% p.a.

Reale Rendite 2002 bis 2014 (13 Jahre)

7,6% p.a.

2,7% p.a.

3,7% p.a.

Vermögensendwert 27 Jahre, real[1]

€ 11,83

€ 3,48

€ 4,33

Standardabweichung der Jahresrenditen

38%

21%

26%

Historischer max. kumulativer Verlust, real

–58% (08/1998)

–60% (02/2009)

–70% (02/2003)

Anteil Kalenderjahre mit neg. nominaler Rendite

33%

29%

29%

Sharpe Ratio

0,36

0,30

0,35

Ohne Kosten und Steuern. ► [1] Inflationsbereinigter Endwert einer anfänglich investierten Geldeinheit auf Basis der realen Rendite für den Gesamtzeitraum. ► Längste verfügbare Datenreihe für Schwellenländeraktien.

Schwankung. (c) Auch diese Werte illustrieren, wie selbst optisch eher

geringe Unterschiede in der Jahresrendite auf lange Sicht enorme Unter-

schiede beim vielleicht wichtigsten Investitionsziel, dem Vermögensend-

wert, erzeugen. (d) Zwar ist die hier ausgewiesene Outperformance von

Schwellenländern gegenüber Industrieländern vermutlich nicht perio-

denspezifisch, sie kann sich aber auch über Zeiträume von sieben Jahren

und mehr in eine zeitweilige Underperformance verkehren; daher braucht

man für diese Asset-Klasse einen langen Anlagehorizont (nicht anders als

für Nebenwerte und Value-Aktien). Wann Schwellenländeraktienmärkte

einbrechen und wann sie besonders hohe Renditen liefern, ist mit keiner

Methode zuverlässig prognostizierbar.

Aufgrund des hohen Risikos von Schwellenländeraktien sollte der Anle-

ger stets in *alle* Schwellenländer investieren (der MSCI Emerging Markets

umfasst derzeit 23 Länder), nicht nur in einige wenige oder einzelne Länder

und auf keinen Fall nur in einzelne Schwellenländeraktien. In Fußnote 27

haben wir im Zusammenhang mit den in den vergangenen 22 Jahren sehr

enttäuschenden Aktienrenditen des einzelnen Schwellenlandes China ein

Beispiel für dieses leicht vermeidbare »Einzellandrisiko« genannt.

© Campus Verlag GmbH

Übrigens ist die von der Finanzbranche seit jeher verbreitete »Erkennt-

nis«, der zufolge Schwellenländer höhere Aktienrenditen erzielen, weil ihre

Volkswirtschaften schneller wachsen, Unsinn (zur Illustration anhand

eines konkreten Beispiels siehe wiederum das soeben erwähnte Beispiel

in Fußnote 27). Der scheinlogische Zusammenhang zwischen erwartetem

Wirtschaftswachstum und Aktienrenditen wurde von Wissenschaftlern

sowohl für Industrie- als auch Schwellenländer vielfach widerlegt (z.B.

Ritter 2012). Dieser Sachverhalt hängt mit der in diesem Buch mehrfach

wiederholten trivialen, aber in ihrer Bedeutung kaum zu überschätzen-

den Einsicht zusammen: *Rendite kommt von Risiko*; sie kommt hingegen

nicht von erwarteten Erträgen, Gewinnen oder Cash Flows.

Fazit: Auch risikoscheue Anleger sollten 10% bis 25% des risikobehaf-

teten Teiles ihres Portfolios in die Aktienmärkte der Schwellenländer in-

vestieren (der Schwellenländeranteil am Gesamtportfolio sinkt unter die-

sen Satz, wenn eine »risikolose« Anlage beigemischt wird, siehe Abschnitt

4.1). Dies geschieht am einfachsten durch den Erwerb von Anteilen eines

weltweit anlegenden, breit diversifizierten Emerging-Market-Indexfonds

(traditioneller Indexfonds oder ETF) mit möglichst niedrigen Gebühren.

3 .4 Nebenwerte schlagen Blue Chips

»Es ist nahezu unmöglich nützliche Kursprognosen bei Aktien zu machen,

und es ist völlig unmöglich bei Anleihen.

Benjamin Graham, legendärer Value-Investor, Mentor und Vorbild von

Warren Buffett, Autor des Investmentbuch-Klassikers Intel igent Investieren

In Abschnitt 2.7 befassten wir uns bereits mit den überlegenen Langfrist-

renditen von Value-Aktien. Im Abschnitt 3.2 haben wir uns mit Schwel-

lenländeraktien beschäftigt. Hier komplettieren wir das Trio der »Risiko-

faktoren«, die einen Renditeeffekt haben, und gehen auf Nebenwerteaktien

(»Small Caps«) ein. Nehmen wir das Beispiel Deutschland, wo rund 1 000

Unternehmen börsennotiert sind (regulierter Markt und Freiverkehr zu-

sammen). Auf die nach Marktkapitalisierung größten 30 – nur 3% aller

hierzulande gelisteten Unternehmen –, die 30 DAX-Gesellschaften, kon-

Grundprinzipien einer überlegenen Anlagestrategie: Indexing 223

© Campus Verlag GmbH

zentriert sich fast das gesamte Interesse des Privatanlegerpublikums.

Zu Unrecht, denn Standardwerte erzielen langfristig niedrigere Rendi-

ten als Nebenwerte. Das illustriert Tabelle 26 für den Weltaktienmarkt

(Industrieländer).

Tabelle 26: Vergleich der inflationsbereinigten Renditen und ausgewählter

Risikokennzahlen von globalen Nebenwerten und Large-Cap-Aktien

(Großunternehmen)

Globale Nebenwerte

Globale Standardwerte:

in Euro

(Smal Caps)[1]

(Large Caps)[2]

Reale Rendite 1970 bis 2014 (45 Jahre)

8,3% p.a.

5,9% p.a.

Reale Rendite 1970 bis 1978 (9 Jahre)

2,9% p.a.

–2,6% p.a.

Reale Rendite 1979 bis 1987 (9 Jahre)

16,9% p.a.

14,5% p.a.

Reale Rendite 1988 bis 1996 (9 Jahre)

6,7% p.a.

9,0% p.a.

Reale Rendite 1997 bis 2005 (9 Jahre)

10,5% p.a.

5,1% p.a.

Reale Rendite 2006 bis 2014 (9 Jahre)

5,3% p.a.

4,3% p.a.

Vermögensendwert 35 Jahre, real[3]

€ 16,48

€ 7,47

Standardabweichung der Jahresrenditen

24%

23%

Historischer max. kumulativer Verlust, real

–55% (02/2009)

–63% (02/2009)

Anteil der Kalenderjahre mit neg. nominale Rendite

29%

27%

Sharpe Ratio

0,37

0,27

Ohne Kosten und Steuern. ► Daten: Dimensional Fund Advisors (DFA), MSCI, Bundesbank. ► [1] Bis 1998 DFA Global Small Cap Index, ab 1999 MSCI World Small Cap. ► [2] Bis 1998 DFA Global

Large Cap Index, ab 1999 MSCI World Large Cap. ► [3] Vermögensendwert siehe Glossar.

Der Vergleich in Tabelle 26 lässt eigentlich kaum Zweifel. Auf lange Sicht

(aber nicht notwendigerweise in jeder Dekade) rentieren Nebenwerte bes-

ser als Blue Chips. Vermutlich, weil sie risikoreicher sind, obwohl dieses

höhere Risiko nicht notwendigerweise aus den hier angegebenen selekti-

ven Risikokennzahlen hervorgeht. Das Small Cap Premium (auch »Size

Effect« oder »Size Premium« genannt) wurde für beinahe jeden nationalen

Aktienmarkt der Welt nachgewiesen (Dimson u.a. 2015a). Aus nicht be-

kannten Gründen war er in der Vergangenheit in Deutschland schwächer

als in den meisten anderen Ländern. Allerdings ist die Frage, ob das Size

Premium in einem *einzelnen* nationalen Markt in den z.B. vergangenen

© Campus Verlag GmbH

20 oder 30 Jahren aufschien und wie stark, trotz vieler interessanter aka-

demischer Untersuchungen, die national ausgerichtet sind, letzten Endes

sekundär. Da (a) in der Wissenschaft wirklich niemand bezweifelt, dass

ein rationaler Anleger global diversifizieren sollte und (b) es sich natür-

lich nie ausschließen lässt, dass aufgrund unkontrollierbarer oder (noch)

nicht bekannter Einflüsse ein einzelner nationaler Markt temporär von

globalen Entwicklungen abkoppelt, sollte man die Frage der Berücksich-

tig eines Risikofaktors wie dem Size Premium stets mit Blick auf den *glo-*

balen Aktienmarkt beurteilen.

Zur Illustration: Es würde wohl niemand auf den Gedanken kommen,

das Size Premium oder das Value Premium deswegen infrage zu stellen,

weil es im winzigen nationalen Aktienmarkt von Luxemburg 15 Jahre nicht

erkennbar war. Wenn diese Logik stimmt, dann gilt sie auch für einen

mittleren Aktienmarkt wie Deutschland und die einzige aussagekräftige

Ebene ist der Weltaktienmarkt. Im *globalen* Aktienmarkt ließ sich das Size

Premium in den vergangenen 45 Jahrzehnten in der Tat nachweisen und

in den Märkten, für die länger zurückreichende Daten vorliegen (z.B. USA

und Großbritannien) auch schon davor. Aus Anlegerperspektive lohnt es

sich, das Size Premium auszubeuten, selbst wenn es in der Zukunft deut-

lich niedriger wäre als in der Vergangenheit. Der Zinseszinseffekt verwan-

delt vergleichsweise kleine prozentuale Renditeunterschiede langfristig in

beträchtliche Unterschiede beim Vermögensendwert.

Von dem Versuch, auf den Small-Cap-Effekt, den Value-Effekt oder

den Emerging-Market-Effekt durch Market Timing oder Stock Picking

zu spekulieren, ist jedoch abzuraten. Risikoprämien sind sehr »lau-

nisch«, sind nicht kurz- und mittelfristig prognostizierbar und kön-

nen sich auch über viele Jahre – vor allem in einzelnen Ländern – in ihr

Gegenteil verkehren, also negativ werden. »Einfangen« lässt sich diese

Risikoprämie am wahrscheinlichsten in einem global diversifizierten

Buy-and-Hold-Portfolio.

Grundprinzipien einer überlegenen Anlagestrategie: Indexing 225

© Campus Verlag GmbH

3 .5 Rohstoff-Investments lohnen sich –

aber viele Anleger machen es falsch

»Obwohl Rohstoffpreise sehr volatil sind, kann ein Rohstoff-Investment

den disziplinierten und geduldigen Anleger belohnen.«

Larry Swedroe, Forschungsdirektor des großen US-Vermögensverwalters

Buckingham Asset Management, Finanzbuchautor

In den sechseinhalb Jahren zwischen Anfang 2002 und Mitte 2008 zogen die

Rohstoffpreise drastisch an. Wenn eine Entwicklung an den Finanzmärkten

drei oder vier Jahre deutlich in eine Richtung läuft, liegt aus Sicht der Fi-

nanzbranche ausreichend Datenhistorie vor, aus der man eine neue »Invest-

ment-Story« kreieren kann. In diesem Fall ging die Story so: »Rohstoffvorräte

sind endlich, während ihr weltweiter Verbrauch permanent zunimmt, da

die Weltbevölkerung und die Volkswirtschaften in den Schwellenländern,

vor allem die von China und Indien, rasant wachsen. Die steigenden Roh-

stoffpreise zeigen schon jetzt die allmähliche Verknappung an. Rohstoffe

sind in Staaten konzentriert, die dem Westen nicht wohlgesinnt sind. Er-

gebnis: Die Preise müssen unweigerlich weiter steigen – ein Megatrend!«

Auf der Basis dieser »unausweichlichen Gesetzmäßigkeit« begannen

Banken 2003 rohstoffbezogene Investmentprodukte auf den Markt zu

bringen – zuerst langsam, dann bald frenetisch: Ende 2008 gab es meh-

rere Hundert verschiedene Commodity-Zertifikate, Rohstoffaktienfonds

und schließlich auch ein Dutzend Rohstoff-ETFs. Immer weiter differen-

zierten sich Produkte in enge Rohstoff-Subkategorien aus – man denke

etwa an ein »Uranium-Explorations-Zertifikat«. Auch die Medien stan-

den nicht hintan und erzeugten eine Flutwelle rohstoffbezogener Bericht-

erstattung73. Privatanleger, denen die Aktienverluste im gerade zu Ende

gegangenen Internet-Crash noch schmerzlich in Erinnerung waren, denen

aber Anleihen zu ertragsschwach erschienen, sprangen auf die neue Invest-

mentidee an. Eine »Rohstoff-Mania« war geboren. Im Vertrauen auf die

oben angedeutete Rohstoff-Story, die irgendwann sogar in mehrseitigen

73 Auch auf dem Buchmarkt fand – nicht überraschend – Investmentpornografie statt, z.B.

mit Titeln wie *Der neue Kalte Krieg: Kampf um die Rohstoffe* (2008) oder *Rohstoffe – der attraktivste Markt der Welt* (2005).

© Campus Verlag GmbH

Artikeln in *Stern* und *Spiegel* – stets ausstaffiert mit Grafiken, welche die

»Preisexplosion« ab etwa 2001 zeigten – nachgeplappert wurde, investier-

ten Hunderttausende Anleger ab 2004 in einen zunehmend überteuerten

Markt. Im Mai 2008, als der Ölpreis pro Fass bei etwa 130 Dollar lag, pro-

gnostizierte Goldman Sachs (die »weltweit führende Investmentbank«)

einen Anstieg auf 200 Dollar innerhalb von 24 Monaten.

Dann kam, was kein Experte vorausgesehen hatte: Die Musik auf der

Rohstoffparty begann plötzlich zu stocken. Die Preise fingen an lang-

sam, dann immer schneller zu fallen. Im Frühjahr 2009 lag der Erdölpreis

bei unter 40 Dollar. Mitte 2012 war die Rohstoffeuphorie überall vorbei.

Hundertausende von Anlegern hatten mit Rohstoffaktien und Rohstoff-

zertifikaten viel Geld verzockt, denn sie waren zu spät auf den Zug aufge-

sprungen – dann nämlich, als Illustrierte, Tageszeitungen und das Inter-

net von dem Boom berichteten. Das war, als vier Fünftel oder mehr des

Aufschwungs vorüber waren. Die gleichen Medien die vor dem Absturz

Rohstoff-Investments bejubelten, verbreiteten nun das Gegenteil: »Roh-

stoffschwemme von Fracking und schwächerem Wachstum in Industrie-

und Schwellenländern im Zuge der globalen Finanzkrise. Rohstoffe steigen

real auf lange Sicht überhaupt nicht. Raus aus Rohstoffen.«

Treten wir einen Schritt zurück und betrachten die Fakten: Rohstoffe

lassen sich in fünf Hauptgruppen aufteilen: Energie (Kohle, Erdöl, Erdgas),

Edelmetalle, Basismetalle (z.B. Kupfer, Blei, Zink, Aluminium), Mineralien

(z.B. Bauxit, Phosphat, Schwefel) und Agrarrohstoffe (z.B. Getreide, Tabak,

Kaffee, Fleisch). Über alle fünf Gruppen hinweg existieren ca. 40 einzelne

Rohstoffe, wenn man die wirtschaftlich weniger bedeutenden ignoriert.

Infobox: Rohstoff-Futures

Dieser Begriff ist weniger kompliziert, als er klingt. Rohstoff-Futures sind

Warenterminkontrakte, also Termingeschäfte (hierbei fallen Geschäftsab-

schlussdatum, an dem der Preis und alle anderen Bedingungen des Ge-

schäftes festgelegt werden, sowie Liefer- und Bezahldatum des Kaufge-

genstandes zeitlich auseinander). Die ersten organisierten Termingeschäfte

und -märkte gab es in der japanischen Landwirtschaft schon im 17. Jahr-

© Campus Verlag GmbH

hundert. Terminmärkte sind also genau so alt und vielleicht sogar älter als

die ersten Börsen für Aktien und Anleihen. Sie sind keineswegs eine mo-

derne Erfindung »gieriger Derivate-Trader«. Ein Futures Total Return Index

(TR) reflektiert die Erträge aus (a) den zugrunde liegenden Kassapreisver-

änderungen (Spot-Market-Preisveränderungen) des Rohstoffes im Zeit-

ablauf; diese Rendite sollte langfristig real zwischen 0% und 1% liegen; (b)

dem sogenannten »Roll-Return«, der sich aus dem möglichen Unterschied

zwischen Kassapreis (Spot-Market-Preis) am Einlösetermin des Futures-Kon-

trakts und dem früher festgelegten Futures-Preis ergibt; diese Rendite sollte

langfristig positiv sein, sie war jedoch im vergangenen Jahrzehnt überwie-

gend negativ; (c) den Zinseinnahmen aus kurzfristigen Staatsanleihen, die

aus dem vom Käufer des Kontrakts hinterlegten Kapital (Besicherung des

Kontrakts) für die Kaufsumme erwirtschaftet werden. (d) Eine vierte »in-

direkte« Ertragskomponente ist der »Rebalancing Bonus« (auch »Diversi-

fication Return« genannt, vgl. Abschnitt 4.5), den die Beimischung einer

Rohstoff-Futures-Komponente in einem Gesamtportfolio aus Aktien und

Staatsanleihen beisteuert. Dieser dürfte langfristig in der Größenordnung

von 0,4 Prozentpunkten p.a. liegen. In der sogenannte »Excess-Return«-Va-

riante (ER) eines Futures-Index fehlt die Renditekomponente (c); sie sollte

daher bei Investmentprodukten vermieden werden.

Die langfristige, inflationsbereinigte Preissteigung von Rohstoffen ist sehr

niedrig, jedoch nicht Null. Wie hoch der konkrete Wert aussieht, hängt

von einer Reihe simpler Annahmen ab: Beginnt die Datenreihe vor, wäh-

rend oder nach der industriellen Revolution? Während dieser welthisto-

risch einmaligen Phase von etwa 1810 bis 1870 zogen die Rohstoffpreise

stark an, bevor sie wieder deutlich fielen. Noch wichtiger: Wie ist der zu

betrachtende Rohstoffindex zusammengesetzt? Bei Rohstoffindizes exis-

tiert nämlich keine sachlogische, allgemein akzeptierte Gewichtungsme-

thode für die rund 40 wichtigsten Rohstoffe, wie das z.B. bei Aktienindi-

zes oder (und schon wieder etwas eingeschränkt) bei Anleihenindizes der

Fall ist. Generell verzeichneten Energierohstoffe in den vergangenen rund

150 Jahren eine höhere Preisrendite als die anderen vier Rohstoffgruppen.

© Campus Verlag GmbH

(Gold ist ein politisch beeinflusster Sonderfall.) Tabelle 27a unterlegt diese

Aussagen mit Zahlen.

Tabelle 27a: Inflationsbereinigte Rohstoffpreissteigerungen

von 1901 bis 2014 in USD

Von

Bis

Anzahl Jahre

Agrarrohstoffe

Übrige 4 Rohstoffgruppen[1]

1901

2014

114

–0,54% p.a.

1,03% p.a.

Teilzeiträume

1901

1914

14

0,7% p.a.

–0,7% p.a.

1915

1934

20

–2,5% p.a.

–0,1% p.a.

1935

1954

20

0,8% p.a.

1,3% p.a.

1955

1974

20

3,0% p.a.

3,7% p.a.

1975

1994

20

–5,5% p.a.

–3,3% p.a.

1995

2014

20

0,8% p.a.

5,0% p.a.

2005

2014

10

3,7% p.a.

4,9% p.a.

Ohne Kosten und Steuern. ► Geometrische Durchschnitte. ► Daten: David Jacks (2015). ► Einzelne Rohstoffe im Index gewichtet auf der Basis ihrer globalen Produktionswerte im Jahr 1975.

► [1] Energie, Edelmetalle, Basismetalle, Mineralien.

Einige wesentliche Schlussfolgerungen aus diesen Daten und der For-

schung zur langfristigen Entwicklung von Rohstoffpreisen:

• Rohstoffe selbst generieren keinen Mehrwert oder Gewinn, anders als

ein Unternehmen, das dank zunehmend intelligenterer Produktion

und Organisation solche Erträge für seine Kapitalgeber (Eigenkapital,

Fremdkapital) erwirtschaftet. Rohstoffe sind lediglich ein »Input« für

Unternehmen.

• Nimmt man al e Rohstoffgruppen zusammen, dürften Rohstoffe auf der

Basis der Daten in den vergangenen rund 150 Jahre eine leicht positive reale

Preisrendite zwischen 0,0% und 0,7% p.a. aufweisen. Wie hoch der konkrete

Wert ist, hängt vom Gewichtungsverfahren im Index ab. Energierohstoffe

hatten historisch deutlich höhere Preissteigerungsraten als Agrarrohstoffe.

Die anderen Rohstoffgruppen lagen dazwischen (Jacks 2015).

• Rohstoffpreise sind sehr volatil und können über 20 und mehr Jahre

real negative Steigerungsraten aufweisen. In schweren politischen Kri-

© Campus Verlag GmbH

senzeiten (z.B. Weltkriege, Energiekrisen in den 70er Jahren) ziehen

Rohstoffpreise oft an.

• Rohstoffvorkommen sind im hier wesentlichen Sinne nicht »endlich«,

wie immer wieder in den Medien und in der Ökologiebewegung be-

hauptet wird. Die globale Produktion an Nahrungsmitteln wächst und

könnte stark ausgeweitet werden, wenn westliche Produktionseffizienz

überall in Afrika und Asien zur Anwendung käme. Auch die bekannten

Vorkommen an vorgeblich begrenzten Metall- und Energierohstoffen

sind seit vielen Jahrzehnten nicht zurückgegangen, weil dank besserer

Explorations- und Abbautechnologien immer wieder neue Vorkom-

men gefunden und wirtschaftlich förderfähig werden. Berücksichtigt

man Kohlevorräte (die in Öl und Erdgas transformiert werden können)

sowie Teersande, Ölschiefer und Schiefergas, dürften die heute bereits

bekannten fossilen Brennstoffvorkommen noch weit über 100 Jahre

ausreichen. Neue »Fracking«-Technologie hat einen Teil dieser Reser-

ven in den vergangenen Jahren wirtschaftlich nutzbar werden lassen.

Generell: Immer dann, wenn Energiepreise stark gestiegen sind, wer-

den neue Vorkommen gesucht, vermutlich auch gefunden und fünf

bis fünfzehn Jahre später auf den Markt gebracht. Man sollte sich auch

vergegenwärtigen, dass im Rohstoffsektor kostensenkender technischer

Fortschritt und Rationalisierungsanstrengungen besonders ausgeprägt

sind.

• Dass die Nachfrage aus China und Indian quasi »bestimmend« sei für

die kurz- und langfristige Rohstoffpreisentwicklung, ist – wie viele po-

puläre »Theorien« rund um Rohstoffpreise – vermutlich Unsinn. China

und Indien sind nur ein Faktor unter vielen. Was die Nachfrage angeht,

zählen die Weltwirtschaft und die Weltbevölkerung, nicht einzelne

Länder.

Die Schlussfolgerung sollte wohl lauten: Trotz wachsender Weltbevölke-

rung, trotz China und Indien, trotz »Peak-Oil-Theorie« werden Rohstoffe

langfristig real nur sehr langsam teurer (und Agrarrohstoffe vermutlich

billiger). Dennoch kann es für Anleger interessant sein, in Rohstoffe zu

investieren – allerdings muss man es richtig machen und das heißt zual-

lererst, sich von der Schaumschlägerei der Finanzbranche und der Medien

© Campus Verlag GmbH

nicht in die Irre führen zu lassen. Wer es nüchtern und rational anstellen

will, sollte folgende Gesichtspunkte berücksichtigen:

• Die kurz- und langfristigen Schwankungen von Rohstoffpreisen sind

extrem und lassen sich nicht zuverlässig vorhersagen.

• Rohstoff- *Direkt* investments (Spot-Market-Investments wie in Tabelle

27a dargestellt) sind – mit Ausnahme von Edelmetallen – aufgrund der

hohen Lagerkosten für Privatanleger nicht möglich oder unrentabel.

Rohstoff *zertifikate,* die Spot-Market-Rohstoffe abbilden, sind *keine* echten Rohstoff-Direktinvestments, sondern Bankschuldverschreibungen,

die nicht mit physischen Rohstoffen besichert sind. Aus Risikogründen,

insbesondere Emittentenrisiko, und wegen ihrer hohen offenen und

versteckten Kosten sind Zertifikate keine empfehlenswerten Anlagen.

• Langfristig bieten Rohstoff-Futures (siehe vorige **IB**) höhere Renditen

als Direktinvestments in Rohstoffe. Rohstoff-Futures sind nichts »Esoterisches« und letzten Endes nicht komplizierter als Anleihen oder Aktien. Die Renditen von cash-besicherten Rohstoff-Futures (Total-Return-Variante eines Rohstoff-Futures-Index) liegen langfristig zwischen denjenigen mittelfristiger Staatsanleihen und jenen von Industrieländer-Standardwerteaktien (Bhardwaj u.a. 2015).

• Rohstoff-Futures bieten Vorteile als Diversifikationsbausteine (Beimischung) in einem von Aktien und Anleihen dominierten Portfolio: (a) Sie weisen eine attraktiv niedrige Korrelation zu Aktien und langfristigen Anleihen auf und können somit das Gesamtportfoliorisiko reduzieren und einen Rebalancing-Bonus (Diversification Return) im Portfolio erzeugen. (b) Sie haben eine wünschenswert hohe Korrelation zur Inflation. (c) Während schwerer politischer Krisen (z.B. Kriegen, großen Naturkatastrophen oder Ölpreisexplosionen wie 1973 und 1980) können Rohstoffe einen Schutz vor Event Risk bieten (siehe nächste **IB**).

• Aus Risikogründen sollte man niemals auf einen Rohstoff allein setzen,

sondern stets auf einen breit diversifizierten Rohstoffindex.

• Der Anteil von Rohstoffen (Rohstoff-Futures) an einem Investment-

portfolio sollte 10% nicht übersteigen.

Rohstoffe sind – wie dieser Abschnitt zu zeigen versuchte – eine weniger

»eindeutige« Investmentstory als die anderen in diesem Buch dargestell-

© Campus Verlag GmbH

ten Asset-Klassen. Wen die Logik von Rohstoff-Futures-Investments nicht

überzeugt, der sollte auf diese spezifische Portfoliokomponente verzich-

ten (siehe Abschnitt 4.3).

Die bekannten Rohstoff-Futures-Indizes, in die man inzwischen per ETF

bequem investieren kann, gewichten Dutzende verschiedener Rohstoffe

jeweils unterschiedlich und weisen darüber hinaus andere konstruktions-

Tabelle 27b: Inflationsbereinigte Renditen in DM/Euro, Risikokennzahlen und

Korrelationen bei Rohstoffen und Rohstoff-Futures: 1970 bis 2014 (45 Jahre)

Bank of

Rohöl: West S&P GSCI TR

DB LCI OY

MSCI

Canada

Texas Inter-

(Rohstoff-

(Rohstoff-

World

Commodity

mediate

Futures,

Futures,

Aktien-

Index (Spot

(Spot

Total

Total

index

Goldpreis

Market)

Market)

Return)

Return)[1]

Reale Rendite

4,7% p.a.

3,3% p.a.

–0,5% p.a.

1,7% p.a.

3,2% p.a.

n.v.

1970–2014 (45 Jahre)

Reale Rendite

6,2% p.a.

10,3% p.a.

4,1% p.a.

4,7% p.a.

–5,1% p.a.

3,2% p.a.

2005–2014 (10 Jahre)

Gesamtzeitraum:

Standardabweichung

21%

25%

18%

42%

25%

–

der Jahresrenditen

Maxim. kumulativer

–60%

–76%

–72%

–76%

–60%

–

Verlust, real

(02/2009)

(07/1999)

(12/2008)

(06/1994)

(03/2009)

Anteil Kal.-jahre mit

29%

40%

49%

40%

36%

–

neg. nomin. Rend.

Korrelation mit MSCI

–

+0,18

+0,21

–0,04

+0,26

–

World[1]

Korrelation mit mfr. dt.

–0,01

–0,20

–0,14

–0,03

–0,29

–

Anleihen (RexP)[2]

Korrelation mit dt.

–0,11

+0,33

+0,20

+0,23

+0,27

–

Inflation[3]

Ohne Kosten und Steuern. ► Daten: S&P, MSCI, Bloomberg, Bundesbank. ► Die gezeigten Renditen für den Bank of Canada Index und Rohöl sind keine durch ein physisch besichertes Rohstoff-Investment replizierbaren Renditen (siehe Erläuterung im laufenden Text). ► Ob die Gold-rendite in diesem 45-Jahres-Zeitraum »repräsentativ« ist, darüber sind Zweifel erlaubt, da die Goldpreisbindung des Dollars 1971 aufgehoben wurde (Bretton-Woods-System) und daher möglicherweise ein Strukturbruch in diesen Daten enthalten ist (außerordentlich hohe Goldrenditen in

den zehn Jahren ab 1971). ►[1] Deutsche Bank Liquid Commodity Index Optimized Yield

► [2] Die Korrelation mit dem MSCI World Aktienindex und den RexP-Anleihenindex soll möglichst niedrig sein. ► [3] Die Korrelation mit der Inflation soll möglichst hoch sein.

© Campus Verlag GmbH

bedingte Unterschiede auf. Ihre Entwicklung weicht daher langfristig von-

einander ab, wie Tabelle 27b andeutet.

Noch ein Wort zu Gold, das von 2009 bis 2013 ein »heißes Mode invest-

ment« war: Gold wird gelegentlich als »die älteste Spekulationsblase der

Welt« bezeichnet – eine, die seit 6 000 Jahren andauert. Warum? Weil

Gold keinen irgendwie »normal« bestimmbaren »intrinsischen« Wert hat,

denn Gold produziert keinen laufenden Ertrag und hat – anders als alle

anderen Rohstoffe – keinen nennenswerten gewerblichen Nutzen, wenn

man den Sonderfall »Schmuckindustrie« ignoriert (die jährliche Gold-

produktion übersteigt den jährlichen Verbrauch der Schmuckindustrie

allerdings bei weitem).74 Mehr als die Hälfte der weltweiten Goldvorräte

sitzt in den Tresoren von Zentralbanken, die, wenn sie wollten, jederzeit

eine »Goldschwemme« verursachen könnten. Hierbei ist zu bedenken,

dass Zentralbanken politisch gesteuert sind und keinem Gewinnmotiv

unterliegen. Goldeigentum von Privatpersonen wurde in den vergange-

nen 100 Jahren mehrfach für Jahrzehnte verboten, darunter in den USA,

Großbritannien und Deutschland. Ob die hohe Rendite von Gold in den

vergangenen etwa zehn Jahren repräsentativ für die Zukunft ist, darf be-

zweifelt werden.

Wer einen möglichst hohen Schutz vor unerwarteter Inflation sucht

und/oder Angst vor einem Staatsbankrott Deutschlands hat, der steht

vermutlich mit einer diversifizierten Kombination aus kurzfristigen oder

inflationsindexierten mittelfristigen Staatsanleihen aus beispielsweise

den folgenden Ländern besser da, als mit einem volatilen Investment in

Gold, das zudem hohe Nebenkosten hat: Deutschland, Schweiz, Norwe-

gen, Schweden, Dänemark, Niederlande, Luxemburg, Kanada, USA, Aus-

tralien. Zum Teil emittieren diese Länder Anleihen in Euro, selbst wenn

die heimische Währung eine andere ist. Darüber hinaus sind Immobilien,

Aktien und Rohstoff-Futures »Sachanlagen«, die auf lange Sicht (jedoch

nicht kurz- und mittelfristig) einen besseren Schutz vor unerwarteter In-

flation bieten dürften als Gold. Vor erwarteter Inflation bieten ohnehin

alle Asset-Klassen gleichermaßen Schutz.

74 So sieht das auch Warren Buffett; vgl. Berkshire Hathaway, 2011 Shareholder Letter, S. 18.

© Campus Verlag GmbH

Infobox: Event Risk

»Event« = engl. Ereignis – Risiken, die (a) extrem selten eintreten und daher

besonders schwer oder gar nicht zu prognostizieren und zu managen sind,

und (b) sofern sie eintreten zumeist einen großen Schaden anrichten. Event

Risk wird oft auch als »Schwarzer-Schwan-Risiko« bezeichnet. Schwere

Naturkatastrophen, terroristische Anschläge oder eine »Jahrhundertwirt-

schaftskrise« können in diese Kategorie fallen. Generell materialisieren sich

Event Risks selten, aber der Schaden, den sie anrichten, kann besonders

gravierend sein. Einer verbreiteten Meinung zufolge bieten Rohstoffe zum

Teil Schutz vor Event Risk. Beispielsweise könnten in schweren politischen

Krisen Rohstoffpreise steigen, während Aktienkurse sinken.

Leser, die sich intensiver mit dem oft missverstandenen Rohstoff-Futu-

res-Thema beschäftigen wollen, könnten mit den folgenden akademischen

Artikel beginnen: Gorton/Rouwenhorst 2006, Erb/Campbel 2006, Jacks

2015 und Bhardwaj u.a. 2015 (im Letzteren wird auch das sog. »Finanzia-

lisation«-Argument für vorgeblich dauerhaft niedrige Renditen von Roh-

stoff-Futures adressiert). Erb/Harvey 2013 fassen die vielen »offenen Fra-

gen« bzgl. Gold als einer Investment-Asset-Klasse zusammen.

3 .6 Immobilien-Investments: Oft, aber nicht immer sinnvoll

»Immobilien sind eine der wenigen Asset-Klassen, die eine niedrige

Korrelation mit Aktien und Anleihen haben.«

Rick Ferri, Geschäftsführer von Portfolio Solutions LLP,

$1,4 Mrd. Kundengelder

Über Immobilien gibt es besonders viele allgemein akzeptierte Auffas-

sungen, die zu den Fakten oft in kuriosem Widerspruch stehen. Das mag

daran liegen, dass Immobilien, und ganz besonders Wohnimmobilien, die

scheinbar am leichtesten zu verstehende Asset-Klasse sind. Im Unterschied

zu Wertpapieren und Fonds hat ja buchstäblich jeder damit zu tun – der

© Campus Verlag GmbH

Mieter einer kleinen Einzimmerwohnung in Kleinkleckersdorf genauso

wie der millionenschwere Villenbesitzer in München-Grünwald. Ob diese

Immobilienkenntnisse, was Renditen und Risiko anbetrifft, immer rea-

listisch sind, darf bezweifelt werden. In diesem Zusammenhang daher

zunächst ein einfacher Vergleich von Investments in ein durchschnittli-

ches deutsches Eigenheim und simple, passive Buy-and-Hold-Anlagen in

Staatsanleihen und Aktien.

Tabelle 28 zeigt, dass die inflationsbereinigte Rendite eines voll aus

Eigen kapital finanzierten deutschen Eigenheims in den vergangenen

Tabelle 28: Inflationsbereinigte Renditen der Asset-Klasse Wohnimmobilien im

Vergleich: 1976 bis 2014 (39 Jahre)

In EUR

Preissteigerung

Rendite dt. Wohn-

Mittelfristige dt.

Standardwerte-

deutscher

immobilien ohne

Staatsanleihen:

aktien Europa:

Wohnimmobilien[2]

Fremdfinanzie-

RexP

MSCI Europe

rung[3]

Reale Rendite p.a.

0,1% p.a.

3,8% p.a.

6,2% p.a.

7,1% p.a.

vor Steuern

Realer Vermögensendwert

€ 1,05

€ 4,32

€ 10,64

€ 14,55

vor Steuern[1]

Realer Vermögensendwert

€ 1,05

€ 4,32

€ 7,16[4]

€ 10,19[5]

nach Steuern[1]

Daten: Bulwiengesa, Europace, Bundesbank, MSCI. ► Längste mögliche Datenreihe: Verfügbare Hauspreisdaten beginnen erst in 1976. ► Transaktionskosten (Kauf/Verkauf) in keinem Fall berücksichtigt. Diese wären beim Eigenheim deutlich höher gewesen als bei den zwei Kapitalmarktinvestments. ► [1] Endwert eines anfänglich investierten Euros nach 39 Jahren (2014) auf der Basis der angegebenen realen geometrischen Durchschnittsrendite vor und nach geschätzten Steuern. Bei Eigenheimen wird eine Null-Steuerbelastung angenommen. ► [2] Reale Preissteigerung auf Basis der deutschlandweiten Wohnimmobilienindizes Bulwiengesa 1976 bis 2005 und EPX

Hedonic ab 2006. ► [3] Hauspreissteigerung aus Spalte 2 + angenommene Nettomietrendite

von 3,7% (aus Eigenheimbesitzersicht handelt es sich hierbei um die eingesparte Miete abzüglich laufender Instandhaltungs- und weiterer Kosten, z.B. für Versicherung und Grundsteuer). Im Falle einer teilweisen Fremdfinanzierung wäre die ermittelte Rendite *niedriger* gewesen. ► [4] Da Eigenheimrenditen in Deutschland steuerfrei sind, Kapitalmarktrenditen jedoch nicht, wurde aus Gründen der

Vergleichbarkeit beim unteren angegebenen Vermögensendwert (VEW) eine

geschätzte Steuerbelastung auf den Zinsanteil von 25% abgezogen; Kurssteigerungen als steuerfrei angenommen. (Für Investments vor 2009 sind Kurssteigerungen bei Privatanlegern nach wie vor steuerfrei, vgl. Abschnitt 3.13.) ► [5] Siehe Anmerkungen zu [4]. Bei Aktien wurde eine Steuerbelastung von 25% auf den Dividendenanteil zugrunde gelegt; Kursgewinne wurden als steuerfrei angenommen (vgl. Abschnitt 3.13).

Grundprinzipien einer überlegenen Anlagestrategie: Indexing 235

© Campus Verlag GmbH

39 Jahren (längste verfügbare Datenreihe) einschließlich eingesparter

Nettomiete unter derjenigen eines allerdings risikoärmeren und liquide-

ren, Portfolios aus mittelfristigen deutschen Staatsanleihen lag und unter

derjenigen eines liquideren, wenn auch nicht notwendigerweise risikoär-

meren Portfolios aus westeuropäischen Standardwerteaktien.

In diesem Vergleich nicht berücksichtigt wurde die Eigenkapitalrendite

eines kreditfinanzierten Eigenheims, also der Standardfall beim Eigen-

heimerwerb. Da ein solcher Vergleich, sofern er methodisch korrekt sein

soll, eine umfassendere Darstellung der eingeflossenen Input-Größen er-

fordert, haben wir hier aus Platzgründen darauf verzichtet. In *Kaufen oder*

mieten? (Kommer 2010) wird ein solcher Vergleich vorgenommen. Auch

wenn es den meisten Lesern nicht unmittelbar einleuchten mag, besteht

wenig Zweifel daran, dass ein Mieter, der für Miete und Wertpapier- oder

Fondssparen jedes Jahr stets dieselben Beträge aufwandte wie ein Häus-

lebauer für seinen Kredit und die Nebenkosten seiner Immobilie (Grun-

derwerbsteuer, Grundbuchgebühren, Notarkosten, Makler, Instandhal-

tung, Versicherung, Grundsteuer), in den vergangenen 39 Jahren und den

meisten kürzeren Perioden seit 1976 auf das Endvermögen in den meisten

Fällen besser dastand (dabei wird angenommen, dass Käufer und Mieter

in einer identischen Immobilie leben). Dabei spielt es übrigens kaum eine

Rolle, ob mit fixen oder variablen Zinsen finanziert wurde, denn variable

Immobilienfinanzierungszinsen sind im langfristigen Durchschnitt nur

unwesentlich niedriger.

In Tabelle 28 fehlen die Angaben für die Risikomessgrößen bei Eigenhei-

minvestitionen. Der Grund: Das Risiko eines vollständig aus Eigenkapital

und noch mehr eines teilweise fremdfinanzierten Eigenheimes ist letztlich

nicht objektiv zu bestimmen, weil dafür die Datenbasis fehlt. Es ist in der

Wissenschaft unstrittig, dass Hauspreisindizes die tatsächlichen Wert-

schwankungen des nationalen Immobilienbestandes aus methodologischen

Gründen verharmlosen und nur die sehr langfristigen Wert steigerungen

einigermaßen korrekt anzeigen. Zudem investiert ein Eigenheimbesitzer

ja nicht in einen Eigenheimindex, sondern in eine einzelne Immobilie, die

praktisch ausnahmslos weit stärkeren Wertschwankungen unterliegt als der

dem Index zugrunde liegende Durchschnitt von Tausenden von Immobi-

lien. Dass diese Wertveränderungen einer Einzelimmobilie nicht täglich in

© Campus Verlag GmbH

der Zeitung oder im Internet sichtbar sind, ändert nichts an ihrer Existenz.

(Eine partielle Fremdfinanzierung – Hauspreisindexdaten unterstellen eine

100%ige Eigenkapitalfinanzierung – würde das auf das eingesetzte Eigen-

kapital bezogene Risiko beträchtlich erhöhen.) Bei Aktieninvestments ist

es für einen Anleger leicht möglich weltweit zu diversifizieren und damit

sein Einzelwertrisiko zu beseitigen; für einen typischen Eigenheimbesit-

zer ist diese Diversifikation unmöglich. Bei Anlagen in Staatsanleihen ist

Diversifikation ebenfalls unproblematisch.

Infobox: Eigenheimrenditen und Wertpapierrenditen korrekt

vergleichen

Um hier einen Apfel-Birnen-Vergleich zu vermeiden, hat man zwei Mög-

lichkeiten: (a) Man berücksichtigt beim Eigenheim die nicht gezahlte (ein-

gesparte) Nettomiete75 als Ertrag, so wie das in Tabelle 28 geschah, oder (b)

man vergleicht die reine Wertsteigerung bei Eigenheimen mit einer Wert-

papierrendite abzgl. des angenommenen Mietaufwands. In allen Fällen

nimmt man an, dass Eigenheimbesitzer und Mieter/Wertpapierinvestor in

der gleichen Immobilie leben. Transaktionskosten (Kauf/Verkauf) müssen

ebenfalls angemessenen einbezogen werden. Für den Fall eines partiell

fremdfinanzierten Eigenheims (was ja die Regel ist), kommt man um eine

Berechnung des »internen Zinsfußes«, die alle Zahlungsströme (Cash Flows)

von Käufer/Kreditnehmer und Mieter/Wertpapierinvestor berücksichtigt,

nicht herum, wenn man ein einigermaßen aussagefähiges Ergebnis will. In

Kaufen oder mieten? (Kommer 2010) ist ein Tabellenkalkulationsprogramm

für diese Zwecke enthalten. Viele Rechen-Tools im Internet liefern keine

ausreichend verlässlichen Ergebnisse.

Die Feststellung, dass Eigenheiminvestitionen illiquide Anlagen sind,

dürfte keinen Leser überraschen. Während Wertpapiere und Fondsanteile

innerhalb von Stunden und maximal zwei Werktagen in Bargeld verwan-

75 Bruttomiete abzgl. langfristig-jahresdurchschnittliche Instandhaltungskosten, Versicherungskosten, Grundsteuern und etwaige Abgaben an die Gemeinde. Instandhaltungs-

kosten werden oft mit »1%« p.a. auf den Gebäudeteil angesetzt, was jedoch in den meisten Fällen Wunschdenken darstellt, das die Immobilienbranche gerne fördert.

Grundprinzipien einer überlegenen Anlagestrategie: Indexing 237

© Campus Verlag GmbH

delt werden können, dauert so etwas bei einem Eigenheim oft mehr als

sechs Monate, manchmal mehr als 18 Monate. Wer schneller an sein Geld

will, muss mit Wertabschlägen rechnen. Rein rational betrachtet müsste

man von der historischen Rendite oder der in die Zukunft gerichteten

Renditeerwartung bei einem so illiquiden Investment einen geschätzten

»Liquiditätsdiscount« abziehen, z.B. 0,5 Prozentpunkte, wenn man es kor-

rekt mit einem liquiden Investment vergleichen will.

Wie sind die in Deutschland beliebten »offenen Immobilienfonds« (die

typischerweise innerhalb Westeuropas investieren) hier einzuordnen? Sie

sind ein »deutscher Sonderweg«, der aus gutem Grund in anderen Ländern

nicht existiert, und von diesen ist klar abzuraten – siehe die Ausführungen

zu diesem Anlageprodukt in Abschnitt 5.5. Ebenfalls abzuraten ist von In-

vestments in geschlossene Immobilienfonds (vgl. ebenfalls Abschnitt 5.5).

Wer in ein diversifiziertes Immobilienportfolio investieren möchte, ist mit

passiven Immobilienaktienfonds (»REITs«) am besten bedient (siehe **IB**).

Infobox: REIT (Immobilienaktiengesellschaft)

Engl. für »Real Estate Investment Trust«. Holprig übersetzt »Immobili-

en-Anlage-Treuhandvermögen«: Eine spezielle Form der Immobilienakti-

engesellschaft, die einem nationalen REIT-Gesetz unterliegt (das deutsche

REIT-Gesetz wurde 2007 erlassen und ist dem amerikanischen Vorbild nach-

empfunden). Eine REIT-Gesellschaft muss mindestens 90% ihres Jahresge-

winns in Form von Dividenden an die Anleger ausschütten. Sofern diese

und andere Regeln (auch z.B. hinsichtlich maximaler Verschuldung) einge-

halten werden, wird der Gewinn auf Unternehmensebene nicht besteuert.

Nicht jedes Immobilienunternehmen ist ein REIT. REIT-Indexfonds beste-

hen aus börsennotierten REIT-Gesellschaften. »Offene Immobilienfonds«,

die schlechte Alternative zu REIT-Indexfonds, sind nicht börsennotiert.

Sollten Immobilien also Bestandteil eines diversifizierten Portfolios sein?

Zur Beantwortung dieser Frage lohnt ein Blick auf die Korrelation von Im-

mobilienrenditen (REIT-Indizes) mit den internationalen Aktienmärkten:

Diese ist vergleichsweise niedrig und legt damit – zumal auch die Rendi-

© Campus Verlag GmbH

ten dieser Asset-Klasse interessant sind – die Aufnahme in ein über As-

set-Klassen hinweg global diversifiziertes Portfolio nahe. Wie aber sollen

Privatanleger, die bereits Immobilieneigentum haben, dieses in einem

solchen Portfolio berücksichtigen?

• Letztlich ist es für den typischen Privatanleger am besten, überhaupt

nicht mit Aktieninvestments zu beginnen, solange er noch seinen Hy-

pothekenkredit (oder jede Art von anderen Schulde) hat. Die Tilgung

des Kredites ist für ihn das beste Investment. Eine Ausnahme hiervon

gilt vermutlich nur für sehr wohlhabende Anleger oder Anleger mit

einem hohen Humankapital (siehe Abschnitt 3.7).

• Wer Aktieninvestments parallel zu einer Immobilienfinanzierung un-

terhält, betreibt damit unnötig hohes Leveraging (Fremdkapitalhebel).

Ein ruhiger Schlaf ist unseres Erachtens jedoch wichtiger als Rendite-

maximierung, zumal viele Anleger ihre Risikotragefähigkeit (Risiko-

toleranz) überschätzen, was sich dann in einer Markteinbruchsphase zeigt.

• Generell ist das Eigentum an einer Wohnimmobilie vermutlich kein guter Ersatz für ein internationales, gestreutes Immobilieninvestment.

Das hat zu tun mit (a) dem Konsumgutcharakter einer selbstgenutzten Wohnimmobilie, (b) mit dem Standortrisiko von Einzelimmobilien, das ihr Rendite-Risiko-Profil einzigartig macht, und (c) mit besonders niedrigen Eigenheimrenditen im deutschsprachigen Raum. An diesen niedrigen Eigenheimrenditen dürfte auch die gute Eigenheimpreissteigerung seit 2010 nichts ändern, die auf 15 Jahre außerordentlich nied riger oder negativer Preissteigerungen folgten.

Was ist aus der Sicht eines Privathaushaltes von einer Immobilie zur Vermietung zu halten, die neben ihrer zugrunde liegenden Objektrendite auch noch Steuervorteile bringen kann? In meinem Buch *Kaufen oder mieten* bin ich auf diese Frage eingegangen. Zwar ist diese Entscheidung einzelfallabhängig, aber dennoch sprechen letztlich viele strukturelle Faktoren

eher gegen ein solches Vorhaben (überwiegend überschätzte Nachsteuer-

rendite, weil private Vermieter mit gewerblichen Vermietern konkurrie-

ren, die enorme Kosten- und Steuervorteile besitzen, hohe Illiquidität, un-

terschätztes Eigenkapitalrisiko im Falle von fremdfinanzierten Objekten,

Grundprinzipien einer überlegenen Anlagestrategie: Indexing 239

© Campus Verlag GmbH

Klumpenrisiken aus Eigenheim und Vermietungsimmobilie, beträchtli-

cher Arbeitsaufwand).

Zu offenen Immobilienfonds oder einer Investition in ein Vermie-

tungsobjekt gibt es eine überlegene Alternative: passive, kostengünstige

Immobilien-Indexanlagen, die über die wichtigsten Immobilienmärkte

der Welt hinweg gestreut sind. Diese liefern vermutlich langfristig bes-

sere Renditen als deutsche Immobilien, haben weniger Risiko (z.B. kein

Baufertigstellungsrisiko, kein Standortrisiko) und erfordern keinen Ver-

waltungs- oder Betreuungsaufwand. Welche Indexing-Produkte sich für

eine sinnvolle Immobilienanlage anbieten und in welchem Verhältnis sie

zum restlichen Portfolio stehen sollten, stellen wir in Abschnitt 4.3 dar.

3 .7 Das eigene Humankapital bei

Anlageentscheidungen berücksichtigen

»Das Konzept ›Humankapital‹ als dem wertvollsten Asset

[Vermögenswert] bei den meisten Menschen während des größten

Teils ihres Lebens ist vermutlich einer der wichtigsten einzelnen

Faktoren, den Sie – aus meiner Sicht – in Ihre Finanzplanung

über Ihr ganzes Leben hinweg einbeziehen sollten.«

Finanzprofessor Moshe Milevsky, York University, Toronto

Eine Kernaussage der *Modernen Portfoliotheorie* besteht darin, dass ein

Anleger, oder genauer genommen ein Haushalt, bei seinen Investment-

entscheidungen (insbesondere der Asset-Allokation) stets seine *gesamte*

Vermögenssituation berücksichtigen sollte. Nur auf der Ebene wirklich

al er Vermögenswerte (abzüglich al er Schulden) ist eine wirklich »korrekte«

Risiko- und Ertragsplanung möglich. Leider konzentrieren sich die meis-

ten Anleger, vielfach durch ihre Bankbetreuer und die Medien in diesem

Irrtum bestärkt, auf Einzelinvestments. Das gesamte Vermögensportfolio

wird geistig in einzelne »Konten« aufgeteilt – ein Irrtum, den die Diszip-

lin »Behavioural Finance« als »Compartmentalisation« identifiziert hat.

In Abschnitt 1.8 hatten wir die Asset-Klasse »Humankapital« bereits

erwähnt. Dieser Begriff aus dem Ökonomendeutsch bezeichnet den ge-

schätzten Gegenwartswert (Barwert) Ihres noch nicht erhaltenen Arbeits-

© Campus Verlag GmbH

einkommens (exklusive Renteneinkommen), also des Gehalts, das Sie bis

zum Ruhestand voraussichtlich beziehen werden. Alles Gehalt, das sie

in der Vergangenheit bereits erhielten und nicht verkonsumierten oder

verschenkten, haben Sie definitionsgemäß in Finanzkapital (Immobili-

enkapital, Wertpapiervermögen, Rentenansprüche, Unternehmensbetei-

ligungen usw.) umgewandelt – mit anderen Worten: gespart. Bei einem

30-Jährigen mag das Humankapital 95% seines Gesamtvermögens aus-

machen, bei einem 65-Jährigen, der nicht mehr arbeitet, liegt dieser Wert

vielleicht zwischen 0% und 5%. Bei sehr wohlhabenden Personen sehen

die Relationen im jungen Alter natürlich anders aus. Das Humankapital

ist stets der Barwert eines künftigen Geldflusses, das Finanzkapital der

Marktwert der zum Berechnungszeitpunkt bestehenden Assets.

Ein Zahlenbeispiel: Günter, 30 Jahre, unverheiratet und ohne Kin-

der, will bis zu seinem 65. Geburtstag arbeiten. Sein heutiges Arbeits-

einkommen beträgt 2 200 Euro monatlich nach Steuern und Sozialab-

gaben (26 400 Euro p.a.). Er ist Angestellter in der Stadtverwaltung und

hat damit ein geringes Einkommensrisiko. Günter rechnet damit, dass

dieses Einkommen real (nach Inflation und unter Berücksichtigung steu-

erlicher Effekte) um durchschnittlich 3,5% p.a. steigen wird. Diese Rate

ist die Summe des volkswirtschaftlichen realen Einkommenswachstums

und seiner erwarteten Gehaltszuwächse, die sich aus Beförderungen er-

geben. Der Barwert dieses Einkommensstroms beträgt etwa 1 070 000

Euro in heutiger Kaufkraft bei einer Abzinsungsrate von 2,5%76; dagegen

nehmen sich die etwa 20 000 Euro, die er bis zu diesem Zeitpunkt auf

einem Sparkonto und in einer Kapitallebensversicherung (Rückkaufs-

wert) angesammelt hat, bescheiden aus. (Seine möglichen Ansprüche an

die gesetzliche Rentenversicherung zu diesem Zeitpunkt haben wir hier

nicht berücksichtigt.)

Bei einem durchschnittlichen Arbeitnehmerhaushalt bildet Humanka-

pital selbst noch rund zehn Jahre vor Eintritt in die Ruhestandsphase den

76 Eine solche Schätzung ist von großer Unsicherheit geprägt. Gleichwohl macht es Sinn, sie alle paar Jahre einmal anzustellen.

Am einfachsten lässt sich die Kalkulation mit einem Tabellenkalkulationsprogramm wie MS Excel bewerkstelligen. Benutzen Sie dabei die

Formel »NBW« (in Excel). Die kanadische Web-Seite *http://www.qwema.ca/calc/human-*

capital.aspx enthält einen einfachen Human Capital Calculator.

Grundprinzipien einer überlegenen Anlagestrategie: Indexing 241

© Campus Verlag GmbH

größten Teil des Nettogesamtvermögens (Humankapital + Finanzkapital

abzgl. Schulden + Barwert von Rentenansprüchen).

Infobox: Aktien des eigenen Unternehmens kaufen?

Einem schwer korrigierbarem Irrtum unter Privatanlegern zufolge sei es

sinnvoll, Aktien des eigenen Unternehmens (Arbeitgeber) zu erwerben,

weil man die Gewinnchancen und Risiken des Unternehmens als Mitar-

beiter besonders gut beurteilen könne und weil Mitarbeiter die Aktien

in vielen Fällen zu einem etwas unter dem Marktkurs liegenden Preis

erhalten. Diese Auffassung ist sowohl theoretisch (Stichwort »Kontrol-

lillusion«) als auch empirisch falsch – man denke z.B. an die Konkurse

von Enron (2002, USA) und NICI AG (2004, Deutschland), wo Mitarbeiter

ihren Arbeitsplatz und ihre Ersparnisse (Mitarbeiteraktien, betriebliche

Altersversorgung im Falle von Enron) gleichzeitig verloren. Die Finan-

zökonomie hat keine Zweifel: Finger weg von den Aktien des eigenen

Unternehmens! Solche Investments sind aus Diversifikationsgesichts-

punkten das Gegenteil von Vernunft. Die Werte jemandes Humankapi-

tals und Finanzkapitals sollten möglichst wenig, nicht möglichst hoch

korrelieren wie bei Mitarbeiteraktien. Wer Mitarbeiteraktien besitzt,

sollte sie daher baldmöglichst veräußern. Die einzige Ausnahme von

dieser klaren Finger-weg-Regel sind Beteiligungen an Unternehmen,

in denen man selbst Kontrolle ausübt und Teil der Geschäftsleitung ist,

die also keine reinen Finanzinvestments sind.

Humankapital hat in den meisten Fällen eine erfreulich niedrige Volati-

lität (Risiko) und eine niedrige oder sogar negative Korrelation zu Akti-

enrenditen. Das ist der maßgebliche Grund, warum junge Arbeitnehmer

oder Haushalte in der Regel eine hohe Aktienquote vertragen. (Bei einer

Null-Korrelation gibt es keinerlei Zusammenhang, optimal wäre eine

stark negative Korrelation.) Ein Beispiel: Das Jahresgehalt einschließlich

Bonus von Anna, die in leitender Funktion im Asset-Management einer

großen Bank arbeitet, korreliert stark mit den Aktienmarktrenditen; da-

gegen besteht kein Zusammenhang zwischen der »Besoldung« von Da-

© Campus Verlag GmbH

niel, der beamteter Richter ist, und dem Auf und Ab des Aktienmarktes.

Daniel kann sich deshalb (unter sonst gleichen Umständen) eine höhere

Aktienquote leisten als Anna, die mit Blick auf die Korrelation ihres Hu-

mankapitals mit dem Aktienmarkt besser mit einer sehr niedrigen Ak-

tienquote bedient wäre. Fazit: Bei der Festlegung der für Sie passenden

Asset-Allokation (siehe Abschnitt 4.1) sollten Sie unbedingt Ihr Human-

kapital und, soweit sich dies grob abschätzen lässt, dessen Korrelation mit

dem Aktien markt berücksichtigen.

3 .8 Währungsabsicherung bei Aktienfonds ist

überflüssig

»Es ist leicht, Perioden zu finden, in denen Währungsabsicherung

das Risiko eines internationalen Aktienportfolios erhöhte.«

Wil iam Bernstein, Neurologe, Finanzwirtschaftler, Bestsel erautor

Nur wenige Aktienfonds, die außerhalb der Eurozone investieren, sind

wechselkursgesichert (neudeutsch »gehedged«). Wechselkurssicherung

bedeutet, dass das Fondsmanagement mithilfe bestimmter Währungs-

sicherungsinstrumente, die aus Wechselkursschwankungen resultieren-

den Wertschwankungen des Fonds (z.B. gemessen in Euro) zu eliminieren

versucht. In den Verkaufsprospekten der wenigen wechselkursgesicher-

ten Aktienfonds wird dies oft als zusätzlicher, risikosenkender Vorteil des

Fonds dargestellt. Stimmt diese Behauptung? Wie so manches, was in Pro-

duktprospekten und Zeitungsartikeln verbreitet wird, ist es bestenfalls die

halbe Wahrheit.77 Richtig ist:

• Wechselkurse schwanken kurzfristig sehr stark und haben damit be-

trächtliche Auswirkung auf die in Euro gemessene Rendite in einem

gegebenen Jahr. Ein Beispiel: 2003 wertete der USD gegenüber dem

Euro um knapp 17% ab. Die Rendite des MSCI-USA-Aktienindex be-

trug 29,1% in USD, aber nur 7,4% in Euro. In 2014 war es umgekehrt.

77 Dieser Abschnitt unterstellt grundsätzlich die Perspektive eines in Deutschland ansässigen Anlegers, der seine Renditen bis Ende 1998 in DM und danach in Euro misst.

© Campus Verlag GmbH

Der USD wertete zum Euro um knapp 14% auf. Die Rendite des MSCI

betrug 13,4% in USD und 28,9% in Euro.78

• Langfristig (über Zeiträume ab ca. 10 bis 15 Jahren) schwanken Wechselkurse tendenziell um einen Mittelwert, die sogenannte Kaufkraftparität. Nach der Kaufkraftparitätentheorie (siehe Wikipedia) werden Währungskursänderungen sehr langfristig von den relativen Inflationsunterschieden zwischen zwei Währungen bestimmt. Eine Währung A mit hoher Inflation und daher tendenziell hohen nominalen Aktienrenditen (in lokaler Währung) wird tendenziell gegen eine Währung B mit niedriger Inflation und niedrigeren nominalen, lokalen Aktienrenditen abwerten. »No free lunch«: Die hohen nominalen Aktienrenditen aus dem Währungsgebiet A kann man nicht zuverlässig in das Währungsgebiet B »importieren«.

• Betrachtet man nicht nominale, sondern reale (inflationsbereinigte) Währungskurse (rechnet also die unterschiedliche jährliche Inflation in den zwei Währungen heraus), dann schwanken Wechselkurse deutlich weniger. Im täglichen Leben haben wir es aber nur mit nominalen Wechselkursen zu tun. Deswegen überschätzen wir oft die Wirkung

von Wechselkursschwankungen. Tabelle 29 illustriert diesen Sachver-

halt. Auf lange Sicht sind die Differenzen zwischen den realen Renditen

ausländischer Aktienmärkte zumeist geringer als zwischen den nomi-

nalen Renditen.

Im Ökonomendeutsch ist die »erwartete Rendite« von Wechselkursen

null. Wechselkursveränderungen sind – jedenfalls bei frei schwanken-

den Währungen – nicht zuverlässig prognostizierbar. Der Devisenmarkt

ist der informationseffizienteste Markt überhaupt. Er ist noch effizienter

als der Aktienmarkt. Im Rückblick können Wechselkurseffekte ein paar

Jahre zu Ihren Gunsten wirken und anschließend einige Jahre zu Ihren

Ungunsten. Eine eindeutige Tendenz gibt es nicht. Je nachdem auf welcher

Seite des Währungstisches man sitzt, sind die Effekte entgegengesetzt, aber

nicht verlässlich vorhersagbar.

78 Bei hohen Inflationsraten, wie in diesen Beispielen, funktioniert die simple »Rechenmethode« Auslandsrendite + Wechselkurseffekt

= Rendite in heimischer Währung nicht

mehr. Die korrekte Gleichung lautet: (1 + AR) × (1 + FX∆) –1 = HR, wobei AR = Auslands-

währungsrendite, FX∆ = Wechselkurseffekt und HR = Heimische Währungsrendite.

© Campus Verlag GmbH

• Während die erwartete Rendite von Wechselkursen null ist, ist Wech-

selkurssicherung (a) keineswegs kostenlos und (b) in der Praxis nur

für beschränkte Zeiträume möglich – z.B. ist eine Wechselkurssiche-

rung für 45 Jahre (der Zeitraum, der Tabelle 29 zugrunde liegt) nicht

am Markt verfügbar. Wenn man aber de facto nur für kurze Zeitab-

schnitte, z.B. ein Jahr oder fünf Jahre, hedgen kann, dann wird man

einer langfristigen Auf- oder Abwertungstendenz doch nicht entgehen.

• »Weichwährungsländer« (die meisten Schwellenländer gehören in diese

Gruppe) haben tendenziell *höhere* Aktienrenditen gemessen in Euro als

Hartwährungsländer wie USA, Großbritannien, Schweiz oder Japan.

(Weichwährungsländer sind Länder, deren Währung langfristig gegen-

über dem Euro, dem Dollar oder einer ähnlichen Währung abwertet.

Die Ursache ist typischerweise, aber nicht ausschließlich, die chronisch

höhere Inflation in Weichwährungsländern.)

• Aus der Perspektive eines bestimmten Währungsraums (z.B. Eurozone)

sind ohne weiteres Perioden von zehn und mehr Jahren zu finden, in

denen Wechselkurssicherung (FX-Hedging) gegenüber einem anderen

Währungsraum die Volatilität des eigenen Portfolios erhöht statt ge-

senkt hätte, denn Wechselkursveränderungen können auch einen vor-

teilhaften Diversifikationseffekt haben. Das gilt ganz besonders für ein

global diversifiziertes Aktienportfolio, in dem über 40 Länder vertreten

sind, wie im Falle des hier empfohlenen *Weltportfolios* (siehe Kapitel 4).

Tabelle 29: Illustration der Wechselkurseffekte bei langfristigen internationalen Aktieninvestments: 1970 bis 2014 (45 Jahre)

Durchschnittl. Durchschnittl.

Durchschnittl.

Rendite

Rendite

Rendite

Rendite

Inflationsrate Inflationsrate

Wechselkursver-

MSCI USA

MSCI USA

MSCI USA

MSCI USA

USA

Deutschland

änderung USD vs.

in USD

in Euro

in USD

in Euro

DM/Euro

nominal

nominal

real

real

4,2% p.a.

2,7% p.a.

–1,9% p.a. (Abwert.)

10,2% p.a.

8,1% p.a.

5,8% p.a.

5,2% p.a.

Durchschnittl. Durchschnittl.

Durchschnittl.

Rendite

Rendite

Rendite

Rendite

Inflationsrate Inflationsrate

Wechselkursver-

MSCI Japan MSCI Japan MSCI Japan MSCI Japan

Japan

Deutschland

änderung YEN vs.

in YEN

in Euro

in YEN

in Euro

DM/Euro

nominal

nominal

real

real

2,8% p.a.

2,7% p.a.

+0,5% p.a. (Aufwert.) 6,6% p.a.

7,2% p.a.

3,7% p.a.

4,3% p.a.

Daten: MSCI, Bundesbank, Dimensional Fund Advisors (DFA)

© Campus Verlag GmbH

Anders als im Aktienteil eines global diversifizierten Portfolios sollte man

im Anleihenteil (der den sehr wichtigen »Risikoanker« im Gesamtport-

folio repräsentiert) keine Wechselkursrisiken eingehen. Hierzu mehr im

Abschnitt 3.11.

Fazit: Obwohl mancher Vermögensberater das Gegenteil behauptet,

ist das Währungsrisiko von internationalen Aktienfonds für die große

Mehrzahl der Anleger kein wirklich ernsthaftes Problem. Bei einem An-

lagehorizont von fünf Jahren aufwärts und einem global diversifizierten

Portfolio wirkt sich das Währungsrisiko der meisten internationalen Ak-

tienfonds nur geringfügig (positiv oder negativ) auf die Gesamtrendite

des Portfolios aus.

Übrigens muss man zwischen echtem und vermeintlichem Wechsel-

kursrisiko unterscheiden. So besitzt beispielsweise ein in Dollar aufgeleg-

ter Aktienfonds, der aber ausschließlich in Euroland-Aktien investiert,

für einen deutschen Anleger (der sein Vermögen in Euro kalkuliert) kein

Währungsrisiko. Warum das so ist, lässt sich am Fall eines DAX-Index-

fonds zeigen, der in US-Dollar notiert (»Berichtswährung«). Solche Fonds

werden von einigen ausländischen Fondsgesellschaften angeboten. Wie

würde sich eine Aufwertung des Dollar gegenüber dem Euro auf die

Wert entwicklung dieser Fonds auswirken? Das Fondsvermögen (der Wert

der im Fonds enthaltenen DAX-Aktien) würde in Dollar gemessen nach

der Dollar-Aufwertung sinken (und somit die in Dollar ausgewiesene

Performance des Fonds schlechter ausfallen als ohne Wechselkursverän-

derung). Da aber unser hypothetischer Anleger in Euro rechnet, würde

sich dieser Wertverlust für ihn exakt durch die Aufwertung des Dollar

ausgleichen. Für die Frage des Wechselkurseffektes kommt es also da-

rauf an, in welchen Währungsräumen die in dem Fonds enthaltenen

Aktiengesellschaften *operativ* tätig sind, nicht aber, in welcher Währung

der Fonds notiert.

© Campus Verlag GmbH

3 .9 Sollte man noch andere »Faktorprämien« berücksichtigen?

»Die Existenz von Faktorprämien ist für alle wesentlichen

[Aktienmarkt]-Regionen und über lange Zeitspannen dokumentiert.

Auf der Basis unserer Erfahrungen existieren nicht viele Muster

in den Finanzmärkten, die so beständig sind wie diese Risikoprämien.«

Dr. Klaus Teloeken, Chief Investment Officer »Systematic Equity«

bei der Al ianz Global Investors

Ein halbes Dutzend innovativer Finanzökonomen legten zwischen Ende

der 70er Jahre bis Anfang der 90er Jahre die Grundlage für die Methoden,

mit denen man heute die renditebestimmenden Faktoren in den Wertpa-

piermärkten identifiziert79. Für diese Faktoren kursieren in der wissen-

schaftlichen Literatur (die inzwischen vorwiegend in englischer Sprache

entsteht) eine Reihe unterschiedlicher Namen, die aber letztlich alle das

Gleiche bedeuten: Factor Premium (Faktorprämien), Risk Factors (Risi-

kofaktoren), Risk Premia (Risikoprämien), Return Factors (Renditefakto-

ren) oder Return Anomalies (Renditeanomalien). Unabhängig vom jeweils

gewählten Namen handelt es sich hierbei um diejenigen quantifizierbaren

(und in diesem Sinne objektiven) Merkmale von Wertpapieren, die sta-

tistisch die größte Erklärungskraft (also Prognosekraft) für die künfti-

gen Renditen und Risiken der Wertpapiere besitzen. Wer diese Faktoren

kennt und versteht, wird sich nicht mehr auf kindische Kursprognosen

verlassen, die notorisch unzuverlässig sind und deren Umsetzung unnö-

tige Transaktionskosten und Steuern verursacht. Investieren auf der Basis

von Faktorprämien nennt man »Factor Investing« oder – neuerdings –

»Smart Beta«-Investing. Da diese Faktorprämien definitionsgemäß allge-

mein bekannt sind und sich nicht durch Patente schützen lassen, kann sie

im Prinzip jeder Anleger im Rahmen einer mechanischen Anlagestrategie

nutzen. Teurer Aufwand für einen hochbezahlten Fondsmanager oder eine

vielköpfige »Research-Abteilung« ist nicht erforderlich. Die bekanntesten,

etablierten Faktorprämien bei Aktien sind:

79 Zu diesen Pionieren gehörten insbesondere Sanjoy Basu, Rolf Banz, Eugene Fama, Ken

French, Sheridan Titman und Narasimhan Jegadeesh.

© Campus Verlag GmbH

• Das Equity Premium (auch Marktfaktor genannt): Der Renditeauf-

schlag, den Aktien (der Aktiengesamtmarkt) gegenüber »risikofreien«

kurzfristigen Staatsanleihen besitzen.

• Das Size Premium (Small Cap Premium): Der Renditeaufschlag über

das Equity Premium (Gesamtaktienmarkt) hinaus, den kleine Unter-

nehmen haben. Large Caps – das Gegenteil von Small Caps – haben

dementsprechend einen Renditeabschlag.

• Das Value Premium (Substanzwertaktienprämie): Der Renditeauf-

schlag über das Equity Premium hinaus, den Value-Aktien aufweisen.

Growth-Aktien – das Gegenstück zu Value-Aktien – besitzen dement-

sprechend einen Renditeabschlag. Der Value-Effekt ist stärker bei Small

Caps als bei Large Caps.

• Der Political-Risk-Faktor: Der Renditeaufschlag, den Schwellenländer-

aktien gegenüber Industrieländeraktien besitzen. Dieser Effekt ist weni-

ger gut erforscht als die drei vorgenannten Faktoren, was vornehmlich

damit zusammenhängt, dass hierzu nur eine relativ kurze Datenhistorie

vorliegt und dass kein allgemeiner Konsens hinsichtlich der Definition

von »Political Risk« besteht. Da sich die Wissenschaftler aber dennoch

über die höhere erwartete Rendite von Schwellenländeraktien gegen-

über Industrieländeraktien einig sind und es noch andere unstrittige

Argumente gibt, sie in einem Aktienportfolio zu berücksichtigen, kann

man diesen Faktor – trotz schlechterer Forschungslage – als etabliert

betrachten.

Hinsichtlich der genauen Quantifizierung der Höhe dieser Faktorprä-

mien, also der Renditeaufschläge, besteht keine vollständige Einigkeit.

Am höchsten ist das Equity Premium. Das Value Premium dürfte größer

sein als das Size Premium. Aus Sicht des Autors tut ein Privatanleger gut

daran, diese Faktorprämien bei seiner Asset-Allokation einzubeziehen.

Das ist nicht schwer und wird in Kapitel 4 gezeigt.

Die Forschung – die begrüßenswerterweise nie stehen bleibt – hat in

den vergangenen Jahren eine Vielzahl weiterer Faktorprämien bei Ak-

tien identifiziert. Ob diese »neuen« Faktoren aus Privatanlegersicht bei

der Entwicklung eines Investmentansatzes einbezogen werden sollten, ist

nicht ganz leicht zu beantworten. Als eine Art Faustregel sollte man aus

© Campus Verlag GmbH

Privatanlegersicht wohl rund ein Jahrzehnt bestätigender Forschungser-

gebnisse abwarten, bevor man eine Faktorprämie nach ihrer erstmaligen

Publikation als ausreichend »bewiesen« anerkennt, und auch danach mag

es noch gute Gründe geben, sie zu ignorieren. (Wenn Sie schwer krank

sind und die Auswahl zwischen fünf verschiedenen Medikamenten haben,

würden Sie vermutlich auch dasjenige wählen, dessen Wirksamkeit am

längsten und umfassendsten bewiesen ist.) Die derzeit wichtigsten »neuen«

Faktorprämien bei Aktien sind:

• Momentum Premium (siehe Abschnitt 1.6),

• Liquidity Premium,

• Profitability Premium (auch Quality Premium genannt),

• Dividend Yield Premium,

• Low Volatility Premium (auch Minimum Variance Premium genannt),

• Low Beta Premium,

• Investment Premium.

Eine Erläuterung des fachlichen Hintergrunds dieser »neuen« Faktor-

prämien würde den Rahmen dieses Buches sprengen. Sie werden in-

nerhalb des hier dargestellten Investmentansatzes nicht berücksichtigt,

weil der Autor sie entweder nicht als ausreichend bewiesen oder in der

Wissenschaft als zu kontrovers eingeschätzt betrachtet oder weil ihre

Einbeziehung – nicht zuletzt auch mit Blick auf die heute (April 2015) in

Deutschland verfügbaren Indexfondsprodukte – zu viel Komplexität mit

sich bringen würde. Dennoch einige knappe erläuternde Anmerkungen:

(a) Faktorprämien sind nicht »additiv«. Das heißt, man kann nicht jede

in einem Portfolio berücksichtigen und dann die einzelnen statistischen

Renditeaufschlage einfach aufsummieren, um zur erwarteten Portfolio-

rendite zu kommen. Die Prämien sind nicht additiv, weil sie sich in viel-

fältiger Weise überlappen, d.h. auf die gleichen Aktienmarktsegmente

beziehen. (b) Der Momentum-Faktor ist seit vielen Jahren nachgewiesen

und, zumindest historisch, zweifellos sehr stark, sogar stärker als z.B. der

Size- oder der Value-Faktor. Ob er systematisch bei Berücksichtigung von

Kosten, Steuern und Risiko ausgenutzt werden kann, wird vielfach be-

zweifelt. (c) Der Profitability-Faktor wurde zwar erst vor wenigen Jahren

entdeckt (Novy-Marx 2012), erscheint jedoch vielversprechend. Wer ihn

© Campus Verlag GmbH

berücksichtigen will, wird vom Autor keinen Widerspruch ernten, aber

das ist gewiss kein Muss. (d) Die in der Literatur angegebenen Größen-

ordnungen für Faktorprämien sind überwiegend sogenannte »High-mi-

nus-Low-Werte«, d.h. um diese Werte in vollem Umfang zu realisieren,

müsste man Leerverkäufe (**IB**, Abschnitt 2.18) tätigen können. Das ist Pu-

blikumsfonds regulatorisch nicht gestattet. Für ein Portfolio ohne Leer-

verkäufe sind die Prämien daher nur als halb so hoch anzunehmen. (e) Es

ist stets denkbar, dass Faktorprämien in Zukunft wegarbitriert werden,

wenn zu viele Investoren sie nach ihrer Bekanntmachung auszubeuten

versuchen. Aber selbst wenn es so wäre, würde der Anleger durch den

Versuch der Ausbeutung gegenüber einem »Nicht-Versuch« vermutlich

nichts verlieren. Sofern und soweit Faktorprämien allerdings eine reine

Risikokompensation darstellen, ist anzunehmen, dass sie permanent sind.

(Über die Ursachen der einzelnen Prämien gibt es – mit Ausnahme des

Equity Premiums – keine vollständige Einigkeit.)

Ein Verzicht auf jedweden »Factor Tilt«, d.h. Verzicht auf jede Über-

gewichtung der hier dargestellten Faktorprämien in einem Aktienport-

folio gegenüber einem »traditionellen«, auf westeuropäische Länder be-

schränkten Standardwerteportfolio, dürfte einen Privatanleger langfristig

zwischen einem und dreieinhalb Prozentpunkte Rendite kosten. Das Ri-

siko des »traditionellen« Portfolios sollte sich aufgrund seiner einerseits

schlechteren Diversifikation und andererseits des in ihm fehlenden risi-

koreicheren Factor Tilts vermutlich nicht wesentlich unterscheiden. Ein

bis dreieinhalb Prozentpunkte mag weniger sein als mancher Factor-In-

vesting-Fan hofft. Andererseits wissen wir, welche großen Auswirkungen

beim Vermögensendwert bereits kleine prozentuale Unterschiede in der

Jahresrendite auf 20 bis 40 Jahre bewirken – und nur wenige Privatanle-

gerhaushalte haben de facto einen kürzeren Anlagehorizont.

Auch bei Anleihen (oder allgemeiner bei verzinslichen Anlagen) exis-

tieren Faktorprämien. Erfreulicherweise ist hier die Welt viel einfacher. Es

gibt nur zwei als etabliert geltende Prämien und beide werden bei der Fest-

legung der Asset-Allokation, die in diesem Buch empfohlen wird, beachtet:

• Der Laufzeitfaktor (englisch Term Factor): Längere Anleihe(rest)lauf-

zeiten haben höhere erwarte Renditen als kürzere (Rest-)Laufzeiten.

© Campus Verlag GmbH

• Der Bonitätsfaktor (englisch Credit Factor): Anleihen von Emittenten

mit schwächerer Bonität (im Sinne von Risiko des Zahlungsausfalls) wei-

sen höhere erwartete Renditen auf als diejenigen mit besserer Bonität.

3 .10 Gewichtung nach Marktkapitalisierung

oder nach BIP?

»Most investors should simply invest in index funds.«

Robert Rubin, US-Finanzminister von 1995 bis 1999 unter Präsident Clinton,

früheres Vorstandsmitglied von Goldman Sachs

Wer ein weltweit diversifiziertes Aktienportfolio anlegen will, wie es in

Kapitel 4 vorgestellt wird, muss sich die Frage stellen, wie er die einzel-

nen Länder oder Regionen (z.B. Westeuropa, Nordamerika usw.) in die-

sem Portfolio gewichten will. Im Wesentlichen bieten sich drei Gewich-

tungsmethoden an: (a) Marktkapitalisierung (siehe **IB,** Abschnitt 1.1),

(b) Gewichtung nach dem Bruttoinlandsprodukt (BIP) auf Basis von Län-

dern oder Regionen80 und (c) jedes Land oder jede Region bekommt das

gleiche Gewicht. Tabelle 30 illustriert die Renditen für die Konstellationen

Marktkapitalisierungsgewichtung und BIP-Gewichtung (die Gleichge-

wichtungsmethode wird hier ignoriert). Aus mehreren, recht leicht iden-

tifizierbaren Gründen schlug die BIP-Methode jedenfalls historisch die

Marktkapitalisierungsmethode. Die rechnerischen Ergebnisse gehen aus

Tabelle 30 hervor. Das Weltportfoliokonzept, das in Kapitel 4 dargelegt

wird, basiert auf der BIP-Gewichtungsmethode.

Die Hauptursachen der historisch besseren Rendite der BIP-Methode (bei

geringfügig höherem Risiko und etwas besserem Sharpe Ratio) liegt darin,

dass die BIP-Methode (a) Japan geringer gewichtete, (b) Schwellenländer

(ab 2001, ab wann sie in den Daten enthalten sind) höher gewichtete81 und

80 Verwendet man bei der BIP-Methode oder der gleichgewichteten Methode Regionen (statt einzelner Länder) wird man – aus Gründen der Vereinfachung – in der Regel *innerhalb* der Region die Marktkapitalisierungsmethode verwenden (Jacobs/Müller/Weber 2014).

81 Eine analoge separate Auswertung nur für Schwellenländer von 1988 bis 2014 (längste verfügbare Datenreihe) liefert einen Renditevorsprung der BIP-Methode von 1,1% Prozentpunkten p.a. über diese 27 Jahre.

© Campus Verlag GmbH

Tabelle 30: Rendite und Risiko des Weltaktienmarktes 1970 bis 2014 (45 Jahre) in Abhängigkeit von der Ländergewichtungsmethode – alle Angaben nominal

(ohne Inflationsbereinigung)

in USD

MK-Gewichtung[2]

BIP-Gewichtung[3]

Rendite p.a.

9,7% p.a.

10,6% p.a.

Vermögensendwert 35 Jahre[1]

$ 25,91

$ 34,48

Standardabweichung Jahresrenditen

17,9%

19,1%

Maximaler histor. kumulativer Verlust

–55% (02/2009)

–57% (02/2009)

Sharpe Ratio

0,35

0,38

Daten: MSCI. ► Von 1970 bis 2000 MSCI World (Industrieländer ohne Schwellenländer), ab 2001

MSCI All Country World Index (Industrieländer + Schwellenländer); jeweils längste verfügbare Datenreihen verwendet. ► [1] Vermögensendwert siehe Glossar. ► [2] Gewichtung der einzelnen Länder nach Marktkapitalisierung. ► [3] Gewichtung der einzelnen Länder nach nominalem Bruttoinlandsprodukt (gemessen in USD).

(c) vermutlich von einem »Rebalancing-Bonus« profitierte (siehe Abschnitt

4.5), den es in der Marktkapitalisierungsmethode konstruktionsbedingt

nicht geben kann (d) und etwas small-cap-lastiger ist als die MK-Methode.

Obwohl es vermutlich renditeschädlich ist, sogenannte »Blasen« am Akti-

enmarkt prognostizieren zu wollen, ist es denkbar, dass die BIP-Methode

konstruktionsbedingt hilft, die negativen Renditeeffekte von Blasen in ein-

zelnen Ländern oder Regionen (z.B. Japan in den 80er und anfänglichen

90er Jahren) abzumildern.

Bei den regionalen BIP-Gewichten, die dem Weltportfoliokonzept zu-

grundeliegen, kommt es nicht darauf an, ob die relativen BIP-Anteile drei

Prozentpunkte höher oder niedriger sind und eine Anpassung an die lang-

same Veränderung dieser Quoten ist nur alle paar Jahre notwendig.

Als Nachteil der BIP-Gewichtungsmethode müssen die höheren Trans-

aktionskosten für Rebalancing gelten, die sie mit sich bringt (Rebalancing,

um die Gewichtung innerhalb des Portfolios im Zeitablauf stabil zu halten).

Diese Zusatzkosten gegenüber der Marktkapitalisierungsmethode sind al-

lerdings in jenen Fällen null, in denen Rebalancing mit Geld geschieht, das

periodisch in das Portfolio hineinfließt (Vermögensaufbauphase) oder pe-

riodisch endgültig aus ihm abgezogen wird (Vermögensverbrauchsphase) –

siehe auch Abschnitt 4.5. Nimmt man beide Phasen zusammen, dürfte sie

den größten Teil der »Lebensdauer« eines Portfolios ausmachen.

© Campus Verlag GmbH

3 .11 Das Konzept der »risikofreien« Anlage

»In dem Maße wie das Bonitäts-Rating von Anleihen nach unten geht,

nimmt die Korrelation mit Aktien zu. Das ist ein negatives Merkmal

von Anleihen mit niedrigerem Rating und höheren Renditen.«

Finanzbuchautoren Larry Swedroe und Joseph Hempen, Direktoren beim

großen US-Vermögensverwalter Buckingham Asset Management

In der wissenschaftlichen Finanzökonomie werden kurzfristige Staatsan-

leihen höchster Bonität82 in der Heimatwährung des Anlegers traditionell

als »risikofrei« bezeichnet, weil sie diejenige Asset-Klasse sind, die der

Fiktion von »risikofrei« tatsächlich am nächsten kommen, nicht weil sie

tatsächlich »risikofrei« sind. Angesichts der letzten Finanzkrise, die sich

von einer 2007 im Wohnimmobiliensektor verschiedener Länder ausge-

lösten globalen Immobilien- und Bankenkrise inzwischen zu einer Krise

der Staatsfinanzen der Industrieländer entwickelt hat, werden neuerdings

Zweifel an diesem Konzept geäußert. Es wird eingeworfen, dass solche

kurzfristigen Staatsanleihen nicht mehr als »risikofreie« Anlage gelten

könnten und man sie durch andere Anlagen oder Asset-Klassen ersetzen

müsse. Ist diese Argumentation stichhaltig?

Nein. Die zwar nicht risikofreie, aber risikoärmste Anlage – wenn man

Risiko als die Möglichkeit nicht zuverlässig prognostizierbarer heftiger

kurz- und mittelfristiger Verluste versteht – sind nach wie vor Staatsan-

leihen höchster Bonität mit kurzer Restlaufzeit in der Heimatwährung des

Anlegers. So hat die wissenschaftliche Finanzökonomie traditionell argu-

mentiert und diese Argumentation ist auch heute noch gültig – etwa acht

Jahre nach Beginn der schwersten globalen Finanzkrise seit dem Zwei-

ten Weltkrieg. Warum sind solche Anleihen in der Tat die risikoärmsten

aller Anlagen?

Staatskonkurse haben seit Beginn des 20. Jahrhunderts *außerhalb* der

beiden Weltkriege noch nie Staaten höchster Bonität betroffen, weder

während der Weltwirtschaftskrise von 1929 bis 1937 (die schwerer war als

82 Zu diesen Staaten gehören heute die Länder Deutschland, Österreich, Schweiz, Frankreich, Großbritannien, Niederlande, Norwegen, Schweden, Dänemark, Finnland, USA, Kanada,

Australien, Singapur, Hongkong und einige weitere.

© Campus Verlag GmbH

die heutige Krise), noch bisher in der aktuellen Wirtschaftskrise.83 Staaten

höchster Bonität verlieren ihre hohe Bonität schrittweise über einen ver-

gleichsweise langen Zeitraum hinweg – nicht annähernd so schnell oder

schlagartig, wie das bei Unternehmen oft der Fall ist84. In den – verglichen

mit Unternehmen – seltenen Fällen, bei denen eine Bonitätsverschlech-

terung von Staaten mit anfänglich gutem Rating rasch verläuft *und* weit

geht, kommt es zudem häufig zu Stützungsmaßnahmen anderer Länder

oder multilateraler Organisationen. Beispiele für solche Stützungsmaß-

nahmen sind der »Bailout« von Großbritannien 1976 durch den Weltwäh-

rungsfonds (IWF) oder die Bailouts von Irland und Portugal zwischen

2010 und 2012 durch die EU und den IWF. Auch solche Rettungsaktionen

Dritter sind bei Unternehmen seltener der Fall.

Bei keiner Staatsanleihe mit dem Rating AAA, AA+ oder AA (erste drei

Rating-Stufen) hat es – jedenfalls bisher – innerhalb von zehn Jahren nach

Vergabe dieses Ratings einen »Default« (Zahlungsverzug) gegeben. Weil

Rating-Verschlechterungen von AAA- oder AA-Staaten hinunter zu einem

wirklich bedenklichen Bonitätslevel bei Staaten – anders als bei Unter-

nehmen – fast immer relativ langsam verlaufen, können Anleger sich vor

ihnen vergleichsweise einfach schützen. Anleger müssen darauf achten,

dass sie nur kurzlaufende Staatsanleihen höchster Qualität halten, z.B. bis

maximal etwa 24 Monate Restlaufzeit. Solche Kurzläufer werden zeitlich

vor den länger laufenden, risikoreicheren Anleihen zurückgezahlt, was

zwar tendenziell ihre langfristige Rendite senkt, aber zugleich ein kaum

zu überschätzender Sicherheitsvorteil ist. Diversifikation über mehrere

Staaten mit Top-Bonität hinweg ist ein weiteres Mittel, das verbleibende

Restrisiko zu senken (dazu mehr weiter unten).

83 Siehe z.B. Reinhart/Rogoff 2009. Staatskonkurse, die durch die Beteiligung an einem Weltkrieg in der Rolle des Aggressors entstanden, werden für die Zwecke dieses Abschnitts ignoriert, weil der Autor davon ausgeht, dass westeuropäische Staaten in Zukunft nicht

mehr in diese Kategorie fallen. Der größte Teil der Argumentation in diesem Abschnitt

gilt jedoch auch ohne diese Annahme.

84 Ein bekanntes Beispiel war das amerikanische Energieunternehmen Enron, dessen Investment-Grade-Rating von BBB+ im Oktober 2001 von S&P bestätigt wurde. Enron hatte zu

diesem Zeitpunkt eine größere Marktkapitalisierung als z.B. die deutsche Siemens AG.

Im Dezember 2001, drei Monate später, meldete Enron Konkurs an. In den 16 Monaten

bis Dezember 2001 war der Aktienkurs von Enron um 98% gefallen. Ähnliche »Blitzkon-

kurse« betrafen 2008/2009 eine Reihe großer Banken.

© Campus Verlag GmbH

Infobox: Rating von Anleihen

Gemeint ist das Rating von Anleihen (Bonds, Rentenpapiere) im Unterschied

zu Fonds-Ratings. Ein Anleihen-Rating ist die quantitative Bewertung der

Kreditqualität einer Anleihe, d.h. der Bonität des Anleiheemittenten (Schuld-

ner). Das kann ein Staat sein oder ein Unternehmen. Die bekanntesten Ra-

ting-Agenturen sind Standard & Poor’s, Moody’s und Fitch. Für Zwecke der

»risikofreien« Portfoliokomponente sol ten Anleger nur in Papiere mit den bes-

ten drei Rating-Stufen AAA oder AA+ oder AA (bzw. in der Moody’s Notation

Aaa, Aa1, Aa2) investieren. Insgesamt gibt es etwa 20 bis 25 Bewertungsstu-

fen (Ratings), die mit Buchstaben-Codes ausgedrückt werden (siehe Eintrag

»Rating-Agentur« auf Wikipedia). Jedem Rating entspricht eine quantitative

Wahrscheinlichkeit zwischen etwa 0,03% (bestmöglich) und 100% (schlechtest-

möglich), dass es binnen eines Jahres zu einem nennenswerten Zahlungsver-

zug (payment default) bei der Anleihe kommt. Die Bonitätsabstände von AAA

über gut 20 Stufen hinweg zum schlechtesten Rating C sind zwischen den ein-

zelnen Ratings nicht gleich (linear), sondern steigen in Richtung schlechtere

Bonität zunächst langsam, dann immer steiler an, d.h. zwischen den ersten

drei Rating-Stufen ist er Qualitätsunterschied noch relativ gering, wird aber

dann von Stufe zu Stufe rapide größer. Die englische Wikipedia stellt die bei-

den bekanntesten Rating-Skalen unter den Einträgen »Standard & Poor’s« und

»Moody’s« dar. Einige Beispiele: Deutschland besaß im März 2011 ein Rating

von AAA (Stufe 1), Spanien AA (Stufe 3), Russland BBB+ (Stufe 8) und Griechen-

land BB+ (Stufe 11). Anfang 2015 besaßen etwa 120 von rund 195 Staaten der

Erde ein Anleihen-Rating mindestens einer Rating-Agentur. 12 Staaten hatten

zu diesem Zeitpunkt bei der größten Rating-Agentur (S&P) ein AAA-Rating

gegenüber lediglich vier Unternehmen weltweit (darunter kein deutsches).

Dabei ist zu berücksichtigen, dass die Zahl der Unternehmensanleihen mit

Rating ein Vielfaches der Zahl der Staatsanleihen mit Rating beträgt. Eine

Übersicht über die verfügbaren aktuellen Ratings von Staaten findet sich

auf der englischen Wikipedia (Stichwort »List of countries by credit rating«).

Wichtig für risikoaverse Anleger ist ferner, dass die Anleihen in ihrer Hei-

matwährung denominiert sind, also in der Währung, in der der typische

© Campus Verlag GmbH

Anleger praktisch alle seine zukünftigen Konsumausgaben tätigen wird.

Doch nicht nur im Hinblick auf die Rückzahlung am Ende der Anlei-

henlaufzeit sind die genannten Kurzläufer das risikoärmste Investment;

dasselbe gilt auch im Hinblick auf laufende Kursschwankungen. Weil sie

eine kurze Restlaufzeit haben, wirken sich die Effekte einer Bonitätsver-

schlechterung (Rating-Verschlechterung) oder einer Marktzinserhöhung

(die z.B. inflationsgetrieben sein kann) weniger negativ aus als bei Langläu-

fern. Wechselkursrisiken bei Anleihen und Bankguthaben sollten rationale

Anleger kategorisch vermeiden, da Währungsrisiken in Zeiträumen bis

etwa zehn Jahre dramatische Ausmaße annehmen können und sich nicht

zuverlässig prognostizieren lassen.

Können Unternehmensanleihen eines Industrielandes risikoärmer,

d.h. sicherer sein als Staatsanleihen, gleiche Laufzeit und Währung vo-

rausgesetzt? Wohl kaum. Unternehmensanleihen sind fast ausnahmslos

risikoreicher, was auch in ihren generell schlechteren Ratings und quan-

titativen Bonitätsmesszahlen zum Ausdruck kommt. Wer glaubt, ein Un-

ternehmen, ob es nun Exxon Mobil, Berkshire Hathaway (Warren Buf-

fet), Apple, Google, Volkswagen, Toyota, Allianz, Deutsche Bank, BASF,

Coca Cola, Nestlé, Samsung, Sony, BHP Billiton oder XYZ heißt, könne

eine grundsätzlich bessere Bonität haben als der das Unternehmen um-

gebende/beheimatende Staat, unterliegt einem möglicherweise teuren Irr-

tum. Das gilt für Industrieländer (um die es an dieser Stelle geht) ebenso

wie für Schwellenländer. Unternehmen sind wirtschaftlich gesehen – im

Vergleich zu Staaten – winzige, fragile, schlecht diversifizierte Gebilde.

Zudem sind sie auf freiwillige »Kooperation« ihrer Kunden angewiesen.

Staaten sind beinahe unendlich viel besser diversifiziert und können ihre

»Kunden« (alle Wirtschaftssubjekte im Staatsgebiet) zur »Kooperation«

zwingen – nichts anderes bedeutet das sogenannte Gewaltmonopol des

Staates und speziell seine Steuer- und Abgabengewalt.

Unternehmen sind den sie beherbergenden Staaten und damit deren Bo-

nität letztlich auf Gedeih und Verderb unter- oder nachgeordnet. Warum?

Unternehmen sind dem nationalen oder regionalen Konjunkturzyklus

ausgesetzt, den der Staat mit seiner Geld-, Fiskal- und Strukturpolitik

maßgeblich beeinflusst. Die Bürger des Staates und seine Steuerzahler be-

stimmen als Arbeitnehmer die Personalkosten und als Konsumenten den

© Campus Verlag GmbH

Umsatz und Gewinn von Unternehmen, wobei die vom Staat bestimmten

Steuerlasten des Bürger seinen Konsumausgaben (die an die Unterneh-

men fließen) rechtlich vorgeordnet sind (d.h. Konsumausgaben sind in der

»Cash-Flow-Kaskade« eines Haushaltes »nachrangig«. Unternehmen hän-

gen von der Rechtssicherheit ab, die der Staat schafft oder zerstört und vom

Bürgerfrieden oder Bürgerkrieg, der dort herrscht. Unternehmen werden

vom Staat reguliert oder ökonomisch stranguliert; sie haben keine Wahl,

als die vom Staat autonom festgelegten ertragsmindernden Steuern und

Abgaben zu zahlen und können, vor allem in Krisenzeiten, vom Staat auf-

grund regierungsamtlicher oder parlamentarischer Beschlüsse höher be-

steuert, strafbesteuert, zerschlagen, enteignet oder nationalisiert werden.

Dass Staaten in Notfällen historisch zu all diesen Mitteln gegriffen haben,

ist nicht belegungsbedürftig, auch nicht, dass die Flucht eines Unterneh-

mens in einen »besseren« Staat in der Realität kurz- und mittelfristig gar

nicht und langfristig allenfalls zu hohen Kosten möglich ist.

Hingegen können Staaten, um sich selbst zu schützen, in schweren

Krisenzeiten Geld zur unbegrenzten Ausdehnung ihrer Liquidität dru-

cken, Zwangsanleihen emittieren und Zwangssteuern auf Haushalte und

Unternehmen erheben – »Konkursschutzmaßnahmen«, die Staaten hel-

fen und andererseits Unternehmen und ihre Anleihengläubiger wie auch

Aktionäre schädigen. Staaten greifen in diesen Werkzeugkasten der soge-

nannten »Finanzrepression« gegenüber den einheimischen Unternehmen

und Haushalten umso wahrscheinlicher, je schlechter es ihnen wirtschaft-

lich geht, also genau dann, wenn viele Unternehmen und Bürger eigent-

lich mehr Entlastung bräuchten.85

85 Ab etwa 2011/2012 haben viele Staaten eine noch immer andauernde Politik der Finanzrepression eingeleitet, um sich auf Kosten ihrer Unternehmen und Haushalte zu entschul-

den. Zu diesen Maßnahmen gehören z.B. Steuererhöhungen, Ausgabenkürzungen, die

Reduktion von Subventionen und Inflationierung, die oft – wie auch heute – mit negati-

ven Realzinsen einhergeht. Auch andere Maßnahmen sind denkbar. Einige historische

Beispiele für den Fall Deutschland: Unmittelbar nach der Hyperinflation von 1920 bis

1923 verhinderte die damalige Reichsregierung mit mehreren Zwangsmaßnahmen, dass

Immobilienvermieter von der inflationsbedingten Beseitigung ihrer Immobilienkre-

ditschulden profitierten: 15% der praktisch auf null reduzierten Vorinflationsschulden

lebten – in neuer Reichsmark – wieder auf, es wurden ferner Mietpreisdeckelungen sowie

eine »Hauszinssteuer« auf Mieteinnahmen eingeführt (erhoben von 1924 bis 1943 und

je nach Reichsland bis zu 40%). »Krisengewinner« (Vermieter) wollte der Staat in dieser existenziellen Krise nicht tolerieren. Das sogenannte Lastenausgleichsgesetz, wirksam von Grundprinzipien einer überlegenen Anlagestrategie: Indexing 257

© Campus Verlag GmbH

Alles in allem kann man sagen, dass das Finanzmachtgefälle zwischen

Unternehmen und Staat steil zugunsten des Staates verläuft. Deswegen ist

das Konzept der sogenannten »Sovereign Ceiling« (staatliche Deckelung)

ein Grundpfeiler der Unternehmensanleihenbonitätsanalyse. In wohl

über 95% aller Fälle wird ein Unternehmens-Rating (die Kreditwürdig-

keit/Bonität von Unternehmensanleihen) im günstigsten Fall gleich gut,

aber eben nicht nennenswert besser sein als das Schulden-Rating des be-

treffenden Sitzstaates. Unternehmen in Industrieländern, die ein besse-

res Rating (eine bessere Anleihenbonität) besitzen als der Staat, in dem sie

ihren Hauptsitz haben, kann man weltweit an wenigen Händen abzählen,

und fast alle dieser seltenen Ausnahmen sind nur eine Rating-Stufe (einen

»Notch«) besser als ihr Heimatstaat. Bei ca. 25 Rating-Stufen ist das nor-

malerweise ein vernachlässigenswerter Vorteil. Wenn Deutschland »den

Bach runter« ginge, dann wäre es ein kleines Wunder, wenn BMW-Anlei-

hen, die übrigens schon immer ein deutlich schlechteres Rating besaßen

als die Anleihen der Bundesrepublik Deutschland, sich im A-Bereich hal-

ten können, wo sie derzeit angesiedelt sind86, von den Anleihen kleinerer

Unternehmen ganz zu schweigen. Als Staatsanleihen in Irland, Portugal,

Spanien und Italien 2009 und 2010 ihre Top-Ratings verloren, sackten –

nicht überraschend – parallel dazu die Ratings selbst der vormals kredit-

würdigsten Unternehmen dieser Staaten ab, obwohl die Gewinne dieser

Unternehmen oft gar nicht so stark zurückgingen.

Es ist letztlich eine finanzlogische Notwendigkeit, dass Unternehmens-

anleihen risikoreicher sind als Staatsanleihen mit gleicher Laufzeit (glei-

cher Duration). Das gilt für die Situation im laufenden Betrieb (going

concern) und noch mehr im Konkursfall des Unternehmens, wenn Steu-

erschulden – neben Löhnen – gesetzlichen Vorrang vor anderen Gläubi-

geransprüchen einschließlich Anleihegläubigeransprüchen haben. Ein

Unternehmen kann sehr viel leichter aufhören seine »privaten« Schulden

zu bedienen, d.h. Zahlungsansprüche erst *nach* deren Fälligkeit beglei-

1952 bis 1978, hatte ein ähnliches kriegskatastrophenbedingtes Umverteilungsziel und

war eine Sondersteuer auf größere Vermögen, einschließlich vermieteter und eigenge-

nutzter Immobilien.

86 Kenner der Geschichte der Autoindustrie werden sich erinnern, dass BMW seit Ende

der 50er Jahre schon mindestens zweimal am Konkurs vorbeischrammte oder mit einer

Insolvenz »flirtete«.

© Campus Verlag GmbH

chen, als Steuerschulden nicht zu zahlen. Ein solcher Zahlungsverzug bei

Steuerschulden führt meistens in kurzer Zeit zum Konkurs. Da Steuern in

der Cash-Flow-Kaskade des Unternehmens einen höheren Rang einneh-

men als der Zinsdienst und die meisten anderen Zahlungsverpflichtungen

des Unternehmens, der Staat aber seine eigenen Zinsverpflichtungen aus

Staatsanleihen zum Teil aus diesen Steuereinnahmen bedient, folgt, dass

volkswirtschaftlich gesehen Zinszahlungen auf Unternehmensanleihen

»strukturell« im Rang unter Zinszahlungen für Unternehmensanleihen

stehen und somit auch in dieser Hinsicht als risikoreicher einzustufen sind.

Infobox: Der Marktanteil von Indexing

In den Medien ist immer wieder zu lesen von (steigenden) Marktanteilen

die »passives Investieren« haben soll. Häufig werden Zahlen um 10% bis 25%

genannt. Diese Angaben sind jedoch sehr fragwürdig. Zumeist beziehen sie

sich – obwohl das oft nicht klargestellt wird – nur auf die USA oder nur auf

ein bestimmtes Fonds-Segment, z.B. Publikumsfonds (Privatanlegerfonds).

Solche Einschränkungen machen diese Marktanteilszahlen allerdings wert-

los – genauso wertlos wie die Zahl der Elektroautos in Westfalen ist für die

Frage, welchen Marktanteil Elektroautos in Europa haben. Publikumsfonds

sind nur einer unter mehreren Fondstypen, nicht zu vergessen Direktanla-

gen in Wertpapiere. Und Amerika ist nicht die ganze Welt. Hinzu kommt,

dass man mit ETFs auch ohne weiteres *aktiv* investieren kann, nämlich in

Form von Market Timing. Der wirkliche Marktanteil von »passivem Inves-

tieren« (Indexanlagen auf Buy-and-Hold-Basis) dürfte global bei unter 5%

aller Kapitalmarktinvestments liegen (Schätzung des Autors). Nicht börsen-

notierte Investments sind hierbei nicht einmal berücksichtigt.

Auch Bankguthaben (also kurzfristige Kredite von Privathaushalten an

Unternehmen im Finanzsektor) können praktisch nie risikoärmer sein

(und sind in der Regel wesentlich risikoreicher) als kurzfristige Staats-

anleihen desjenigen Staates, in dem sich das kontoführende Institut be-

findet. Innerhalb der EU sind 100 000 Euro pro Anleger und Bank von

der gesetzlichen Einlagensicherung geschützt, also gleich risikoreich wie

entsprechende kurzfristigen Staatsanleihen (da der Staat diese Gutha-

© Campus Verlag GmbH

ben ja garantiert, d.h. die typischerweise schlechtere Bonität der Bank87

durch seine eigene Bonität ersetzt). Alles was über 100 000 Euro pro

Anlegerguthaben hinausgeht, ist risikoreicher als die entsprechenden

Staatsanleihen. Es mutet angesichts der Erfahrungen in der aktuellen

globalen Wirtschaftskrise seltsam an, wenn viele Sparer und Anleger

noch immer der irrigen Meinung sind, ihr Geld sei auf einem Bank-

konto sicherer als in einer kurzfristigen Staatsanleihe.88 Die Finanzkrise

seit Mitte 2007 belegt wohl unzweideutig, dass Bankengläubiger, also

Sparer und Käufer von Bankanleihen bei einer international kaum noch

überschaubaren Anzahl von »Pleitebanken« oft nur deswegen kein Geld

verloren haben, weil der Staat mit seiner weitaus höheren Finanzkraft

und besseren Bonität eingesprungen ist.

Damit kommen wir zurück zu der bereits eingangs getroffenen Feststel-

lung: Es gibt in Bezug auf Ausfallrisiko und Wertstabilität über kurz- und

mittelfristige Zeiträume keine risikoärmeren Anlagen als kurzlaufenden,

Staatsanleihen höchster Bonität in der Währung des Anlegers. Das war

vor der Finanzkrise wahr und ist immer noch wahr. Die einzige Modi-

fikation des traditionellen Konzeptes der »risikofreien Anlage«, die sich

aus den Lehren der derzeitigen Finanzkrise ergibt, ist, dass man auch in-

nerhalb dieser Asset-Klasse (kurzfristige Staatsanleihen höchster Bonität

87 Banken sind höher verschuldet als normale Unternehmen. Die typische Bankbilanz

besteht aus etwa 90% Schulden (einschließlich Kundenspar- und Girokonten) und etwa

10% Eigenkapital.

88 Weltweit wird die Zahl der echten und der De-facto-Bankenkonkurse in den letzten 100

Jahren viele Tausend betragen. Allein in den USA sind seit Anfang 1934 bis 2011 über 4 000

Banken insolvent geworden (http://www.davemanuel.com/history-of-bank-failures-in-

the-united-states.php) und das Land stellt in dieser Hinsicht keineswegs eine negative Ausnahme dar – lediglich seine diesbezüglichen Daten sind leichter zugänglich als diejenigen anderer Länder. Auch in Deutschland hat es seit dem Zweiten Weltkrieg echte (formale)

Bankenkonkurse gegeben (z.B. Herstadt Bank, Köln 1974) und vermutlich Hunderte von

De-facto-Konkursen, bei denen der Staat oder private Banken das konkursreife Institut

übernahmen, kurz bevor es zu Kunden- und Anlegerschäden kommen konnte (Bailouts).

Ein bekannter Fall aus der jüngeren Vergangenheit ist die Nürnberger Schmidt Bank.

Viele Dutzend weniger bekannte Sparkassen und Genossenschaftsbanken schlingerten

in den vergangenen Jahrzehnten durch ähnliche Quasi-Insolvenzen, bei denen es zwar

nicht zum formalen Konkurs kam, was aber am Tatbestand der »ökonomischen Insolvenz«

wenig änderte. Besonders deutlich wurde das 2008/2009 in vielen Ländern und auch in

Deutschland, als zahlreiche öffentliche und private Finanzinstitute einschließlich einiger Versicherungsgesellschaften vom Staat durch Eigenkapitaleinschüsse oder Refinanzie-rungsgarantien vor der Insolvenz gerettet werden mussten.

260 Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs

© Campus Verlag GmbH

in der Heimatwährung des Anlegers) durch globale Diversifikation eine

Risikosenkung erzielen kann. Ein deutscher Anleger könnte also seine

»risikofreie« Anlage auf in Euro denominierte oder in Euro gehedgte,

kurzfristige Staatsanleihen mehrerer Staaten mit AAA- oder AA-Rating

streuen (siehe z.B. die in Fußnote 82 genannten Länder). Das ist sowohl

mit Einzelanleihen als auch mit Anleihen-ETFs (Exchange Traded Funds)

einfach möglich. Was allerdings – und so viel ist fast sicher – statt zu einer

Risikosenkung zu einer Risikoerhöhung führt, ist die Ersetzung kurzfris-

tiger deutscher Staatsanleihen durch Bankguthaben im In- und Ausland,

durch Unternehmensanleihen, Immobilien, Aktien oder Rohstoffe ein-

schließlich Gold.

Ein anderes Argument, das manchen Anleger neuerdings zur Abkehr

von kurzfristigen Staatsanleihen höchster Bonität bewegt, ist deren der-

zeit niedrige oder sogar geringfügig negative Realrendite. Auch diese

Überlegung ist nicht richtig, denn: (a) Es zählt nur die Gesamtrendite

eines Portfolios, nicht jedoch die Rendite einzelner Portfoliokomponen-

ten. In einem sinnvoll diversifizierten Portfolio wird es immer höher

und niedriger rentierliche Komponenten geben. Wer eine Portfoliokom-

ponente allein deswegen auswechselt, weil ihm deren Einzelrendite zu

niedrig erscheint, entscheidet auf der falschen Basis. (b) Die vom Anleger

gewünschte Risiko-Rendite-Kombination seines Gesamtportfolios sollte

ausschließlich durch das Mischungsverhältnis zwischen »risikofreier«

und risikobehafteter Anlage bestimmt werden und eben gerade nicht

durch die Umwandlung der »risikofreien« Anlage in ein ebenfalls risiko-

behaftetes Investment mit höherer Rendite. Die risikofreie Komponente

hat im Gesamtportfolio lediglich die Aufgabe, den erwarteten Risikolevel

des Portfolios einzustellen, nicht aber dessen Rendite zu erhöhen. Wer

mehr Rendite in seinem Portfolio will und sich rational verhält, erhöht

den Anteil des risikobehafteten Portfolioteils (unter bewusster Inkauf-

nahme der damit einhergehenden Konsequenzen), statt den primären

Sicherheitsanker im Portfolio auszuwechseln. Im wirtschaftlichen »Hor-

rorjahr« 2008 verlor der Dax (deutsche Standardaktien) real etwa 42%,

dagegen schafften deutsche Geldmarktanlagen (3-Monats-Laufzeit) eine

reale Nullrendite und mittelfristige deutsche Staatsanleihen (RexP) ein

Plus von real 3,7%.

Grundprinzipien einer überlegenen Anlagestrategie: Indexing 261

© Campus Verlag GmbH

Es ist überdies kein ungewöhnlicher Zustand, dass »risikofreie« An-

lagen (kurzfristige AAA-Staatsanleihen) negative Realrenditen liefern –

im Gegenteil: Dieser Zustand ist normal. In den 88 Jahren von 1927 bis

2014 war das z.B. bei kurzfristigen US-Staatsanleihen (1 Monats-Trea-

sury Bills) – der risikoärmsten Anlageform in den USA – in 35 von 88

Kalenderjahren, d.h. 40% aller Jahre der Fall – bei Berücksichtigung

von Nebenkosten und Steuern läge dieser Anteil vermutlich bei rund

70% (für Deutschland ist eine ähnliche Auswertung nicht aussagekräf-

tig, da es in den vergangenen 100 Jahren in Deutschland zwei Staats-

konkurse gab). Dass »risikofreie« Anlagen in Ländern mit AAA- oder

AA-Rating in vielen Jahren (typischerweise geringfügig) negative Real-

renditen produzieren, hat eine Reihe von Ursachen, darunter die Wich-

tigste: Kurzlaufende Staatsanleihen sind bzgl. Ausfallsrisiko und Wert-

schwankungsrisiko die sichersten Anlagen. Daher kommt es bei ihnen

mit höherer Wahrscheinlichkeit (häufiger) als bei anderen Investments

zu negativen Realrenditen.

Die Eingangsfrage war: Hat das Konzept der »risikofreien« Anlage in

der *Modernen Portfoliotheorie* ausgedient? Dieser Abschnitt zeigt, dass

das nicht der Fall ist. Wirklich risikofreie Anlagen hat es ohnehin noch

nie gegeben, aber die sowohl während als auch nach der gegenwärtigen

Finanzkrise risikoärmsten Anlagen waren und sind kurzfristige Staats-

anleihen auf einer der drei besten Rating-Stufen in der Heimatwährung

des Anlegers. Anderslautende Aussagen sind riskante Scheinwahrheiten.

3 .12 Der eingebaute Steuervorteil von Buy and Hold

(Kaufen und Halten)

»Halten Sie Kurs – egal was passiert; bleiben Sie auf Ihrem Kurs. Ich habe

es zehntausend Mal gesagt und jedes Mal gemeint. Es ist der wichtigste

einzelne Investmentrat, den ich Ihnen geben kann.

John Bogle, Gründer und ehemaliger Vorstandsvorsitzender von Vanguard,

der heute zweitgrößten Fondsgesel schaft der Welt

Buy-and-Hold-Investieren mit Aktien besitzt einen eingebauten Steuer-

vorteil, von dem viele Privatanleger zwar schon gehört haben, ihn sich

© Campus Verlag GmbH

aber nur ungefähr vorstellen können: Der sogenannte »Barwertvorteil

nachgelagerter Steuerzahlungen« (»Barwert« siehe Glossar). Bei Buy and

Hold führt er im Zeitablauf zu einem immer stärkeren Rückgang des »ef-

fektiven Steuersatzes«.

Was heißt in diesem Zusammenhang »effektiv«? Von einer »effekti-

ven« Steuerbelastung spricht man, wenn der Zeitwert des Geldes bei der

Ermittlung der Steuerquote und der Steuerlast mit in Betracht gezogen

wird, so wie es eigentlich jede Finanzrechnung, die über ein einzelnes

Jahr hinausreicht, korrektiverweise tun sollte. Beispiel: Eine Steuerzah-

lung von 1 000 Euro, die erst in fünf Jahren zu leisten ist, ist einer Steu-

erzahlung in gleicher Höhe, die bereits heute fällig ist, vorzuziehen,

denn wer erst in fünf Jahren zahlen muss, kann die 1 000 Euro zwi-

schenzeitlich anlegen und damit einen Ertrag (Gewinn) erzielen. Auf

diesen Gewinn muss er zwar später (in fünf Jahren) dann doch noch

Steuern zahlen, aber bei Besteuerung bereits im Jahr 1 hätte es diesen

Gewinn überhaupt nicht erst gegeben, dessen Nachsteuerelement der

Buy-and-Hold-Anleger nun für sich behalten darf. Die Berechnung der

»effektiven« Steuerbelastung aus der »nachgelagerten« Besteuerung von

Kursgewinnen berücksichtigt also finanzmathematisch, *wann* die Steu-

erzahlung erfolgt und nimmt nicht einfach simplifizierend an, dass sie

laufend, d.h. jährlich erfolgt, wenn dies – für Kursgewinne bei Aktien

im Falle von Buy and Hold – in Wirklichkeit gar nicht der Fall ist. Weil

bei Aktien Kursgewinne in Deutschland im Unterschied zu Dividenden

erst bei *Realisierung* (Verkauf der Aktie) der Abgeltungssteuer unter-

liegen, ergibt sich – analog zu unserem 1 000-Euro-Beispiel – bei über

ein Jahr hinausgehenden Halteperioden ein Steuerstundungseffekt, der

im Ökonomendeutsch »Barwertvorteil« genannt wird. Dieser Barwert-

effekt ist gleichbedeutend mit einer Senkung der *effektiven* Steuerbe-

lastung unter den nominalen (»statutarischen«) Steuersatz. Tabelle 31

illustriert die Größenordnung dieses Vorteils im Hinblick auf die Be-

steuerung von Erträgen aus Fondsanteilen in Deutschland im Falle von

langfristigem Buy and Hold.

© Campus Verlag GmbH

Tabelle 31: Barwertvorteil (Senkung des effektiven Abgeltungsteuersatzes) bei

Aktienanlagen durch Buy and Hold

Zugrunde liegende Annahmen: Anfängliches Einmalinvestment von 100 Euro in Aktien. Kursrendite 6% p.a. + Dividendenrendite 2,5% (Gesamtrendite 8,5% p.a.). Der Buy-and-Hold-Anleger realisiert Kursgewinne erst am Ende der angegebenen Anlageperiode, der aktive Anleger realisiert Kursgewinne einmal im Jahr. Die Dividendeneinkünfte werden in beiden Fällen jährlich besteuert. Der Steuersatz beträgt 27,995% (Abgeltungsteuer + Solidaritätszuschlag + Kirchensteuer von 9%)89

nach 1

nach 10

nach 20

nach 30

nach 40

Jahr

Jahren

Jahren

Jahren

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

€ 106

€ 181

€ 328

€ 594

€ 1 076

aktiver Anleger

Vermögensendwert nach Steuer

€ 106

€ 188

€ 374

€ 768

€ 1 604

Buy-and-Hold-Anleger

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.

In Wirklichkeit dürfte der zu erwartende Endwertvorsprung des Buy-and-

Hold-Anlegers bei langen Anlageperioden noch größer sein als in Tabelle 31

angegeben, weil wir hier die höheren Transaktionskosten des aktiven An-

legers ignoriert haben. Bei einem von der Kirchensteuer befreiten Anleger

träte der relative Vorteil ebenfalls auf, wäre jedoch minimal kleiner (nach

40 Jahren Endvermögensvorsprung +46%). Bei einem im Zeitablauf all-

mählich erfolgenden Investment, z.B. einem Fondssparvertrag, wäre der

Vorteil – da die »zeitgewichtete Investitionsperiode« kürzer ist – naturge-

mäß geringer, aber auf jeden einzelnen Euro bezogen, besteht der Vorteil

grundsätzlich in gleicher Weise. Insgesamt muss man bei der Einschät-

zung dieses steuerlichen Barwertvorteils Folgendes in Betracht ziehen:

89 Wie die deutsche Abgeltungsteuer, Solidaritätszuschlag und Kirchensteuer zusammen-

hängen, wird im Eintrag »Kapitalertragsteuer (Deutschland)« in der Wikipedia erläutert.

Zum Tarif siehe § 32d EStG. Die Wirkung der österreichischen Kapitalertragsteuer (KeST) von 25% ist diesbezüglich gut mit der deutschen Abgeltungsteuer von 25% vergleichbar.

In der Schweiz sind Kursgewinne von Wertpapieren (einschließlich Aktienfondsanteilen)

für Privatanleger steuerfrei.

© Campus Verlag GmbH

• Dieser Steuervorteil ist völlig legal und durch Nichtstun erzielbar. Er

erfordert keinen »Strukturierungsaufwand« und keinen Steuerberater.

Er existiert auch in vielen anderen Ländern, die ein ähnliches System

der Besteuerung von Kapitalerträgen bei Aktien im Privatvermögen haben. Der Vorteil ist für Fondsanleger und Aktiendirektanleger gleichermaßen erzielbar. Warren Buffett widmet diesem Vorteil viel Aufmerksamkeit und umschreibt ihn anschaulich als »zinsloses Darlehen vom Staat«. Mit diesem zinslosen Darlehen kann er wirtschaften und zusätzliche Gewinne erzielen, die bei einem zinstragenden, normalen Darlehen naturgemäß niedriger wären.

• Warum dieser Steuervorteil von Banken und Finanzberatern zwar gelegentlich erwähnt, aber kaum je quantifiziert und zum Investitionsargument gemacht wird, dürfte damit zusammenhängen, dass er letztlich für diese ertragsschädigend ist, denn er unterstellt zwingend, dass der Anleger nicht tradet, also während der Anlageperiode rigoros Käufe und Verkäufe vermeidet. Derartiges Verhalten finden Banken und Finanzberater überhaupt nicht lustig, denn damit geht eine ihrer Haupteinnahmequellen verloren: Produktprovisionen, die beim Kauf anfallen und Trading-Gebühren sowohl bei Kauf als auch bei Verkauf.

3 .13 Die Besteuerung von Fondsanlagen in Deutschland

»Was ist schlimmer als Steuern zahlen? Keine Steuern zahlen zu müssen.«90

Larry Swedroe, Forschungsdirektor des großen US-Vermögensverwalters

Buckingham Asset Management, Finanzbuchautor

Die Besteuerung von Wertpapieranlagen (einschließlich Investment-

fondsanteilen) hat einen großen Einfluss auf den Nachsteuerertrag, und

dieser ist es, der letztlich für den Anleger zählt. Tabelle 32 fasst die derzeit

gültigen steuerlichen Regeln für Privatanleger in Deutschland in knap-

90 Denn das hieße im Falle von Vermögensanlagen, dass man entweder kein Einkommen

aus seinen Vermögensanlagen erzielt hat oder kein Vermögen besitzt oder steuerunehrlich ist (und damit dem Risiko der Strafverfolgung ausgesetzt ist). Alle drei Szenarien sind unattraktiver als Steuern zu zahlen.

© Campus Verlag GmbH

per Form zusammen, lässt jedoch zahlreiche wichtige Detail- und Aus-

nahmeregelungen aus, beispielsweise Untergrenzen für die Einkommen-

steuererhebung (Nichtveranlagungsgrenzen). Die Tabelle soll nur einen

ersten Überblick liefern und kann die detaillierte Beratung durch einen

Steuerberater nicht ersetzen. Weil ein Eigenheim oder eine vermietete

Immobilie für viele Wertpapieranleger eine realistische Investmentalter-

native ist, haben wir Eigenheime und Mietimmobilien in den Vergleich

miteinbezogen.

Die »Logistik« der Steuererhebung wird im Falle von Wertpapier- und

Fondsanlagen häufig wesentlich komplizierter, wenn sich die Depotstelle

des Anlegers im Ausland befindet, obwohl grundsätzlich dieselben steu-

erlichen Regeln gelten.

Die Abgeltungsteuer hat Aktienbesitz in Bezug auf realisierte Kursge-

winne für Investments, die nach dem 31.12.2008 erworben wurden, im

Vergleich zu anderen Anlagen (z.B. Eigenheimen und Vermietungsim-

mobilien) und relativ zur vorher bestehenden Regelung weniger attraktiv

gemacht. Kursgewinne bei »Altanlagen« (Kauf vor 1.1.2009) bleiben wei-

terhin steuerfrei, egal wann sie realisiert werden. Wie in Abschnitt 3.12

gezeigt, kann die effektive Steuerlast aus der Abgeltungsteuer bei Aktien

und Aktienfondsanlagen durch langfristiges Buy and Hold stark redu-

ziert werden. Dieser Vorteil wird von vielen Anlegern unterschätzt oder

ist ihnen überhaupt nicht bewusst. Bei zinstragenden Anlagen ist die Ab-

geltungsteuer im Vergleich zur Regelung vor 2009 günstiger.

Bei den meisten Privathaushalten dürften laufende Einkünfte aus Kapi-

talmarktanlagen (Zinsen, Dividenden) einem niedrigeren Grenzsteuersatz

unterliegen als Mieteinkünfte aus vermieteten Immobilien (persönlicher

Einkommensteuersatz), insbesondere wenn man berücksichtigt, dass bei

dieser Analyse der Grenzsteuersatz und nicht der Durchschnittsteuersatz

zur Anwendung kommen muss. Der vielfach von »Immobilienfans« ge-

hörte Einwand, dass man bei Vermietungsimmobilien auch Schuldzinsen

und AfA steuerlich absetzen könne, ist nur teilweise gültig, denn diese Ab-

setzungsmöglichkeit trifft auf die Immobilien in offenen Immobilienfonds

und REITs-Fonds ebenso zu. Dort unterliegen die laufenden Einkünfte

(Mieterträge) beim Privatanleger dennoch nur der Abgeltungsteuer und

nicht dem üblicherweise höheren persönlichen Grenzsteuersatz.

© Campus Verlag GmbH

Tabelle 32: Die Besteuerung von Einkünften aus Fondsanteilen im Privatvermögen

natürlicher Personen – Überblick (Stand April 2015)

Steuerlicher Sachverhalt

Erläuterung

Generelle Annahmen: Der Steuerzahler ist eine in Deutschland ansässige, unbeschränkt steuerpflichtige natürliche Person. Die Vermögenswerte liegen im Privatvermögen (nicht Betriebsvermögen) dieser Person. Das Bankdepot bzw. die Immobilie befinden sich im Inland.

Im Folgenden bezieht sich die Bezeichnung »Fonds«, wo nicht abweichend angegeben, auf »UCITS-Fonds« (deutsch »OGAW-Fonds«) gemäß Kapitalanlagengesetzbuch (KAGB). Das trifft normalerweise auf al e legal in der EU an Privatanleger vertriebenen offenen Investmentfonds zu, einschl. ETFs. Diese Fonds werden oft auch als (offene) »Publikumsfonds« bezeichnet. Offene Immobilienfonds sind keine UCITS-Fonds, unterliegen für Privatanleger in Deutschland aber im Wesentlichen der gleichen Besteuerung. »Geschlossene Fonds« werden grundsätzlich anders besteuert. Mit »Abgeltungsteuer« ist nachfolgend (in Abweichung von der gesetzlichen Definition), die *Summe* aus eigentlicher Abgeltungsteuer (Kapitalertragsteuer), Solidaritätszuschlag und (ggf.) Kirchensteuer gemeint.

(a) Einkommensteuer: Zinsen-, Dividenden- und realisierte Kursgewinneinkünfte aus Fondsanteilen, normalen festverzinslichen Wertpapieren (z.B. Staatsanleihen) und verzinslichen Geldguthabenanlagen[1]

Abgeltungsteuersatz,

• Nicht realisierte »Buchgewinne« sind nicht steuerbar.

wesentliche steuerliche

• 26,375% Abgeltungsteuer auf Einkünfte aus Kapitalvermögen, das sind *realisierte* Kursge-Grundsachverhalte

winne, Dividenden, Zinsen.

• Realisierte Kursgewinne heißt »realisiert auf der Ebene des Privatanlegers«, z.B. durch Verkauf von Fondsanteilen (vgl. weiter unten »Besonderheiten von Fonds«). Kursgewinne (»Veräußerungsgewinne«) sind der Verkaufspreis minus Kaufpreis (inkl.

Ausgabeaufschlag).

• Sog. »Zwischengewinne« (nur bei Anleihenfonds) sind aufgelaufene Zinsen, die bei Kauf oder Verkauf noch nicht formal festgestellt sind. Beim Kauf sind Zwischengewinne steuerlich als negativer Ertrag abzuziehen. Beim Verkauf sind Zwischengewinne zu versteuern.

• Der Steuersatz besteht aus 25,0% Kapitalertragsteuer + Solidaritätszuschlag (5,5% ×

25,0% = 1,375%). Sofern Kirchensteuer dazukommt, erhöht sich der Gesamtsteuersatz auf

27,819% (bei 8% Kirchensteuer) oder 27,995% (bei 9% Kirchensteuer).

• Es gilt das »Zuflussprinzip«: Steuerpflichtige Kapitalerträge werden in dem Kalenderjahr versteuert, in dem sie zugeflossen sind (nicht notwendigerweise, wann sie »ursprünglich« entstanden sind). Bei thesaurierten Dividenden ist das das Geschäftsjahresende des Fonds.

Abgeltungsteuerverfahren

Im Prinzip erfolgt die Steuerzahlung »an der Quelle« in »abgeltender« Form, sodass beque-merweise keine Berücksichtigung der betreffenden Einkünfte in der persönlichen Einkom-

menssteuererklärung mehr notwendig ist. Leider ist die Realität in den meisten Fäl en nicht so einfach, weil viele Konstellationen existieren, in denen das Abgeltungsteuerverfahren nicht funktioniert oder Nachteile für den Anleger produziert, die erst wieder über die Steuererklärung korrigiert werden müssen.

»Altfälle«

Bei Aktien, Staatsanleihen und Fondsanteilen, die vor dem 1.1.2009 angeschafft wurden, bleiben realisierte Kursgewinne auch in Zukunft

steuerfrei.

Besonderheiten bei Fonds

• Bei offenen Fonds ist es für die Besteuerung im Wesentlichen unbeachtlich, ob Dividenden, Zinsen oder Mieterträge an den Fondsanleger ausgeschüttet oder ob sie thesauriert

werden (Zuflussfiktion, »ausschüttungsgleiche Erträge«).

• Mieterträge bei Immobilienfonds (offene Immobilienfonds, REITs-Fonds) unterliegen bei Privatpersonen einer im Al gemeinen günstigeren Besteuerung als Mieterträge aus Di-rektinvestitionen in Immobilien (Abgeltungsteuersatz von 25,0% versus persönlicher

Einkommensteuersatz).

Grundprinzipien einer überlegenen Anlagestrategie: Indexing 267

© Campus Verlag GmbH

Steuerlicher Sachverhalt

Erläuterung

• *Innerhalb* eines Fonds realisierte Kursgewinne sind steuerlich irrelevant (›kleines Fondspri-vileg«) – Ausnahme: Wenn diese Kursgewinne ausgeschüttet werden, was jedoch selten

vorkommen dürfte.

Steuereinbehalt bei Banken

Die Steuer wird bei deutschen Banken und anderen inländischen Depotstellen für im Inland (Depotstellen)

(DE) ansässige, unbeschränkt steuerpflichtige Privatpersonen direkt einbehalten (Abgeltungsteuerverfahren). Im »Idealfal « sollte damit die Notwendigkeit entfal en, diese Einkünfte in der persönlichen Einkommensteuererklärung berücksichtigen zu müssen. Al erdings ist dieser Idealfall oft nicht gegeben.

Individuelle Veranlagung

Liegt der persönliche Einkommensteuersatz niedriger als 25,0%, kann auf Antrag eine jährliche Steuerherabsetzung erreicht werden (»Günstigerprüfung«).

Freibeträge

Freibetrag für Zinsen, Dividenden und laufende Erträge aus Fondsanteilen zusammen € 801

(»Sparer-Pauschbetrag«)

p.a. pro Steuerzahler (€ 1 602 bei Verheirateten). Der Freibetrag wird insgesamt nur einmal für al e Einkünfte aus Kapitalvermögen gewährt.

Steuerlich abzugsfähige Be-

Bankkosten und Schuldzinsen, die bei der Finanzierung abgeltungsteuerpflichtiger Anlagen träge (Werbungskosten)

anfal en, können nicht steuerlich als »Werbungskosten« in Abzug gebracht werden. Das gilt im Normalfal auch für die Beratungskosten eines Finanzberaters und für den Zinsaufwand bei (partiell) fremdfinanzierten selbstgenutzten Wohnimmobilien.

Spezialfall ausländische

Bei im Ausland (z.B. Luxemburg oder Irland) ansässigen (»domizilierten«) Fonds (nicht gleich-thesaurierende Fonds

bedeutend mit im Ausland *investierenden* Fonds) unterliegen die thesaurierten laufenden Er-träge (Dividenden, Zinsen) genauso wie bei deutschen Fonds als »ausschüttungsgleiche Er-träge« der Abgeltungsteuer. Diese muss – anders als bei deutschen Fonds – jährlich über die Einkommensteuererklärung (im »Veranlagungsweg«) erklärt und gezahlt werden. Das gilt

auch wenn diese Fondsanteile in einem Depot in Deutschland gehalten werden. Beim späte-

ren Verkauf der Fondsanteile, möglicherweise Jahre später, wird es zu einer Doppelbesteuerung kommen, sofern der Anleger anhand seiner früheren Steuerbescheinigungen nicht nachweisen kann, dass er diese damaligen Erträge bereits versteuert hat (daher Steuererklärungen aufbewahren). Dieser logistische Aufwand kann vermieden werden, indem man bei Auslands-fonds nur ausschüttende Fonds wählt. Diese haben al erdings den Nachteil, dass die Reinvestition der Erträge zu höheren Transaktionskosten führt oder die Ausschüttung zum »Konsum verführt« und damit die Vermögensbildung beeinträchtigt.

Ausländische Quel ensteuern • Ausländische Quellensteuern auf Zinseinkünfte (z.B. im Fal ausländischer Anleihen) sind bei Fonds

in den meisten »Quellenstaaten« (dort wo die einzelnen Investments des Fonds lokali-

siert sind) niedriger als diejenigen auf Dividenden. Das gilt insbesondere für Quellenstaaten innerhalb der EU, wo in vielen Fäl en keine Quellensteuern mehr auf Zinszahlungen an Steuer ausländer (Privatanleger) erhoben werden.[1]

• Generell sind quellensteuerliche Sachverhalte vergleichsweise komplex. In Kommer 2015

findet eine detail ierte Auseinandersetzung mit Quellensteuern auf Dividenden innerhalb von Aktienfonds statt. Besonders kompliziert wird der quellensteuerliche Umstand, wenn

sich das Wertpapierdepot des deutschen Fondsanlegers im Ausland befindet. Umgekehrt

bedeutet eine Depotstel e (typischerweise eine Bank) im Inland (DE) – was ja für die Leser dieses Buches der Regelfal sein dürfte – eine deutliche Vereinfachung.

• Die aus Steuerzahlersicht beste Konstel ation ist, wenn der Fonds selbst eine sog. »Abkommensberechtigung« für möglichst viele Quellenstaaten nach dem jeweiligen Doppelbesteu-

erungsabkommen (DBA) zwischen dem Fondsdomizil and und dem Quellenstaat besitzt.

Dann kann der Fonds die in dem DBA gewährten quellensteuerlichen Vergünstigungen quasi

für den Fondsanleger wahrnehmen. Für ein global diversifiziertes Aktienportfolio, das Investments in über 45 Quellenstaaten umfassen kann, ist das ein nennenswerter Vorteil.

© Campus Verlag GmbH

Steuerlicher Sachverhalt

Erläuterung

Eine Untersuchung des Autors (Kommer 2015) hat ergeben, dass in Irland domizilierte Fonds (einschl. ETFs) vor dem Hintergrund der Anfang 2015 gültigen DBA-Rechtslage in Bezug

auf »Quellensteuereffizienz« deutschen und luxemburger Fonds in den typischen Konstel-

lationen tendenziell überlegen sind. Soweit ein Fonds unter dem DBA seines Ansässigkeitsstaates und dem jeweiligen Quellenstaat abkommensberechtigt ist, kommt es von Vornhe-

rein nur zur Erhebung eines ermäßigten Quellensteuersatzes auf Dividenden (zumeist 15%, statt bis zu 35% im Fal e einer fehlenden Abkommensberechtigung des Fonds). Diese 15%

werden von einer deutschen Anlegerdepotstelle auf die deutsche Abgeltungsteuer von 25%

angerechnet, sodass keine Doppelbesteuerung erfolgt. Sofern der Fonds nicht selbst ab-

kommensberechtigt ist, dürfte dies hingegen bei einigen Quellenstaaten eine »unnötige«

Besteuerung auslösen, wenn diese Quellenstaaten einen normalen Quellesteuersatz von

über 25% aufweisen. Das il ustrieren wir am Bespiel USA: Dort besteht der normale Quel ensteuersatz auf Dividenden von 30%. Die Dividendenrendite des MSCI USA im Durchschnitt

der vergangenen fünf Jahre betrug 2,4% (d.h. 30% von 2,4% sind 0,72%). Die inländische

Anlegerdepotstel e wird normalerweise »automatisch« 25% von diesen 30% Quel ensteuern

auf die Abgeltungsteuerschuld des Anlegers anrechnen. Eine Erstattung der restlichen 5%

(die nach dem DBA Deutschland-USA grundsätzlich möglich wäre) setzt einen Antrag des

Anlegers bei den US-Steuerbehörden voraus. Dieser Antrag bedeutet jedoch beträchtlichen bürokratischen Aufwand und wird bei (Index-)fondsanlegern praktisch nie erfolgen.

• Sofern der Fonds keine eigene Abkommensberechtigung besitzt (aber die Anlegerdepot-

stel e in Deutschland ist), wird die Depotstel e (Bank) im Normalfall die Quel ensteuer bis zur Höhe von 25% anrechnen. Was darüber hinausgeht, dürfte typischerweise verloren

sein (siehe voriger Absatz).

Spezialfall ausländische

Swap-ETFs (siehe Abschnitt 3.2) haben quellensteuerliche Nachteile, die al erdings in den Fi-Swap-ETFs

nanzmedien und den Produktinformationen der Fondsgesellschaften sehr selten und wenn,

dann oft falsch angesprochen werden. Diese relativ komplexen Nachteile werden in Kommer 2015 erläutert. Generell ist von Swap-ETFs eher abzuraten.

Verlustverrechnungsmög-

Verluste aus der Veräußerung von Fondsanteilen (Ausnahme »Altfäl e« siehe weiter oben)

lichkeiten

können mit sämtlichen positiven Kapitalerträgen (also sämtlichen Arten von Einkünften aus Kapitalvermögen nach § 20 EStG) innerhalb eines Steuerjahres verrechnet werden. Hier besteht ein relativ wichtiger Vorteil zu Direktanlagen in Aktien: Bei Direktanlagen (Aktien) können Veräußerungsverluste nur mit Gewinnen aus den Aktiengeschäften verrechnet werden.

In einem bestimmten Steuerjahr nicht genutzte Verluste können unbegrenzt in die Zukunft vorgetragen werden. Unter sehr restriktiven Bedingungen können Verluste aus anderen Ein-

kunftsarten auf Einkünfte aus Kapitalvermögen angerechnet werden (hier ist der Rat eines Steuerberaters zu suchen).

Steuerliche »Verbrauchsfol-

Beim Verkauf von Wertpapieren der gleichen »Gattung« (also z.B. Anteilen an ein und dem-geregelung« bei Verkäufen

selben ETF) gelten die zeitlich zuerst angeschafften Wertpapiere als zuerst veräußert (Fi-fo-Methode: First in – first out). Die Fifo-Methode wird auf Depotebene (auch »Unterde-

pots«) angewandt – also nicht auf »Anlegerebene«. Unterhält ein Anleger mehrere Depots, ist es damit möglich, die dem steuerlichen Bestandsschutz unterliegenden »Vor-2009-Altbe-stände« (Altfäl e, siehe oben) von den nicht diesem Bestandsschutz unterliegenden neueren Fondsanteilen zu separieren. So kann eine ungewollte »vorzeitige Veräußerung« der Altbe-stände vermieden oder gezielt Verluste aus den ab 2009 angeschafften Anteilen in ein bestimmtes Jahr gelegt werden.

Depot(s) im Ausland

Wie oben schon erwähnt, ist auch in dieser Konstellation besondere Sorgfalt geboten, weil das Abgeltungsteuerverfahren (Besteuerung an der Quelle) im Ausland naturgemäß nicht angewendet wird (keine deutsche Steuerhoheit). Diese Erträge müssen in der Steuererklärung angegeben werden.

© Campus Verlag GmbH

Steuerlicher Sachverhalt

Erläuterung

Kapital ebensversicherungen Im Al gemeinen ist von konventionellen deutschen Lebensversicherungen als Vermögensan-oder private »aufgeschobene lage, trotz der unten dargestellten Steuervorteile, abzuraten (siehe Abschnitt 5.5). »Altver-Rentenversicherungen«

träge«, die vor dem Jahr 2005 abgeschlossen wurden, werden nachfolgend nicht erläutert. Sie unterliegen einer abweichenden Besteuerungsregelung.

(a) Erlebensfal :

• Der Renditeanteil in der Versicherung unterliegt nur zur Hälfte dem persönlichen Einkommensteuersatz, sofern insbesondere folgende Bedingungen erfüllt sind: (a) Laufzeit min-

destens 12 Jahre, (b) Erlebensfal (Auszahlung) nach Vol endung des 62. Lebensjahres der versicherten Person, (c) »nennenswertes biometrisches Risiko« ist Teil des Vertrags (Todesfal absicherung). Da der persönliche Grenzsteuersatz zum Zeitpunkt des Erlebensfal s einschl. SolZ aus heutiger Sicht unter 50% liegt, besteht hier ein Steuervorteil im Vergleich zu einer konventionellen Depotlösung.

• Erfolgt eine vorzeitige Vertragskündigung, auch Teilkündigung vor Ablauf von 12 Jahren oder vor Vol endung des 62. Lebensjahrs unterliegt 100% des im Kündigungsbetrag enthaltenen Renditeanteils der Abgeltungsteuer.

• Bei fondsgebundenen Lebensversicherungen fal en thesaurierte Dividenden an. Diese

unterliegen während der gesamten Vertragslaufzeit – wie auch realisierte Wertsteige-

rungen von Wertpapierverkäufen – auf der Ebene des Versicherungsunternehmens kei-

ner laufenden Besteuerung (vgl. Abschnitt 3.12). Dies ist ein zusätzlicher Steuervorteil (Barwertvorteil).

(b) Todesfall

• Im Todesfall der versicherten Person ist der Renditeanteil der gesamten Auszahlung auf der Ebene des Begünstigten nicht einkommensteuerpflichtig. Dass bei einer Todesfal -

leistung Erbschaftsteuern anfal en, ist in einer vergleichenden Perspektive unbeachtlich, denn die Vererbung eines Wertpapierdepots würde die gleiche Erbschaftsteuer auslösen.

Eingesparte Miete bei

• Steuerfrei.

Selbstnutzung einer

• Keine Anrechenbarkeit von investmentbezogenen Schuldzinsen bei selbstgenutzten

Wohnimmobilie

Wohnimmobilien.

• Bei Sanierung oder Modernisierung selbstgenutzter, denkmalgeschützter Immobilien ist ein gewisser steuerlicher Sonderausgabenabzug (Afa) möglich.

Realisierte Wertsteigerun-

(a) Selbstgenutzte Wohnimmobilie: Keine Besteuerung, sofern ausschließliche Nutzung zu eigen bei Immobilien

genen Wohnzwecken im Jahr der Veräußerung und in den beiden vorangegangen Jahren. Bei

durchgehender Selbstnutzung zwischen Kauf und Verkauf keine Fristbeachtung erforderlich.

(b) Bei nicht selbstgenutzter Wohnimmobilie (Vermietungsimmobilien) Wertsteigerung

nach 10 Jahren steuerfrei. Vor Ablauf von 10 Jahren unterliegt der Gewinn dem individuel en Einkommensteuersatz.

Gold und andere physische

Ebenso Fonds, die vol mit physischen Edelmetal en besichert sind: Besteuerung zum indivi-Edelmetallbestände

duellen Einkommensteuersatz im Rahmen von § 23 EStG (private Veräußerungsgeschäfte).

Nach einer Haltedauer von einem Jahr ist der Gewinn steuerfrei.

(b) Erbschaftsteuer und Schenkungsteuer, sonstige Steuern

Bei Wertpapieren, Fondsan-

Erbschaftsteuer und Schenkungsteuer sind weitgehend, aber nicht vol ständig identisch. Schen-teilen und vermieteten

kungsteuersätze liegen zwischen 7% und 50% je nach Verwandtschaftsgrad und vererbtem

Wohnimmobilien

Wert des Erbes. Die Steuer ist vom Erben zu zahlen (nicht vom Erblasser oder aus der Erbsache selbst, wie in manchen anderen Ländern); es bestehen relativ hohe Freibeträge, sodass wohl in der Mehrzahl al er Erbfäl e, sofern »innerhalb der Familie« und bei gering bis normalvermögenden Haushalten, keine oder nur eine sehr niedrige steuerliche Belastung erfolgt (z.B. Freibetrag für Ehepartner € 500 000., für jedes Kind € 400 000.). Jedoch nennenswerte Steuerbelastung bei Neffen, Nichten oder Geschwistern und hohe Steuerbelastung bei Nichtverwandten.

© Campus Verlag GmbH

Steuerlicher Sachverhalt

Erläuterung

Bei selbstgenutzten

Bei Vererbung an Ehepartner Steuerfreiheit, sofern dieser mindestens 10 weitere Jahre in der Wohnimmobilien

Immobilie verbleibt; bei Vererbung an Kinder Steuerbefreiung, sofern Selbstnutzung für weitere 10 Jahre und Immobilie nicht größer als 200 qm (dann nur Immobilienanteil, der über 200 qm hinausgeht, steuerpflichtig). Schenkung des »Familienwohnheims« an den Ehegat-ten steuerfrei.

Grunderwerbsteuer bei

3,5% bis 6,5%, je nach Bundesland, einmalig auf notariellen Kaufpreis einer Immobilie.

Immobilien

Grundsteuer bei Immobilien

Vari ert von Gemeinde zu Gemeinde; ca. 0,1% p.a. oder weniger des Marktwertes der

Immobilie.

Vermögensteuer

Ein Vermögensteuergesetz existiert zwar, darf aber seit 1997 gem. BVerfG-Urteil nicht mehr angewandt werden.

[1] Bei Quellensteuern ist die Unterscheidung zwischen dem »normalen Quellensteuersatz«, der unabhängig von der Existenz eines etwaigen DBAs gilt, und von dem günstigeren (niedrigeren) DBA-Quellensteuersatz wichtig. Letzterer kann nur in Anspruch genommen werden, wenn das Steuersubjekt unter dem DBA »abkommensberechtigt« ist.

Der wichtigste steuerliche Vorteil selbst genutzter Wohnimmobilien ge-

genüber Kapitalmarktanlagen besteht darin, dass die eingesparte Netto-

miete91 (also der »laufende Ertrag« eines Eigenheims) im Gegensatz zu den

laufenden Erträgen bei Kapitalmarktanlagen und Sparguthaben steuerfrei

ist. Historisch hat dieser Vorteil, insbesondere bei teilweise kreditfinan-

zierten Eigenheimen, jedoch die höheren Vor- und Nachsteuerrenditen

von Kapitalmarktanlagen in den meisten relevanten Zeiträumen nicht

ausgleichen können.

Die Abgeltungsteuer für Fondsanlagen wird in den folgenden vier kos-

tenlosen Broschüren gut und detaillierter als in diesem Abschnitt erläu-

tert. Die Broschüren sind im Internet zum kostenlosen Download in der

jeweils aktuellsten Version verfügbar (googeln Sie die angegebenen Titel):

• Deutsche Bank – Merkblatt für den inländischen Steuerzahler.

• Allianz – Informationen für Privatanleger. Investmentfonds und

Steuern.

91 Brutto(kalt)miete abzüglich werterhaltender Instandhaltungskosten, umgelegter Kauf-

und Verkaufskosten, Versicherung, Grundsteuer und (ggf.) Abgaben an die Gemeinde.

Dagegen müssen Ausgaben für Elektrizität, Energie, Wasser, Abwasser, Müllentsorgung

usw. nicht berücksichtigt werden, denn diese fallen im Mietfall ebenso an.

Grundprinzipien einer überlegenen Anlagestrategie: Indexing 271

© Campus Verlag GmbH

• Deka Investmentfonds – Die Abgeltungsteuer. Alles Wissenswerte im

Überblick.

• BVI – Investmentfonds und Abgeltungsteuer. Praktische Hinweise für

Privatanleger.

272 Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs

© Campus Verlag GmbH

4 So bilden Sie Ihr persönliches

Indexing-Portfolio (»Weltportfolio«)

In diesem Kapitel stellen wir die wichtigsten Bauelemente vor, die Sie zum

Aufsetzen eines persönlichen Indexing-Portfolios brauchen. Tabelle 33

fasst fünf Grundprinzipien zusammen, die sowohl Aufbau als auch Um-

setzung (»Betrieb«) eines Buy-and-Hold-Indexing-Portfolios bestimmen,

wie es in diesem Kapitel vorgestellt wird.

4 .1 Ihre Asset-Allokation bestimmen –

das Weltportfoliokonzept

»Risikotoleranz ist ein Maß dafür, welche Preisschwankungen

und welchen Wertverlust Ihrer Anlagen Sie ertragen können,

bevor Sie Ihr Verhalten ändern.«

Rick Ferri, Geschäftsführer von Portfolio Solutions LLP,

$1,4 Mrd. Kundengelder

Dieser Abschnitt möchte Sie in die Lage versetzen, diejenige konkrete

Asset- Allokation – das Kernstück Ihres Indexing-Ansatzes – festzulegen,

die für Sie persönlich richtig ist.

Wer seine Asset-Klassen-Allokation (oder kurz »Asset-Allokation«)

festlegen will, muss zuallererst seine Risikotoleranz (genauer »Risikotra-

gekapazität«) richtig einschätzen. Hierzu gilt es das folgende zu beachten:

»Regel Nr. 1« in Sachen Risikosteuerung lautet wie folgt: Der Risikograd

eines Anlegerportfolios (der den persönlichen »Risikowunsch« des An-

legers widerspiegelt) wird nicht über die Zusammensetzung des risikobe-

hafteten Portfolioteils (also des Aktienteils) gesteuert, wie traditionell und

falsch von Banken empfohlen, sondern durch das prozentuale Verhältnis

der zwei Grundbestandteile eines Portfolios: (a) der risikobehaftete Teil

und (b) der »risikofreie« Teil (siehe Abschnitt 3.11). »Risikofreie« Anlagen

© Campus Verlag GmbH

Tabelle 33: Die fünf Grundprinzipien für rationales passives Investieren bei

Privatanlegern

Grundprinzip

Anmerkung

Einfachheit

Ein Investmentansatz, der nicht einfach ist, hat nur geringe Chancen langfristig, das heißt über 20 Jahre und mehr, von einem Privatanleger durchgehend befolgt zu werden. Indexing ist die einfachste aller Anlagestrategien.

Disziplin und

Indexing braucht Stetigkeit und Disziplin (konsequentes Dabeibleiben und Kurshalten). Generell **Stetigkeit**

gilt: Eine Anlagestrategie, die oft gewechselt oder modifiziert wird, kann ihre Stärken nicht oder nur durch Zufal ausspielen. Zudem verursachen fortwährende Änderungen renditeschädliche Kosten und Steuern.

Transparenz

Transparenz der Anlageprodukte ist inhärent wertvol – sie hilft Fehler und Missverständnisse zu vermeiden und die Identifikation des Anlegers mit dem Anlageansatz zu steigern. Die in diesem Buch empfohlenen Anlageprodukte sind an Transparenz nicht überbietbar.

Konsequenter Konzentration auf die drei wichtigsten Einflussfaktoren für Risiko und Rendite Ihres Portfolios: **Fokus**

(a) Asset-Al okation, (b) niedrige Kosten und (c) keine legal vermeidbaren Steuern.

Konsequentes Erfolgreich Vermögen bilden heißt mehr als al es andere: Fehlervermeidung. Die zwei größten **Vermeiden**

Fehler, die Anleger machen können sind das Betreiben von (a) Wertpapier-Selektion (auch Stock Picking genannt) und (b) Market Timing (das taktische »Rein und Raus« oder Über- und Untergewichten von bestimmten Märkten, Branchen, Sektoren etc. im Zeitablauf).

sind beispielsweise Geldmarktfonds (in Euro) oder Staatsanleihen der

Bundesrepublik Deutschland mit einer Laufzeit von längstens ca. zwei

Jahren92. Das »Weltportfolio« eines sehr risikofreudigen Anlegers würde

dann beispielsweise die beiden Hauptkomponenten »risikobehaftet« und

»risikofrei« in einer Gewichtung von 80% zu 20% enthalten, während ein

stark risikoscheuer (»risikoaverser«) Anleger sich für eine Portfolioauftei-

lung mit 20% »risikobehaftet« und 80% »risikofrei« entscheiden könnte.

Der risikobehaftete Teil ist aber für beide im Prinzip gleich, d.h. setzt sich

aus den gleichen Teilkomponenten zusammen. Auch der Mindestanlage-

horizont und die Liquiditätspräferenz eines Anlegers (beides hängt eng

zusammen) werden ganz einfach über das Gewicht der »risikofreien« An-

lage im Weltportfolio festgelegt – bzw. umgekehrt. Im Folgenden gehen

wir hierauf etwas genauer ein.

Tabelle 34 vermittelt einen Anhaltspunkt, wie unter Berücksichti-

gung des maximalen geschätzten jährlichen Verlustes und des Anlage-

horizonts das Weltportfolio-Mischungsverhältnis aus risikobehafteter

92 Sofern es sich um inflationsindexierte Anleihen handelt, kann die Laufzeit auch bis zu rund sechs Jahren betragen.

© Campus Verlag GmbH

Tabelle 34: So ermitteln Sie Ihre Weltportfoliomischung mit Blick auf die

Mischung aus risikobehaftetem und »risikofreiem« Portfolioteil

Hohe Risiko- und hohe Renditeerwartung ← → **Niedrige Risiko- und niedrige Renditeerwartung**	Portf.	Portf.	Portf.	Portf.	Portf.	Portf.	Portf.	Portf.	Portf.	Portf.	Portf.

1

2

3

4

5

6

7

8

9

10

11

Anteil »risiko-

0%

10%

20%

30%

40%

50%

60%

70%

80%

90%

100%

freie« Anlage

Anteil »risikobe-

100%

90%

80%

70%

60%

50%

40%

30%

20%

10%

0%

haftete« Anlage

Max. hist. kumul. –54% –50% –45% –41% –35% –30% –24% –18% –11% –4% –1%

Verlust, real[1]

Historische Ren-

10,3% 9,8% 9,2% 8,6% 8,0% 7,4% 6,6% 5,8% 5,0% 4,2% 3,3%

dite, real[2]

p.a.

p.a.

p.a.

p.a.

p.a.

p.a.

p.a.

p.a.

p.a.

p.a.

p.a.

p.a.

Langfristige

reale erwartete

7,2% 6,7%

6,1% 5,5% 5,0% 4,4% 3,8% 3,3% 2,7% 2,2% 1,6%

Rendite (Zu-

p.a.

p.a.

p.a.

p.a.

p.a.

p.a.

p.a.

p.a.

p.a.

p.a.

p.a.

kunft)[3]

Mindestanla-

gehorizont in

11

10

9

8

7

6

4

3

2

2

0

Jahren[4]

Ohne Steuern und Kosten. ► Datenquellen für das Weltportfolio siehe Abschnitt 4.3. Datenquelle für die »risikofreie« Anlage: Jährlicher Durchschnitt aus deutscher Geldmarktrendite (3-Monatsgeld) und RexP-Index (mittelfristige deutsche Staatsanleihen). Beide Datenreihen stammen von der Bundesbank. Alle hier angegebenen Renditen sind geometrische Durchschnitte. ► [1] Historischer maximaler kumulativer Verlust im Zeitraum 1975 bis 2014. Speziell zu Portfolio 11 vgl.

hierzu Abschnitt 1.10. ► [2] Zeitraum 1975 bis 2014. ► [3] Erwartete inflationsbereinigte Durchschnittsrendite in den kommenden ca. 30 Jahren – vor Kosten und Steuern. ► [4] Es wird unterstellt, dass der Ertragsanteil des Portfolios (Dividenden und Zinsen nach Steuern) vom Anleger in das Portfolio reinvestiert wird (es finden keine Entnahmen statt). Sofern diese Annahme nicht zutrifft, ist näherungsweise jede Jahresangabe in dieser Zeile um zwei Jahre zu erhöhen (Ausnahme: Portfolio 11).

Anlage und »risikofreier« Anlage aussehen könnte. Dabei ist zu berück-

sichtigen, dass die Zukunft nicht zwangsläufig so aussehen wird wie

die Vergangenheit. Unter besonders ungünstigen, aber vermutlich sehr

selten auftretenden Umständen kann der maximale Verlust auch höher

ausfallen und die Rendite in Zukunft auch niedriger. Mit anderen Wor-

ten, die Zahlen suggerieren eine Genauigkeit, die in Wirklichkeit nicht

besteht. Außerdem enthalten sie keine Abzüge für Transaktionskosten

© Campus Verlag GmbH

und Steuern (die aber für passive Anleger stets deutlich niedriger sind

als für aktive Anleger).

Die für die Zukunft erwartete reale Rendite in Tabelle 34 ist deswegen

niedriger ausgewiesen als die historische Rendite, weil die erwartete Rendite

einen konservativen Abschlag beinhaltet. Dieser Abschlag ist notwendig, weil

(a) die historischen Aktienrenditen Bewertungsgewinne enthalten, die sich

in Zukunft vermutlich so nicht wiederholen werden, und weil (b) Staatsan-

leihen in den vergangenen 40 Jahren – verglichen mit z.B. den Zahlen für

die 20 Jahre vor 1970 – weit überdurchschnittlich hoch rentierten. Das hat

mit dem ab Anfang der 80er Jahre in seiner Dauer und Intensität historisch

einmaligen Zinsrückgang zu tun (sinkende Zinsen führen zu Kursgewinnen

bei Anleihen). Reale Anleiherenditen werden in den kommenden 30 Jahren

niedriger sein, weil die Zinsen ganz einfach nicht mehr im gleichen Maße

fallen können. Dennoch: Niemand kennt die Zukunft, auch der Autor nicht,

doch die Abschläge bei al en Asset-Klassen erscheinen aus konservativer Sicht

angemessen. In der einschlägigen Literatur werden erwartete Renditen der

wichtigsten Asset-Klassen zum Teil noch niedriger angegeben. Auch hier

gilt, wie bei allen Schätzungen: Vorsicht ist die Mutter der Porzellankiste.

Ein paar historische Beispiele mögen einen Eindruck vermitteln, wie

es im schlimmsten Fall kommen kann:

• Der Aktien-Crash von 1929 bis 1932 (für den gegenüber Portfolio 1 weit

weniger diversifizierten S&P-500-Index) hat die in Tabelle 34 für das

Weltportfolio genannten maximalen Verluste noch überschritten. Der Crash zog sich über sieben Jahre hin (bis das Vor-Crash-Indexniveau wieder erreicht war) und führte zu einem Rückgang des S&P 500 um real etwa 79 Prozent (in US-Dollar). Mangels Daten wissen wir nicht genau, wie die oben dargestellten, besser diversifizierten Portfolios damals performt hätten.

• Im Technologieaktien-Crash von Anfang 2000 bis März 2003 betrug der maximale kumulative Verlust des MSCI World Index im März 2003 –57%, der des MSCI Emerging Markets –51% und der des DAX –70% (in Euro, real).

• Im Finanz-Crash 2008/2009 lagen diese Zahlen bei –60% (MSCI World), –57% (MSCI Emerging Markets) und –56% für den DAX.

© Campus Verlag GmbH

• Für das oben ausgewiesene Portfolio 1 betrugen die realen kumulativen Verluste im Technologieaktien-Crash –39% und im Finanz-Crash 2008/2009 –54%.

Wer glaubt, nur Aktien seien risikoreich, der täuscht sich: Gold brach ab

Februar 1980 bis Oktober 2000 über 20 Jahre hinweg real um 82% ein

(in USD), bevor der Preis wieder anstieg. Wer Anfang der 90er Jahre ein

durchschnittliches Eigenheim in Deutschland erwarb und es mit der ty-

pischen 75-Quote fremdfinanzierte, verlor in der Spitze real um die 60%

auf sein eingesetztes Eigenkapital93.

Die vorgenannten Beispiele zeigen, dass man mit hohen Aktienquoten

im Gesamtportfolio gute Nerven braucht. Diese werden aber auf lange

Sicht mit überlegenen Aktienrenditen belohnt. Wer diese Risikotoleranz

nicht hat – und das sind wir praktisch alle (einschließlich des Autors) –,

der ist mit einem der gemischten, risikoärmeren Gesamtportfolios bes-

ser bedient. Mit diesen kann man den Risikograd stufenlos nach unten

reduzieren. Etwa parallel dazu nimmt jedoch auch die erwartete Rendite

des Portfolios ab.

Die meisten Anleger überschätzen ihre Risikotragekapazität, sofern sie

seit mehreren Jahren keine Verluste mehr erlitten haben. Wer Familien-

mitglieder hat, die von ihm finanziell abhängig sind, sollte sich eben-

falls bei einem gegebenen Anlagehorizont tendenziell weiter nach rechts

orientieren.

Diese Risikotragekapazität eines Haushaltes, welche die Festlegung

auf eines der 11 Portfolios maßgeblich bestimmt, ergibt sich aus dem

konservativsten Ergebnis, das irgendeiner der in Tabelle 35 genannten

drei allgemeinen Risikobegrenzungsfaktoren produziert: (a) die Fähig-

keit, (b) die emotionale Bereitschaft und (c) die Notwendigkeit, Risiko

zu tragen.

93 Im Unterschied zu Kapitalmarktanlegern dürfte der typische Eigenheimbesitzer diesen maximalen Eigenkapitalverlust aufgrund des Fehlens einer »Börsennotierung« seiner

Immobilie und aufgrund der hohen Komplexität und Langfristigkeit der Zahlungsströme

bei einer kreditfinanzierten Immobilie nicht erkannt, sondern nur dumpf geahnt haben.

© Campus Verlag GmbH

Tabelle 35: Die drei allgemeinen Risikobegrenzungsfaktoren: Derjenige

Faktor mit dem niedrigsten (konservativsten) »Risikowert« bestimmt die

Risikotragekapazität eines Haushaltes

Risikobegren-

Erläuterung

zungsfaktoren

Die Fähigkeit,

Die objektive Ausgangsbedingungen des Haushaltes: z. B. (i) das Startvermögen und (ii) das Risiko zu tragen

Einkommen des Haushaltes, (iii) die Stabilität dieses Einkommens, (iv) der Anlagehorizont und (v) der Liquiditätsbedarf. Je besser diese Situation ist, desto tendenziell höher ist die Risikotragekapazität bei diesem Faktor.

Die emotionale

Die nervlich-emotionale Bereitschaft und tatsächliche Eignung, verlustbedingten Stress

Bereitschaft,

auszuhalten. Je stressresistenter das risikoscheueste Mitglied des Haushaltes ist, desto Risiko zu tragen

tendenziell höher ist die Risikotragekapazität bei diesem Faktor. Die nervlich-emotionale Bereitschaft, Risiko zu tragen, wird tendenziell durch Investmentwissen und historische Erfahrung mit Aktien (Gewöhnung) erhöht.

Die Notwendigkeit, Die notwendige Investmentrendite, die der Haushalt rein theoretisch erzielen müsste.

Risiko zu tragen

Diese ergibt sich dem Zielvermögenszuwachs während des Anlagehorizontes. Je höher

diese notwendige Minimumrendite, desto tendenziell höher ist die Risikotragekapazität

hinsichtlich dieses Faktors.

(In Anlehnung an Grogan/Lim/Swedroe 2010)

Um die Inhalte der Risikobegrenzungsfaktoren noch etwas plastischer zu

machen, hier ein Überblick über die Kriterien, die Sie bei der Wahl Ihres

Depotmischungsverhältnisses beachten sollten:

Höhe der frei verfügbaren Finanzmittel pro Monat Wie hoch und wie si-

cher ist das monatliche Nettoeinkommen, das Sie und die wirtschaftlich

von Ihnen abhängigen Personen beziehen, im Verhältnis zu ihren mo-

natlichen Kosten? Bei diesen ist wiederum zu unterscheiden zwischen

fixen, unvermeidbaren Kosten (Lebensmittel, Darlehensverpflichtun-

gen, Mieten) und variablen, kurzfristig vermeidbaren Kosten (Kleidung,

Urlaub, Hobby usw.). Berücksichtigen Sie bei dieser Kalkulation auch

große Ausgaben, die nur in langen Abständen anfallen, z.B. für ein neues

Auto, Reparaturen an Ihrer Immobilie, eine neue Waschmaschine, Ur-

laub, Möbel und Ähnliches. Wenn dieser sogenannte freie Cash Flow im

Durchschnitt niedriger ist als 20% des monatlichen Nettoeinkommens,

könnte es empfehlenswert sein, dass Sie sich auf der Skala in Tabelle 34

weiter nach rechts bewegen.

© Campus Verlag GmbH

Höhe der Notreserve Wie lange können Sie und die wirtschaftlich von

Ihnen abhängigen Personen mit Ihrem liquiden Geldvermögen inklusive

des »risikofreien« Teils Ihres ausgewählten Musterportfolios (bestehend

aus kurzfristigen verzinslichen Anlagen) auch unter ungünstigsten Bedin-

gungen, das heißt, wenn der/die Geldverdiener/in des Haushalts arbeitslos

oder durch einen Unglücksfall erwerbslos würde, »überleben«? Berück-

sichtigen Sie hierbei vorhandene Versicherungen (Berufsunfähigkeitsver-

sicherung, Risikolebensversicherungen).

Korrelation des relevanten Berufseinkommens (Humankapital) mit den Akti-

enmarktrenditen Diese Korrelation lässt sich naturgemäß für Einzelper-

sonen oder Haushalte nur grob zu schätzen, aber auch eine grobe Schät-

zung ist hilfreich. Je höher diese Korrelation ist (siehe Abschnitt 3.2) ist

und je niedriger Ihr Humankapital, desto geringer sollte der Aktienanteil

im Gesamtportfolio ausfallen. Für einen Banker, der im Wertpapiersektor

arbeitet, ist die Korrelation wahrscheinlich sehr hoch (sein Jahresgehalt

dürfte im annähernden Gleichlauf mit dem Aktienmarkt schwanken), für

einen beamteten Lehrer hingegen wohl sehr niedrig, da sein Jahresgehalt

keine Beziehung zum Aktienmarkt hat und sehr stetig ist.

Weiteres Vermögen Welches zusätzliche Vermögen – neben Ihrem Wert-

papierportfolio – besitzen Sie? Dazu könnten z.B. Humankapital, Immo-

bilien (nach Abzug der Schulden), Unternehmensbeteiligungen, Renten-

ansprüche, Kapitallebensversicherungen (Rückkaufswert), Autos (sofern

vollkaskoversichert) oder auch eine sicher zu erwartende Erbschaft ge-

hören. Je geringer die Korrelation dieses Zusatzvermögens, das Ökono-

men als »Hintergrundvermögen« bezeichnen, mit Ihrem Wertpapier-

portfolio und je höher das Hintergrundvermögen in absoluten Zahlen

ist, desto mehr können Sie auf dem Allokationsspektrum in Tabelle 34

nach links rücken.

Emotionale Stressresistenz Wie tief kann Ihr Portfolio im Wert fallen, ohne

dass Sie sich ernsthafte Sorgen machen, sich unwohl, geängstigt, nervös,

gestresst fühlen?

So bilden Sie Ihr persönliches Indexing-Portfolio (»Weltportfolio«) 279

© Campus Verlag GmbH

Mindestanlagehorizont Der Zeitraum, in dem man das Portfolio – sowohl

was das Kapital betrifft als auch hinsichtlich der laufenden Erträge (Zin-

sen, Dividenden) – mit sehr großer Wahrscheinlichkeit, das heißt außer

im absoluten Notfall, nicht anrühren muss. Drei bis vier volle Monatsge-

hälter sollte man – unabhängig vom Anlagehorizont – ohnehin stets als

Barreserve halten, die nach Möglichkeit auf einem verzinslichen Gutha-

benkonto geparkt wird. Ganz wichtig in diesem Zusammenhang ist die

Frist bis zum Ruhestand: In wie vielen Jahren wollen Sie (bzw. der/die

Geldverdiener/in Ihrem Haushalt) sich zur Ruhe setzen? Wenn es so weit

ist, werden Sie möglicherweise einen nennenswerten Teil Ihres Lebens-

unterhaltes aus den laufenden Erträgen und/oder dem Portfoliokapital

selbst bestreiten müssen.

4 .2 An welchen Indizes sollte man sich orientieren?

»Das Schadenspotenzial für Anleger nimmt in dem Maße zu, in dem

Indizes immer spezialisierter werden – genau das, was in der Welt

der ETFs [und Indexzertifikate] tatsächlich passiert ist.«

Don Phil ips, einer der Geschäftsführer von Morningstar,

der größten Fondsanalysegesel schaft der Welt

Wertpapierindizes gibt es wie Sand am Meer. Fast jeder Anleger kennt

zumindest den DAX, den Dow Jones (der eigentlich Dow Jones Industrial

Average heißt) und den S&P 500, viele auch den japanischen Nikkei, den

französischen CAC 40 oder den britischen FTSE 100. Jeder der rund 45

nationalen Aktienmärkte in Industrie- und Schwellenländern hat einen

Aktienindex, der das jeweilige Kursniveau des Marktes als gewichteten

Durchschnitt aller Aktien abbildet – ganz gleich ob von Minute zu Mi-

nute oder in Jahresintervallen aktualisiert. Ein Index liefert allen Markt-

beobachtern einen schnellen, zusammenfassenden Eindruck von der Rich-

tung des entsprechenden Marktsegments oder der Asset-Klasse, dient als

Benchmark (das heißt als Vergleichsmaßstab für aktive Anlagestrategien,

deren Ziel ja lautet, den Markt zu schlagen) und ist ein Referenzindex für

Indexinvestments (deren Zweck darin besteht, möglichst akkurat die Ren-

dite des Referenzindex zu liefen).

© Campus Verlag GmbH

Neben Aktienmarktindizes gibt es auch Indizes für Anleihen-, Rohstoff-

und Immobilienmärkte und letztlich für fast jede vorstellbare Asset-Klasse,

sogar für Kunst und Sammlerweine. In diesem Abschnitt wollen wir uns

aber lediglich mit den Grundprinzipien von Aktienmarktindizes befassen.

Viele, aber nicht alle dieser Grundprinzipien sind auf Indizes für Anlei-

hen und Rohstoffe übertragbar. Zu Immobilienindizes (im Unterschied

zu Immobilien *aktien* indizes) bestehen große Unterschiede. Generell kann

man sagen, dass Immobilienindizes konstruktionsbedingt weit weniger

genau und verlässlich sind als Wertpapierindizes.

Die Standardmethode zur Konstruktion eines Index gewichtet die ein-

zelnen Aktienpreise nach dem Anteil der Marktkapitalisierung (**IB** in

Abschnitt 1.1) der betreffenden Aktien an der Gesamtkapitalisierung des

Marktes. Je nach Anteil der Marktkapitalisierung eines Index an derjeni-

gen des relevanten Gesamtmarktes spricht man von einem »engen« oder

einem »breiten« Index.

In regelmäßigen Abständen (z.B. alle sechs Monate) werden Aktienin-

dizes an die Veränderungen im zugrunde liegenden Markt oder Marktseg-

ment angepasst. Eine tägliche Anpassung unterbleibt, weil das zu hohen

Anpassungskosten bei Indexanlagen führen würde und weil es auch aus

Benchmarking-Perspektive wenig Sinn machen würde.

Man unterscheidet zwischen Kursindizes (auch Preisindizes genannt)

und Performance-Indizes (auch Total-Return-Indizes). Bei Letzteren wird

rechnerisch angenommen, dass die Dividenden sofort wieder kostenfrei

in die Aktien des Index reinvestiert werden. Kursindizes berücksichtigen

keine Dividendenausschüttungen und taugen daher nicht als Maßstab für

die Aktionärsrendite. Investmentfonds und ETFs (anders als Zertifikate)

sind von Gesetzes wegen verpflichtet, Dividenden an den Anleger auszu-

schütten, auch und sofern sie sich auf einen Kursindex beziehen, wie das

bei vielen ausschüttenden Indexfonds der Fall ist.

Eine weitere Unterscheidung besteht zwischen »Gross Indizes« (Brut-

toindizes) und »Net Indizes« (Nettoindizes): Hier geht es um die Berück-

sichtigung von Quellensteuern, die in der Mehrzahl der Länder auf Di-

videnden oder Zinsen, die an Steuerausländer gehen, erhoben werden

(ausführlich hierzu Kommer 2015). Die Gross-Index-Variante schließt

keine solchen Quellensteuern ein, die Net-Index-Variante (auch »Total

© Campus Verlag GmbH

Return Net« genannt oder, abgekürzt, TRN) dagegen legt den für jedes

Land maximalen Quellensteuersatz zugrunde und weist daher etwas

niedrigere Renditen aus. Die meisten international investierenden Ak-

tienfonds verwenden TRN-Indexvarianten als Benchmark oder – im

Falle von Indexfonds – als Referenzindex, um sich das Leben leichter

zu machen.

Die meisten Aktienindizes beinhalten eine »Free-Float-Anpassung«:

Free Float heißt, dass nur Aktien, die auch tatsächlich am Markt gehan-

delt werden können, in die Kalkulation der jeweiligen Marktkapitali-

sierung einfließen. Hingegen werden Aktienpakete, die sich z.B. in der

Hand des Staates oder einer Familie befinden und de facto nicht zum

Verkauf stehen, richtigerweise nicht berücksichtigt, denn sie gelten als

»nicht-investierbar«.

Die allgemein bekanntesten, wenn auch nicht unbedingt »besten« In-

dizes sind die sogenannten Leitindizes wie z.B. der DAX, der österrei-

chische ATX, der Schweizer SMI oder der Dow Jones Industrial Aver-

age. Vielfach gehören die Rechte an diesen Indizes den Börsenbetreibern

selbst94. Wir bezeichnen solche bekannten Leitindizes im Folgenden als

»populäre« Indizes. Die Indexstände der meisten *populären* und ande-

rer Indizes sind minütlich im Internet und täglich in den Tageszeitun-

gen nachzulesen. Neben den *populären Indizes* gibt es auch weniger be-

kannte »Indexfamilien«, die von spezialisierten Indexanbietern stammen,

darunter – für Aktien – insbesondere MSCI, Standard & Poor's (S&P),

Stoxx und FTSE Russel. Diese Indexfamilien haben gegenüber den *po-*

pulären Leitindizes der Börsenbetreiber einige Vorteile, wie wir gleich

sehen werden.

In Bezug auf die zugrunde liegenden Asset-Klassen lassen sich Aktien-

indizes in vielerlei Hinsicht kategorisieren. Die wichtigsten Unterschei-

dungen sind:

• Standardwerte (Großunternehmen, Blue Chips) versus mittelgroße Un-

ternehmen (Mid Caps) und Nebenwerte (Small Caps);

94 Indexfondsgesellschaften müssen für jedes Investmentprodukt (d.h. insbesondere Indexfonds), das den Namen des entsprechenden Index beinhaltet, eine Lizenzgebühr an den

Eigentümer des Index entrichten.

© Campus Verlag GmbH

• Regionen- oder nationale Indizes versus Branchenindizes;

• Value- versus Growth-Indizes;

• Fast jede denkbare Kombination der vorgenannten Kriterien und ins-

besondere Indizes, die eine der vielen »neuen« Faktorprämie abbilden

(siehe Abschnitt 3.9);

• »Themenindizes« wie »Nachhaltigkeit« (Sustainability), »Ethik-/So-

cially-Responsible-«Indizes, die z.B. Rüstung- und Tabaksunter-

nehmen ausschließen, »Islam-Kompatibilität« oder »Low Carbon«

(Klimaschutzperspektive).

Besonders viele ETFs und Indexfonds, die in Deutschland vertrieben

werden, beziehen sich auf MSCI-Länder- und Regionenindizes, z.B. auf

den MSCI Europe oder den MSCI Germany. Diese »Basisindizes« decken

jeweils die »oberen« rund 85% der Free-Float-gewichteten Marktkapita-

lisierung in einer Region oder Branche ab und zwar in folgender Weise:

Die »obersten« 70% der Marktkapitalisierung eines nationalen oder regi-

onalen MSCI-Index sind als »Large Caps« definiert95, die folgenden 15%

sind Mid Caps, die darauf folgenden 14% sind Small Caps und das letzte

Prozent sind »Micro Caps« (sehr kleine börsennotierte Unternehmen).

Beim MSCI ACWI (All Country World Index, der 46 Industrie- und

Schwellenländer umfasst) ist die mittlere Marktkapitalisierung (Median)

pro Unternehmen für die Large-Cap-Indexvariante 22,9 Mrd. USD, für

die Mid-Cap-Variante 4,0 Mrd. USD und für die Small-Cap-Variante

522,0 Mio. USD (Stand April 2015). Die Basisindizes, z.B. der MSCI World

oder der MSCI Germany beinhalten sowohl das Large-Cap- als auch das

Mid-Cap-Segment, aber keine Small Caps und Micro Caps – mithin rund

85% der entsprechenden gesamten Marktkapitalisierung. Bei dieser am

weitesten verbreiteten Basisvariante wird eine genauere Bezeichnung

neben dem Regionen- oder Ländernamen des Index zumeist weggelas-

sen, z.B. MSCI Germany oder MSCI World; die korrekte Bezeichnung

wäre jedoch »MSCI Germany Standard« oder »MSCI World Standard«.

95 Zum Vergleich: In Deutschland existieren rund 1 000 börsennotierte Aktiengesellschaften.

Die größten 30 (die DAX-Aktien) machen knapp 70% der Marktkapitalisierung des Ge-

samtmarktes aus. Der größte Teil der Unternehmen in Deutschland ist freilich überhaupt

nicht börsennotiert.

So bilden Sie Ihr persönliches Indexing-Portfolio (»Weltportfolio«) 283

© Campus Verlag GmbH

Die bei Indexfonds recht selten als Referenzindizes genutzten »Investable

Market Index (IMI)«-Variante schließt auch Small Caps mit ein (jedoch

keine Micro Caps). In diesem Sinne kann man die IMI-Indexvarianten

als echte »Gesamtmarktindizes« sehen, da sie rund 99% des Marktes ab-

bilden. Bei Micro Caps sind die Transaktionskosten für Kauf und Verkauf

dieser Aktien üblicherweise so extrem hoch, dass eine sinnvolle Abbil-

dung mit einem halbjährlich angepassten Indexfonds wirtschaftlich wohl

kaum durchführbar ist.

Infobox: Sind Dividenden-ETFs gleichbedeutend mit Value-ETFs?

Im Allgemeinen ist die Frage mit Ja zu beantworten. Hohe Dividendenren-

diten sind eines von mehreren geeigneten Filterkriterien, mit denen man

tendenziell Value-Aktien identifizieren kann. Historisch haben »Hoch-Di-

videnden-Aktien« den allgemeinen Markt outperformt – wie das auch für

Value-Aktien gilt und in etwa der gleichen Größenordnung. Bei der Pro-

duktsuche für ein Indexing-Weltportfolio ist es daher vertretbar, dass ein

Anleger, immer da, wo ein echter Value-Indexfonds nicht verfügbar ist,

(und nur dann), auf einen der zahlreichen Dividenden-Indexfonds aus-

weicht. Dennoch: Warum sind Dividenden-Aktien kein optimaler Ersatz für

Value-Aktien? (a) Es ist denkbar, dass »hohe Dividendenrendite« nur zufällig

mit den »echten« Merkmalen von Value-Aktien hoch korreliert. Wenn das

so ist, besteht keine Gewähr, dass diese hohe Korrelation auch in Zukunft

bestehen bleibt (Fisher 2013). (b) Zu einem gegebenen Zeitpunkt zahlen

etwa ein Drittel aller Aktiengesellschaften aus unterschiedlichen Grün-

den keine Dividende. Unter diesen befinden sich klar auch Value-Aktien.

»Nicht-Dividenden-Zahler« beim Investieren grundsätzlich auszuschließen,

heißt daher auf mögliche Diversifikation zu verzichten. (c) Die Messung der

historischen Outperformance bestimmter Asset-Klassen schließt Steuer-

aufwand nie mit ein. Hoch-Dividenden-Aktien haben gewichtige steuer-

liche Nachteile gegenüber Niedrig-Dividenden-Aktien. Ein steuerlicher

Nachteil von Dividenden gegenüber Kursgewinnen wird in Abschnitt 3.12

beschrieben; ein zweiter dort nicht beschriebener Nachteil sind die mög-

lichen quellensteuerlichen Nachteile relativ zu Niedrig-Dividenden-Aktien,

© Campus Verlag GmbH

die bei internationalen Aktieninvestments auftreten können. Generell: Di-

videnden-Strategien sind eine »Modestrategie«. Bei Mode-Investments

lohnt ein ordentliches Maß an Skepsis.

Bei den Value- versus Growth-Index-Varianten geht MSCI folgenderma-

ßen vor: Der entsprechende regionale Index, z.B. der MSCI Europe, wird

anhand mehrerer Kennzahlen nach der Marktkapitalisierung des Gesamt-

index in zwei Hälften geteilt: in eine Hälfte mit den eher Value-lastigen

Unternehmen und in eine Hälfte mit den eher Growth-lastigen Unter-

nehmen. Manche anderen Indexanbieter gehen hier anders vor, indem sie

eine mittlere »neutrale Zone« kreieren, z.B. nach dem Schema 30/40/30.

Bei dieser Aufteilung sind die Value- und die Growth-»Ladungen« stärker

(»purer«) als bei MSCI. Das hat Vor- und Nachteile. Nachteile sind die ge-

ringere Diversifikation und der höhere »Wertpapierumschlag« innerhalb

des Index, ein Vorteil ist das intensivere »Faktor-Loading«.

Zwar beziehen sich die meisten Indexing-Produkte (Indexfonds) auf

die *populären Indizes*, doch heißt das keineswegs, dass diese Indizes und

die dazugehörigen Indexing-Produkte auch am besten für eine passive

Anlagestrategie geeignet sind. Tatsächlich sind die MSCI-Indizes (und

die Indizes der anderen spezialisierten Indexanbieter) den *populären In-*

dizes als Referenzindex für eine Indexanlage in den meisten Fällen vor-

zuziehen (der MSCI Germany z.B. dem DAX oder der MSCI USA, dem

S&P 500), denn:

• Die MSCI-Indizes sind nach einer durchgängigen, dem Stand der Wis-

senschaft entsprechenden Methode konstruiert, die *populären Indizes*

jedoch nicht immer.

• Die MSCI-Länder- oder Regionen-Indizes sind breiter, repräsentativer

und damit besser diversifiziert als die *populären Indizes*. Außerdem: Je

breiter ein Index ist, desto seltener ändert sich seine Zusammensetzung.

Dies wiederum führt zu niedrigeren Kosten von Indexanlagen, die auf

diesen Indizes basieren.

• Die Performance der MSCI-Standard-Indizes ist langfristig, das heißt

über zehn Jahre und mehr hinweg tendenziell besser als diejenigen der

© Campus Verlag GmbH

stärker konzentrierten, *populären Indizes*, da die MSCI-Indizes auch

Mid Caps umfassen.

• Nicht alle *populären Indizes* sind Free-Float-gewichtet (ebenfalls ein

Nachteil) und manche, wie der Dow Jones Industrial Average, basieren

auf einer Methodologie von »vorgestern«.

Besonders ungünstig als Referenzwert sind »Designer-Indizes« die nur

einen kleinen, sehr speziell definierten Ausschnitt aus einer Asset-Klasse

umfassen (ein Beispiel wäre der Dow Jones Global Titans, der nur 50 der

rund 40 000 börsennotierten Aktiengesellschaften weltweit reflektiert)

oder Indizes, die in Wirklichkeit eine verkappte aktive Anlagestrategie

darstellen, wie beispielsweise der »DWS Go Emerging Markets Infra-

structure Index«.

Auch viele eng definierte Branchenindizes wie etwa nordamerika-

nische Holzproduktion, ökologisch motivierte »Sustainability-Indizes«

und manch anderer Designer-Index, z.B. »die Überalterung westlicher

Gesellschaften« oder »Islamische Unternehmen«. Das alles sind letztlich

Pseudo-Indizes, die eine Pseudo-Asset-Klasse repräsentieren. In Wirk-

lichkeit wurden diese »Indizes« geschaffen, um als Basis für aktive Wet-

ten und Market Timing zu dienen, die jedoch aussehen sollen wie passive

Index investments. Nicht anders verhält es sich mit den »Aktien-Baskets«

(Körben) bei vielen Indexzertifikaten. Diese Baskets werden aufgrund be-

stimmter Performance-Kennzahlen aus den letzten drei oder fünf Jahren

zusammengestellt, die irgendjemand mit der künftigen Rendite in Verbin-

dung bringt – überwiegend Fälle von anlegerschädlichem Data-Mining,

und mit echten Indizes hat das Ganze nicht viel zu tun.

In den letzten Jahren haben nicht marktkapitalisierungsgewichtete In-

dizes an Popularität gewonnen, z.B. die sogenannten RAFI-Indizes. Sie

sind alter Wein in neuen Schläuchen, denn sie sind lediglich eine andere

Verpackung für eine Kombination aus Value- und Small-Cap-Index. Aus

Anlegersicht ist das dann ein Schritt rückwärts, wenn die Nebenkosten

des entsprechenden ETF-Produktes höher sind als die bei einem kon-

ventionelleren Value- oder Small Cap ETF.

© Campus Verlag GmbH

4 .3 Das Weltportfolio – Struktur und Aufbau

»Es kann keinen Zweifel darüber geben, dass Indexing für die meisten

Anleger und unter den meisten Marktbedingungen konventionelles,

aktives Investmentmanagement schlagen wird.«

Robert Arnott, Geschäftsführer der Asset Management Firma Research

Affiliates, Herausgeber des renommierten Financial Analyst Journals

Dieser Abschnitt wird erläutern, wie das Weltportfolio strukturiert ist96. Im

darauffolgenden Abschnitt wird gezeigt werden, wie es mit konkreten In-

dexing-Produkten abgebildet werden kann. Die Struktur und Zusammen-

setzung des Portfolios orientiert sich an den folgenden Grundprinzipien:

• Im Wesentlichen sollen alle Haupt-Asset-Klassen, die für sich attrak-

tive erwartete Rendite-Risiko-Kombinationen darstellen und sich nicht

überlappen, vertreten sein. Das Ziel ist Maximierung der Rendite für

ein gegebenes, erwartetes Risikoniveau.

• Das Portfolio ist ein reines Buy-and-Hold-Investment. Es findet keiner-

lei laufendes Trading oder »Rein-Raus« statt. Die Asset-Allokation wird

nur geändert, wenn sich die Risikotragekapazität des Haushaltes geän-

dert hat. Rebalancing-Techniken zur Bewahrung der Ziel-Asset-Allo-

kation im Zeitablauf werden in Abschnitt 4.5 erläutert. Mit Ausnahme

von Rebalancing und der Zuführung »frischen Geldes« sollte das Depot

nach Möglichkeit bis zur Erreichung der Verbrauchsphase nicht ange-

rührt werden.

• Das Weltportfolio ist in einen risikobehafteten Teil (RBT) und einen

»risikofreien« Teil (RFT) getrennt. Der erste ist primär für die Liefe-

rung der Rendite, der zweite primär für die Lieferung der Sicherheit

(»Risikoanker« zuständig). Diese Rollen sollen konzeptionell ausein-

andergehalten werden. Die Risikosteuerung des Weltportfolios (und

damit per Implikation auch die Steuerung des erwarteten Ertrags) ge-

schieht über die relative Gewichtung von RBT zu RFT. Sie geschieht

96 Die Bezeichnung »Weltportfolio« wurde 2001 vom Autor eingeführt. Da Nachahmung

bekanntlich das größte Kompliment ist, freut es ihn, dass eine ganze Reihe anderer Au-

toren und Institutionen diese Bezeichnung für ihre jeweils eigenen global diversifizierten Asset-Allokationsvorschläge übernommen haben.

So bilden Sie Ihr persönliches Indexing-Portfolio (»Weltportfolio«)
287

© Campus Verlag GmbH

nicht über Änderungen innerhalb des RBT. Das RBT-RFT-Mischungs-

verhältnis ist für jeden Anleger spezifisch. Die Zusammensetzung des

RBT ist hingegen – jedenfalls im Prinzip – für jeden Anleger identisch.

Das RBT-RFT-Mischungsverhältnis soll nach den Kriterien, die in Ab-

schnitt 4.1 dargestellt werden, individuell ermittelt werden. Eine Risiko-

analyse auf der Ebene einzelner Produkte (wie sie in der Finanzbranche

üblich ist) oder Portfolioteilkomponenten wäre grundsätzlich falsch.

Die Portfoliorendite und das Portfoliorisiko können nur im Kontext

des Gesamtportfolios sinnvoll beurteilt werden.

• Der »Renditeschwerpunkt« im RBT sind global diversifizierte Aktien,

weil diese die höchsten erwarteten Renditen unter allen Asset-Klassen

besitzen. Die einzige Nicht-Aktien-Asset-Klasse innerhalb des Welt-

portfolios sind Rohstoff-Futures, denn diese weisen eine geringe Korre-

lation zu Aktien auf und haben gleichzeitig höhere erwartete Renditen

als Staatsanleihen. Immobilien sind im RBT in Form von Immobilien-

aktien enthalten (zu den Gründen für die Nichtberücksichtigung von

offenen Immobilienfonds siehe Abschnitt 3.5.)

• Die auf die einzelnen Regionen entfallenden Anteile der aktienbezoge-

nen Allokation richten sich nach der ungefähren Größe der dort vertre-

tenen Volkswirtschaften relativ zum weltweiten Bruttoinlandsprodukt.

Es ist hierbei unerheblich, ob die prozentualen Gewichte der einzelnen

Regionen – Westeuropa, Nordamerika, Asien-Pazifik (Japan, Austra-

lien, Neuseeland) und weltweite Schwellenländer – auf die »zweite Stelle

hinterm Komma« exakt festgelegt sind. Wichtiger ist es, eine einmal

akzeptierte Festlegung nicht jedes Jahr und vor allem nicht aus Grün-

den des Performance Chasing (siehe **IB,** Abschnitt 1.1) zu ändern. Die

genauen Größenverhältnisse von Volkswirtschaften im Sinne des BIPs

hängen davon ab, ob nominale Wechselkurse oder Wechselkurse zu

Kaufkraftparitäten zugrunde gelegt werden. Die hier vertretene Ge-

wichtung (siehe weiter unten) ist ein pragmatischer Mittelweg97.

• Der Aktienteil des Portfolios übergewichtet Small Caps (Nebenwerte),

Value-Aktien (Substanzwertaktien) und Schwellenländer gegenüber

97 Eine Tabelle mit den BIP-Werten (engl. GDP) für alle rund 200 Staaten der Welt, sowohl in nominalen (»normalen«) Zahlen als auch in Kaufkraftparitäten (PPP) findet sich in

der englischen Wikipedia unter dem Stichwort »List of countries by GDP«.

© Campus Verlag GmbH

einer neutralen, reinen Marktkapitalisierungsgewichtung. Grund hier-

für ist der Versuch, die gegenüber dem Gesamtmarkt höheren erwar-

teten Renditen von Nebenwerten, Value-Aktien und Schwellenländer-

aktien zu ernten.

• Der RBT soll mit derzeit in Deutschland vertriebenen passiven und kos-

tengünstigen Fondsprodukten realisierbar sein (ETFs und traditionelle

Indexfonds). Für den RFT kommen neben Anleihen-ETFs auch Direkt-

anlage in Staatsanleihen höchster Bonität oder Geldmarktanlagen in-

frage (siehe nachfolgender Abschnitt). Indexzertifikate scheiden aus

den in Abschnitt 5.5 genannten Gründen aus.

• Das Portfolio sollte alles in allem relativ simpel sein, und besonders

simple Varianten des Grundkonzepts werden nachfolgend ebenfalls

vorgestellt. Allerdings ist »Komplexität« auf der Ebene der beim An-

legerhaushalt vorhandenen *Asset-Klassen* zu beurteilen, nicht auf der

Ebene der beim Haushalt vorhandenen einzelnen Produkte, die diese

Asset-Klassen abbilden. Es kann z.B. sein, dass ein Anleger aus histo-

rischen Gründen drei verschiedene Indexprodukte im Portfolio hat,

die die Asset-Klasse »Aktien-Europa-Value« repräsentieren. Die Um-

schichtung in nur ein Produkt (eine »optische« Reduktion von Kom-

plexität) mag aber deswegen eine schlechte Idee sein, weil sie negative

Steuer- und Transaktionskosten auslösen würde. In diesem Fall ist es

völlig in Ordnung die drei Produkte, die alle (im Wesentlichen) die-

selbe Asset-Klasse abbilden, im Portfolio zu behalten. Generell stellt

eine solche Konstellation keine »Komplexität« dar, denn Komplexität

bestimmt sich durch die Zahl der Asset-Klassen im Portfolio, nicht

durch die Zahl der Produkte.

Die »perfekte« Asset-Allokation ist eine Chimäre – es gibt sie nur in der

Vergangenheit. Wichtiger als eine vermeintlich optimale Asset-Allokation

zu finden ist es, an seiner einmal gefundenen, vernünftigen Asset-Allo-

kation unbeirrt festzuhalten. Eine laufende Veränderung der Asset-Allo-

kation ist ein Fahrschein mit Endstation »Enttäuschung«. Man denke auch

daran, dass jede Asset-Allokation einen beliebigen einzelnen Aktienin-

dex (z.B. den DAX oder den S&P 500) in ungefähr vier von zehn Jahren

underperformen wird (vgl. »Referenzrahmenrisiko« im Abschnitt 1.10).

So bilden Sie Ihr persönliches Indexing-Portfolio (»Weltportfolio«)
289

© Campus Verlag GmbH

Es ist nicht nur möglich, sondern sogar wahrscheinlich, dass einzelne

andere Asset-Klassen-Gewichtungen, andere Portfolios und andere An-

lageprodukte in der Zukunft höhere Renditen oder ähnliche Renditen

mit niedrigeren Risiken erwirtschaften werden – auch über Zeiträume

von zehn Jahren und mehr. Eine »richtige« oder »kluge« Asset-Allokation

muss aber vorwärtsgerichtet festgelegt werden mit dem primären Ziel aus

heutiger Sicht, mit dem heutigen Kenntnisstand und den heutigen Anla-

geprodukten eine kluge und vor allem realistische Strategie zu bestimmen

(vgl. **IB** »Strategie versus Ergebnis«, Abschnitt 2.5).

Tabelle 36 vergleicht summarisch Rendite und Risiko des Weltportfolios

und einiger alternativer Asset-Klassen. Das Startjahr 1975 wurde gewählt,

weil für die Small-Cap-Komponenten des Weltportfolios erst ab diesem

Jahr Renditedaten zur Verfügung stehen. Für die Zeit von 1975 bis 1988

gibt es keine Schwellenländerdaten. Daher wird der Schwellenländeran-

teil während dieser 13 Jahre anteilig auf die übrigen WPF-Asset-Klassen

aufgeteilt. Es versteht sich von selbst, dass man aus der Entwicklung der

40 Jahre von 1975 bis 2014 nicht direkt auf diejenige der nächsten 10 oder

20 Jahre schließen kann.

Die hier dargestellte Rendite des Weltportfolios basiert auf den fol-

genden historischen Indizes für das Weltportfolio (vgl. Asset-Klassen-

Allokation in Abbildung 5): (a) RBT (risikobehafteter Teil): MSCI North

America Value, MSCI Europe Value, MSCI Asia Pacific Value, MSCI

North America Small Cap, MSCI Europe Small Cap, MSCI Asia Pacific

Small Cap, MSCI Emerging Markets, S&P Global REIT Index, S&P GSCI

Total Return. Bei den Small-Cap-Indizes wurden für die Zeit vor 2000

aus Datenverfügbarkeitsgründen DFA-Indizes verwendet (Dimensional

Fund Advisors), beim REIT-Index vor 1990 der USA FTSE NAREIT All

REIT. Da der MSCI Emerging Markets Index erst 1988 einsetzt, wurde

der entsprechende Anteil für die Zeit davor pro ratarisch auf die übrigen

Asset-Klassen aufgeteilt. (b) RFT (risikofreier Teil): 50/50 RexP/Geld-

markt (mittelfristige deutsche Staatsanleihen und deutsche dreimona-

tige Geldmarktrenditen)

Einige Anmerkungen zur Interpretation der Rendite- und Risikodaten

in Tabelle 34: Das 100/0-Weltportfolio und das 60/40-Weltportfolio schlu-

gen den DAX im Gesamtzeitraum, trotz geringeren Risikos, wobei es viele

© Campus Verlag GmbH

Tabelle 36: Vergleich der realen (inflationsbereinigten) historischen Renditen

des Weltportfolios und einiger Asset-Klassen von 1975 bis 2014 (40 Jahre)

in DM und Euro

Weltport- Weltport- MSCI World

DAX

Mfr. dt. Goldpreis DE Haus-

folio

folio

(Aktien)

(Aktien)

Staats-

preise[2]

100% RBT/ 60% RBT/

anleihen

0% RFT

40% RFT

(RexP)

1975 bis 2014 (40 Jahre)

10,3%

8,0%

7,4%

7,7%

4,3%

1,2%

0,1%

1975 bis 1984 (10 Jahre)

18,0%

12,4%

12,1%

8,2%

4,2%

2,9%

0,7%

1985 bis 1994 (10 Jahre)

8,6%

7,3%

5,1%

8,8%

4,6%

–7,0%

0,9%

1995 bis 2004 (10 Jahre)

8,5%

7,1%

6,2%

6,3%

5,6%

–0,8%

–1,1%

2005 bis 2014 (10 Jahre)

6,5%

5,3%

6,2%

7,3%

2,9%

10,3%

0,1%

Vermögensendw. 35 J.[1]

30,93

14,81

12,15

13,21

4,39

1,49

1,05

Maximaler kumulativer

–54%

–35%

–60%

–70%

–15%

–76%

–

Verlust

(02/2009) (02/2009) (02/2009) (02/2003) (05/1981) (07/1999)

Standardabw. Jahresrend.

20,5%

12,2%

19,5%

25,8%

5,0%

23,1%

–

Anteil Kalenderjahre mit

25%

23%

38%

36%

27%

47%

–

negativer realer Rendite

Sharpe Ratio

0,48

0,51

0,36

0,34

0,45

0,04

–

Ohne Kosten und Steuern. ► Daten: MSCI, Bundesbank, Bloomberg, Bulwiengesa, Europace –

eigene Berechnungen. ► RBT = risikobehafteter Portfolioteil, RFT = »risikofreier« Portfolioteil.

► [1] Der Endwert eines Euros nach hypothetischen 35 Jahren auf der Basis der angegebenen geometrischen Durchschnittsrendite für den Gesamtzeitraum. ► [2] Ohne Nettomieterträge

und Fremdfinanzierungskosten (vgl. **IB** »Eigenheimrenditen und Wertpapierrenditen korrekt vergleichen«, Abschnitt 3.6). Die Berechnung der Risikokennzahlen in den unteren vier Zeilen führt für Eigenheimpreise nicht zu sinnvoll vergleichbaren Ergebnissen und wurde deswegen unterlassen. Vgl. auch Renditeangaben in Abschnitt 3.6.

hier nur teilweise ausgewiesene Mehrjahreszeiträume gab, in denen der

DAX vorne lag. Eine einzelne Aktien-Benchmark, wie z.B. der DAX oder

der S&P 500, wird das Weltportfolio in ungefähr 40% aller Jahre outper-

formen. Der hypothetische Vermögensendwert zeigt die großen Endver-

mögensunterschiede, die bereits kleine Differenzen in der Jahresrendite

auf lange Sicht verursachen. Deutsche Staatsanleihen rentierten seit 1975

historisch weit überdurchschnittlich. Es ist davon auszugehen, dass diese

Renditen in Zukunft merklich niedriger sein werden.

Mögliche Vereinfachungen der Weltportfolio-Asset-Klassen-Allokation:

So bilden Sie Ihr persönliches Indexing-Portfolio (»Weltportfolio«)
291

© Campus Verlag GmbH

Abbildung 5: Asset-Klassen-Allokation »Weltportfolio« am Bespiel einer 70/30-

Mischung aus risikobehaftetem Portfolioteil und risikofreiem Portfolioteil

t-

[3]

tpor

teil

%

%

%

%

%

%

%

%

%

%

%

undet)

7,7

8,5

3,1

7,7

8,5

3,1

17,5

7,0

7,0

30,0

Gesam

folioan

(ger

100,0

% % %

%

%

%

%

100 %

100

---

[4] Japan, Australien, Neuseeland.►

16

16

[4]

[4]

a 40

ten

von 70/30.

a 40

ten

opa 44 taa

opa 44

taa

-S

eur

-S

damerik eur

damerik

est

est

Nor W Pazifik

Nor

W

Pazifik

50 %

50 %

100 %

[2] Stets in der »Heimwährung« des Anlegers (typischerw. in Euro).►

Value

lend

aps

aps B

ge Car

mall C

risikobehafteten Teil halten.

men der gesetzlichen Einlagensicherung, Geldmarktfonds und mittelfristige Staatsanleihen bis etwa Aktien L

Aktien S

%

%

%

%

%

55

25

10

%

100

t-

---

aps)

esam

100

mall C

[2]

, S

e

apsid C

tsanleihen

e Märkt

, M

taa

elt

aps

wellenländer global – G

ge C

ommodities 10

ntwick

ch

ar

e/Coff

zlauf AAA-/AA-S

Aktien E

Aktien S

markt (L

Immobilienaktien global

Rohst

Kur

[3] Die in dieser Spalte genannten Prozentsätze sind nur korrekt für ein Portfolio mit der hier spezifischen RBT/RFT-Allokation►

tenech

t für sich

nleger gemäß

tzahlen

%

%

%

70

30

apazität

100

rozen

---

agek

te in der ganz rer

otr

W

te muss jeder A

)

isik

Vorschlag sind fix.

estlichen P

er

twer

. R

tet

teil

lle r

eier«

eil (RFT

rozen

obehaf

[1]

ofr

e) in diesem

tfolioan

T)

isik

tfoliot

Risik

Por

(RB

Diese P

seiner persönl

festlegen. A

(ausgenommen die

Spalt

»R

Por

[1] Nur sehr risikotolerante Anleger mit einem Anlagehorizont ab zehn Jahren sollten mehr als 80% ihres Wertpapiervermögens im Als »zweitbeste« Alternativen hierzu können auch gelten: verzinsliche Guthabenkonten, Sparkonten und Festgelder, sofern im Rah drei Jahre Restlaufzeit (sofern inflationsindexiert auch länger).

© Campus Verlag GmbH

Wem die in Abbildung 5 dargestellte Asset-Klassen-Allokation zu kom-

plex erscheint (das könnte insbesondere im Falle einer kleinen Anla-

gesumme ein »Problem« sein), für den sind mehrere Abwandlungen und

Vereinfachungen »zulässig«. Diese werden nachfolgend dargestellt:

(a) Weglassen der Asset-Klasse Rohstoffe (Rohstoff-Futures). Neben einer

Vereinfachung könnte dies für diejenigen Anleger sinnvoll sein, die

skeptisch sind bzgl. der zukünftigen Renditeerwartungen von Roh-

stoff-Futures (siehe Abschnitt 3.5). Sofern eine solche Weglassung von

Commodity Futures erfolgt, sol te im Gegenzug der Anteil »Aktien ent-

wickelte Märkte« von 55% auf 65% erhöht werden. Dies hat dann natur-

gemäß Folgewirkungen auf die Anteile der Aktien-Sub-Asset-Klassen.

(b) Weglassen der beiden Asset-Klassen Rohstoffe (Rohstoff-Futures)

und »Immobilienaktien weltweit«. Sofern eine Weglassung dieser

beiden Asset-Klassen erfolgt, sollte im Gegenzug der Anteil »Aktien

ent wickelte Märkte« von 55% auf 75% erhöht werden. Dies hat dann

Folgeauswirkungen auf die Anteile der Aktien-Sub-Asset-Klassen.

(c) Eine Ersetzung der beiden Asset-Klassen »Aktien entwickelte Märkte«

und »Aktien Schwel enländer global« durch ein einzelnes ETF auf den

MSCI All Country World Index (MSCI ACWI). Der ACWI umfasst In-

dustrieländer und Schwel enländer Large Caps + Mid Caps; die Länderan-

teile sind marktkapitalisierungsgewichtet (siehe Abschnitt 4.2). Dieser

Schritt würde eine radikale Vereinfachung des Weltportfolios bedeuten.

Das »Exposure« (Ausgesetztsein, Kontakt) zu den Faktorprämien für

Value, Size (Small Caps) und politisches Risiko (Schwel enländer) nähme

dadurch deutlich ab, wäre aber nicht nul . Auch der erwartete vorteilhafte

Renditeeffekt aus der regionalen BIP-Allokation (anstelle Marktkapitali-

sierung) würde fehlen. Zur weiteren Vereinfachung könnten wahlweise

noch zusätzlich die Al okationen zu den Asset-Klassen »Immobilienak-

tien weltweit« und »Rohstoffe« gestrichen werden.

(d) Wenn und sobald in Deutschland ein ETF auf den MSCI World Small

Cap Value (oder ein anderer globaler Small Cap Value Index) auf den

Markt kommt (bei Redaktionsschluss dieses Buches im April 2015 noch

nicht der Fall), würde sich die folgende einfache Allokation für den risi-

kobehafteten Portfolioteil anbieten: 50% MSCI ACWI (siehe [c] oben),

© Campus Verlag GmbH

40% MSCI World Small Cap Value (Index umfasst nur Industrieländer)

und 10% Immobilienaktien global. Wer Rohstoff-Futures (10%) in sei-

nem Portfolio haben möchte, könnte im Gegenzug jeweils 5 Prozent-

punkte beim MSCI ACWI und MSCI World Small Cap Value redu-

zieren. Die Überlegung, die hinter dieser Asset-Allokation steckt, ist,

dass der Value-Effekt bei Small Caps deutlich größer ist als bei Large

Caps.

Die Vereinfachungen (a) bis (c) würden die langfristige erwartete Rendite

des Weltportfolios etwas reduzieren und vermutlich das Risiko etwas er-

höhen, aber der Effekt dürfte eher geringer sein, als man vielleicht anneh-

men würde. Weitere Ansatzpunkte für Vereinfachung durch die Nutzung

spezifischer Anlageprodukte werden im folgenden Abschnitt genannt.

Eine andere bequeme Vereinfachung stellt der passive Investmentfonds

»Arero« dar. Dieser Fonds wurde von Professor Martin Weber (Univer-

sität Mannheim) und seinen Mitarbeitern entwickelt (siehe www.arero.

de, WKN DWS0R4). Der Fonds verfolgt eine dem Weltportfolio ähn-

liche Allokation und ist fast konkurrenzlos günstig. Ganz besonders

dürfte er sich für Wertpapiersparpläne eignen. Wem der in Arero enthal-

tene 25-Prozent-Anteil der »risikofreien« Anlage zu niedrig ist, könnte

diese Quote z.B. durch Hinzukauf eines entsprechenden Anleihen-ETFs

oder eines Festgeldes innerhalb der gesetzlichen Einlagensicherung erhö-

hen. Wem, umgekehrt, der Anteil der »risikofreien« Anlage zu hoch ist,

könnte ein MSCI ACWI ETF (siehe weiter oben) dazukaufen. Allerdings

hat Arero kein gegenüber dem allgemeinen Markt erhöhtes »Exposure«

zu Value- und Small-Cap-Aktien, wie es das Weltportfolio hat. Für ös-

terreichische Anleger kommt unter Umständen der »WorldWide Index-

Fonds« des Anlageberaters White Head-Consulting in Betracht (www.

worldindexfonds.com). Der Fonds ist nach den in diesem Buch darge-

stellten Ideen konstruiert.

Was ist zu tun mit aktiv gemanagten Aktienanlagen (z.B. Fonds, ein-

zelne Aktien) die vor 2009 angeschafft wurden, und die nicht ins Welt-

portfolio-Konzept passen? Diese Anlagen sind steuerlich sogenannte

»Altfälle« (siehe Abschnitt 3.13). Ihre historischen und auch künftigen

Kursgewinne sind nach heutiger Rechtslage steuerfrei. Da dieser Steu-

© Campus Verlag GmbH

ervorteil gewichtig ist, kann bei langfristig orientierten Anlegern nur

eine fallspezifische »Break-Even-Berechnung« (Abwägung) klären, ob

es Sinn macht, diesen Steuervorteil aufzugeben. Die Steuerfreiheit his-

torischer Kursgewinne ist für diese Berechnung unmaßgeblich. Für ak-

tive Produkte im Portfolio, die *keine* »steuerlichen Altfälle« sind (Kauf

ab 2009), ist in Abschnitt 2.2 eine Formel enthalten, mit der geschätzt

werden kann, ab welcher in die Zukunft reichenden Haltedauer bei be-

stimmten Annahmen ein Verkauf, d.h. eine Umschichtung in günstigere

passive Produkte, lohnen könnte.

4 .4 Das Weltportfolio – Umsetzung mit konkreten Produkten

»Der effektivste Weg, ein Aktienportfolio zu diversifizieren, ist der Erwerb

von Indexfonds mit niedrigen Gebühren. Statistisch gesehen schlägt ein

breit diversifizierter Aktienindexfonds die meisten aktiv gemanagten

Aktienportfolios. Weniger als 10 von 1 000 aktiven Anlagemanagern

performen ausreichend, um ein Expertengremium davon zu überzeugen,

dass mit ihren Fonds ein langfristiger Vorsprung vor einer Indexing-

Strategie wahrscheinlich ist.«

Paul Samuelson, Wirtschaftsnobelpreisträger

Erfahrungsgemäß tun sich Anleger bei der Auswahl und dem Kauf spezi-

fischer Anlageprodukte schwer. Das dürfte einerseits mit der Produktviel-

falt zu tun haben (es werden derzeit rund 1 000 Indexfonds in Deutschland

vertrieben) und andererseits mit einer mentalen Entscheidungshemmung,

an der wir alle bis zu einem gewissen Grade »leiden«.

Es folgen zunächst einige allgemeine Gedanken und Faustregeln, die

man bei der Produktauswahl und dem -kauf beachten sollte:

• Ein Privatanleger, der erstmalig ein Weltportfolio aufbauen möchte

und nicht schon gute Vorkenntnisse auf dem Gebiet der Produktbeur-

teilung mitbringt, kann sich nach Lektüre dieses Buches ohne Weiteres

drei bis vier Monate für eine systematische, intensive Produktrecherche

Zeit lassen, bis er die Produktauswahl im Do-it-Yourself-Modus vor-

erst abschließt. Schneller geht es natürlich mit einem interessenkon-

© Campus Verlag GmbH

fliktfreien Honorarberater98. Völlig ist die Produktrecherche ohnehin

nie abgeschlossen, da zu einem späteren Zeitpunkt neue erwägenswerte

Produkte auf den Markt kommen. Diese sind dann u.U. relevant beim

Investieren von »neuem Geld« und in relativ seltenen Fällen evtl. auch

als Ersatz für ein bereits bestehendes Investment in einem bestimm-

ten Produkt (Produktwechsel, Umschichtung). Typischerweise ist die

Produktauswahl etwas, bei der sich der Anleger durchaus etwas »ab-

rackern« sollte. Dieser Rechercheaufwand ist eine Zukunftsinvestition

in Investment-Know-how, die sich langfristig auszahlt, auch wenn sie

kurzfristig lästig oder frustrierend erscheint.

• Es liegt auf der Hand, dass nach Redaktionsschluss dieses Buches neue

Indexfondsprodukte zu den heute in Deutschland vertriebenen auf den

Markt kommen werden. Diese neuen Produkte könnten z.B. unter Kos-

tengesichtspunkten den in diesem Abschnitt aufgeführten überlegen

sein. Das soll aber niemanden abhalten, heute ein vorhandenes Pro-

dukt zu kaufen. Generell ist diese Innovationsaktivität wünschenswert

und sie gilt für alle Märkte: den Markt für ETFs, Laptops, Ferienreisen,

Wanderschuhe und Staubsauger.

• Es wäre schade, die Umsetzung des Weltportfolio-Ansatzes letztlich an

der eigenen Umsetzungs- oder Entscheidungsangst scheitern zu lassen.

Irgendwann muss man »springen« – ewiges Zögern ist genauso schäd-

lich wie übereilte Entscheidungen auf der Basis oberflächlicher Infor-

mationen. Die perfekte Entscheidung gibt es nicht und »der größte Feind

eines guten Planes ist der Traum von einem vollkommenen Plan«, so

sinngemäß George Patton (1885–1945), ein US-General, der im Ersten

und Zweiten Weltkrieg diente.

• Innerhalb einer bestimmten Asset-Klasse sollte man dasjenige Produkt

mit der niedrigsten Gesamtkostenquote (Total Expense Ratio, TER) wäh-

len. Das TER ist eine aussagekräftigere Zahl als die Verwaltungsgebühr

(Management Fee). Das TER muss stets höher sein als die Verwaltungs-

gebühr. Dort, wo das nicht der Fall ist, dürfte etwas bei der ausgewiese-

nen TER-Zahl nicht stimmen. Wenn zwei Produkte ein annähernd iden-

98 Z.B. für eine Einmalberatung oder eine längerfristige Begleitung. Ein solcher »Fee-Only«-Berater könnte sich ab einem Anlagevermögen von etwa 100 000 Euro lohnen; evtl. auch bei einer kleineren Summe, wenn man in absehbarer Zeit die 100 000-Euro-Grenze erreichen wird.

© Campus Verlag GmbH

tisches TER haben, dann dasjenige mit der engeren Geld-Brief-Spanne

(niedrigeren Kaufkurs) wählen. Wer Indexing-Produkte über eine Direkt-

bank (Online-Broker) erwirbt, wird normalerweise bei den Kaufkosten

im Vergleich zum Kauf über eine traditionelle Filialbank Geld sparen.

• Bei Fonds mit kleinem verwalteten Vermögen (kleiner als ca. 20 bis 30

Millionen Euro) besteht das Risiko, dass die KVG das ETF aus wirtschaftlichen Gründen in der Zukunft wieder aufgelöst oder mit einem anderen ETF verschmilzt. Allerdings sind die entsprechenden Angaben auf Internetseiten unter Umständen »missverständlich« niedrig, wenn das ETF z.B. ein identisches Schwester-ETF in den USA hat, aber das Vermögen für das europäische ETF getrennt berechnet wird.

• Aus Sicht des Autors sind Swap-ETFs eher zu vermeiden. Wer dennoch Swap-ETFs erwirbt, sollte darauf achten, dass die Summe aller Swap-ETFs im Portfolio nicht mehr als 15% bis 20% des Gesamtportfolios ausmacht und davon nur jeweils maximal 5 Prozentpunkte von einem einzelnen ETF-Anbieter (KVG) stammen.

• ETFs, die breite Asset-Klassen (oder Indizes) abbilden, sind denjenigen, die enge Asset-Klassen (oder Indizes) abbilden, vorzuziehen.

• Viele ETF-Produktinnovationen aus neuerer Zeit sollte man mit Skepsis betrachten. Generell gilt der Grundsatz: »Einfachheit« und »Trans-

parenz« sind im Zweifel besser als Komplexität.

• Die Namen ein und desselben Produktes (einschließlich etwaiger Ab-

kürzungen) sind nicht in allen Datenbanken identisch. Hiervon sollte

man sich nicht verwirren lassen.

• Bevor Sie in ein Produkt investieren, sollten Sie die dazu veröffentlichten

Informationsmaterialien des Emittenten oder der Fondsgesellschaft auf-

merksam lesen. Das Minimum hierfür sind das »Factsheet« (typischer-

weise zwei Seiten) und die »Wesentlichen Anlegerinformationen« (KIID,

ebenfalls ca. zwei Seiten). In manchen Fällen dürfte auch ein Blick in

den Verkaufsprospekt hilfreich sein (Webseite des Produktanbieters).

Factsheet und KIID sowie evtl. anderweitige Produktinformationen

sollte man herunterladen, ausdrucken, lesen, vergleichen und in einem

persönlichen Verzeichnis auf Papier oder elektronisch zusammen mit

den eigenen Notizen systematisch geordnet abspeichern. Diese Noti-

zen (einschl. z.B. einer selbst erstellten vergleichenden Produkttabelle)

© Campus Verlag GmbH

kann man im Zeitablauf, wo nötig, korrigieren und ausweiten. Diese

Vorgehensweise ist lehrreich und als Investment ins eigene Know-how

zu betrachten.

• Thesaurierende Produkte sind für Anleger in der Portfolioaufbauphase

(Vermögensbildungsphase) im Allgemeinen besser als ausschüttende,

denn es fal en keine Kosten für die Reinvestition der Ausschüttungen an,

sie sind bequemer und sie schützen Anleger vor der Versuchung, die ausge-

schüttete Liquidität sofort zu verkonsumieren. Bei im Ausland, d.h. primär

Luxemburg und Irland, domizilierten Indexfonds (das ist die Mehrzahl

al er in Deutschland vertriebenen ETFs) mag mancher Anleger trotzdem

die ausschüttende Variante bevorzugen, denn bei dieser entfällt der in

Abschnitt 3.13 genannte steuerliche Verwaltungsaufwand. Anleger, die

zur Finanzierung ihres Lebensunterhalts auf laufende Ausschüttungen

(z.B. Zinsen) angewiesen sind oder die Ausschüttungen für Rebalancing-

Zwecke einsetzen, werden ohnehin ausschüttende ETFs bevorzugen.

• Beim Fondsdomizil von Aktien-ETFs ist aus quellensteuerlichen Grün-

den Irland den Domizilen Luxemburg, Deutschland und Frankreich

im Allgemeinen vorzuziehen. Das gilt besonders für ETFs, die in den

USA investieren (siehe Kommer 2015).

• Die folgenden Webseiten können bei der Produktsuche und Auswahl

helfen99:

https://www.justetf.com/de/index.html

https://www.extra-funds.de/ETF-Suche/etf-suche-einfach-einen-

etf-oder-etc-finden.html

http://www.morningstar.de/de/etfs/

http://www.fondsweb.de/etf-suche

http://www.onvista.de/etf/suche-vergleich/

http://www.boerse-frankfurt.de/de/etfs

http://www.bvi.de/statistik/fonds-suche/

99 Zu keiner der genannten Webseiten steht der Autor in einer wirtschaftlichen Beziehung.

Es versteht sich, dass sich Internetseiten ständig wandeln und sich ihr Nutzen im Zeit-

ablauf verändert. Es existieren sicherlich noch viele andere nützliche Webseiten und

Informationsquellen zur Produktsuche. Die Angaben auf Webseiten sind gelegentlich

fehlerhaft oder veraltet. Gesundes, aber nicht übersteigertes Misstrauen ist hilfreich.

© Campus Verlag GmbH

Die aus Sicht des Autors derzeit (April 2015) beste Webseite zur ETF-Suche

ist www.justetf.de. Die Webseite enthält auch Produktvorschläge für das

Kommer-Weltportfolio. Sie ist zum Teil kostenpflichtig, aber diese Kos-

ten halten sich in Grenzen (der Autor besitzt keine wirtschaftliche Verbin-

dung zum Webseitenbetreiber). Für viele Anleger, die Unterstützung vor

allem in der Phase der Produktsuche und des erstmaligen Portfolioauf-

baus brauchen, erscheint die Internetseite empfehlenswert. Wer sich nicht

länger binden möchte, für den könnte auch ein Drei- bis Sechs-Monats-

abonnement sinnvoll sein, das in der Aufsetzungsphase des Portfolios hilft.

Neben den oben beispielhaft genannten Webseiten sollte man stets auch

zusätzlich die Webseiten der Produkthersteller konsultieren. Die fünf

größten ETF-Anbieter in Europa sind: ishares (BlackRock), db X-Trackers

(Deutsche Bank), Lyxor (Société Générale), UBS und Amundi (Crédit Ag-

ricole). In Deutschland sind ferner noch ComStage (Commerzbank) und

Deka (Sparkassen) relativ stark. Die Produktanbieter-Webseiten sind zwar

typischerweise weniger benutzerfreundlich, enthalten naturgemäß keine

kritische Auseinandersetzung mit dem Produkt, sind aber dafür detail-

lierter und fehlerfreier und oft auch weniger mit fragwürdigen »Invest-

mentmeinungen« überfrachtet.

Die amerikanische Fondsgesellschaft Vanguard (www.vanguard.com),

die Mitte der 70er Jahre den weltweit ersten Indexfonds für Privatanleger

auflegte, könnte – Pressemeldungen zufolge – in Zukunft mit Indexfonds

auf den deutschen Privatanlegermarkt kommen. Das wäre angesichts des

vorbildlichen Produktspektrums mit besonders niedrigen Kosten und der

erstklassigen Reputation dieses Asset-Managers zu begrüßen. Ein anderer

hervorhebenswerter Indexfonds-Anbieter ist die amerikanische Asset-Ma-

nagement-Gesellschaft Dimensional Fund Advisors (www.dimensional.

com). In DFA-Fonds (die DFA »Asset-Klassenfonds« statt Indexfonds

nennt) kann man jedoch nur über bei DFA akkreditierte Honorarberater

(siehe **IB**, Abschnitt 2.14) investieren.

Aus vielen Leser-E-Mails wissen wir, dass Leser dieses Buches die Nen-

nung spezifischer Produktvorschläge für die Umsetzung des Weltportfolios

begrüßen. Das ist in einem Buch wie diesem aus zwei Gründen ambiva-

lent: (a) Für manche der im Weltportfolio relevanten Asset-Klassen exis-

tieren mittlerweile rund ein Dutzend ETFs und traditionelle Indexfonds,

© Campus Verlag GmbH

die grundsätzlich infrage kommen. Alle aufzulisten geht in diesem Buch

jedoch aus Platzgründen nicht. (b) Die Merkmale spezifischer Produkte

wie auch das ganze Indexfonds-Produktspektrum am Markt ändern sich

im Zeitablauf. Produktangaben in einem Buch veralten daher schnell.

Veraltete Informationen bieten Lesern allenfalls einen Scheinnutzen100.

Tabelle 37: Weltportfolio-Umsetzungsvorschlag (Beispiel für rein didaktische

Zwecke)

Weltportfolio-Asset-Klasse

Beispiel-ETF

Aktien Large Caps + Mid Caps –

UBS (Irl) ETF plc MSCI USA Value UCITS ETF (USD) A-dis

Value – Nordamerika

(ISIN IE00B78JSG98)

Aktien Large Caps + Mid Caps –

iShares MSCI Europe Value Factor UCITS ETF

Value – Westeuropa

(ISIN IE00BQN1K901)

Aktien Large Caps + Mid Caps –

iShares Asia Pacific Dividend UCITS ETF

Value – Pazifikstaaten

(ISIN DE000A0J2086)

Aktien Small Caps –

iShares MSCI USA Small Cap UCITS ETF

Blend – Nordamerika

(ISIN IE00B3VWM098)

Aktien Small Caps –

SPDR MSCI Europe Small Cap UCITS ETF (IE)

Blend – Westeuropa

(ISIN IE00BKWQ0M75)

Aktien Small Caps –

iShares MSCI AC Far East ex-Japan Small Cap UCITS ETF[1]

Blend – Pazifikstaaten

(ISIN DE000A0RFEF2)

Aktien Schwellenländer global

iShares Core MSCI Emerging Markets IMI UCITS ETF

(Large Caps, Mid Caps, Small Caps)

(ISIN IE00BKM4GZ66)

Immobilienaktien global

iShares Developed Markets Property Yield UCITS ETF

(ISIN DE000A0LGQL5)

Rohstoffe (Rohstoff-Futures)

Lyxor UCITS ETF SICAV (LUX) – Broad Commodities Optimix TR C-EUR

(ISIN LU0721447919)

»Risikofreie« Anlage

ComStage iBoxx EUR Sov. Germ. Capped 3m-2 TR UCITS ETF I[2]

(ISIN LU0444606700)

Vereinfachtes Portfoliovariante[3]:

iShares MSCI ACWI UCITS ETF

Weltaktienmarkt Large Caps + Mid Caps

(ISIN DE000A1JS9A4)

Die getroffene Auswahl ist didaktisch motiviert und dient vor allem Illustrationszwecken. Sie stellt ausdrücklich keine Produktempfehlung dar. ► Sparplanfähigkeit wurde bei den hier genannten Produkten nicht als Auswahlkriterium berücksichtigt, Swap-ETFs wurden generell ausgeschlossen. ► »Blend« steht für »Market« (ohne spezielle Ausrichtung zu einer Faktorprämie wie z.B.

»Value«). ► [1] Derzeit kein ETF auf alle drei Pazifikstaaten (Australien, Neuseeland, Japan) verfügbar. ► [2] Direktanlagen in Euro denominierte Staatsanleihen mit einem AAA- oder AA- Rating und einer Restlaufzeit von maximal rund drei Jahren ebenfalls denkbar. ► [3] Siehe Abschnitt 4.3.

100 Der Autor schrieb dieses Buch und seine Vorgängerauflagen lediglich als Freizeitbeschäftigung; er ist nicht im Bereich Vermögensanlage oder Finanzberatung für Privatanleger

tätig. Aus Zeitgründen betreibt er daher keine Webseite, auf der man eine aktuelle

Weltportfolio-Produktliste vorhalten könnte.

300 Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs

© Campus Verlag GmbH

Dennoch wird hier – allein und ausschließlich aus didaktischen Grün-

den – ein einzelner Umsetzungsvorschlag mit spezifischen Produkten

dargestellt (Tabelle 37). Es ist allerdings von großer Bedeutung, hierbei

zu berücksichtigen, dass es sich bei den genannten Produkten für ein be-

stimmtes Anlegerportfolio beinahe mit Gewissheit nicht um die »besten«

oder auch nur die »tendenziell besten« handelt. Keinesfalls sollte ein Leser

diese Produktnennungen zum Anlass nehmen, nun »stur« diese und keine

anderen Produkte zu erwerben. Die genannten Produkte sind – ganz ein-

fach – als *Beispiele* unter sehr vielen denkbaren anderen zu betrachten;

ein spezifisches »optimales« Produkt, das uneingeschränkt und für jeden

Anleger am besten geeignet ist, existiert ohnehin nicht.

4 .5 Rebalancing – Ihre Portfoliostruktur bewahren

»Privatanleger davon zu überzeugen, für ihr Portfolio mitten in einem

Aktienboom Rebalancing durchzuführen, klingt wie bei Eltern, die ihrem

Kind erzählen, dass es von der Party dann nach Hause kommen muss,

wenn alle anderen anfangen, wirklich Spaß zu haben.«

Roger Gibson, Geschäftsführer eines US-Finanzberatungsunternehmens und

Investmentbuchautor

Unter Rebalancing versteht man die periodische Wiederherstellung der

ursprünglichen Portfoliostruktur, nachdem sich diese durch unterschied-

liche Renditeentwicklung der einzelnen Portfoliokomponenten verschoben

hat – eine Situation, die über längere Zeiträume hinweg beinahe zwangs-

läufig eintritt. Tabelle 38 präsentiert hierzu ein Ein-Perioden-Beispiel für

ein simples Portfolio mit drei Einzelbestandteilen und einem Anlagebe-

trag von jeweils 33 Euro.

Das Beispiel zeigt, dass die Asset-Klassen B und C nach Ablauf von

Jahr 1 gegenüber der ursprünglichen Portfoliostruktur unter- bzw. über-

gewichtet sind. Das ist kritisch zu sehen, da es das Risikoprofil und die

Asset-Klassen-Struktur des Portfolios verschiebt (siehe nächste **IB** »Style

Drift«) – tendenziell umso stärker, je länger man keine Korrektur via Reba-

lancing vornimmt. Da insbesondere risikoreiche Asset-Klassen langfristig

höhere Renditen aufweisen, werden bei einem Verzicht auf Rebalancing

So bilden Sie Ihr persönliches Indexing-Portfolio (»Weltportfolio«)
301

© Campus Verlag GmbH

Tabelle 38: Warum ist Rebalancing notwendig?

Portfoliokomponente (Asset-Klasse)

A

B

C

Gesamtportfolio ABC

Geldbeträge Anfang des Jahres 1

33,33 €

33,33 €

33,33 €

100,00 €

Gewichtung im Gesamtportfolio

33,3%

33,3%

33,3%

100,0%

Rendite im Jahr 1

+10%

–10%

+20%

6,7%[1]

Geldbeträge Ende des Jahres 1

36,67 €

30,00 €

40,00 €

106,67 €

Gewichtung im Portfolio Ende Jahr 1

34,4%

28,1%

37,5%

100,0%

[1] Zur geometrischen Durchschnittsrendite siehe Abschnitt 2.12.

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 jedoch zu überwinden. Hier scheidet sich gewissermaßen die Spreu

der irrationalen vom Weizen der rationalen Anleger.

Ein anderer Grund, der für Rebalancing spricht, ist sein tendenziell

renditefördernder Effekt. Innerhalb von Asset-Klassen mit etwa dersel-

ben erwarteten Rendite, also Asset-Klassen ähnlichen Risikos, erhöht

Rebalancing langfristig die jährliche Rendite eines gut diversifizier-

ten Portfolios um bis zu einen halben Prozentpunkt (Dichtl u.a. 2014,

Chambers/Zdanowicz 2014). Dieser Effekt wird in der Literatur »Reba-

lancing-Bonus« oder »Diversifikationsrendite« genannt. (Aus hier nicht

weiter ausgeführten Gründen ist die Bezeichnung »Rebalancing-Bonus«

vorzuziehen.) In einer Berechnung des Autors, der ein gleichgewichtetes

Portfolio aus sechs Aktien- und Rohstoff-Asset-Klassen über den Zeit-

raum von 1988 bis 2010 (23 Jahre) zugrunde gelegt wurde, verbesserte

jährliches Rebalancing die Portfoliorendite um fast etwa einen halben

Prozentpunkt, während das Risiko durch Rebalancing geringfügig sank.

Über eine Anlegergeneration von 35 Jahren bedeutet ein halber Pro-

zentpunk mehr Rendite einen Zugewinn von etwa einem Fünftel beim

Vermögensendwert.

© Campus Verlag GmbH

Infobox: Style Drift

Englische Bezeichnung für »(Investment-)Stilverschiebung«. Der Begriff

bezeichnet die Abweichung eines Portfolios im Zeitablauf von seiner ur-

sprünglichen Ziel-Asset-Allokation. Style Drift ist bei aktiv gemanagten

Fonds ein weit verbreitetes Übel. Nach zwei Jahren kann es gut sein, dass

der Fonds eine ganz andere Anlagestrategie und Asset-Allokation hat, als

diejenige, die der ursprüngliche Grund für die Wahl des Fonds durch den

Anleger war. Dadurch kann sich eine unerwünschte Änderung des Ren-

dite-Risiko-Profils des Anlegerportfolios ergeben und zwar eine, die der

Fondsanleger bei seiner ursprünglichen Investmententscheidung nicht

vorhersehen konnte und möglicherweise nicht rechtzeitig oder gar nie be-

merkt. Aus einem Investment in nordamerikanische Blue-Chip-Aktien wird

unversehens ein US-Nebenwertefonds mit 40% Cash-Quote und einem

völlig anderen Ertrags-Risiko-Profil. Style Drift erschwert Portfoliomanage-

ment auf der Basis eines Asset-Klassen-Konzeptes enorm. Aufgrund ihrer

mangelnden Transparenz und fehlender regulatorischen Aufsicht tritt Style

Drift bei Hedge-Fonds besonders häufig auf.

Wie erklärt sich der Rebalancing-Bonus? Bezüglich der Renditeverbesse-

rung resultiert er daraus, dass er Regression zum Mittelwert ausbeutet,

sowie möglicherweise auch in milder Form den Value- und den Size-Ef-

fekt. Was die Auswirkung auf das Risiko angeht, verhindert Rebalancing,

dass risikoreichere Anlagen, die tendenziell besser rentieren, ein im Zeita-

blauf wachsendes Gewicht im Portfolio einnehmen und so das Risiko des

Portfolios ungewollt zunimmt. Dennoch gilt auch hier eine Einschrän-

kung: Der positive Renditeeffekt von Rebalancing ist nicht garantiert. Es

gibt durchaus Zeiträume von bis zu fünf Jahren, in denen Rebalancing

keinen lohnenden oder sogar einen nachteiligen Einfluss auf die Portfo-

liorendite hat. Der positive Einfluss auf das Risiko im Sinne der Risikost-

abilisierung ist dagegen verlässlicher. Negative Rebalancing-Phasen sind

natürlich nicht zuverlässig prognostizierbar.

Rebalancing zwischen Asset-Klassen mit *unterschiedlicher* erwarteter

Rendite und Risiko (also z.B. zwischen Aktien und Anleihen) senkt ten-

© Campus Verlag GmbH

denziell die Portfoliorendite, da man mit Rebalancing ja gerade verhindert,

dass die tendenziell höher rentierlichen Asset-Klassen ihr Portfoliogewicht

im Zeitablauf ausdehnen. Aber auch in dieser Konstellation trägt Reba-

lancing zur tendenziellen Erhöhung der *risikogewichteten* Rendite bei, z.B.

in Form des Sharpe Ratios. Aus Gründen des »Risiko-Controllings« und

der möglichen Erhöhung der risiko-adjustierten Rendite ist Rebalancing

somit auch aus diesem Blickwinkel vorteilhaft und rational.

Wie wird Rebalancing konkret praktiziert, wie wird es umgesetzt?

Zunächst einmal sei betont, dass richtiges, diszipliniertes Rebalancing

nicht erfordert, dass in jedem Moment exakt oder fast exakt die Zielstruk-

tur des Portfolios realisiert sein muss. Vorübergehende Abweichungen

sind durchaus erlaubt, sofern die Befolgung der Rebalancing-Methode

(i) strikt und mechanisch ist (also einer generell formulierten Regel folgt);

(ii) über einen Zeitraum von maximal 24 bis 36 Monaten die realistische

Aussicht besteht, wieder nahe zur Zielstruktur zurückzukommen; (iii) Ver-

zögerungen/Abweichungen beim/vom Erreichen der Zielstruktur primär

motiviert sind durch Einsparungen bei Transaktionskosten oder Steuern.

• Im Normalfall – und dieser dürfte in der Tat für die Mehrheit der Anle-

ger zutreffen – verwendet man neue Finanzmittel (also laufende Anspar-

beträge), eventuell auch die laufenden Ausschüttungen des Portfolios,

für das Rebalancing: Ebenso kann man in der Portfolioverbrauchsphase

(Entsparphase) 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 Me-

thode, sofern möglich, ist generell zu bevorzugen, denn sie verursacht

keine zusätzlichen Transaktionskosten oder Steuern.

• Bei einem sehr großen Portfolio relativ zu den monatlichen Sparleis-

tungen (oder Portfolioentnahmen) 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 ganz oder sehr nahe an die Zielallo-

kation zurückzubringen. Dann ist eine Portfolioumschichtung durch

Verkauf und Kauf notwendig, auch wenn das ungünstige Konsequen-

zen bezüglich Transaktionskosten und Steuern hat. (Verkäufe und

© Campus Verlag GmbH

Käufe aus Rebalancing-Gründen sollten jedoch nicht häufiger als alle

12 Monate stattfinden, denn bis zu ca. 12 Monaten kann es einen Mo-

mentum-Effekt (siehe Abschnitt 1.6) bei Aktien geben, den man mit

häufigerem Rebalancing nachteilig konterkarieren könnte.) 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

(was stets der zu bevorzugende Ansatz ist) kann man entweder ein fixes

Datum, z.B. jedes Jahr im Januar oder jedes zweite Jahr im Januar, zum

Rebalancing verwenden. Alternativ dazu könnte man ein »Rebalan-

cing-Band« verwenden. Ein Beispiel: Bei einer gegebenen Asset-Allo-

kation bleibt man im Falle von Verschiebungen, wie sie in Tabelle 38

beschrieben sind, so lange untätig, bis mindestens eine Asset-Klasse

ihre Zielallokation um 20% (oder mehr) über- oder unterschreitet – das

Rebalancing-Band hat also eine Weite von ± 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 erstge-

nannten Punkt, »Cash Flow-Rebalancing«, dem Portfolio ohnehin lau-

fend 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 Kalen-

dermethode oder die Bandmethode zu bevorzugen sind. Die Wahl ist

also quasi Geschmacksache.

Keinesfalls sollte man Rebalancing in der Form eines verkappten Market

Timing betreiben. Rebalancing sollte ein strikt mechanischer, disziplinier-

ter und regelbasierter Vorgang sein, keine Spekulation auf steigende oder

fallende Kurse. Ebenso wenig ist Rebalancing gleichzusetzen mit »kontra-

rischem Investieren«, auch wenn es partielle Gemeinsamkeiten zwischen

der aktiven Anlagestrategie »Contrarian Investing« und Rebalancing gibt.

© Campus Verlag GmbH

4 .6 Wertpapiersparpläne (Fondssparpläne)

»Fondssparen basiert auf einer simplen Regel: Investiere in jeder Periode

einen festen Geldbetrag, unabhängig von den Marktverhältnissen.

So wirst du durch einen konstanten Geldfluss allmählich Vermögen

akkumulieren – in guten wie in schlechten Zeiten.«

Michael Edleson, Chief Risk Officer des University of Chicago Endowment

Funds und Autor eines Investmentklassikers zu »Value Averaging«,

einer Variante von Fondssparen

Es liegt auf der Hand, dass die meisten Privatanleger eher kleine laufende

Beträge investieren können, als zu einigen wenigen Zeitpunkten größere

Summen anzulegen. Diese Beträge liegen zumeist in der Größenordnung

von 100 Euro bis 1 000 Euro im Monat – oft über viele Jahre hinweg und

normalerweise ganz allmählich ansteigend.

Wertpapiersparpläne, genauer Fondssparpläne (die übrigens mit Direktanlagen in Aktien oder Anleihen kaum machbar sind) haben viele Vorteile: (a) Sie entsprechen der Natur der sich über mehrere Jahrzehnte hinziehenden »scheibchenweisen« Vermögensbildung bei Privatanlegern (die ja selten große Einmalanlagen tätigen); (b) sie sind bequem und einfach; (c) sie können einen wünschenswerten disziplinierenden Effekt haben, indem sie schädliches Performance Chasing (siehe **IB**, Abschnitt 1.1) verhindern oder reduzieren; (d) tendenziell senken sie die Wahrscheinlichkeit, zu einem besonders ungünstigen Zeitpunkt in die Aktienmärkte einzusteigen (siehe Abschnitt 2.6)101; (e) sie können helfen, einen Anleger, einschließlich Kinder und Jugendliche, langsam an die Asset-Klasse Aktien und ihre hohe kurzfristige Schwankungsintensität heranzuführen und damit ihre nervlich-emotionale Risikotragekapazität erhöhen (siehe Abschnitt 1.10). Das kann auf lange Sicht ein großer Vorteil sein.

Für viele ETFs gibt es inzwischen kostengünstige Fondssparpläne bei

mehreren Direktbanken und Online-Brokern in Deutschland, z.B. der

Comdirect, der DAB Bank, ING Diba, Consorsbank, Maxblue, SBroker

101 Ein interessanter Nebenaspekt hiervon ist, dass historische Renditeangaben zu As-

set-Klassen aus der Sicht eines typischen Privatanlegers insofern realitätsfern sind,

als diese Renditeangaben und Risikokennzahlen praktisch ausnahmslos anfängliche

Einmalinvestments unterstellen.

© Campus Verlag GmbH

und anderen. Hinsichtlich der Transaktionskosten ist jedoch Aufmerk-

samkeit geboten. Bei kleinen monatlichen Anlagebeträgen pro ETF kön-

nen diese Kosten relativ zum Anlagebetrag prohibitiv hoch sein. Es lohnt

sich daher, genau hinzuschauen und zu vergleichen.

In einem Multi-Asset-Klassen-Portfolio, wie es das Weltportfolio in

diesem Buch darstellt, liegt es auf der Hand, dass man seinen Fondsspar-

plan oder seine Sparpläne in größeren Abständen anpassen oder wechseln

(auf ein anderes ETF umstellen) muss. Auch Rebalancing-Notwendig-

keiten dürften von Zeit zu Zeit solche Änderungen erforderlich machen.

In diesem Zusammenhang ist ein interessanter technischer Aspekt von

Fondssparplänen die mögliche »Dynamisierung« der Sparraten, die man-

che Fondssparpläne erlauben. Man kann damit die monatliche Sparrate

peu à peu automatisch erhöhen lassen, um längerfristig mit der Inflation

oder erwarteten Gehaltssteigerungen Schritt zu halten.

Es könnte Situationen geben, in denen trotz im Zeitablauf allmählicher

Sparleistung seitens des Anlegers ein konventioneller Sparplan nicht die

Ideallösung ist: Beispielsweise wenn ein Fondssparplan für die eigentli-

chen Ziel-ETFs zu hohe Transaktionskosten aufweist oder wenn das ge-

wünschte ETF bei einer bestimmten Direktbank nicht »sparplanfähig« ist

oder weil man über einen Zeitraum von zwei, drei Jahren starkes Rebalan-

cing betreiben will und ein Sparplan dafür zu unflexibel wäre. In diesen

Situationen könnte folgende Vorgehensweise eine sinnvolle Alternative

sein: Man sucht sich einen Geldmarktfonds. Diese weisen oft keine Trans-

aktions- und Kaufkosten auf (oder bei Sparplänen Transaktionskosten von

nahe null) oder ein (heutzutage wohl sehr niedriges) verzinsliches Gutha-

ben-/Sparkonto. Hierin spart man zunächst einen Betrag von etwa 500 bis

2 000 Euro an. Erst wenn diese Summe erreicht ist, schichtet man in das

gewünschten ETF um. Bei dieser Vorgehensweise kann man gleichzeitig

und quasi nebenbei Rebalancing betreiben. Wie bereits im Abschnitt 4.3

erwähnt, ist auch der passive Investmentfonds »Arero« (WKN: DWS0R4)

eine kostengünstige, bequeme Sparplanalternative.

Im Zusammenhang mit Wertpapiersparen wird von Banken und Ver-

mögensberatern oft auf den angeblich vorteilhaften Cost-Average-Effekt

(Durchschnittskosteneffekt) hingewiesen. In Kommer 2012, S. 282 ff., habe

ich dargelegt, dass und warum solche Aussagen Unsinn sind. Während

So bilden Sie Ihr persönliches Indexing-Portfolio (»Weltportfolio«) 307

© Campus Verlag GmbH

es selbstverständlich sinnvoll ist, monatlich oder in anderen festen Ab-

ständen Geld zu sparen oder zu investieren und auf diese Weise »mecha-

nisch« Vermögensbildung zu betreiben, ist der Cost-Average-Effekt eine

Fata Morgana, die keineswegs einen quasiautomatischen Renditevorteil

erzeugt. Allein dieses angeblichen »Effektes« wegen sollte niemand in Ak-

tien investieren. Banken, Finanzberater oder ein Fondsprospekt, die diese

arithmetische Trivialität, die sich sowohl positiv wie negativ auf Rendite

oder Risiko eines Portfolios auswirken kann, als Anlegervorteil darstel-

len, erwecken damit ernste Zweifel an ihrer Seriosität.

© Campus Verlag GmbH

5 Lassen Sie sich nicht von der richtigen Strategie abbringen

5 .1 Ihr Bankberater oder Finanzberater rät Ihnen von Indexing ab

»Leider kann man Finanzberatern und Banken nicht trauen, da sie einem Interessenkonflikt unterliegen.«

John Kay, Finanzprofessor, Kolumnist in der Financial Times, Finanzbuchautor

Indexanlagen sind Produkte, an denen Banken, Börsen, Vermögensberater und Fondsgesellschaften wenig verdienen. Die Margen konventioneller, aktiver Anlageprodukte sind bis zu zehnmal so hoch. Mehr braucht man eigentlich nicht darüber zu sagen, warum Banker und Vermögensberater mehrheitlich keine Indexanlagen empfehlen und Dutzende von scheinplausiblen »Argumenten« parat haben, mit denen sie Kunden

von den angeblichen Nachteilen von passivem Investieren überzeugen

wollen. Einige dieser Argumente werden in den folgenden Abschnitten

zusammengefasst.

Wenn überhaupt, werden Banken und die allermeisten Vermögensbera-

ter Indexanlagen nur »defensiv« vermarkten, das heißt nur jenen wenigen

Kunden offerieren, die sich weigern, teure und aktiv gemanagte Produkte

zu kaufen. Das ist – zur Freude der Branche – eine kleine Minderheit. Und

auch bei diesem Fähnlein der sieben Aufrechten wird der Banker wenige

Wochen nach dem Kauf des ersten ETF einen neuen Versuch starten, den

»verlorenen Sohn« wieder in das für den Berater ertragreichere aktive Lager

zurückzuholen – entweder durch die Rückkehr zu konventionellen (hoch-

margigen) aktiven Anlagen oder durch das möglichst häufige Traden von

passiven Anlagen, z.B. ETFs (auch Letzteres ist aktives Anlegen), denn je

mehr »Rein und Raus« oder »Hin und Her« im Kundendepot stattfindet,

desto besser für den Berater. Bei Direktbanken (Online-Banken) ist man

Lassen Sie sich nicht von der richtigen Strategie abbringen 309

© Campus Verlag GmbH

als Kunde dieser Art von Marketing weniger stark ausgesetzt, aber auch

für sie gilt letztlich: Die Katze lässt das Mausen nicht.

Infobox: Ist Buy and Hold tot?

Ein beliebtes Anti-Indexing-Argument der Banken, vor allem in der Zeit 2009

bis 2011, war der Hinweis auf die negative Rendite von Aktien über das soeben

zu Ende gegangene Jahrzehnt hinweg. Dann hieß es, beinahe triumphie-

rend: »Über 10 Jahre hinweg kein Gewinn. »Buy and Hold ist tot.« Nur akti-

ves Management könne Anleger »in diesen stürmischen Zeiten« vor Verlus-

ten bewahren. Was ist von dieser Aussage zu halten? Bei näherem Hinsehen

damals nichts und heute nichts. Hinter ihr stecken keine objektiven, neutral

bewerteten Fakten, sondern der ganz banale Versuch der Branche, Kunden

für teure aktive Produkte zu gewinnen. Nachfolgend einige Gründe, warum

dieser kümmerliche Abgesang auf Buy and Hold weder aus der Perspektive

von 2010 noch aus der heuten Perspektive ernst zu nehmen war und ist:

• Selbst in 2010 wiesen lediglich *Standardwerteaktien* (wie z.B. der DAX

über die vorhergehende Dekade eine negative Rendite auf. Andere Ak-

tien-Asset-Klassen wie Nebenwerte oder Schwellenländeraktien hatten

von 2000 bis 2009 dagegen deutlich positive Renditen.

• Betrachtet man nicht die Dekade von 2000 bis 2009, sondern geringfügig

längere Zeiträume, lieferten selbst Standardwerteaktien positive Rendi-

ten. In den 92 rollierenden 20-Jahres-Zeiträumen von 1900 bis 2010 lag

ein passiv gemanagtes Portfolio von globalen Aktien 91 von 92 Mal (also

in 99% aller Fälle) renditemäßig innerhalb der vier globalen Asset-Klas-

sen Gold, kurzfristige Staatsanleihen, langfristige Staatsanleihen und

Aktien an erster oder zweiter Stelle (Dimson u.a. 2011) – wohlgemerkt

einschließlich brutaler vorübergehender Einbrüche. (Zur Erläuterung:

Der erste 20-Jahres-Zeitraum beginnt am 1.1.1900, der zweite am 1.1.1901

und so weiter bis zum 92. Zeitraum vom 1.1.1991 bis 31.12.2010.)

• Buy and Hold hat im Prinzip gar nichts spezifisch mit Aktien zu tun,

sondern kann auf alle Asset-Klassen angewendet werden: Immobilien,

Anleihen, Rohstoffe, Kunstwerke und eben Aktien. Eigenheimbesitzer

sind in fast allen Fällen Buy-and-Hold-Anleger.

© Campus Verlag GmbH

• In den beiden Börsenabstürzen 2000–2002 und 2008/2009 versagte akti-

ves Anlagemanagement auf breiter Front (siehe Abschnitt 5.3). Beispiels-

weise brach der Aktienkurs der »besten Investmentbank der Welt« –

Goldman Sachs (zweifellos ein »aktiver Anleger) – in der Spitze um 78%

ein und das Institut wäre ohne staatliche Unterstützung für sich selbst

und einen seiner größten Schuldner (die amerikanische Versicherungs-

gesellschaft AIG) vermutlich insolvent geworden.

• Durch Buy and Hold, also einfaches Nichtstun mit radikaler Minimie-

rung von Kosten und Steuern, erzielte ein Anleger im MSCI World vom

Indextiefststand im März 2009 an (dem Punkt, an dem der »Tod« von

Buy and Hold am lautesten proklamiert wurde) – bis heute (April 2015)

in Euro eine kumulative Rendite von 217% oder 20,6% p.a. über 6,2 Jahre.

Lebendiger geht nicht mehr.

5 .2 Indexing bedeutet nicht, sich mit dem

Durchschnitt zufriedenzugeben

»Es ist das Paradox von Kapitalanlagen in Indexfonds:

Auf den Durchschnitt zu zielen ist die beste Möglichkeit,

über dem Durchschnitt zu enden.«

Tyler Mathisen, Finanzjournalist, Finanzbuchautor

Das Ziel einer aktiven Anlagestrategie muss darin bestehen, einen ange-

messenen Marktindex nach Kosten, Steuern und Risiko zu übertreffen.

Indexanlagen liefern per definitionem aber lediglich die Marktrendite, also

den Marktdurchschnitt abzüglich geringstmöglicher Kosten und Steuern.

Ein Indexanleger gibt sich folglich von vornherein mit einer »mittelmäßi-

gen« Rendite zufrieden. Kann das sinnvoll sein? Die Antwort lautet »Ja«,

und zwar aus zwei Gründen:

• Wenn man die Nettorendite eines Indexfonds (also die Rendite, die dem

Anleger nach Abzug aller einmaligen und laufenden Kosten tatsächlich

zufließt) der durchschnittlichen Nettorendite aller vergleichbaren ak-

© Campus Verlag GmbH

tiven Anleger bzw. aller aktiven Fonds gegenüberstellt, dann liegt sie

über diesem Durchschnitt. Hierin besteht das scheinbare Paradox, von

dem im Eingangszitat die Rede ist. Indexanleger erzielen zwar »nur« die

durchschnittliche Marktrendite (Asset-Klassenrendite), liegen damit

aber immer noch deutlich über dem Durchschnitt aller aktiven Anle-

ger (siehe Abschnitte 1.1 und 1.2). Und je länger die betrachtete Periode

ist, desto größer wird tendenziell der in kumulativen Geldeinheiten

gemessene Vorsprung der Indexanleger vor den aktiven Anlegern.

• Wie wir inzwischen wissen, ist die Zusammensetzung der stets vorhan-

denen kleinen Gruppe der Markt-Outperformer – egal welches Zeit-

fenster betrachtet wird – im Zeitablauf nicht stabil. Das heißt, es kann

niemand, ob Profi oder Privatanleger, darauf hoffen, dauerhaft zu die-

ser Glückspilzgruppe zu gehören. Wer glaubt, das erzwingen zu kön-

nen, indem er versucht den Markt durch noch häufigeres Trading und

den Kauf besonders komplexer Produkte (z.B. Zertifikate, geschlossene

Fonds oder Hedge-Fonds) zu schlagen, der treibt damit seine Trans-

aktionskosten und seinen Steueraufwand in die Höhe. Daher wird er

statistisch gesehen noch wahrscheinlicher am Ende des Investment-

marathons unter dem Durchschnitt landen.

Mit Indexanlagen auf den Durchschnitt des Marktes zu zielen ist daher

in der Tat die beste Strategie, um über dem Durchschnitt aller Anleger

zu landen.

5 .3 Indexanlagen liegen auch in der Baisse vorn

»Die Vorstellung, dass Bärenmärkte aktiv gemanagte Fonds begünstigen,

ist ein Irrtum.«

Standard & Poor's, größte Anleihen-Rating-Firma der Welt, April 2009

Ein unermüdlich von der Fondsindustrie und den meisten Finanzjour-

nalisten kolportierter Mythos über Indexanlagen lautet, dass Indexfonds

zwar während eines Marktaufschwungs die Mehrzahl der aktiven Fonds

schlügen, es hingegen während eines Marktabschwungs umgekehrt sei.

In einer Baisse müsse ein Indexfonds hilflos dem Markt nach unten fol-

© Campus Verlag GmbH

gen, während aktive Fondsmanager in »risikofreie« Cash-Anlagen um-

schichten könnten.

Diese Argumentation klingt plausibel, ist aber falsch. Wie Dutzende

seriöser Untersuchungen inzwischen bestätigt haben, liegt das einzige

Körnchen Wahrheit an dieser »plausiblen« Aussage darin, dass der rela-

tive Nettorenditevorteil von Indexfonds in Marktabschwungsphasen we-

niger groß ist als in Aufschwungsphasen. Wir wollen an dieser Stelle nur

drei empirische Studien zitieren:

• Das US-Finanzforschungsinstitut Lipper Analytical Services unter-

suchte die Performance für amerikanische Standardwertefonds in sechs

Bärenmärkten (definiert als Kursrückgang des S&P-500-Index um min-

destens 10%) zwischen September 1979 und Oktober 1990. Ergebnis:

Aktive Blue-Chip-Fonds fuhren einen durchschnittlichen Verlust von

17% ein, während S&P-500-Indexfonds sich mit einem durchschnittli-

chen Verlust von 15,4% beschieden.

• Eine ähnliche Untersuchung führte die Fondsgesellschaft Vanguard für

europäische Blue-Chip-Fonds während der vier Bärenmärkte zwischen

1987 und 2005 durch. Dazu maß sie die kumulativen Renditen während

der Abschwungsphasen und während der auf den jeweiligen Tiefpunkt

folgenden zwölf Monate, des Beginns der Erholungsphase (insgesamt

83 Monate). Ergebnis: Indexfonds outperformten aktive Fonds in die-

sen vier Bärenmärkten + anschließenden 12 Monaten um kumulativ

mehr als 23%.

• Die Rating-Agentur S&P untersuchte die Renditen aller US-Aktienfonds

mit inländischem Anlageschwerpunkt in den Kalenderjahren (a) 2000

bis 2002 (Dotcom-Crash) und (b) 2008 (2008 war das schlechteste Bör-

senjahr in den USA seit 1931). Im Durchschnitt der neun Fondskate-

gorien lagen für den Crash-Zeitraum 2000 bis 2002 65,7% aller aktiven

Fonds unter dem Index und für 2008 70,4% (S&P Indices Versus Active

Funds (SPIVA) US Scorecard, Year-End 2008).

Warum aber liegen aktive Fonds selbst in Marktabschwungsphasen im

Durchschnitt hinten? Die Antworten dürften Sie inzwischen nicht mehr

überraschen: (a) weil Fondsmanager Marktabschwünge grundsätzlich

nicht zuverlässig vorhersehen und zu spät »aussteigen«; (b) weil sie den

Lassen Sie sich nicht von der richtigen Strategie abbringen 313

© Campus Verlag GmbH

Beginn des darauffolgenden Aufschwungs regelmäßig verschlafen und die

vorher zu spät und mit Verlust verkauften Titel in der Aufschwungsphase

ebenfalls zu spät und überwiegend über dem ursprünglichen Verkaufs-

preis wieder einkaufen müssen; (c) weil ihr laufendes Trading hohe Trans-

aktionskosten verursacht; (d) weil die Barreserve eines aktiven Fonds (die

Mittel, die in »Cash« gehalten werden) von rund 5 bis 15% zu gering ist,

um in Marktabschwungsphasen einen ausreichenden Performance-Un-

terschied zu bewirken, und die Fonds-Performance in der Aufschwungs-

phase bremst; (e) weil während der ganzen Zeit die hohen Kosten von ak-

tiven Fonds unermüdlich an der Rendite nagen.

5 .4 Indexfonds sind auch bei Nebenwerten und Schwellenländeraktien überlegen

»Hier ist eine Aussage, die in der Finanzbranche wie Blasphemie wirkt:

Der einfachste Weg, das konsistent profitabelste Portfolio von

Emerging-Markets-Aktien auszuwählen, besteht darin, einen

Emerging-Market-Indexfonds zu erwerben.«

Prof. Burton Malkiel, Princeton University, Finanzbuchautor

Ein ähnliches Argument wie das von der vermeintlichen Unterlegenheit

von Indexfonds in Marktabschwungsphasen behauptet deren Unterlegen-

heit in Schwellenländer- und Nebenwertemärkten. In diesen beiden »inef-

fizienten« Marktsegmenten, so die Begründung, gebe es noch viele Markt-

anomalien, die aktive Manager erfolgreich ausbeuten könnten. Unter- oder

überbewertete Aktien existierten in diesen Märkten deshalb zahlreich, weil

hier weniger Marktteilnehmer agierten, die Börsen nicht einwandfrei re-

guliert würden und eine niedrige Markttransparenz bestehe.

»Schlau daherreden kann jeder«, könnte man mit dem Volksmund

sagen. Werfen wir einen Blick auf die statistische Realität der aktiven

Anleger in diesen vorgeblich weniger effizienten Märkten. Dabei verpufft

der behauptete Vorteil aktiver Fonds in Small-Cap- oder Schwellenlän-

dermärkten wie die sprichwörtliche heiße Luft. Schauen wir uns zunächst

die Emerging Markets an: Über die zehn Jahre von 2005 bis 2014 under-

performten 89,7% aller in den USA domizilierten Publikumsfonds mit

314 Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs

© Campus Verlag GmbH

Schwerpunkt »Emerging Markets« den Benchmark-Index (Renditedif-

ferenz 1,8 Prozentpunkt p.a.) (Quelle: S&P Indices Versus Active Funds

[SPIVA] U.S., Year-End 2014, equally weighted returns). Wie stets in die-

sen Vergleichen sind die Kosten für Ausgabeaufschläge aktiver Fonds

nicht berücksichtigt.

Warum ist das so? Schwellenländermärkte sind nicht annähernd so in-

formationsineffizient, wie immer gerne – und fast nie mit konkreten Bele-

gen – behauptet wird. Und ein vermutlich noch wichtigerer Grund für die

fehlenden Vorteile aktiven Managements in Schwellenländerbörsen liegt

in den sehr hohen Transaktionskosten dieser Märkte (Geld-Brief-Spanne

im Aktienhandel). So verursachen aktive Emerging-Market-Fonds weit,

weit höhere laufende Kosten als entsprechende Fonds in den entwickel-

ten Märkten. Diese extra hohen Kosten müssen durch überlegene Perfor-

mance erst wieder verdient werden. Der Kostenvorteil von Indexfonds, die

ja nur wenig traden, arbeitet also in den angeblich ineffizienten Märkten

noch viel stärker für diese Fonds als in den hoch entwickelten Ländern.

Nicht anders verhält es sich mit dem Nebenwertemarkt (Small Caps).

Aus der in Abschnitt 1.1 und in diesem Abschnitt bereits zitierten S&P

SPIVA-Untersuchung102 geht hervor, dass unter den in den USA domizi-

lierten Aktienfonds mit Anlageschwerpunkt »Small Caps« über die zehn

Jahre von 2005 bis 2014 87,8% aller Fonds, den Vergleichsindex nicht schla-

gen konnten (Renditedifferenz 1,7 Prozentpunkte p.a.). Auch hier sind

noch keine Kosten für den Ausgabeaufschlag aktiver Fonds berücksichtigt.

Tatsache ist, dass auch in den Emerging Markets und den Small-Cap-

Märkten die Gruppe der aktiven Profianleger insgesamt nicht mit Index-

fonds mithalten kann. Die Ursachen sind jene, die wir bereits kennen, dar-

unter insbesondere die »Arithmetik des aktiven Managements« (Abschnitt

1.2), die uns lehrt, dass bei korrekter Messung mehr als 50% aller Fonds

an ihrer Benchmark scheitern *müssen*. Auch sind diese Märkte keines-

wegs so informationsineffizient, wie uns die Finanzbranche weismachen

will; die verfügbaren Informationen sind auch hier bereits in den Preisen

enthalten, bevor der durchschnittliche Fondsmanager und wohl auch der

102 Diese Untersuchung wird alle sechs Monate auf rollierender Basis aktualisiert. Für dieses Buch verwendeten wir die im April 2015 aktuellste Untersuchung.

Lassen Sie sich nicht von der richtigen Strategie abbringen 315

© Campus Verlag GmbH

Privatanleger darauf reagieren kann. Dank technischen Fortschritts und

Internet wird die Informationseffizienz dieser Märkte jedes Jahr noch

ausgeprägter. Die Barmittelreserven der aktiven Fonds drücken auf die

Fonds-Performance, jedenfalls über die Gesamtlänge eines Börsenzyk-

lus hinweg. Ferner sind die Transaktionskosten in diesen Marktsegmen-

ten besonders hoch, was bei aktiven Fonds stärker auf die Renditebremse

drückt als bei Indexfonds. Und je länger das »Rennen« andauert, desto

tendenziell weiter fallen aktive Fonds gegenüber Indexfonds zurück, weil

der kumulative Kostenblock wie eine jedes Jahr schwerer werdende Eisen-

kugel immer stärker nach unten zieht.

5 .5 Investmentprodukte, von denen man die Finger lassen sollte

»Das Motiv, Zertifikate zu kaufen, ist vollkommen analog zu den

Motiven einer IKB oder UBS, in verbriefte US-Subprime-Hypotheken zu

investieren. Man möchte Zusatzrenditen ohne Zusatzrisiken, insbesondere

in Niedrigzinsphasen. Leider ging das nicht, geht nicht und wird auch nie

gehen, genauso wie es das Perpetuum mobile nicht geben wird.«

Andreas Beck, Leiter Institut für Vermögensaufbau,

München, im September 2009 während der Finanzmarktkrise

Erfolgreich investieren bedeutet in erste Linie erfolgreiche Fehlervermei-

dung und eben nicht – was manch einer denkt, den »Jackpot zu knacken«,

das »geniale« Outperformer-Investment zu finden. Dieser Abschnitt fasst

daher in knapper Form zusammen, von welchen populären Investment-

produkten im Sinne dieser grundlegenden Fehlervermeidung beinahe

immer abzuraten ist.

Kapitallebensversicherungen (einschl . private »aufgeschobenen Rentenver-

sicherungen«) Kapitallebensversicherungen (KLVs) repräsentieren eine

überwiegend sinnlose Kombination zwei verschiedener originärer Pro-

dukte: einer Risikolebensversicherung und eines Wertpapiersparvertrages

(für Anleihen oder Aktien). Viele Haushalte brauchen zu einem gegebenen

Zeitpunkt das eine, aber nicht das andere. Wer nur den Todesfallschutz

© Campus Verlag GmbH

einer Risiko-LV benötigt, kann diesen zu einem Bruchteil der monatli-

chen KLV-Prämie getrennt erhalten und die Risiko-LV überdies jederzeit

ohne Schaden kündigen, wenn sie nicht mehr gebraucht wird, was fast

zwangsläufig irgendwann der Fall sein wird (z.B. wenn die Kinder aus

dem Haus sind). Wer Vermögen über einen Wertpapiersparvertrag bilden

will, ist mit separatem Wertpapiersparen, wie in diesem Buch dargestellt,

renditemäßig fast immer besser bedient – vor allem weil die offenen und

versteckten Kosten einer solchen konventionellen Anlage weit niedriger

sind als bei einer KLV. Die steuerlichen Vorteile von KLVs sind für nor-

male Privathaushalte inzwischen so gering, dass sie jedenfalls für neue

Abschlüsse die zahlreichen Nachteile einer KLV nicht mehr ausgleichen.

Auch sind KLVs weit risikoreicher (Stichwort Konkurs der Versicherung),

als viele Bundesbürger annehmen, und die Bezeichnung »Garantieverz-

insung« in der Versicherungspolice ist keineswegs eine »garantierte Verz-

insung« wie der Name fälschlich suggeriert – sie ist im Konkursfall der

Versicherung nicht garantiert und kann, falls die Gesellschaft »nur« ins

Schlingern gerät, mit Zustimmung der Aufsichtsbehörde gesenkt werden

(wovon auszugehen ist). Viele Versicherungsgesellschaften haben zu nied-

rige Eigenkapitalquoten, um die kommenden 20 Jahre sicher zu überstehen.

Überdies liegt der typische Garantiezins für Neuabschlüsse inzwischen

(Mai 2015) unter einem mickrigen Prozent. Besonders stark abzuraten ist

von der Kombination zwischen Immobilienfinanzierung und Kapitalle-

bensversicherung (siehe Kommer 2010, S. 187 ff.). Immerhin: Bei großen

liquiden Vermögen (ab ca. drei Millionen Euro) könnte eine ausländische,

z.B. Liechtensteiner Lebensversicherung, eine bedenkenswerte Lösung

darstellen, denn diese leidet nicht an den für deutsche konventionelle Le-

bensversicherungen kennzeichnenden Krankheiten und bietet eine Reihe

steuerlicher und rechtlicher Vorteile, die in Abschnitt 3.12 kurz angerissen

werden (im Detail hierzu Gierhake 2013 und Kommer 2015).

Private Equity Private Equity ist keine Asset-Klasse, sondern eine bloße

Verpackung für mit viel Fremdkapital finanzierte Beteiligungen an über-

wiegend kleinen und mittelgroßen Unternehmen. Private-Equity-Inve st-

ments haben außerordentlich hohe offene und versteckte Nebenkosten. Bei

korrektem Benchmarking unter Berücksichtigung von Risiko, Kosten und

© Campus Verlag GmbH

Steuern underperformen sie eine korrekt gewählte Benchmark. Ein Bei-

spiel: Der Private-Equity-Index LPX50 produzierte in den 21 Jahren von

1994 bis 2014 (längste verfügbare Datenreihe) – bei deutlich niedrigerem

Risiko – eine jährliche Rendite von 6,3% p.a. (in Euro), der MSCI World

Small Cap dagegen 7,1% p.a. (längere Zeitreihe nicht verfügbar). Über die

letzten 10 Jahre betrug der Vorsprung des MSCI World Small Cap Index

sogar kaum glaubliche 4,2 Prozentpunkte p.a.

Geschlossene Fonds Mit dieser »typisch deutschen« Fondskonstruktion

werden Immobilien, Flugzeuge, Schiffe, Windfarmen, Filme und ähnli-

che Projekte finanziert. Geschlossene Fonds (GFs) sind sozusagen »Private

Equity für den kleinen Mann«. Von GFs ist aus vielen Gründen dringend

abzuraten: (a) Sie haben extrem hohe offene und versteckte Nebenkosten,

z.B. bis zu 30% anfängliche »Set-up-Kosten«, die aber von außen kaum er-

kennbar sind. (b) Sie sind – verglichen mit einem Investment in einen In-

dexfonds oder normalen aktiv gemanagten Aktienfonds – hoch komplex

und außerordentlich intransparent; z.B. ist die Bewertung der finanzierten

Kapitalgüter typischerweise nicht von Außenstehenden nachvollzieh- und

nachprüfbar. (c) Der Anleger geht unübersehbare Rechts- und Haftungs-

risiken ein (einschließlich einer denkbaren Nachschusspflicht, wenn der

Fonds in Schieflage gerät). (d) Es existieren keine objektiven historischen

Renditedaten zu GF, die länger als ein paar Jahre zurückreichen. (e) Sie

stellen keine angemessene Diversifikation dar (Beschränkung auf wenige

Investitionsobjekte). (f) Die vom Fondsinitiator gemachten Renditevor-

hersagen sind oft überoptimistisch und stammen notwendigerweise von

einer Institution, die einem eklatanten Interessenkonflikt unterliegt. Die

der Prognose zugrunde liegenden steuerlichen Parameter können sich in

der Realität beinahe jederzeit ändern. Etwaige Miet- oder Abnahmegaran-

tien werden, unrealistisch, als 100%ig sicher angenommen. (g) Diese In-

vestments sind völlig illiquide und können normalerweise nur mit hohen

Preisabschlägen vor Fälligkeit verkauft werden.

Aus all diesen und anderen Gründen sind die Erfahrungen aus den

vergangenen 20 Jahren mit GFs insgesamt geradezu katastrophal; man

denke beispielhaft an die Pleiten der DCM-Fonds (Deutsche Bank) 2013

oder von Prokon 2014, bei denen Tausende deutscher Kleinanleger fast ihr

© Campus Verlag GmbH

gesamtes Investment verloren. Rat von Andreas Beck, Institut für Vermö-

gensaufbau, München: »Geschlossene Fonds sind für 99%, vielleicht 100%

der Normalsparer ungeeignet« (*Focus Magazin,* 16.6.2014).

Offene Immobilienfonds (a) Offene Immobilienfonds (OIFs) hatten in den

vergangenen 24 Jahren weit niedrigere Renditen als die zu bevorzugenden

Immobilien-REITs (siehe **IB,** Abschnitt 3.6). (b) Sie weisen höhere Kauf-

und Verkaufskosten als REITs auf. (c) Das wahre Risiko von OIFs ist nicht

einschätzbar, da die Bewertung des Immobilienbestandes letztlich durch

die Fondsgesellschaft selbst erfolgt, was Bewertungstricks Tür und Tor

öffnet, die in der Vergangenheit wohl auch vielfach angewandt wurden.

(d) Die angeblich niedrige Korrelation von OIFs zum Aktienmarkt ist eine

Nebelkerze, denn Sie basiert vermutlich auf geglätteten, unrealistischen

Immobilienbewertungen (siehe vorheriger Punkt). Insofern sind OIFs

letztlich »unehrliche« Produkte. (e) In Krisenzeiten ist nicht gesichert,

dass die Fondsanteile jederzeit zum offiziellen Kurs verkauft (eingelöst)

werden können, wie die Jahre von 2007 bis 2013 zeigten, als zeitweilig die

Hälfte von etwa 30 in Deutschland zugelassenen OIFS mehrjährige Rück-

nahmesperren verhängt hatten (sofortige Verkäufe auf dem »Zweitmarkt«

waren in vielen Fällen nur mit drastischen Abschlägen auf den offiziellen

Anteilspreis möglich). (f) OIFs existieren nur in Deutschland. Kein an-

deres westeuropäisches Land oder die USA kennt diese kuriose deutsche

»Erfindung«. Allein diese Tatsache sollte Anleger Verdacht schöpfen las-

sen, denn attraktive Investmentprodukte werden in anderen Ländern ko-

piert, so wie das Deutschland z.B. im Fall von traditionellen Indexfonds

und ETFs getan hat.

Dachfonds Dachfonds geben vor, für ihre Anleger die »besten« Fonds

aus den 3 000 bis 7 000 in Deutschland vertriebenen Publikumsfonds

zu finden. David Swensen, Investment-Chef des berühmten Endow-

ment-Fonds der Yale University und einer der erfolgreichsten Finanzin-

vestoren der Welt: »Dachfonds sind ein Krebs in der Welt institutionel-

ler Investoren. Sie fördern und produzieren ignorantes Kapital« (*Wal*

Street Journal, 13.1.2009). Ignorantes Kapital heißt freiwillig doppelt so

hohe Kosten und den doppelt so hohen Nachteil aktiven Investierens

Lassen Sie sich nicht von der richtigen Strategie abbringen 319

© Campus Verlag GmbH

akzeptieren. In der Wissenschaft bestehen keine Zweifel: Dachfonds

underperformen den durchschnittlichen Investmentfonds und dieser

underperformt wiederum den Markt – der Grund: Fonds-Picking als

aktive Anlagestrategie funktioniert genauso schlecht wie Stock Picking.

Die durchschnittliche Nettorendite von Dachfonds liegt noch stärker

unter dem Markt als die von konventionellen Fonds, denn es werden

doppelte Gebühren belastet.

Zertifikate Bei »strukturierten Anlageprodukten« (Zertifikaten) für Pri-

vatanleger ist Deutschland unangefochten »Weltmeister« – eine zweifel-

hafte Ehre. Im Februar 2015 existierten sage und schreibe über 1,2 Milli-

onen unterschiedliche Zertifikate (www.derivateverband.de) gegenüber

rund 1 000 börsennotierten deutschen Aktiengesellschaften und eben-

falls wenige Tausend in Deutschland öffentlich vertriebenen Anleihen

deutscher Emittenten. Über 90% aller derartigen Produkte in Europa

werden an deutsche Privatanleger verkauft, die restlichen 27 EU-Staa-

ten, die Schweiz und Norwegen kommen gemeinsam für unter 10% auf.

In den meisten Ländern sind solche Produkte überhaupt nicht für den

Privatkundenvertrieb zugelassen oder die Banken scheuen sich, das Re-

putations- und Haftungsrisiko, das mit ihnen verknüpft ist, einzugehen.

Warum ist von Zertifikaten abzuraten? (a) Zertifikate (auch Indexzer-

tifikate und Garantiezertifikate) sind rechtlich gesehen Bankschuldver-

schreibungen, unabhängig davon, welches Rendite-Risiko-Profil sie dem

Investor geben sollen (z.B. das eines Aktienkorbes, die Preisbewegungen

eines bestimmten Rohstoffes oder die Renditedifferenz zwischen kurz-

fristigen und langfristigen deutschen Staatsanleihen). Wenn die Emis-

sionsbank in Schwierigkeiten gerät, wird auch ein von ihr emittiertes

Zertifikat wackeln (man denke an die von Lehman Brothers emittier-

ten Zertifikate, bei denen Tausende Zertifikateanleger 2008 alles oder

fast alles verloren). Anders formuliert: Zertifikate sind – im Unterschied

zu Investmentfonds und ETFs – keine Sondervermögen (siehe **IB,** Ab-

schnitt 3.1). Nach der weltweiten Bankenkrise 2008/2009 sollte wohl

niemand mehr daran zweifeln, dass Banken durchaus Konkurs gehen

können. Allein in Deutschland wäre das ohne staatliche Garantien und

Eigenkapitalbeteiligungen 2008/2009 vermutlich bei mehr als einem

© Campus Verlag GmbH

Dutzend großer Institute der Fall gewesen. (b) Die meisten Zertifikate

sind intransparent und zu komplex für Privatanleger. (c) Ihre wahren

Kosten liegen weit über denen, die in dem Produkt-Factsheet angegeben

werden. (d) Über ca. 95% aller Zertifikate gibt es keine oder kaum ver-

lässliche wissenschaftlichen Renditestudien, weil die Zertifikateindust-

rie keine historischen Daten zur Verfügung stellt. Auch dieser Umstand

sollte Anleger im höchsten Maße misstrauisch machen.

Unternehmensanleihen Hierunter fallen auch Hochzinsanleihen von Un-

ternehmen und sogenannte »Mittelstandsanleihen«. Das Rendite-Risiko-

Profil von Unternehmensanleihen repräsentiert – geringfügig vereinfacht –

eine Kombination aus den Aktien des entsprechenden Unternehmens und

Staatsanleihen der gleichen Laufzeit und Währung wie die Unternehmens-

anleihe. Renditen sind die Kompensation für das Tragen von Risiko: Wer

Aktienrisiko tragen will, sollte direkt in Aktien investieren, wer Zinsän-

derungsrisiko tragen will, ist mit Staatsanleihen besser bedient. »Mittel-

standsanleihen« (Hochzinsanleihen oder »Junk Bonds«) sind besonders

gefährlich, weil es sich letztlich um kleine Unternehmen handelt. Sofern

sie überhaupt ein Unternehmens-Rating besitzen, bewegt sich das prak-

tisch ausnahmslos im »Sub-Investment-Grade-Bereich« und ist damit

mit beträchtlichem Ausfallrisiko behaftet. Je niedriger die Bonität einer

Firmenanleihe, desto eher hat die Anleihe aktienähnliche Eigenschaften

(und aktienähnliche Risiken). Anleihen ohne Rating sollten von Vorn-

herein für Privatanleger tabu sein. Anleihen werden zudem ungünstiger

besteuert als Aktien (siehe Abschnitt 4.6).

Staatsanleihen von Schwellenländern In Hartwährung denominierte

Staatsanleihen von Schwellenländern wiesen in den vergangenen 21 Jah-

ren (längste verfügbare Datenreihe) gute Renditen bei vertretbarem Risiko

auf (EMBI+ Index). Wer partout in diese relativ exotische Asset-Klasse in-

vestieren will (nota bene: man kann ohne weiteres auf sie verzichten), sollte

unter anderem folgende Grundsätze beachten: (a) Unbedingt über eine

Vielzahl von Länderemittenten streuen, sodass alle wesentlichen Schwel-

lenländerregionen abgedeckt sind: Lateinamerika, Osteuropa, Asien und

evtl. Afrika (dafür stehen in Deutschland etwa ein halbes Dutzend ETFs

© Campus Verlag GmbH

zur Verfügung). (b) Die gewichtete Durchschnittslaufzeit der zugrunde

liegenden Anleihen sollte genau beachtet werden. Wie bei Anleihen ge-

nerell gilt auch hier: Je länger, desto risikoreicher. (c) Anleihen in loka-

ler Währung sind deutlich risikoreicher als Anleihen in Hartwährung.

Längerfristige historische Daten für Lokalwährungsindizes existieren

nicht; daher ist hier auch keine Aussage möglich – das sollte zu höchs-

ter Vorsicht mahnen. (d) Innerhalb eines Gesamtportfolios muss diese

Asset-Klasse unbedingt dem »risikobehafteten Portfolioteil« zugeordnet

werden. (e) Der Anteil innerhalb des Gesamtportfolios sollte nicht mehr

als 20% betragen.

Branchenfonds Ein Aktienportfolio sollte systematisch *global* diversifi-

ziert sein. Eine solche Diversifikation ist mit den in Deutschland verfüg-

baren traditionellen Branchenindexfonds oder Branchen-ETFs de facto

überhaupt nicht oder jedenfalls weitaus schwerer zu realisieren, weil viel

mehr kostengünstige Indexing-Produkte für Länder oder Regionen als

für Branchen existieren. Dass das Übergewicht einzelner Branchen keine

sinnvolle aktive Anlagestrategie ist, wird in Abschnitt 2.11 erläutert.

Einzelimmobilien zur Vermietung Haushalte, die nicht weit überdurch-

schnittlich 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?*

(Kommer 2010) wird in Abschnitt 3.7 dargestellt, warum private Vermieter

generell gegenüber gewerblichen Vermietern große strukturelle Nachteile

haben und daher vermutlich selten eine angemessene Verzinsung auf ihr

eingesetztes Eigenkapital erzielen.

Bausparverträge Ein Bausparvertrag (BSV) ist ein Mischprodukt aus An-

lage und Kredit. Auch für BSVs gilt die alte Grundregel: Wenn es ums

Geldanlegen geht, sind Mischprodukte fast immer zweite Wahl, weil

unnötig komplex, unnötig intransparent und mit doppelten Gebühren

versehen. Das gilt für Kapitallebensversicherungen (siehe oben) und das

gilt auch für BSVs. Der primäre Vorteil von BSVs soll der zinsgünstige

Bausparkredit sein, den man nach etwa 10 Jahren Ansparphase erhält

© Campus Verlag GmbH

(der genaue Kreditzuteilungstermin ist bis kurz vor »Zuteilung« nicht

bekannt). In den vergangenen rund 25 Jahren stellte sich dieses Haupt-

motiv für Bausparer überwiegend als Fehlkalkulation heraus, weil die

Zinssätze für konventionelle Immobiliendarlehen am Zuteilungstermin

genauso niedrig oder niedriger waren. In der Ansparphase hatte der Bau-

sparer aber unnötig Geld verschenkt (besonders niedriger Ansparzins)

und lag somit auf die gesamte Dauer berechnet schlechter als ein norma-

ler Sparer, der später ein simples Immobiliendarlehen aufnahm. Alles in

allem: Ein BSV ist ein von der Zeit überholtes, überrigides Produkt aus

dem 19. Jahrhundert und 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 Nachteil erleiden, wenn die Finanzierung 18 Monate

früher oder später als erwartet erfolgt, und (c) später unbedingt (i) eine

zehnjährige Zinsbindung eingehen wollen sowie (ii) der Meinung sind,

dass das Zinsniveau für solche Zinsbindungen zum voraussichtlichen Zu-

teilungszeitpunkt mindestens bei etwa 9% p.a. oder höher liegt. All jene,

für die diese rigiden, weitgehenden Bedingungen oder Annahmen nicht

zutreffen, sind mehrheitlich besser beraten, ihre geplante Immobilien-

finanzierung ohne Bausparvertrag anzugehen. Mehr zum ambivalenten

Produkt BSV in Kommer 2010, S. 183 ff.

Von den folgenden Produkten ist ebenfalls abzuraten. Sie werden in den

jeweils genannten Abschnitten dieses Buches gesondert behandelt.

• Hedge-Fonds: Abschnitt 2.18.

• Gold: Abschnitt 3.5.

• Direktanlagen in Rohstoffe: Abschnitt 3.5.

• Einzelanlagen in Aktien: Abschnitt 1.1.

• Aktiv gemanagte Aktienfonds: Abschnitt 1.1.

• Aktiv gemanagte Rentenfonds: Abschnitte 1.1 und 2.17.

• Inverse ETFs und andere »Shorting-Strategien«: Abschnitt 2.10.

Lassen Sie sich nicht von der richtigen Strategie abbringen 323

© Campus Verlag GmbH

5 .6 Indexing – wie man es nicht machen sollte

»Die vier gefährlichsten Worte auf dem Gebiet des Geldanlegens sind:

›Diesmal ist es anders.‹«

John Templeton, Gründer der gleichnamigen Fondsgesel schaft und berühmter

Langfristinvestor

Wer Indexanlagen erwirbt, betreibt damit noch nicht automatisch »korrek-

tes Indexing«, also passives Buy-and-Hold-Investieren mit Low-Cost-In-

dexanlagen und einer globalen Diversifikation über die wesentlichsten

Asset-Klassen hinweg, so wie es dieses Buch empfiehlt. Tabelle 39 stellt

die »unechten« (weil mit aktiven Anlageelementen vermischten) Formen

von Indexing dem echten Indexing gegenüber.

Ein Beispiel für »falsches« Indexing ist der sogenannte Core-Satelli-

te-Ansatz (Kern-Satellit-Ansatz). Dieser Name ist eine hochtrabende Be-

Tabelle 39: Falsches und korrektes Indexing

»Falsches« Indexing

»Korrektes« Indexing

Anlagestrategien, die zwar Indexanlagen, z.B. ETFs

Eine Anlagestrategie, die in der Regel folgende

verwenden, aber letztlich aktivem Investieren

Elemente enthält:

gleichkommen:

• Disziplinierte, langfristige Buy-and-Hold-

• Kurzfristige Über- und Untergewichtung bestimm-

Perspektive, kein Performance-Chasing, ignorie-

ter Indexanlagen (Regionen, Länder, Branchen), mit

ren des kurz- und mittelfristigen Auf und Ab der

dem Ziel, eine Outperformance zu erzielen: Market

Kapitalmärkte.

Timing mit Indexing-Produkten.

• Kosten- und Steuerminimierung, insbesondere

• Investieren in nur eine oder wenige Indexanlagen,

durch Vermeidung intensiven Tradings.

ohne auf systematische, weltweite Diversifikation

• Risikooptimierung durch breite, systematische,

zu achten: Ein DAX- oder EuroStoxx 50-Invest-

globale Diversifikation, das heißt, der Anleger in-

ment al ein repräsentiert noch keine nennenswerte

vestiert bewusst nicht nur in einen Indexfonds,

Diversifikation.

sondern diversifiziert über drei oder mehr breite

• Mischen von Indexanlagen mit aktiv gemanag-

Asset-Klassen.

ten Anlagen (Ausnahme: Aus steuerlichen Gründen

• Kein Anstreben einer Outperformance gegenüber

können »alte« aktive Investments nicht verkauft

den korrekt gewählten Vergleichsindizes.

werden).

• Keine Bereitschaft, »Investmentmoden« zu folgen,

• Die Verwendung von → Hedging-Techniken zur Ab-

die auf historischen Daten von weniger als 20 Jahren

sicherung von Kurs- und Währungsrisiken). Beispiele

basieren.

sind Stop-Loss-Order oder sogenannte Inverse ETFs, • Diszipliniertes Rebalancing (siehe Abschnitt 4.4).

die an Wert gewinnen, in dem Maße wie Marktkurse

sinken. Von wenigen Spezialkonstellationen abge-

sehen, erfolgt Hedging bei echtem Indexing über

das Mischungsverhältnis zwischen »risikofreier« An-

lage und risikobehaftetem Portfolioteil.

© Campus Verlag GmbH

zeichnung für die banale Idee, die Hauptaktienmärkte mit Indexanlagen

und die angeblich (informations-)ineffizienten Märkte oder Marktseg-

mente (Nebenwerte, Schwellenländer usw.) mit aktiv gemanagten Stra-

tegien abzudecken. Auf die Überlegenheit von Indexing auch in diesen

Asset-Klassen sind wir in diesem Buch bereits eingegangen. »Core Satel-

lite« mag intelligent klingen, taugt aber nichts: Entweder funktioniert In-

dexing, dann sollte man es auf sein gesamtes Portfolio anwenden, oder es

funktioniert nicht, dann lasse man generell die Finger davon. Die Tatsa-

che, dass selbst manche Anbieter von Indexanlagen (darunter ETF-Gesell-

schaften) den Core-Satellite-Ansatz propagieren, hat eher mit verzweifel-

tem oder vielleicht auch cleverem Marketing zu tun als mit stichhaltigen

Argumenten.

Pseudo-Indexing entsteht auch dadurch, dass eine steigende Zahl von

Wertpapierindizes keine echten passiven Asset-Klassen-Renditemaßstäbe

sind, sondern selbst eine aktive Strategie repräsentieren. Daran ändert auch

das Wort »Index« im Namen nichts. Einige Beispiele für Pseudo-Indizes

haben wir in Abschnitt 4.2 genannt.

5 .7 Was tun im Crash?

»Aktienmärkte unterliegen einer unaufhaltsamen Tendenz der Regression

zum Mittelwert. Das bedeutet, dass sie irgendwann zu ihrem ›wahren‹ Wert

zurückschwingen; daher werden überteuerte Märkte schließlich einmal

absacken und unterbewertete Märkte irgendwann einmal wieder zulegen.«

Burton Malkiel, Wirtschaftsprofessor, Princeton University, Finanzbuchautor

Die in der Überschrift formulierte Gretchenfrage stellt sich irgendwann

jedem Anleger: Was tun, wenn es monatelang, vielleicht sogar jahrelang

im Wertpapierportfolio nur Richtung Süden ging, sich immer mehr Zei-

len im Depotauszug rot färben und die Medien voll von plausibel klingen-

den, deprimierenden »Es-wird-alles-noch-schlimmer-Nachrichten« sind.

Bevor ich die vielleicht verblüffend einfache Antwort auf diese Frage gebe,

will ich noch einmal einige hierfür wichtige Einsichten, die dieses Buch

vermitteln möchte, zusammenfassen:

Es gibt wenig Zweifel: Ein global diversifiziertes Aktienpaket ist die für

Privatanleger langfristig rentabelste Anlageform – rentabler als Sparbücher,

Lassen Sie sich nicht von der richtigen Strategie abbringen 325

© Campus Verlag GmbH

Staatsanleihen, Unternehmensanleihen, Eigenheime, Gewerbeimmobilien,

Rohstoffe, Gold und von diesen Asset-Klassen abgeleitete »Produktverpackun-

gen« wie Kapital ebensversicherungen, geschlossene Fonds, Investmentzerti-

fikate und Anteile an Private-Equity- und Hedge-Fonds. Das war im Durch-

schnitt der vergangenen 115 Jahre so und wird auch in Zukunft so bleiben, weil

es der fundamentalsten ökonomischen Logik entspricht: Die risikoreichste

Asset-Klasse, und das sind Aktien, muss auch den höchsten Ertrag liefern.

Tabelle 40: Reale (inflationsbereinigte) Renditen der drei Haupt-Asset-Klassen

1900 bis 2014 (115 Jahre): »Globales Portfolio« und ausgewählte einzelne

Länder – jeweils in lokaler Währung

Welt (23

Deutsch-

Öster-

Schweiz

USA

Groß-

Schweden

Länder) in

land[3]

reich[3]

britannien

USD[1]

Aktienrendite

5,2% p.a.

3,2% p.a.

0,6% p.a.

4,5% p.a.

6,5% p.a.

5,3% p.a.

5,8% p.a.

und VEW[2]

VEW 5,90

VEW 3,01

VEW 1,23

VEW 4,67

VEW 9,06

VEW 6,10

VEW 7,19

Langfr.

1,9% p.a.

negativ

negativ

2,3% p.a.

2,0% p.a.

1,6% p.a.

2,8% p.a.

Staatsanleihen

Kurzfr.

0,9% p.a.

negativ

negativ

0,8% p.a.

0,9% p.a.

0,9% p.a.

1,9% p.a.

Staatsanleihen

(USA)

Gold

0,7% p.a.

–

–

–

–

–

–

Hauspreise (USA) 0,3% p.a.

–

–

–

–

–

–

Ohne Kosten und Steuern. ► Daten: Dimson/Marsh/Staunton 2015a. ► [1] »Welt«: Marktkapitalisierungsgewichtetes globales Portfolio. ► [2] VEW = Vermögensendwert: Der Endwert einer anfänglich investierten Geldeinheit nach 35 Jahren (eine »Anlegergeneration«) auf der Basis der angegebenen durchschnittlichen Jahresrendite. ► [3] Für Deutschland und Österreich sind die Renditen so niedrig (Aktien) bzw. negativ (Anleihen) aufgrund der Folgen der Hyperinflation 1923, des Zweiten Weltkriegs und der Währungsumstellung 1948 (zwei Staatskonkurse).

Der enorme Renditevorsprung von Aktien über die vergangenen 115 Jahre

in den 23 Ländern, die entweder heute oder vor 100 Jahren einen nennens-

werten Aktienmarkt besaßen103, ist zustande gekommen in elfeinhalb Jahr-

zehnten, während einer im Rückblick schier unglaublichen Aneinander-

reihung von »Megakrisen« und Katastrophen. Einige dieser schlimmen

103 Diese 23 Länder schließen China und Russland mit ein, in denen die Eigentümer von

Aktien, Geldvermögen und Immobilien im Rahmen der jeweiligen kommunistischen

Revolutionen 1917 und 1949 typischerweise Totalverluste erlitten. Die Kapitalmärkte

in diesen beiden Ländern wurden erst wieder in den 90er Jahren eröffnet.

© Campus Verlag GmbH

Ereignisse waren so gewalttätig und gigantisch, dass niemand sie je wird

vergessen können; andere wurden in ihrer Zeit und vor Ort vielleicht als

kaum minder dramatisch wahrgenommen und trotzdem können wir

uns heute nicht mehr aktiv an sie erinnern. Diese Krisenserie muss als

der härteste denkbare Stresstest gelten, den man sich für eine aktienlas-

tige Anlagestrategie ausdenken kann – härter und realistischer als jedes

noch so schlau formulierte theoretische Szenario auf Excel-Basis. In der

IB »100 Jahre Stresstests« weiter unten in diesem Abschnitt werden diese

Ereignisse und Entwicklungen in Erinnerung gerufen.

Die in diesem Buch an zahlreichen Stel en zusammengefassten langfristi-

gen Asset-Klassen-Renditen sind somit keine Schönwetterdaten aus selektiv

ausgewählten Zeitfenstern, wie sie oft im Präsentationsmaterial von Banken

und Vermögensberatern enthalten sind, sondern beinhalten alle negativen

Effekte aus einer schier endlosen Kette globaler Krisen und Börsenkrächen

über fast 120 Jahre hinweg. Dass Aktien trotz und vielleicht wegen dieser

Krisen langfristig alles andere 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 Jahrhun-

dert (was aus meiner persönlichen Sicht schlechterdings unmöglich ist und

ein nicht mehr nachvollziehbares Ausmaß an Pessimismus voraussetzt),

wären Aktien, Immobilien und eventuell auch Rohstoffe, zumal in glo-

bal diversifizierter Form, dennoch die zu bevorzugenden Anlagen, denn

es sind Sachanlagen, zu denen es aus Risikosicht keine Alternativen gibt.

In den Megakatastrophen der Weltwirtschaftskrise von 1929 bis 1937,

des Ersten und Zweiten Weltkrieges, gegen die alle politischen und wirt-

schaftlichen Krisen einschließlich des Einbruchs von 2008/2009, die wir

in den letzten 50 Jahren erlebt haben, harmlose »Sommergewitter« waren,

fuhren Aktienbesitzer und in vermutlich geringerem Maße auch Immobi-

lienbesitzer besser als die Besitzer von Bankguthaben und Anleihen, die

in Deutschland und Österreich 1923 (deutsche Hyperinflation) und 1948

(Währungsreform) alles bzw. fast alles verloren. Auch in mehreren anderen

Ländern waren Geldsparer in den letzten 100 Jahren von jahrzehntelangen

realen Negativrenditen betroffen, z.B. in Frankreich, Italien und Japan.

Börsenabstürze, hier definiert als allgemeiner Aktienmarkteinbruch

(Drawdown) um mehr als 30% innerhalb von 24 Monaten, sind normal.

Lassen Sie sich nicht von der richtigen Strategie abbringen 327

© Campus Verlag GmbH

Man nennt das die »Sägeblattzahnkurve« der Aktienmärkte, anders formu-

liert: Es geht in den Aktienmärkten typischerweise drei Schritte vorwärts

und dann zwei (und gelegentlich auch mehr) Schritte zurück. Es hat immer

Kursstürze gegeben und es wird sie immer geben, weil Politiker, Zentralban-

ken, Geschäftsbanken und Investoren (also wir al e) Fehler machen, weil die

Zukunft nun einmal nicht zuverlässig prognostizierbar ist, weil Herdenver-

halten und Gruppendenken allgegenwärtig sind und weil Aktien, Anleihen

und Immobilien der abdiskontierte Gegenwartswert von lange in der Zu-

kunft liegenden, erwarteten Zahlungsströmen sind. Niemand, der in Aktien

investiert, sollte sich jemals über einen Crash wundern. Ein Börsen-Krach

ist eine Art Selbstreinigungsprozess des Marktes, ein Zurück zur Norma-

lität nach einer kollektiven Irrfahrt – pessimistisches »Übers-Ziel-Hinaus-

schießen« leider inklusive. Ein Crash kann sich über zwei oder mehr Jahre

erstrecken. Die Erholungsphase (der Zeitraum, bis der Höchststand vor Be-

ginn des Crashs wieder erreicht ist) dauert in den meisten Fällen deutlich

länger. Historisch gesehen gibt es – wenn man »schleichende« Crashs mit-

zählt – mindestens einmal pro Dekade eine solche Entwicklung.

Einen Crash anders als durch Glück korrekt vorauszusagen ist unmög-

lich, auch wenn die Medien (stets hinterher) einige meist chronische Un-

tergangspropheten zu Gurus erheben, die »rechtzeitig warnten«. Noch auf

jeden Crash folgte bisher für diejenigen, die weltweit diversifizierten, eine

Erholung und früher oder später wurde ein neues »Allzeithoch« erreicht104.

Aber auch das ist für einen wirklich langfristig orientierten Anleger bedeu-

tungslos. Alles in allem gilt: Auf der Basis von 115 Jahren (sowie für die USA

und Großbritannien noch weit länger zurückreichenden Daten) und ökono-

mischer Sachlogik sind Aktien (und darunter besonders Schwellenländer-

aktien, Value- und Nebenwerteaktien) trotz zeitweiliger Kursverluste von

bis zu 80% die langfristig ertragreichste Anlageform, die den besten Schutz

vor dem schleichenden Risiko des Kaufkraftverlusts (Inflation) bietet.

104 Ein Beispiel: Im Immobilien-Banken-Crash 2008/2009 war der Tiefpunkt nach 16

qualvollen Verlustmonaten im Februar 2009 erreicht. 12 Monate später lag der MSCI

All Country World Index (in Euro) um 48% höher, 24 Monate später um 78% und heute,

gut 5 Jahre später, im April 2015 um knapp 200% höher. Gegenüber dem Vor-Crash

Gipfel im Oktober 2007 gab es einen kumulativen Zuwachs um 55% (April 2015). Mir

ist niemand bekannt, der im Frühjahr 2009 diesen Aufschwung korrekt prognostizierte.

© Campus Verlag GmbH

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, die über Zeit-

räume von 20 Jahren an aufwärts meistens nur geringfügig über der In-

flation rentieren und bei Berücksichtigung von Kosten und Steuern in der

Regel darunter. Risiko ist der Preis von Rendite. Rendite gibt es nicht trotz,

sondern wegen des mit ihr einhergehenden Risikos. Risiko muss zwangs-

läufig »überraschend« auftreten. Wäre es »regelmäßig« oder anderswie

zuverlässig prognostizierbar, wäre es kein Risiko. Nach drastischen Ak-

tienabstürzen steigt deren erwartete Rendite, wie auch nach drastischen

Kursanstiegen die erwartete Rendite sinkt.

Infobox: 100 Jahre Stresstests im globalen Wertpapiermarkt

Hier ist eine stichwortartige Aufzählung der wichtigsten Krisen, die der

globale Aktienmarkt (und damit ein hypothetischer global diversifizierter

Anleger) überstehen musste und die zu den langfristig höchsten Renditen

aller wesentlichen Asset-Klassen führten:

Der Erste Weltkrieg, die Hyperinflation in Deutschland und mehreren an-

deren Ländern (1923/24), die Abschaffung des ursprünglichen internationa-

len Goldstandards in den 20er Jahren (dieser war 50 Jahre lang die Grund-

lage der Welthandelsordnung gewesen), die Weltwirtschaftskrise ab 1929

(mit Arbeitslosenraten in den westlichen Ländern von 40% und mehr, wäh-

rend es praktisch keine sozialen Sicherungsnetze gab), der Zweite Weltkrieg

(die wohl größte aller denkbaren Katastrophen), der Kalte Krieg (1950–1989),

der Koreakrieg (1950–1953), die Kubakrise (1962) mit der Gefahr einer ato-

maren Eskalation, der Vietnamkrieg (1965–1975), zwei Afghanistankriege

(1978–1989 und ab 2001 bis heute schwelend), zwei Golf-/Irakkriege (1991

und ab 2003), die Palästinakriege (Ende 60er/Anfang 70er Jahre), die Jugos-

lawienkriege (1991–2000), die vielfach mit Gewalt, Bürgerkriegen und Wirt-

schaftskrisen einhergehende Dekolonisierung Asiens und Afrikas ab etwa

1950, die Ermordung Kennedys (1963), zwei Ölkrisen (1973 und 1979/80), in

denen sich der Ölpreis in sieben Jahren real verzehnfachte, das Entstehen

der Umweltbewegung in den 70er Jahren und die Verkündigung erster öko-

© Campus Verlag GmbH

logischer Weltuntergangsszenarien (einschließlich einer globalen Eiszeit), der

deutsche Linksterrorismus der 70er und 80er Jahre, die Abschaffung des par-

tiel en Goldstandards (Bretton-Woods-System für Wechselkurse, 1973), die glo-

bale »Stagflation« in den 70er Jahren (zweistellige Inflationsraten, steigende

Arbeitslosigkeit, sinkendes Wirtschaftswachstum), ein zweistelliges Zinsni-

veau in der ersten Hälfte der 80er-Jahre, der Tschernobyl-Atomunfall (1986),

der Zusammenbruch der Sowjetunion (1989–1991) und des Kommunismus in

Osteuropa, die Aids-Epidemie ab Ende der 80er Jahre, der Rinderwahnsinn

(ab Mitte der 90er Jahre), die Vogelgrippe (ab 2003), die Wiedervereinigung

Deutschlands, die Abschaffung der D-Mark (1999), die »Y2K-Computer-Angst«

(Ende 1999), mehrere schwere Finanzkrisen mit zahlreichen Staatsbankrotten

in den Schwellenländern in der zweiten Hälfte der 90er und Anfang der 2000er

Jahre (z. B. Mexiko, Argentinien und andere lateinamerikanische Länder, Tür-

kei, Russland, Südostasien), steigende Haushaltsdefizite in den meisten Indus-

trieländern und über Jahrzehnte hinweg kriechende Steuererhöhungen, die

zu Rekordstaatsquoten führten, der 11. September 2001 und die Entstehung

des islamistischen Terrorismus, mehrere schwere Umwelt- und Naturkatas-

trophen (Wirbelstürme, Erdbeben, Flutkatastrophen, Tsunamis, Vulkanaus-

brüche), die Ängste vor dem Klimawandel, die Überalterung der westlichen

Gesellschaften und der globale Immobilien- und Kredit-Crash 2008/2009 mit

damit einhergehenden dramatisch erhöhten Staatsverschuldungsquoten.

Mit »risikofreien« Anlagen wie Sparguthaben und kurzfristigen Staatsan-

leihen kann man langfristig kein Vermögen bilden, sondern nur Vermö-

gen konservieren – ausgenommen durch spekulatives Glück. Spekulativem

Glück steht definitionsgemäß wohl ebenso viel spekulatives Pech gegen-

über, für jede glückliche Phase, die 20 Jahre andauern kann, gab es histo-

risch eine (in der Regel kürzere) unglückliche Phase. Auch Eigenheime,

insbesondere kreditfinanzierte Eigenheime, sind keineswegs »risikoarme

Investments mit solider Rendite«, wie die interessenkonfliktbeladene Im-

mobilien- und Finanzbranche uns seit Jahrzehnten weismachen. Diese

Anlageformen haben ihren Eigentümern in den letzten 100 Jahren zum

Teil über mehrere Jahrzehnte hinweg negative Realrenditen mit gravieren-

© Campus Verlag GmbH

den kumulativen Verlusten bereitet105. Weil allerdings die Verluste dieser

Asset-Klassen nur sukzessive und dann auch noch durch Inflation ver-

schleiert auftraten, taten sie den meisten Anlegern letztlich nicht weh – so

wie es auch nicht wehtut, wenn man nicht weiß, dass man bestohlen wird.

Alles in allem gilt das bekannte Börsen-Bonmot, das André Kostolany

zugeschrieben wird: Als Anleger hat man die Wahl zwischen »gut schla-

fen« und »gut essen«. Für jedes Quäntchen guten Schlafes muss man ein

wenig gutes Essen aufgeben.

Hätten jene Anleger, die im Technologieaktien-Crash 2000 bis 2002

und im Immobilien- und Banken-Crash 2008/2009 nach 30% oder 50%

Buchverlust traumatisiert verkauften und Verlust damit zementierten,

ihre Risikotragekapazität von Anfang an richtig eingeschätzt, so hätten

sie nicht verkauft und von dem anschließenden »Rebound« (Erholung) der

Aktienmärkte 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 ri-

sikobehaftetem und »risikofreiem« Portfolioteil (einschließlich einer um-

fangreichen 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 Invest-

mentplan, von Buy and Hold und von seiner Asset-Allokation abzurücken.

Mit einer radikal passiven Low-Cost- und Buy-and-Hold-Anlagestra-

tegie wird man die langfristige Marktrendite, die in diesem Buch für die

wesentlichen Asset-Klassen genannt wird, erzielen – abzüglich geringst-

möglicher Kosten und Steuern. Dabei kann man das Risikoniveau (z.B.

im Sinne des maximal erwarteten Verlustes) so festlegen, dass mit großer

Wahrscheinlichkeit ein »normaler« Börsen-Crash, wie er alle paar Jahre

geschieht, sich im Rahmen des Geplanten und Erwarteten bewegt. Das

setzt allerdings voraus, dass man drei Dinge genau kennt: (a) seine eigene

105 USA-Hauspreise sanken von 1895 bis 1921 real um 47%, französische von 1911 bis 1948

um 84%, norwegische von 1899 bis 1954 um 57%, japanische von 1991 bis 2012 um 51%,

deutsche von 1981 bis 2009 um 23% und schweizerische von 1989 bis 2000 um 36%. Bei

Berücksichtigung einer Kreditfinanzierung wären die hiermit verknüpften negativen

Gesamtrenditen auf das eingesetzte Eigenkapital vermutlich noch schlechter gewesen.

Lassen Sie sich nicht von der richtigen Strategie abbringen 331

© Campus Verlag GmbH

Risikotragekapazität, (b) langfristige historische Asset-Klassen-Renditen,

(c) die in diesem und anderen Büchern dargestellten Zusammenhänge von

Risiko und Rendite, insbesondere die Bedeutung der systematischen, glo-

balen Diversifikation über breite Asset-Klassen hinweg und (d) die wich-

tigsten der vielen schlechten Produkte und Produktverpackungen, mit

denen die Finanzbranche den Anlegern das Geld aus der Tasche zieht.

In Markteinbruchsphasen ziehen Banken- und Fondsbranche regelmä-

ßig den uralten, längst widerlegten Mythos aus der Mottenkiste, demzu-

folge ein Indexfondsanleger im Abschwung »hilflos« dem Index nach unten

folgen müsse, während ein aktiver Manager durch gezielte Umschichtung

in Barwerte die Verluste abmildern oder verhindern könne. So plausibel

und verlockend dieses Argument klingt, so falsch ist es. Das Versagen der

aktiven Fonds, Vermögensverwalter und aktiver Privatanleger ist im Crash

genau so groß wie in normalen Marktphasen. Das haben Hunderte akade-

mischer Studien über gute und schlechte Marktphasen hinweg bewiesen.

Es ist nicht davon auszugehen, dass das in der Zukunft anders sein wird.

Infobox: Sunk Costs (engl . »versenkte« Ausgaben, vergangene Kosten)

Dieses wichtige Konzept wird anhand eines Beispiels veranschaulicht. An-

leger Paul hat in den letzten neun Monaten 50% Verlust in seinem Ak-

tienportfolio erlitten. Jetzt ist er stark verängstigt. Seinem Freund Max

sagt er beim Kegeln, angesichts der negativen Marktprognose eines be-

kannten Wirtschaftsprofessors befürchte er, es würden noch weitere Ak-

tienmarktverluste folgen, und um den Schaden für sich selbst zu begren-

zen, erwäge er, in den sauren Apfel zu beißen und seine Buchverluste

via Verkauf nun zu realisieren. Am nächsten Tag (die Kurse blieben über

Nacht unverändert) erwähnt Paul bei einem Gespräch Max gegenüber in

der Sauna, dass ihm seine bisherigen Verluste zwar ungeheuer wehtäten,

er das jetzige Preisniveau aber recht attraktiv finde und er »einsteigen«

würde, wenn er nicht schon investiert wäre. Mancher Leser wird sich nun

denken, dass die beiden Aussagen von Paul nicht so ganz zusammenpas-

sen. Dieser Eindruck stimmt. In jedem Fall ist unsere Beschreibung von

Paul wohl nicht so weit weg von der Realität vieler Privatanleger wäh-

© Campus Verlag GmbH

rend eines Crashs. Wie ist Pauls Verhalten aus ökonomischer Sicht zu beur-

teilen? Paul verhält sich, wenngleich verständlich, irrational, denn er ver-

tritt zwei sich widersprechende Ansichten: Aus der Sicht eines aktiven An-

legers (im Unterschied zu einem passiven Buy-and-Hold-Anleger) ist ein

Aktienverkauf dann angeraten, wenn der Anleger das jetzige Preisniveau

für zu hoch einschätzt. Denkt der Anleger hingegen, es handele sich um

ein gutes, weil preisgünstiges Einstiegsniveau, dann wäre es ebenso richtig,

nun einzusteigen, wie investiert zu bleiben, wenn man schon investiert ist.

(Hinzu kommt noch, dass die Kursgewinne bis zum Wiedererreichen des

Einstiegspreises unter der deutschen Abgeltungssteuer steuerfrei wären.)

Was in der Vergangenheit geschehen ist, ist in diesem Fall für eine in die

Zukunft gerichtete Investmententscheidung unerheblich. Die historischen

Verluste sind im Wirtschaftlerjargon »sunk costs« (versunkene Kosten), an

denen man nichts mehr ändern kann. Für eine in die Zukunft gerichtete

Investmententscheidung ist es egal, ob man vorher mit einem Investment

Geld verloren hat oder nicht. Paul muss sich also zuerst klar werden, welche

Auffassung er wirklich vertritt, und dann entsprechend handeln.

Zum kompetenten Nachdenken über Investmentverluste gehört insbe-

sondere die »Sunk-Cost«-Logik (siehe **IB**) des Investierens zu verstehen.

Sunk Costs sind Kosten oder Verluste in der Vergangenheit, die nicht

rückgängig gemacht und in diesem Sinne nicht wieder »hereingeholt«

werden können. Beim Investieren sind dies die realisierten oder noch

nicht realisierten Verluste in einem Anlegerportfolio. Für in die Zukunft

gerichtete Anlageentscheidungen sind diese bereits erfolgten Verluste ir-

relevant. Fragen Sie sich im Zuge eines Crashs jeden Tag, ob Sie das aktu-

elle Marktpreisniveau (unter der Annahme, dass Sie soeben 100 000 Euro

Bargeld geerbt hätten) für ein attraktives Einstiegsniveau halten. Nach

einem Crash von z.B. 40% erscheint das nicht unwahrscheinlich. Ist das

der Fall, dann müsste ein rationaler Anleger mit seinem bisherigen Geld,

trotz des Buchverlustes von 40%, investiert bleiben.

Anleger begehen oft den Kardinalfehler, nicht ihr Gesamtportfolio

zu betrachten, sondern die einzelnen Portfoliokomponenten. Der Sinn

von Diversifikation besteht ja genau darin, den Umstand auszunutzen,

Lassen Sie sich nicht von der richtigen Strategie abbringen 333

© Campus Verlag GmbH

dass sich nicht alle Anlagen immer parallel entwickeln und die einzelnen

Hochs und Tiefs nicht zuverlässig prognostizierbar sind. Wenn man die-

sen Gedanken akzeptiert, ist es unsinnig, durch die Hintertür doch wie-

der auf die Einzelanlagen zu schielen. Korrekterweise sollte ein Haushalt

bei der Betrachtung des Gesamtportfolios auch sein Humankapital und

den Barwert seiner Rentenansprüche sowie Kapitallebensversicherungen

berücksichtigen, wodurch die prozentualen Verluste auf Gesamtportfolio-

ebene vermutlich weit geringer ausfallen, denn Humankapital und Ren-

tenansprüche sind Asset-Klassen mit typischerweise niedriger Volatilität.

Fassen wir noch einmal zusammen:

• Investieren Sie nur in Aktien, (a) wenn Sie glauben, dass die globalen

wirtschaftlichen und politischen Bedingungen während Ihres Anlage-

horizontes aus heutiger Sicht nicht fundamental schlechter sein werden

als im Durchschnitt der letzten 115 Jahre, (b) wenn Sie von der Gültigkeit

langfristiger Regression zum Mittelwert im Aktienmarkt überzeugt sind,

(c) wenn Sie akzeptieren, dass auch Sie in den nächsten Jahren in einen

Crash hineingeraten werden, und (d) wenn Sie einen Mix aus risikobe-

hafteter und »risikofreier« Anlage gewählt haben, der die Risikotrageka-

pazität 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 eini-

gen Monaten oder Jahren mitten im oder am Ende des Crashs verängstigt

verkaufen und damit Verluste endgültig realisieren. Diese Anleger sind

typischerweise zu spät ausgestiegen, um viel Schaden zu verhindern,

verpassen ebenso typischerweise einen großen Teil der anschließen-

den Aufschwungsphase und steigen dann gar nicht mehr oder 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 be-

wusst in Kauf nehmen, für das der Aktienmarkt ja eine Kompensation,

nämlich die hohe Langfristrendite von Aktien, bezahlt. Die beste Über-

© Campus Verlag GmbH

lebensstrategie im Crash ist, sich die Anlagemaxime von Warren Buffett

zu eigen zu machen: Buy and Hold – komme, was wolle. Je länger ein

Anleger nach einem Crash unverändert investiert bleibt, desto höher

ist seine Chance, den Verlust wieder aufzuholen und sich der langfris-

tigen Durchschnittsrendite anzunähern. Vorzeitige Verkäufe und vor

allem Panikverkäufe machen aus Papierverlusten echte Verluste.

• Unsere Empfehlung für den Crash lautet also ganz einfach: Nichts tun!

Auf keinen Fall verkaufen und – allein wegen des Crashs – auch nicht in

andere Anlagen wechseln. Lassen Sie Ihren Fondsparplan, wenn Sie einen

haben, unverändert weiterlaufen. Wenn Sie laufende Portfolioentnah-

men tätigen, versuchen Sie diese zu reduzieren. Machen Sie sich darauf

gefasst, dass eine schwere Baisse mindestens zwei Jahre anhält, was aber

noch weit entfernt ist von den historischen Rekordwerten. Denken Sie

an Odysseus, der sich an den Mast fesseln ließ, um nicht den verlocken-

den, aber tödlichen Sirenengesängen zum Opfer zu fallen. Diese Sirenen

werden auch Sie beim nächsten Crash hören: Es sind die Medien, die »Ex-

perten«, die sprichwörtlichen guten Freunde, die »etwas von Geld ver-

stehen« und – mehr als alles andere – ihr höchsteigenes Nervenkostüm.

• Über die Zukunft weiß niemand etwas Genaues – aber zwei Dinge ste-

hen fest: Der nächste Crash kommt bestimmt und die meisten Privat-

anleger werden in diesem Crash Panikverkäufe vornehmen, die sie im

Nachhinein teuer zu stehen kommen. Vermeiden Sie es, Teil dieser be-

mitleidenswerten Gruppe zu werden.

5 .8 Zwanzig Gebote für rationale Anleger

»Der Sinn von Investieren bei Privatanlegern ist nicht die Rendite zu

optimieren und reich zu werden. Der Sinn ist, nicht arm zu sterben.«

Wil iam Bernstein, Neurologe, Finanzwirtschaftler, Bestsel erautor

Wir sind nun am Ende eines Ausflugs in die Welt der irrationalen und der

rationalen Geldanlage angekommen. Dieser Ausflug hat vermutlich eine

© Campus Verlag GmbH

Erkenntnis unterstrichen, die Sie, lieber Leser, schon zuvor hatten: dass die

Investmentwelt ein dichter Wald ist, in dem sehr viele Wölfe nach dem Fell

der Privatanleger trachten. Die in diesem Buch vorgestellte simple Anla-

gestrategie kann Sie vor den Angriffen der beiden gefährlichsten Rendi-

te-Raubtiere schützen: Das eine heißt »Finanzbranche« und das andere »die

Person, die mich jeden Morgen aus dem Badezimmerspiegel anblickt«. Zum

Schluss wollen wir daher die Hauptaussagen dieses Buches noch einmal in

Form der zwanzig Gebote des rationalen Investierens kurz rekapitulieren:

1 . Zuerst Schulden abbauen Bevor ein Privatanleger an Aktieninvestments

denken kann, sollte er zuerst *alle* seine Kredite vollständig tilgen, ein-

schließlich Hypothekendarlehen, Automobilkredit, Kreditkartenschul-

den und Überziehungskredit. Das ist sein bestes Investment und befördert

den allgemeinen Seelenfrieden ungemein. Nach der Volltilgung sollten

Schulden, selbst die Ausnutzung eines kleinen Dispokredites, tabu sein.

Erst dann sollte man anfangen zu investieren. Ausnahmen gelten für sehr

vermögende Anleger und für Fälle, in denen die vorfristige Tilgung von

Immobilienkrediten aus Kostengründen nicht vertretbar ist.

2 . Realistische Erwartungen hegen und seine Gier zügeln Wie eingangs er-

wähnt: Einer der Hauptfeinde Ihres Anlageerfolges begegnet Ihnen jeden

Morgen im Badezimmerspiegel. Es ist die Person, die sich in ihren Anla-

geentscheidungen allzu oft von Emotionen treiben lässt: Emotionen wie

Angst, manchmal Panik, Gier, Neid, Geiz, Gutgläubigkeit und – am häu-

figsten – Selbstüberschätzung. Zu allen Zeiten wird die Mehrheit der An-

leger, seien es private oder institutionelle, von solchen renditezerstören-

den Emotionen, von Kurzfristdenken, selektivem Erinnerungsvermögen

und überhöhtem Selbstbewusstsein angetrieben werden. Diese Emotionen

sind menschlich. Wer sie sich eingesteht, beweist menschliche Reife und

Reife als Investor.

3 . Nicht auf Investmentpornografie hereinfallen Der zweite große Feind Ihres

Anlageerfolgs sind die Medien und die Finanzbranche, die Sie mit an Ihre

Eitelkeit, Gier oder Angst appellierenden »Informationen« alle naselang

zum Kauf neuer »Produkte« animieren wollen. Diese Produkte sind übli-

© Campus Verlag GmbH

cherweise mit nur zufällig haltbaren Versprechungen und zu hohen Ne-

benkosten befrachtet. Sie beinhalten oft unsichtbare Vertriebsprovisionen

und Kommissionen, die dazu beitragen, dass in den Folgejahren klamm-

heimlich Geld aus Ihrer Tasche in die Tasche des Finanzberaters wechselt.

4 . Die Bedeutung von Investmentnebenkosten richtig einschätzen Selbst

kleine prozentuale Kostenunterschiede von Anlageprodukten oder -stra-

tegien wirken sich langfristig viel stärker auf den Endwert eines Invest-

ments aus, als fast alle Anleger vermuten. Die Transaktionskosten, die viele

Anleger durch ständiges Trading verursachen, mögen zunächst niedrig

erscheinen, haben aber den gleichen negativen Effekt. Die Ursache dafür

ist der Zinseszinseffekt. Kosten sind ein enorm wichtiger Renditetreiber

und derjenige, über den der Anleger die größte direkte Kontrolle hat. Üben

Sie diese Kontrolle aus.

5 . Die untrennbare Verbindung von Risiko und Rendite anerkennen Höhere

Renditen gibt es nur zusammen mit höherem Risiko. Noch klarer: Ren-

dite kommt von Risiko. Rendite kommt nicht von erwarteten Gewinnen

oder erwartetem Wachstum. Wer den fadenscheinigen Versprechen der

Finanzbranche (»12% Jahresrendite mit Kapitalgarantie«) glaubt, schnei-

det sich ins eigene Fleisch. »Risiko ist riskant«, gilt nun einmal und die-

ses Risiko muss sich zwangsläufig von Zeit zu Zeit (und oft viel länger, als

einem lieb ist) schmerzhaft manifestieren. Nur wer es auszuhalten bereit

ist, kann durch höhere Langfristrenditen belohnt werden.

6 . Vergangenheitsbezogene Ertragszahlen ignorieren Auf aktive Anlage-

produkte bezogen haben historische Renditen keine verlässliche Progno-

sekraft für zukünftige Renditen, ganz gleich wie viele Fonds-Rankings,

Ratings und Presseartikel das Gegenteil behaupten. Trotzdem stellen die

meisten Privatanleger ihre Investitionsentscheidungen stark auf dieses

eine, falsche Kriterium ab und investieren vergangenen Renditen hinter-

her (Performance Chasing). Daher ist die geld- oder zeitgewichtete Rendite

der großen Mehrzahl der Fonds (also die Rendite, die Anleger tatsächlich

realisieren) niedriger als die nicht geldgewichtete Rendite, die in den Me-

dien und Fondsprospekten veröffentlicht wird. Bei allen Asset-Klassen,

Lassen Sie sich nicht von der richtigen Strategie abbringen 337

© Campus Verlag GmbH

die in den letzten ein bis zehn Jahren besonders gut liefen, ist besondere

Skepsis angebracht: Vielleicht sind sie jetzt überbewertet und es könnten

fünf bis zehn Jahre der Underperformance folgen. Umgekehrt könnten

Asset-Klassen mit unterdurchschnittlichen Renditen in den vergangenen

Jahren nun vielleicht besonders attraktiv sein. Generell gilt: Je höher die

Renditen in den vorhergehenden Jahren waren, desto niedriger sind sie

tendenziell in den kommenden Jahren. Langfristig (über Zeiträume von

fünf Jahren und mehr) ist am Kapitalmarkt eine gewisse Regression zum

Mittelwert zu beobachten. Doch selbst diese Einsicht sollte nicht zu wohl

aussichtslosem Market Timing verleiten. Kurzfristig folgen Wertpapier-

und Devisenkurse einem nicht prognostizierbaren Random Walk.

7 . Prognosen ignorieren Kursprognosen und Anlagetipps von »Experten«

sind so unzuverlässig, dass man sie als wertlos oder gar gefährlich anse-

hen muss. Ihnen zu folgen senkt langfristig die Rendite Ihres Portfolios

aufgrund der damit verbundenen hohen Transaktionskosten unter den

Marktdurchschnitt. Der jetzige Kurs ist die beste Schätzung des »wah-

ren«, »korrekten« Preises eines Assets.

8 . Ein gesundes Misstrauen gegen Finanzangebote aller Art hegen Für die

in Zukunft schlechtesten Investmentprodukte wird am meisten Werbung

gemacht. Warum? Weil Banken, Emissionshäuser, Fondsgesellschaften

prozyklisch, modegetrieben handeln (schließlich ruft dies bei Anlegern

die meiste Resonanz hervor) und generell Produkte mit hohen Neben-

kosten bevorzugen, die ihnen besonders hohe Einkünfte bescheren. Für

Indexing-Produkte gibt es kaum Werbung, weil sie nicht »sexy« sind und

nur wenig Provisionen für die Finanzbranche abwerfen. Generell ist die

Anlageberatung von Banken, Fonds-Shops und Vermögensberatern mit

enormen Interessenkonflikten behaftet, weil diese Berater primär dieje-

nigen Produkte empfehlen und verkaufen wollen, an denen sie am meis-

ten verdienen, oder eine möglichst hohe Trading-Aktivität ihrer Klien-

ten anstreben, um die Handelsgebühren in die Höhe zu treiben. Nur eine

von Produkten und Handelsvolumen unabhängige Beratung eines ech-

ten Honorarberaters oder einer Verbraucherschutzzentrale – so wie es bei

einem Rechtsanwalt, Architekten oder Arzt der Fall ist – kann objektiv

© Campus Verlag GmbH

sein. In Ihrem eigenen besten Interesse, sollten Sie bereit sein, dafür auch

Geld zu bezahlen.

9 . Die Macht der Diversifikation für sich nutzen Die meisten Anleger leiden

an »Home Bias«, das heißt, sie investieren zu viel in die Wertpapiere ihres

Heimatlandes und zu wenig international, vielleicht weil sie Vertrautheit

mit tatsächlichem Wissen und Sicherheit verwechseln. Dieser Fehler geht

zulasten ihrer langfristigen Rendite und erhöht unnötig das Risiko, das

sie eingehen. Wenn überhaupt, sollte man das eigene Land im Portfolio

untergewichten (und schon gar nicht in den eigenen Arbeitgeber inves-

tieren). Weltweite Diversifikation über alle wichtigen Asset-Klassen hin-

weg ist das einzige »Gratismittagessen«, das es beim Investieren gibt, also

letztlich der einzige Vorteil, der nicht mit einem Nachteil bezahlt werden

muss. Asset-Allokation und Nebenkosten des Investierens bestimmen sta-

tistisch über 90% der Rendite eines Portfolios, nicht Stock Picking oder

Market Timing.

10 . Das Portfolio als Ganzes betrachten Rendite und Risiko können nur in-

nerhalb des jeweiligen Gesamtportfolios (das auch Nicht-Wertpapieran-

lagen wie »Humankapital«, Rentenansprüche und Wohnimmobilien mit

einschließt) sinnvoll beurteilt werden. Das Risiko (und damit auch der Ver-

lust oder Gewinn) einer einzelnen Aktie, Fondsanlage oder Asset-Klasse

ist für sich genommen unbedeutend und sollte nie zur alleinigen Grund-

lage für Investitionsentscheidungen gemacht werden. Die Gesamtport-

foliorendite zählt und diese wird sich letztlich immer aus vorübergehen-

den Gewinnern und Verlierern zusammensetzen. Darin liegt ja der Sinn

von Diversifikation.

11 . Den Grundcharakter der Börse im Hinterkopf behalten Mathematische

Notwendigkeit bestimmt, dass mindestens die Hälfte aller Anleger den

Markt (definiert als eine bestimmte Asset-Klasse oder Fondskategorie) vor

Kosten underperformen muss. Nach Kosten sind es deutlich mehr als die

Hälfte. Jede empirische Studie und jeder Fondsvergleich, die etwas ande-

res zeigen, sind methodisch falsch und vergleichen Äpfel mit Birnen (was

für die Mehrzahl der Vergleiche von Fonds und anderen Anlageformen in

© Campus Verlag GmbH

den Medien auch tatsächlich zutrifft). Bei jedem aktiven Aktien-Trade sitzt

auf der einen Seite ein Verkäufer, der die Aktie für überbewertet hält, und

auf der anderen Seite einer, der das Gegenteil vermutet. Für jeden Käufer,

welcher der Aktie eine Outperformance zutraut und sie deshalb für kau-

fenswert hält, muss es einen Verkäufer geben, der die gegenteilige Mei-

nung vertritt. Ist das nicht der Fall, kommt kein Trade zustande. Sowohl

Käufer als auch Verkäufer glauben, sie seien schlauer als ihr Gegenüber

(wobei sich Käufer und Verkäufer an der Börse gar nicht kennen, denn sie

traden ja nicht direkt miteinander). Aktive Privatanleger glauben gene-

rell, dass sie häufiger als in 50% der Fälle cleverer oder besser informiert

sind als die andere Seite (der Markt). Dabei dürfte es sich in mindestens

der Hälfte der Fälle um Selbstüberschätzung handeln.

12 . Die eigene Risikotoleranz richtig einschätzen Nach längeren Phasen, in

denen der Markt besonders gut rentiert hat, beginnen Privatanleger, ihre

Risikotoleranz zu überschätzen. In der Folge investieren sie zu wenig in

»risikofreie« Anlagen und vernachlässigen Diversifikation im Allgemei-

nen. Das wiederum führt zu Panikreaktionen, sobald der Markt (und im

Gefolge das Portfolio) auf Talfahrt geht. Doch auch der umgekehrte Fall

gilt: Nach mehreren schlechten Aktienjahren unterschätzen Anleger ihre

echte Risikotoleranz. So verpassen sie einen großen Teil der langfristig

hohen Renditen des Aktienmarktes.

13 . Faktorprämien nutzen Die Wissenschaft hat in den vergangenen 30 Jah-

ren eine Reihe von Faktorprämien (Risikoprämien) identifiziert, z.B. bei

Value-Aktien, Small-Cap-Aktien und Schwellenländer-Aktien. Diese kann

ein Privatanleger mit Indexfonds in einfacher Weise für sich nutzen, indem

er Aktien mit diesen Markmalen gegenüber einer rein neutralen Gewich-

tung übergewichtet. Branchen (Industrien) repräsentieren hingegen keine

Faktorprämien und ein rationaler Investor sollte sie ignorieren. Faktor-

prämien sind jedoch kein Free Lunch. Zum einen basieren sie vermutlich

überwiegend oder ganz auf erhöhtem Risiko (auch wenn dieses Risiko nicht

immer in der am weitesten verbreiteten Risikokennzahl »Volatilität/Stan-

dardabweichung« aufscheint), und zum anderen können Faktorprämien

auch über jahrelange Zeitraume hinweg null oder negativ sein. Letzteres

© Campus Verlag GmbH

Risiko kann man durch globale Diversifikation und Diversifikation über

mehrere Faktorprämien hinweg reduzieren.

14 . Die Efficient-Market-Theorie beachten Damit ein Markt »effizient«,

genauer informationseffizient ist, ist es nicht erforderlich, dass alle An-

leger permanent rational handeln. Eine relativ kleine Gruppe rationa-

ler Anleger genügt bereits. Die Zusammensetzung dieser Gruppe kann

und wird sich im Zeitablauf fast ständig ändern. Auch in einem effi-

zienten Markt gibt es »Mispricings« und »Marktanomalien«. Sobald

diese allerdings entdeckt werden, verschwinden sie, sofern sich ihre

Ausbeutung nach Berücksichtigung von Transaktionskosten und Ri-

siko überhaupt lohnt. In einem informationseffizienten Markt existie-

ren in jedem Zeitfenster, egal ob das die gerade zurückliegenden sechs

Monate sind oder die 20 Jahre von 1990 bis 2009, Outperformer. Aber

diese Outperformer-Gruppe wird eine Minderheit sein und ihre Zu-

sammensetzung wechselt von Periode zu Periode – sie ist nicht zuver-

lässig prognostizierbar.

15 . Anerkennen, dass die Volksweisheit »Probieren kostet nichts« an der Börse

nicht gilt Der Versuch, den Markt schlagen zu wollen, ist nicht kostenlos.

Er geht zwangsläufig mit höheren Risiken und höheren Kosten einher, als

sie ein Buy-and-Hold-Anleger auf sich nehmen muss.

16 . Nicht in trübe Gewässer springen Investieren Sie niemals in ein Produkt,

das Sie nicht wenigstens seinen Grundzügen nach verstehen. Es gibt eine

klare und fast immer gültige Faustregel: Je komplexer ein Produkt ist,

desto wahrscheinlicher ist es, dass Privatanleger die Finger davon lassen

sollten, weil sie das wirkliche Risiko-Rendite-Profil nicht verstehen und

weil es mit hohen ausgewiesenen und versteckten Kosten belastet ist. Nur

schlechte Anleger delegieren dieses »Verstehen« an ihren Berater.

17 . Um alle Produkte, die in Abschnitt 5 .5 genannt sind, einen großen Bogen

machen Bei korrekter Berücksichtigung von Risiko und aller, auch ver-

steckter, Kosten liefern diese Produkte im Durchschnitt schlechtere Ren-

diten als Aktien. Ihre Renditen sind niedriger und ihre Volatilität (Risiko)

Lassen Sie sich nicht von der richtigen Strategie abbringen 341

© Campus Verlag GmbH

ist vermutlich höher, als es in den fehlerträchtigen Datenbanken und In-

dizes zum Ausdruck kommt.

18 . Konsequentes Kaufen und Halten praktizieren »Nichtstun« mag auf allen

wichtigen Gebieten des Lebens die falsche Strategie sein, im Bereich des

Investierens ist es jedoch oft die beste. Aus wissenschaftlicher Sicht gibt es

keinen Zweifel, dass passives Buy and Hold bei Diversifikation über viele

Asset-Klassen hinweg trading-orientierte Strategien auf lange Sicht mit

hoher Wahrscheinlichkeit schlagen kann, wenn man Kosten und Steu-

ern miteinbezieht.

19 . Den Erkenntnissen der Wissenschaft folgen Indexing ist aktivem Anle-

gen nicht deshalb vorzuziehen, weil in 20 oder 200 Studien nachgewiesen

wurde, dass aktive Anlagestrategien durchschnittlich unter der Markt-

rendite performen und es keine Performance-Konstanz gibt. Indexing ist

deshalb überlegen, weil es theoretisch und sachlogisch Sinn macht. Da-

raus folgt, dass auch seine empirischen Ergebnisse zumeist vorne liegen.

Das gilt allen gegenläufigen Angaben vieler Banken und Finanzmedien

zum Trotz sogar für die angeblich ineffizienten Märkte der Nebenwerte

und Schwellenländer.

20 . Nichts tun, wenn die Kurse abstürzen Ein Aktien-Crash geschieht je

nach Definition im Durchschnitt etwa einmal pro Dekade und in man-

chen sogar zweimal. Es dauert nach dem Tiefpunkt oft mehr als zwei

Jahre, bis der Vor-Crash-Stand wieder erreicht ist. Historisch gesehen

gilt, dass diejenigen Anleger, die im Crash nicht verkauften, langfristig

deutlich besser dastanden als diejenigen Anleger, die die Nerven verloren

und Aktien (fast immer zu spät und oft nahe am Tiefpunkt) abstießen,

in der vergeblichen Hoffnung, den Wendepunkt nach oben zu erkennen

und dann wieder einzusteigen.

Wenn Sie diese Gebote in Form einer passiven Low-Cost-Indexing-Stra-

tegie umsetzen, haben Sie ausgezeichnete Chancen auf langfristigen Er-

folg an der Börse. Sie werden eine nachhaltige Nettorendite erzielen, mit

der Sie besser dastehen als die große Mehrheit aller Privatanleger, dabei

viel Zeit sparen und einen bisher nicht gekannten Seelenfrieden errei-

© Campus Verlag GmbH

chen. Treffend formuliert das der Finanzökonom und Bestsellerautor

Peter Bernstein: »Die ›eingebauten‹ Vorteile eines Indexportfolios hängen

weder vom Geschick des Investors ab noch von seinem Glück noch von

einer bestimmten Zeitperiode; sie arbeiten vielmehr permanent für den

Anleger.« In der Tat ist das aus meiner Sicht Schönste und Angenehmste

am Indexing, dass es im Kern eine Philosophie des Nichtstuns ist, die uns

Zeit lässt für die wichtigen Dinge im Leben: unsere Familie, unsere Ge-

sundheit, unsere Freunde, unsere Hobbys und unseren Beruf. Gleichzeitig

können wir durch diese Art von Nichtstun sicher sein, im vorderen Fünftel

oder Zehntel aller Teilnehmer der letztlich unverzichtbaren Veranstaltung

»Vermögensbildung und Altersvorsorge« zu landen. Was wollen wir mehr?

Post Scriptum

Die meisten in diesem Buch genannten historischen Renditen enden 2014.

In den ersten fünfeinhalb Monaten 2015 bis zum 19. Juni 2015, als dieses

Post Scriptum geschrieben wurde, rentierte der MSCI All Country World

Index (ACWI), also der Weltaktienmarkt aus 46 Ländern, mit erfreulichen

12,1% (in Euro). Ob es am Jahresende 2015 mehr oder weniger sein wird, das

wissen die Götter – fünf Monate oder ein einzelnes Jahr bedeuten letztlich

nicht viel. Die Schlagzeilen, die die Medien derzeit dominieren klingen –

wie stets – sehr unheilvol . Das ist nicht verwunderlich, denn so funktioniert

Journalismus. Schlechte Nachrichten verkaufen sich besser als gute. Deswe-

gen landen die guten seltener in den Schlagzeilen. Hier eine kleine Auswahl

der aktuellen »Themen«: Die Krise in der Eurozone (hohe Staatsverschul-

dung, niedriges Wachstum, Konsequenzen eines möglichen »Grexit«), is-

lamischer Terrorismus und der Krieg des »IS« im Mittleren Osten, die Uk-

raine und ein denkbarer »neuer kalter Krieg« zwischen Russland und dem

Westen, die »Überalterung« der westlichen Gesellschaften, der Klimawan-

del. Wird das alles Einfluss haben auf die künftigen Renditen von Aktien,

Anleihen, Rohstoffen und Immobilien? Und wenn ja, welchen? Das, was

davon heute bekannt ist – so viel wissen wir – ist schon eingepreist. Mein

Rat zum Schluss: Lesen Sie noch einmal die Infobox in Abschnitt 5.7, danach

das Zitat von John Templeton am Anfang von Abschnitt 5.6 und vergessen

Sie danach alle Medienhysterie für die Zwecke Ihres Investmentansatzes.

© Campus Verlag GmbH

Anhang

Historische Korrelationen zwischen den wichtigsten

Asset-Klassen

Tabelle 41: Korrelationen der Kalenderjahresrenditen zwischen den wichtigsten

Asset-Klassen (15 Jahre von 2000 bis 2014)

Al e zugrunde

MSCI

MSCI

MSCI

MSCI

Immo- Rohstoff- Gold-

»Risi-

liegenden Renditen

World

World

World

Emer-

bilien-

Futures

preis

kofreie«

in Euro

Value

Small

ging

aktien

Anlage

Cap

Markets Global

MSCI World

+1,00

MSCI World Value

+0,97

+1,00

MSCI World Small Cap

+0,93

+0,93

+1,00

MSCI Emerging Markets

+0,79

+0,72

+0,78

+1,00

Immo.-aktien Global[1]

+0,69

+0,77

+0,75

+0,55

+1,00

Rohstoff-Futures[2]

+0,26

+0,34

+0,31

+0,28

+0,33

+1,00

Goldpreis

+0,18

+0,09

+0,15

+0,47

+0,22

+0,23

+1,00

»Risikofreie« Anlage[3]

–0,82

–0,78

–0,71

–0,56

–0,38

–0,05

+0,12

+1,00

[1] S&P Global REIT Index, [2] S&P GSCI Index, [3] 50/50 RexP und deutscher Geldmarkt. ► Daten: MSCI, S&P, Bloomberg, Bundesbank.

Je niedriger, die Korrelation zwischen zwei Asset-Klassen, desto besser sind

die beiden als »Diversifizierer« (Risikosenker) füreinander geeignet. Ab

einem Wert ≦ +0,90 beginnen Korrelationen »wertvoll« zu werden. Kor-

relationen schwanken im Zeitablauf, wenn auch nicht so stark wie Rendi-

ten. Dass Korrelationen zwischen den risikobehafteten Asset-Klassen in

Börsenabschwungsphasen (bedauerlicherweise) zunehmen, ist keine neue

Erkenntnis, wie Journalisten während der Finanzkrise 2008/2009 vielfach

behaupteten. Ferner heißt diese Zunahme nicht, dass Diversifikation nicht

mehr lohne und dass niedrige Korrelationen *außerhalb* von Krisen phasen

© Campus Verlag GmbH

nicht auch hilfreich wären106. Dass Korrelationen in den vergangenen 20

Jahren zugenommen haben, ist ebenfalls ein alter Hut, der den Nutzen

globaler Diversifikation zwar reduziert hat, aber ihn keineswegs weniger

erstrebenswert macht (Ilmanen/Kizer 2012). Diversifikation bleibt letzt-

lich der einzige »Free Lunch«, den es beim Investieren gibt (ein Vorteil,

der nicht durch einen Nachteil zu erkaufen ist). Die Tabelle lässt erkennen,

dass AAA-Staatsanleihen mit Laufzeit bis ca. zwei Jahren für die risiko-

behafteten Asset-Klassen gute Diversifizierer sind. Innerhalb der risiko-

behafteten Asset-Klassen sind Schwellenländeraktien, Immobilienaktien,

Rohstoffe und Gold nützliche Diversifzierer. Generell wurden hier *global*

gestreute Anlagen gewählt, weil diese in sich bereits besser diversifiziert

sind als regionale oder nationale Anlagen. Bei der Korrelation einer As-

set-Klasse mit der Inflationsrate hilft dem Anleger – anders als *zwischen*

den Asset-Klassen – ein möglichst hoher positiver Wert.

106 In der Finanzkrise 2008/2009 *sanken* die Korrelationen zwischen »risikofreien« Anlagen und Aktien. Sie wurde sogar deutlicher negativ – genau das, was klug diversifizierten

Anlegern in dieser schwierigen Phase half. Diese Diversifikation funktionierte muster-

gültig.

© Campus Verlag GmbH

Historischen Asset-Klassen-Renditen seit 1970

Tabelle 42: Globale inflationsbereinigte (reale) Asset-Klassen-Renditen in DM bzw. Euro seit 1970 – ohne Abzug von Kosten und Steuern

Aktien

Aktien

Aktien

Aktien

Aktien

Aktien

100/0 Welt- 60/40 Welt- MSCI World MSCI World DFA und MSCI Europe MSCI USA

MSCI Paci-

portfolio

portfolio

Index

Index, Value MSCI Global

Index

fic (Japan,

(Kommer) (Kommer)

Small Caps

Austr.,

Neuseel.)

(siehe Fußnoten)

[1]

[1]

[2]

Reale (inflationsbereinigte) Rendte p.a.

Überlappende Zeitfenster

Die letzten 45 Jahre von 1970 bis 2014

–

–

4,7%

–

8,3%

5,3%

5,2%

4,4%

Die letzten 40 Jahre von 1975 bis 2014

10,3%

8,0%

7,4%

8,5%

11,5%

8,0%

8,2%

5,7%

Die letzten 27 Jahre von 1988 bis 2014

8,7%

7,0%

5,9%

6,5%

7,5%

6,9%

8,8%

0,6%

Die letzten 20 Jahre von 1995 bis 2014

7,5%

6,2%

6,2%

6,5%

7,7%

6,7%

8,6%

0,7%

Die letzten 15 Jahre von 2000 bis 2014

4,9%

4,5%

0,8%

2,1%

5,9%

0,7%

1,2%

–1,1%

Die letzten 10 Jahre von 2005 bis 2014

6,5%

5,3%

6,2%

5,6%

7,6%

4,8%

7,4%

4,0%

Die letzten 5 Jahre von 2010 bis 2014

9,5%

6,3%

13,0%

12,2%

15,4%

8,0%

17,7%

7,9%

Nicht überlappende Zeitfenster

Die 23 Jahre von 1970 bis 1992

–

–

3,1%

–

8,4%

3,7%

2,8%

6,7%

Die 22 Jahre von 1993 bis 2014

6,2%

6,5%

5,2%

5,6%

6,8%

5,5%

7,2%

0,6%

Die 9 Jahre von 1970 bis 1978

–

–

–6,3%

–

2,9%

–4,9%

–8,7%

3,2%

Die 9 Jahre von 1979 bis 1987

12,6%

9,5%

13,1%

14,5%

16,9%

11,4%

9,8%

18,4%

Die 9 Jahre von 1988 bis 1996

12,3%

9,6%

7,3%

8,6%

6,7%

10,2%

13,4%

–0,9%

Die 9 Jahre von 1997 bis 2005

10,2%

7,9%

6,1%

7,3%

10,5%

7,9%

6,9%

1,9%

Die 9 Jahre von 2006 bis 2014

3,6%

3,6%

4,4%

3,7%

5,3%

2,8%

6,1%

0,7%

Vermögensendwert nach hypothetischen

35 Jahren

VEW 35 J. auf Basis der Renditen der

30,9x

14,8x

12,2x

17,4x

44,8x

14,8x

16,0x

6,9x

letzten 40 Jahre

VEW 35 J. auf Basis der Renditen der

18,4x

10,7x

7,5x

9,2x

12,4x

10,4x

18,9x

1,2x

letzten 27 Jahre

Risiko auf Basis realer Renditen

Standardabw. Jahresrend. 1988 bis 2014

22,3%

13,2%

20,6%

20,1%

22,1%

20,9%

21,4%

27,1%

Max. kumul. Verlust auf Basis

–44%

–24%

–57%

–43%

–64%

–53%

–60%

–59%

Kalenderjahre[9]

Anteil Kalenderjahre mit negativer realer

25%

23%

38%

28%

29%

31%

33%

47%

Rendite

Sharpe Ratio 1975 bis 2014 (40 Jahre)

0,48

0,51

0,36

0,40

0,52

0,38

0,38

0,25

Es wurde jeweils die längste verfügbare Datenreihe verwendet. Gezeigt werden reale (inflationsbereinigte) Renditen p.a. in DM bzw. Euro ohne Abzug von Kosten und Steuern.► VEW (Vermögensendwert): 1 EUR hat sich real in hypothetischen 35 Jahren (eine »Anlegergeneration«) zu diesem Endwert entwickelt, jedoch ohne Abzug von Kosten und Steuern. ► [1] Weltportfolio-Zusammensetzung siehe Abschnitt 4.3. ► [2] Global Small Caps (Nebenwerte): Bis 2000 DFA Small Company Global, danach MSCI World Small Cap Index. ► [3] Der EMB+

Index: In Dollar notierende Staatsanleihen von Schwellenländern. ► [4] Globale Immobilienaktien: Bis einschl.

© Campus Verlag GmbH

Aktien

Anleihen

Anleihen

Anleihen

Immo-Akt.

Rohstoffe

Rohstoffe Hedge-Fonds Private Equity Volkswirt.

MSCI Emer-

Mittelfr.

Geldmarkt-

Schwellen- Global: Immo- Rohstoff-

Goldpreis

Hedge-Fonds Private Equity Deutschland:

ging Markets Staatsanl.

zinsen

länder Staats- bilienaktien Futures (S&P

(HFRX Hedge (LPX50-Index) Wachsum

Deutschland Deutschland anl.(EMBI+

(REITs)

GSCI TR Index)

Fund Index)

reales BIP pro

(RexP)

Index)

Kopf

[3]

[4]

[5]

[6]

[7]

[8]

–

3,8%

2,2%

–

4,1%

3,2%

3,3%

–

–

1,9%

–

4,3%

2,1%

–

8,3%

1,3%

1,2%

–

–

1,7%

9,6%

4,0%

1,9%

–

7,1%

2,3%

1,6%

–

–

1,5%

4,7%

4,3%

1,1%

10,1%

9,5%

0,7%

4,6%

–

6,4%

1,3%

4,4%

3,5%

0,7%

6,9%

9,0%

–1,7%

6,9%

0,4%

–2,2%

1,3%

8,4%

2,9%

0,2%

7,7%

6,6%

–5,1%

10,3%

0,3%

3,4%

1,5%

4,1%

3,1%

–1,0%

9,8%

16,6%

–4,7%

3,6%

3,0%

16,2%

2,2%

–

3,5%

3,1%

–

–0,2%

6,5%

2,3%

–

–

2,6%

–

3,6%

1,1%

–

7,8%

0,2%

3,4%

–

1,3%

–

2,8%

1,7%

–

–9,8%

5,7%

8,4%

–

–

3,1%

–

4,5%

3,7%

–

10,5%

3,1%

3,4%

–

–

1,8%

18,5%

4,7%

3,8%

–

4,5%

10,9%

–5,8%

–

–

1,9%

6,4%

4,2%

1,7%

10,4%

12,3%

6,5%

3,1%

–

8,8%

1,2%

4,4%

2,9%

0,1%

5,7%

4,7%

–9,3%

7,9%

–1,3%

0,2%

1,5%

–

4,4x

2,1x

–

16,4x

1,6x

1,5x

–

–

1,82x

24,6x

3,9x

1,9x

–

11,1x

2,2x

1,7x

–

–

1,71x

36,8%

4,7%

2,0%

–

21,5%

27,4%

15,3%

–

–

2,2%

–51%

–8%

–2%

–

–74%

–51%

–74%

–37%

–77%

–5%

33%

27%

18%

33%

36%

44%

47%

47%

29%

–

–

0,45

0,00

–

0,38

0,08

0,04

–

–

–

1990: USA NAREIT REITs-Index in EUR, ab 1991 S&P Global REITs-Index (Total Return). ► [5] Standard & Poor‘s GS

Commodity Index Total Return (Rohstoff-Futures). ► [6] HFRX Hedge Fund Index. ► [7] Die 50 größten börsennotierten Private-Equity-Unternehmen weltweit. ► [8] BIP = Bruttoinlandsprodukt. ► [9] Wichtig: Der hier gezeigte maximale kumulative Verlust (»Drawdown«) basiert auf Kalenderjahresrenditen. Hätte man Monatsrenditen verwendet, wären die gezeigten Werte in den meisten Fällen um ca. 10 Prozentpunkte höher (schlechter).

Anhang 347

© Campus Verlag GmbH

Glossar

Bonitätsrisiko – Im Allgemeinen gleichbedeutend mit den Begriffen Adressrisiko

und Emittentenrisiko. Die Gefahr negativer Wertschwankungen eines Wertpa-

piers (z.B. Zertifikat, Aktie oder Anleihe), das heißt von Wertverlusten, weil sich

das finanzielle Standing (Bonität, 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.

Backtesting – Rückwirkende Anwendung einer Anlagestrategie auf historische

Daten, also »Investieren«, ohne echte Geldmittel einzusetzen. Outperformance-

Ergebnisse, die auf Backtesting basieren, sind mit Skepsis zu betrachten. Sie könn-

ten das Ergebnis von Manipulation sein.

Barreserve – Auch Cash- oder Liquiditätsreserve genannt. Jeder konventionelle

Investmentfonds muss einen Teil seiner Fondsmittel in Cash (das heißt sehr kurz-

fristig verfügbaren Geldmarktanlagen) investieren, um jederzeit Fondsanteile von

Anlegern zurückkaufen zu können. Diese Barreserve drückt die Performance jedes

Aktien- und Rentenfonds in Aufschwungsphasen nach unten. Die relativ höhere

Barreserve aktiv gemanagter Fonds ist einer der Gründe für ihren Renditenachteil

gegenüber Indexfonds. Der Grund für die geringen Betriebskosten passiver ETFs

besteht unter anderem darin, dass sie keine nennenswerte Barreserve brauchen,

weil ein »Rückverkauf« von Anteilen an die Fondsgesellschaft seitens der Anleger

nicht vorgesehen ist.

Barwert (Gegenwartswert) – Der heutige Wert einer erst in der Zukunft zu emp-

fangenden Zahlung (oder eines Zahlungsstroms), »abgezinst« auf die Gegenwart.

Ein Beispiel: Eine Zahlung in einem Jahr von 1 050 Euro hat bei einer Abzinsungs-

rate (Diskontierungsrate) von 5 Prozent einen Barwert von 1 000 Euro, denn wenn

man 1 000 Euro mit 5 Prozent Jahresrendite für ein Jahr anlegt, erzielt man 1 050

Euro. Deshalb haben beide Werte – 1 000 Euro jetzt oder 1 050 Euro in zwölf Mo-

naten – bei dieser Abzinsungsrate denselben Barwert (BW). Mit Barwerten kann

man Zahlungen, die zu unterschiedlichen Zeitpunkten anfallen, vergleichbar ma-

© Campus Verlag GmbH

chen. Die Formel für die Berechnung des Barwertes (BW) einer einmaligen zu-

künftigen 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. Welches die angemes-

sene Abzinsungsrate ist, hängt damit zusammen, wie »sicher« oder wahrschein-

lich die zukünftige Zahlung ist. Wenn sie definitiv sicher (»risikofrei«) ist, dann ist der Zinssatz für risikofreie Staatsanleihen der entsprechenden Laufzeit angemessen, wenn sie weniger sicher ist, dann braucht es einen höheren Zinssatz (wodurch

sich ein kleinerer Barwert ergibt). Mit einem Tabellenkalkulationsprogramm wie

Microsoft Excel kann man Barwerte recht einfach berechnen.

Blue Chips – Englische Bezeichnung für Standardwerte oder Large Caps (also Aktien von etablierten Großunternehmen mit hoher Marktkapitalisierung; in Deutschland z.B. die 30 im DAX gelisteten Unternehmen). Davon abzugrenzen sind Mid

Caps (Aktien mittelgroßer Unternehmen) und Nebenwerte (Small Caps), also Ak-

tien kleiner Unternehmen.

Dividendenrendite – Engl. dividend yield; das Verhältnis aus Dividendenauszah-

lung pro Aktie und Aktienpreis. Sie liegt bei Großunternehmen durchschnittlich

bei etwa 2 bis 3 Prozent p.a. Bis in die 50er Jahre war die Dividendenrendite deut-

lich höher. Value-Aktien haben üblicherweise eine höhere Dividendenrendite als

Growth-Aktien.

Einlagensicherung – Bargeldanlagen (Girokonto, Sparbücher, Termingelder etc.)

sind de facto ein Kredit, den der Anleger/Sparer an seine Bank vergibt. Solche »Kre-

dite« sind – wie bei jedem anderen Kredit – grundsätzlich mit dem Risiko verbun-

den, dass der Kreditnehmer (also die Bank) den Kredit (die Geldeinlage) nicht zu-

rückzahlen kann. Die Instrumente der Einlagensicherung reduzieren dieses Risiko,

aber sie eliminieren es keineswegs vollständig. Wichtig hierbei: Wertpapieranla-

gen einschließlich Investmentfonds sind nicht von diesem Risiko betroffen, denn

im Konkursfall der Bank fallen diese Anlagen – im Unterschied zu den genannten

Formen der Bargeldanlage – nicht in die Konkursmasse der Bank. Für Wertpapiere

und Fondsanlagen ist die Bank im Normallfall lediglich eine Verwahrstelle, aber

nicht »Kreditnehmer« im o.g. Sinne. In Deutschland ist die Einlagensicherung durch

das Einlagensicherungs- und Anlegerentschädigungsgesetz geregelt. Geschützt sind

100% der Einlagen bis zum Maximalwert von 100 000 Euro pro Kunde und zusätz-

lich 90 Prozent der Verbindlichkeiten aus eigenen Wertpapieren (das heißt von der

jeweiligen Bank emittierte Anleihen) bis zu einem Maximalwert von 20 000 Euro.

Alle üppigeren Versprechen des freiwilligen Einlagenschutzes der Banken, unabhän-

gig vom Typus der Bank (private Bank, Sparkasse oder genossenschaftliche Bank),

© Campus Verlag GmbH

sind genau das – freiwillig. Auf sie besteht kein gesetzlicher Rechtsanspruch. Wer

das »Kleingedruckte« im jeweiligen Einlagensicherungsregelwerk der einzelnen

Bankentypen genau liest, wird dort solche Bestimmungen finden. Daher sollte man

Bargeldanlagen bei Banken (einschließlich Sparkassen) stets nur bis zur Maximal-

höhe von 100 000 Euro tätigen. Wer mehr 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. Auch Auslandsfilialen einer deutschen Bank unterliegen nicht der

deutschen gesetzlichen Einlagensicherung. In den meisten Mitgliedsländern der

EU besteht eine ähnliche, aber nicht unbedingt identische Einlagensicherung. Le-

senswert hierzu ist der Eintrag »Einlagensicherung« bei Wikipedia.

Gegenwartswert – Siehe → Barwert.

Geldmarkt, Geldmarktanlagen – Engl. money market: Geldmarktanlagen sind, aus

der Sicht eines heimischen Anlegers, kurzfristige, liquide, »risikofreie« Geldanla-

gen (nicht in Fremdwährung), wie etwa Termin- oder Festgelder, Geldmarktfonds,

Sparbücher oder Konten mit variabler Guthabenverzinsung (sofern innerhalb der

gesetzlichen → Einlagensicherung), Staatsanleihen der Bundesrepublik Deutschland

oder der westeuropäischen Staaten in Euro, sofern sie mindestens ein AA- Rating

haben (Rating-Stufe 3) mit bis etwa 18 Monaten Restlaufzeit. Längerfristige Zin-

spapiere werden dem Anleihenmarkt (Rentenmarkt) zugeordnet.

Heimatwährung des Anlegers – Damit ist die Währung gemeint, in der erwar-

tungsgemäß der weit überwiegende Teil der künftigen Lebenshaltungskosten eines

Anlegers oder Anlegerhaushaltes anfallen wird. Für in Deutschland ansässige An-

leger wird das typischerweise der Euro sein. Für einen Engländer, der nur für die

nächsten, z.B. 18 Monate in Deutschland lebt, wird es typischerweise das britische

Pfund sein.

Per annum (p .a .) – Lateinisch für »pro Jahr«, »jährlich«.

Performance – In diesem Buch verstehen wir unter Performance (engl. für

»Leistung«) letztlich dasselbe wie unter dem Begriff »Rendite«. Gelegentlich wird

der Begriff auch enger als risikoadjustierte (risikogewichtete) Rendite verstanden.

Riskobereinigte Rendite (auch risikoadjustierte Rendite) – Rendite unter Berück-

sichtigung des Risikos. Die bekannteste Kennzahl für die risikoadjustierte Rendite

ist das Sharpe Ratio (siehe Abschnitt 1.10).

© Campus Verlag GmbH

Vermögensendwert (VEW) – Eine in diesem Buch vielfach verwendete alternative

Renditekennzahl, die den Vermögenszuwachs eines anfänglichen Einmalinvest-

ments von einem Euro (oder genereller gesagt einer Geldeinheit) über einen be-

stimmten mehrjährigen Zeitraum angibt. Der VEW kann auf der Basis der realen

(inflationsbereinigten) Rendite oder einer nominalen (nicht inflationsbereinigten

Rendite) errechnet werden (in diesem Buch zumeist auf der Basis realer Renditen).

Die zugrunde gelegte Zeitspanne wird im Buch an Ort und Stelle jeweils gesondert

genannt. Vielfach wird im Buch ein hypothetischer (statt eines historisch-spezi-

fischen) Zeitraum von 35 Jahren zugrunde gelegt (»eine Anlegergeneration«). Der

VEW ist intuitiver und plastischer als die eher übliche bloße Angabe einer jähr-

lichen Durchschnittsrendite. Ein Beispiel: Wir nehmen eine reale (geometrische)

Rendite von 4,5% p.a. an. Investiert man einen Euro über hypothetische 35 Jahre,

dann ergibt sich ein Vermögensendwert (VEW) von €4,67 (die kumulative Rendite

betrug 367%). Die Rechenformel für den Vermögensendwert ist, bezogen auf dieses

Beispiel: (1 + 4,5%)35 = 4,67 (gleichbedeutend mit 1,04535 = 4,67). Ferner illustriert

der VEW sehr anschaulich, wie groß der Vermögensbildungseffekt bereits kleiner

Jahresrenditedifferenzen auf lange Sicht für den Anleger ist.

© Campus Verlag GmbH

Verzeichnis der Infoboxen

Infobox: Aktives und passives Investieren 11

Infobox: Benchmark (Vergleichsindex) 15

Infobox: Veröffentlichte Fondsrendite versus tatsächliche Anlegerrendite . 19

Infobox: Performance Chasing (»Renditejagen«) von Privatanlegern 21

Infobox: Buy and Hold (Kaufen und Halten) 24

Infobox: Marktkapitalisierung 26

Infobox: Nullsummenspiel 28

Infobox: Markteffizienz (Informationseffizienz) 29

Infobox: Transaktionskosten 30

Infobox: Erwartete Rendite, erwartetes Risiko 33

Infobox: Marktanomalien 36

Infobox: Asset-Klasse und Asset-Allokation 37

Infobox: Arbitrage 41

Infobox: »Passiv« investieren – eine nicht ganz glückliche Wortwahl 46

Infobox: Equilibrium Accounting (»Gleichgewichtsbuchhaltung«)

und Finanzjournalismus 52

Infobox: Rendite kommt von Risiko 57

Infobox: Korrelation, Korrelationskoeffizient 67

Infobox: Relative Anteile von Sparanteil und Renditeanteil im

Finanzvermögen 83

Infobox: Hat das Aktienrisiko in den letzten Jahren zugenommen? 98

Infobox: Total Expense Ratio (TER) 111

Infobox: UCITS-Fonds/Publikumsfonds 119

Infobox: Sind historische Langfristdaten von Asset-Klassen repräsentativ

für die Zukunft? 131

Infobox: Strategie versus Ergebnis 136

Infobox: Der MSCI World Index 147

Infobox: Warren Buffett und die Efficient-Markt-Theorie (EMT) 156

Infobox: Stop-Loss-Order (Stop-Loss-Limit) 161

Infobox: Arithmetische oder geometrische Durchschnittsrendite –

welche ist vorzuziehen? 171

Infobox: Die 72er-Regel 178

© Campus Verlag GmbH

Infobox: Honorarberater 184

Infobox: Zinsänderungsrisiko (Term Risk) 195

Infobox: Survivorship Bias, Self-Selection Bias, Backfill Bias 200

Infobox: Leerverkauf (Short Selling) 203

Infobox: »Sondervermögen« 213

Infobox: Das Berk-Green-Argument zu »Alpha« und wer es erntet 219

Infobox: Rohstoff-Futures 227

Infobox: Event Risk 234

Infobox: Eigenheimrenditen und Wertpapierrenditen korrekt vergleichen 237

Infobox: REIT (Immobilienaktiengesellschaft) 238

Infobox: Aktien des eigenen Unternehmens kaufen? 242

Infobox: Rating von Anleihen 255

Infobox: Der Marktanteil von Indexing 259

Infobox: Sind Dividenden-ETFs gleichbedeutend mit Value-ETFs? 284

Infobox: Style Drift 303

Infobox: Ist Buy and Hold tot? 310

Infobox: 100 Jahre Stresstests im globalen Wertpapiermarkt 329

Infobox: Sunk Costs (engl. »versenkte« Ausgaben, vergangene Kosten) . . 332

Verzeichnis der Infoboxen 353

© Campus Verlag GmbH

Danksagung

Den folgenden Lesern dieser und früherer Auflagen von *Souverän inves-*

tieren danke ich für wertvolle Korrekturhinweise und Anregungen: Hans

Abel, Werner Bareis, Wolfgang Blume, Bernd Busch, Arne Geffert, Alfred

Gesierich, Joshua Häring, Brigitte und Luc Herren, Manfred Knoll, Chris-

tian Mell, Stephan Mescher, Tim Schönemann, Nicole Scesny und Tors-

ten Wosnizok. Viele weiteren Leser haben seit der Publikation meines

ersten Indexing-Buchs im Jahr 2000 durch kluge Fragen und Vorschläge

zur deutlichen Verbesserung meiner Investmentkenntnisse beigetragen.

Für besonders umfangreiche Unterstützung bedanke ich mich ge-

sondert bei Peter Binz (Krailling bei München), Prof. Dr. Olaf Gierhake

(Rapperswil bei Zürich), Ursula Kommer (Balingen), Dr. Zoja Milbers

(Dresden), Prof. Dr. Helge Peukert (Erfurt) und Lukas Schneider (Berlin).

© Campus Verlag GmbH

Literaturverzeichnis

Amenc, Noël/Le Sourd, Véronique (2007): »Rating the Ratings: A Critical Analysis

of Fund Rating Systems«; In: *Journal of Performance Measurement*; Summer 2007.

Anderson, Anders (2007): »All Guts, No Glory: Trading and Diversification Among

Online Investors«; In: *European Financial Management*; Vol. 13; No. 3; June

2007.

Arnold, Tom/Earl, John/North, David (2007): »Are Cover Stories Effective Contra-

rian Indicators?«; In: *Financial Analysts Journal*; Vol. 63; No. 2; 2007.

Arnott, Robert/Berkin, Andrew/Ye, Jia (2000): »How well have taxable investors

been served in the 1980s and 1990s?«; In: *Journal of Portfolio Management*;

Vol. 26; No. 4; Summer 2000.

Baltzer, Markus/Stolper, Oscar/Walter, Andreas (2013): »Is local bias a cross-bor-

der phenomenon? Evidence from individual investors' international asset al-

location«; In: *Journal of Banking & Finance*; Vol. 37; Issue 8; August 2013.

Baquero, Guillermo/Verbeek, Marno (2015): »Hedge Fund Flows and Performance

Streaks: How Investors Weigh Information«; January 28, 2015; *ESMT Working*

Paper No. 15–01; Internet-Fundstelle: http://ssrn.com/abstract=2554523.

Barber, Brad/Lehavy, Reuven/McNichols, Maureen/Trueman, Brett (2001): »Can

Investors Profit from the Prophets? Security Analyst Recommendations and

Stock Returns«; In: *The Journal of Finance*; Vol. 56; 2001.

Barber, Brad/Odean, Terrance (2000): »Trading is Hazardous to Your Wealth: The

Common Stock Investment Performance of Individual Investors«; In: *Journal*

of Finance; Vol. 55; No. 2; April 2000.

Barras, Laurent/Scaillet, Olivier/Wermers, Russ (2008): »False Discoveries in Mu-

tual Fund Performance: Measuring Luck in Estimating Alphas«; In: *Journal of*

Finance; Vol. 65; No. 1; 2008.

Benedict, Jacob (2010): »The Warren Buffet Paradox«; White Paper; *AMI Investment*

Management; June 2010; Internet-Fundstelle: http://www.amiinvestment.com/

AMI_white_papers/The_Warren_Buffett_Paradox.pdf.

Benke, Alex/Ferri, Richard (2013): »A Case for Index Fund Portfolios«; Inter-

net-Fundstelle: http://www.rickferri.com/WhitePaper.pdf.

Berk, Jonathan (2005): »Five Myths of Active Portfolio Management«; In: *Journal*

of Portfolio Management; Vol. 31; No. 3; Spring 2005.

© Campus Verlag GmbH

Berk, Jonathan/Green, Richard (2004): »Mutual fund flows and performance in

rational markets«; In: *Journal of Political Economy*; Vol. 112; No. 4; August 2004.

Bernstein, William (2013): »Deep Risk. How History Informs Portfolio Design«;

Ebook; 2013.

Bernstein, William (2014): »Rational Expectations. Asset Allocation for Investing

Adults«; Ebook; 2014.

Bhardwaj, Geetesh/Gorton, Gary/Rouwenhorst, Geert (2015): »Facts and Fantasies

about Commodity Futures Ten Years Later«; May 25, 2015; Internet-Fundstelle:

http://ssrn.com/abstract=2610772.

Bhattacharya, Utpal/Hackethal, Andreas/Loos, Benjamin/Meyer, Steffen (2014):

»Abusing ETFs«; November 22, 2014; Internet-Fundstelle: http://ssrn.com/

abstract=2022442.

Bioy, Hortense/Davidson, Lee/Johnson, Ben/Kellett, Alastair (2013): »On The Right

Track: Measuring Tracking Efficiency in ETFs«; February 2013; Internet-Fund-

stelle: http:/ media.morningstar.com/uk/MEDIA/Research_Paper/Morningstar_

Report_Measuring_Tracking_Efficiency_in_ETFs_February_2013.pdf.

BlackRock (ohne Autor) (2014): »ETP Due Diligence. A framework to help inves-

tors to select the right European Exchange traded products (ETPs)«; Inter-

net-Fundstelle: http://www.ishares.com/uk/institutional/en/literature/white-

paper/etp-due-diligence–report-en-emea-pc-whitepaper.pdf.

Bofinger, Peter/Schmidt, R. (2003): »Should one rely on professional exchange rate

forecasts?«; In: *Würzburg Economic Papers*; No. 38; 2003.

Bogle, John (2005): »The Mutual Fund Industry 60 Years Later: For Better or Worse?«;

In: *Financial Analysts Journal*; Vol. 61; No. 6; 2005.

Boyson, Nicole (2008): »Hedge Fund Performance Persistence: A New Approach«;

In: *Financial Analysts Journal*; Vol. 64; No. 6; November/December 2008.

Brooks, Chris/Kat, Harry (2002): »The Statistical Properties of Hedge Fund Index

Returns and Their Implications for Investors«; In: *Journal of Alternative Inves-*

tments; Fall 2002.

Brown, Stephen/Goetzmann, William (1995): »Performance persistence«; In: *Jour-*

nal of Finance; Vol. 50; No. 2; 1995.

Bryant, Chris/O'Sullivan, Emmett (2011): »Investment Returns from Tracker Funds

and Guaranteed Equity Bonds«; *Investment Management Association; Statistics*

Series Paper: 2; April 2011; Internet-Fundstelle: http://www.investmentfunds.org.

uk/press-centre/press-releases/press-release-2011-04-11.

Carhart, Mark (1997): »On Persistence in Mutual Fund Performance«; In: *Journal*

of Finance; March 1997.

Casteleyn, Jonathan (2013): »Why Morningstar ratings matter«; January 24, 2013;

Internet-Fundstelle: http://marketrealist.com/2013/01/why-morningstar-

ratings-matter/.

© Campus Verlag GmbH

Chambers, Donald/Zdanowicz, John (2014): »The Limitations of Diversification Re-

turn«; In: *The Journal of Portfolio Management*; Vol. 40; No. 4; 2014.

Chochrane, John (2013): »Eugene Fama: Efficient Markets, Risk Premiums, and the

Nobel Price«; Internet-Fundstelle: http://johnhcochrane.blogspot.co.uk/2013/11/

the-work-behind-prize-video-and-text.html.

Chordia, Tarun/Subrahmanyam, Avanidhar/Tong, Qing (2011): »Trends in the

Cross-Section of Expected Stock Returns«; March 4, 2011; Internet-Fundstelle:

http://subra.x10hosting.com/tcs4.pdf.

Clare, Andrew/Motson, Nick (2010): »Do UK retail investors buy at the top and

sell at the bottom?« Internet-Fundstelle: https://www.cass.city.ac.uk/__data/

assets/pdf_file/0003/69933/Do-UK-retail-investors-buy-at-the-top-and-sell-

at-the-bottom.pdf.

Cornell, Bradford (2009): »Luck, Skill, and Investment Performance«; In: *Journal*

of Portfolio Management; Vol. 35; No. 2; Winter 2009.

Dichev, Ilia/Yu, Gwen (2010): »Higher risk, lower returns: What hedge fund inves-

tors really earn«; In *: Journal of Financial Economics*; Vol. 100; 2011.

Dichtl, Hubert/Drobetz, Wolfgang/Wambach, Martin (2014): »Testing Rebalan-

cing Strategies for Stock-Bond Portfolios Across Different Asset Allocations«;

August 12, 2014; Internet-Fundstelle: SSRN: http://ssrn.com/abstract=2479384.

Dimson, Elroy/Marsh, Paul/Staunton, Mike (2007): »Volatility and Portfolio

Protection Over 107 Years«; Presented at the 3rd Beta-Workshop in Historical

Economics: Financial History, Strasbourg; 4–5 May 2007; Internet-Fundstelle:

http://crei.cat/activities/sc_conferences/31/VolatilityAndPortfolioProtection_

3May07.pdf.

Dimson, Elroy/Marsh, Paul/Staunton, Mike (2011): Credit Suisse Institute Global

Investment Returns Sourcebook 2011. Credit Suisse Research Institute Zurich.

Dimson, Elroy/Marsh, Paul/Staunton, Mike (2013): Credit Suisse Global Investment

Returns Year Book 2013. Credit Suisse Research Institute Zurich.

Dimson, Elroy/Marsh, Paul/Staunton, Mike (2015a): Credit Suisse Global Invest-

ment Returns Source Book 2015. Credit Suisse Research Institute Zurich.

Dimson, Elroy/Marsh, Paul/Staunton, Mike (2015b): Credit Suisse Global Invest-

ment Returns Year Book 2015. Credit Suisse Research Institute Zurich.

Ehm, Christian/Kaufmann, Christine/Weber, Martin (2014): »Volatility Inadapta-

bility: Investors Care About Risk, but Cannot Cope with Volatility«; In: *Review*

of Finance; Vol. 18; No. 4; 2014.

Erb, Claude/Harvey, Campbell (2006): »The Tactical and Strategic Value of Commo-

dity Futures«; In: *Financial Analysts Journal*; Vol. 62; No. 2; March/April 2006.

Erb, Claude/Harvey, Campbell (2013): »The Golden Dilemma«; May 4, 2013; Inter-

net-Fundstelle: http://ssrn.com/abstract=2078535.

© Campus Verlag GmbH

Estrada, Javier (2013): »Stocks, Bonds, Risk, and the Holding Period: An Inter-

national Perspective«; In: *The Journal of Wealth Management;* Vol. 16; No. 2;

2013.

Estrada, Javier (2014a): »Rethinking Risk«; May 13, 2014; Internet-Fundstelle: http://

web.iese.edu/JEstrada/PDF/Research/Refereed/RethinkingRisk.pdf.

Estrada, Javier (2014b): »Rethiniking Risk II«; Winter 2014; Internet-Fundstelle:

http://web.iese.edu/JEstrada/PDF/Research/Refereed/RethinkingRisk-2.pdf.

Fama, Eugene/French, Kenneth (2010): »Luck versus Skill in the Cross-Section of

Mutual Fund Returns«; In: *The Journal of Finance*; Vol. 65; Issue 5; October 2010.

Fang, Jiali/Jacobsen, Ben/Qin, Yafeng (2014): »Technical Market Indicators: An

Overview«; June 12, 2014; Internet-Fundstelle: http://ssrn.com/abstract=2449344.

Fisher, Gregg (2013): »Dividend Investing: A Value Tilt in Disguise?«; In: *Journal*

of Financial Planning; April 2013.

Frazzini, Andrea/Lamont, Owen (2008): »Dumb money: Mutual fund flows and the

cross-section of stock returns«; In: *Journal of Financial Economics*; Vol. 88; 2008.

Frazzini, Andrea/Kabiller, David/Pedersen, Lasse Heje (2013): »Buffett's Alpha«;

Nov. 2013; Internet-Fundstelle: http://www.econ.yale.edu/~af227/pdf/Buf-

fett's%20Alpha%20-%20Frazzini,%20Kabiller%20and%20Pedersen.pdf.

Friesen, Geoffrey/Sapp, Travis (2007): »Mutual Fund Flows and Investor Returns:

An Empirical Examination of Fund Investor Timing Ability«; In: *Journal of*

Banking and Finance; Vol. 31; 2007.

Gierhake, Anja (2013): »Besteuerung Liechtensteiner Lebensversicherungsverträge

mit deutschen Versicherungsnehmern und Begünstigten«; S. 5–104; In: Olaf

Gierhake (Hg.): *Privat platzierte Lebensversicherungen: für Deutsche, Österrei-*

cher und Schweizer; 19. Juni 2013; 1. Aufl.; Books on Demand.

Gigerenzer, Gerd (2014): *Risk Savvy. How to make good decisions;* Penguin Books; 2014.

Glaser, Markus/Weber, Martin (2007): »Why Inexperienced Investors do not learn:

They do not Know Their Past Portfolio Performance«; In: *Finance Research Let-*

ters; Vol. 4; No. 4; 2007.

Goetzmann, William/Ibbotson, Roger (1994): »Do Winners Repeat?«; In: *The Jour-*

nal of Portfolio Management; Winter 1994.

Gorton, Gary/Rouwenhorst, Geert (2006): »Facts and Fantasies about Commodity

Futures«; In: *Financial Analysts Journal*; March/April 2006.

Grogan, Kevin/Lim, Tiya/Swedroe, Larry (2010): »The Only Guide You'll Ever Need

for the Right Financial Plan: Managing Your Wealth, Risk, and Investments«;

Bloomberg Press; 2010.

Hackethal, Andreas/Haliassos, Michael/Jappelli, Tullio (2012a): »Financial Ad-

visors: A Case of Babysitters?«; In: Journal of Banking and Finance; Vol. 36;

No. 2; February 2012.

© Campus Verlag GmbH

Hackethal, Andreas/Meyer, Steffen/Kaesler, Simon/Loos, Benjamin/Schmoltzi,

Dennis/Stammschulte, Christian (2012b): »Just Unlucky? – A Bootstrapping

Simulation to Measure Skill in Individual Investors' Investment Performance«;

June 6, 2012; Internet-Fundstelle: SSRN: http://ssrn.com/abstract=2023588.

Hammer, Thomas (2012): »Schwarzbuch Banken und Finanzvertriebe. So schützen

Sie sich vor fiesen Tricks«; Verbraucherzentrale NRW, Düsseldorf; September 2012.

Ibbotson, Roger/Kaplan, Paul: (2000): »Does Asset Allocation Policy Explain 40,

90, or 100 Percent of Performance?«; In: *Financial Analysts Journal*; Vol. 56;

No. 1; 2000.

Ilmanen, Antti (2011): »Expected Returns. An Investor's Guide to Harvesting Mar-

ket Rewards«; Wiley; 2011.

Ilmanen, Antti/Kizer, Jared (2012): »The Death of Diversification Has Been Greatly

Exaggerated«; In: *Journal of Portfolio Management*; Vol. 38, No. 3; Spring 2012.

Jacks, David (2015): »From Boom to Bust: A Typology of Real Commodity Prices in

the Long Run«; National Bureau of Economic Research Working Paper 18874;

Internet-Fundstelle: http://www.sfu.ca/~djacks/data/boombust/index.html.

Jacobs, Heiko/Müller, Sebastian/Weber, Martin (2014): »How should individual

investors diversify? – An empirical evaluation of alternative asset allocation

policies«; In: *Journal of Financial Markets*; Vol. 19; 2014.

Jensen, Michael (1968): »The Performance of Mutual Funds in the Period 1945–1964«;

In: *Journal of Finance*; Vol. 23; No. 2; 1968.

Joenväärä, Juha/Kosowski, Robert/Tolonen, Pekka (2014): »Hedge Fund Perfor-

mance: What Do We Know?«; April 29, 2014; Internet-Fundstelle: http://ssrn.

com/abstract=1989410.

Kinnel, Russel (2010): »How Expense Ratios and Star Ratings Predict Success«;

August 9, 2010; Internet-Fundstelle:
http://news.morningstar.com/articlenet/

article.aspx?id=347327.

Kommer, Gerd (2010): *Kaufen oder mieten? Wie Sie die richtige Entscheidung tref-*

fen; Campus; 2010.

Kommer, Gerd (2012): *Herleitung und Umsetzung eines passiven Investment-Ansat-*

zes für Privatanleger in Deutschland. Langfristig anlegen auf wissenschaftlicher

Basis; Campus; 2012.

Kommer, Gerd (2015): *Die Optimierung von Quel ensteuernbelastungen bei Aktien-*

index fonds aus Sicht eines Privatanlegers in Deutschland; BoD – Books on

Demand; 2015.

Lee, Dwight/Verbrugge, James (1996): »The Efficient Market Thrives on Criticism«;

In: *Journal of Applied Corporate Finance*; Vol. 9; Spring 1996.

Malkiel, Burton (1995): »Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971 to

1991«; In: *Journal of Finance*; Vol. 50; No. 2; June 1995.

© Campus Verlag GmbH

Malkiel, Burton (2004): »Models of Stock Market Predictability«; In: *Journal of Fi-*

nancial Research; Winter 2004.

McLean, David/Pontiff, Jeffrey (2015): »Does Academic Research Destroy Stock

Return Predictability?«; January 7, 2015; Internet-Fundstelle: http://ssrn.com/

abstract=2156623 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2156623.

Meinhardt, Christian/Müller, Sigrid/Schöne, Stefan (2014): »Physical and Synthetic

Exchange Traded Funds: the Good, the Bad or the Ugly?«; July 24, 2014; Inter-

net-Fundstelle: http://ssrn.com/abstract=2026409.

Müller, Sebastian/Weber, Martin: »Evaluating the Rating of Stiftung Warentest:

How Good are Mutual Fund Ratings and Can They be Improved?«; In: *Euro-*

pean Financial Management; Vol. 20; 2014.

Novy-Marx, Robert (2012): »The Other Side of Value: The Gross Profitability Pre-

mium«; In: *Journal of Financial Economics*; Vol. 108; Issue 1; 2013.

Odean, Terrance (1999): »Do Investors Trade Too Much?«; In: *American Economic*

Review; Vol. 89; December 1999.

Pakula, David/Wimmer, Brian/Wallick, Daniel (2014): »Quantifying the im-

pact of chasing fund performance«; Vanguard Research; July 2014; In-

ternet-Fundstelle: https://institutional.vanguard.com/iam/pdf/ISGQFP.

pdf?cbdForceDomain=true.

Paulos, John Allen (2001): »Innumeracy: Mathematical Illiteracy and Its Conse-

quences«; Holt McDougal; Aug 18, 2001.

Porter, Gary/Thrifts, Jack (2014): »The career paths of mutual fund managers: The

role of merit«; In: *Financial Analysts Journal*; Vol. 70; Issue 4; July/August 2014.

Poterba, James/Summers, Lawrence (1988): »Mean Reversion in Stock Returns:

Evidence and Implications«; In: *Journal of Financial Economics*; Vol. 22; 1988.

Reinhart, Carmen/Rogoff, Kenneth (2009): This Time is Different: Eight Centuries

of Financial Folly«; Princeton University Press; 2009.

Ritter, Jay R. (2012): »Is Economic Growth Good for Investors?«; In: *Journal of Ap-*

plied Corporate Finance; 2012; Vol. 24; No. 3; Summer 2012.

Sharpe, William (1966): »Mutual Fund Performance«; In: *Journal of Business*; Vol.

39; Special Supplement; January 1966.

Sharpe, William (1991): »The Arithmetic of Active Management«; In: *Financial*

Analysts Journal; Vol. 47; No. 1; January/February 1991.

Sherden, William (1998): »The Fortune Sellers. The Big Business of Buying and Sel-

ling Predictions«; Wiley & Sons; 1998.

Smithers, Andrew (2009): »Wall Street Revalued. Imperfect Markets and Inept Cen-

tral Bankers«; Wiley; 2009.

Spiwoks, Markus: »Verwendbarkeit der ZEW-Aktienkursprognosen für aktive Port-

foliomanagementstrategien«; In: *Jahrbücher für Nationalökonomie und Statis-*

tik; Vol. 224; No. 1; 2004.

© Campus Verlag GmbH

Steinman, Brad (2013): »Stop Playing with Your Optimizer (Revisited);« Dimensi-

onal Fund Advisors; Internet-Fundstelle:
http://www.advisor.ca/investments/

market-insights/stop-playing-with-your-optimizer-101042.

Taleb, Nassim (2007): *The Black Swan. The Impact of the Highly Improbable;* Penguin Books; London; 2007.

Timmer, Jan (2010): »Reversion to the Mean, Taken to the Extreme«; May 16, 2010;

Internet-Fundstelle: http://ssrn.com/abstract=1608822.

Willenbrock, Scott (2011): »Diversication Return, Portfolio Rebalancing, and the

Commodity Return Puzzle«; In: *Financial Analysts Journal*; Vol. 67; No. 4; July/

August 2011.

Leseempfehlungen

(a) Deutschsprachige Ratgeberbücher für Privatanleger (in alphabetischer

Reihenfolge):

• Bareis, Werner/Nauhauser, Niels: *Lexikon der Finanzirrtümer. Teure Fehler und*

wie man sie vermeidet. (2008)

• Bernstein, William: *Die intel igente Asset Al ocation. Wie man profitable und*

abgesicherte Portfolios erstel t. (2006)

• Bogle, John: *Keine Investment-Zauberformel. Börsengewinne mit gesundem Men-*

schenverstand. (2008)

• Clason, George: *Der reichste Mann von Babylon. Die Erfolgsgeheimnisse der An-*

tike. (2002)

• Clements, Jonathan: *Die Zauberformel des Privatvermögens: 21 einfache Wahr-*

heiten, mit denen Sie Ihre Finanzen optimieren. (2010)

• Ellis, Charles/Malkiel, Burton: *Die Grundlagen der Geldanlage.* (2010)

• Ellis, Charles: *Winning the Loser's Game: Zeitlose Strategien für Ihre erfolgreiche Geldanlage.* (2011)

• Kommer, Gerd: *Kaufen oder mieten? Wie Sie die richtige Entscheidung treffen.*

(2010).

• 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) (b) Englischsprachige Ratgeberbücher für Privatanleger:

Die Auswahl an guten englischsprachigen Ratgeberbüchern zum Thema rationales,

passives Anlegen für Privatanleger ist weit, weit größer als diejenige im deutsch-

sprachigen Raum. Besonders empfehlenswert sind die Bücher der folgenden Au-

© Campus Verlag GmbH

toren (in alphabetischer Reihenfolge): William Bernstein, Jonathan Clements,

Richard Ferri, Taylor Larimore, Burton Malkiel, Jeremy Siegel, Larry Swedroe,

Jason Zweig.

Webseiten

(a) Ausgewählte Webseiten mit überwiegend kostenlos herunterladbaren histori-

schen Asset-Klassen-Renditen (in alphabetischer Reihenfolge)

• http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/ – Webseite des amerikanischen Finanz-

professors Aswath Damodaran.

• www.bundesbank.de – Deutsche Bundesbank.

• www.bvi.de – Deutscher Fondsverband.

• www.destatis.de – Statistisches Bundesamt (Deutschland).

• www.ftse.com – Britischer Indexanbieter. Tochtergesellschaft der London Stock

Exchange.

• www.irrationalexuberance.com – Webseite des Nobelpreisträgers Robert Shil-

ler mit interessanten historischen Datenreihen.

• www.msci.com – Aus Sicht von in Deutschland vertriebenen Aktienindexfonds,

der wohl wichtigste Indexanbieter.

• www.spindices.com – Standard & Poor's (Ratingagentur und Indexanbieter).

• www.stoxx.com – Europäischer Indexanbieter mit Sitz in Zürich. Tochterge-

sellschaft der Deutsche Börse AG und der Schweizer SIX Group AG.

• www.yahoo.de und www.yahoo.com – Die beste kostenlose Datenquelle zu lang-

fristigen historischen Renditen von Einzelaktien.

(b) Andere deutschsprachige Webseiten, die für passiv orientierte Privatanleger im

deutschsprachigen Raum interessant sein könnten (in alphabetischer Reihenfolge)

• www.dia-vorsorge.de – Deutsches Institut für Altersvorsorge, Köln. Nützliche

Veröffentlichungen zum Thema gesetzliche Rentenversicherung und zur Alters-

vorsorge allgemein.

• www.finanzwesir.com – Webseite »Für Leute, die ihr Geld selbst anlegen«

(Eigenbeschreibung)

• www.justetf.com – Nützliche, ansprechend gemachte Webseite, die bei ETF-Pro-

duktsuche, Portfolioverwaltung und Rebalancing helfen kann.

• www.portfoliotheorie.com – Anwendungsorientierte Webseite für Privatanle-

ger von Thomas Winderl, Schweiz.

• www.verbraucherzentralen.de – Zentrale Webseite der Verbraucherzentralen in

Deutschland, über die die lokalen Verbraucherzentralen ermittelt werden kön-

nen. Mit vielen hilfreichen Finanzinfos.

© Campus Verlag GmbH

• www.vermoegensschutz.info – Webseite von Prof. Olaf Gierhake (Schweiz), der

Finanzberatung in komplexen rechtlichen und steuerlichen Konstellationen

unter Berücksichtigung des in diesem Buch vertretenen Ansatzes für vermö-

gende Haushalte vornimmt.

• www.zendepot.de – Gut gemachte Webseite für Privatanleger zum Thema

rational, passiv Investieren.

(b) Andere englischsprachige Webseiten, die für passiv orientierte Privatanleger im

deutschsprachigen Raum interessant sein könnten (in alphabetischer Reihenfolge)

• www.betterment.com – Amerikanischer »Robo-Advisor«, der als Pionier eines

neuen internetgestützten Anlageberatungsmodells vielleicht auch für Deutsch-

land Vorbildfunktion hat. Die existierenden, wesentlich kleineren deutschen

Kopien sind jedoch bisher noch zu teuer.

• www.bogleheads.org – Exzellentes Internet-Diskussionsforum zum Thema In-

dexing und passives Investieren für Privatanleger; naturgemäß an den Bedürf-

nissen von Privatanlegern in Nordamerika ausgerichtet.

• www.etf.com – Nützliche Webseite zum Thema ETF-basiertes passives Investieren.

• www.ifa.com – Webseite des amerikanischen Vermögensberaters Index Fund

Advisors Inc. mit umfangreichem, gut gemachtem Informationsmaterial.

Literaturverzeichnis 363

© Campus Verlag GmbH

Register

Abgeltungsteuer 112, 137, 263 f., 266–

–, Renditespektrum 59

272, 333

Asset-Management 191, 242, 299

Acampora, Ralph 154

Ausgabeaufschläge 17, 31, 105, 113,

Adressrisiko 348

133, 205

Aktienanalyse 124

–, fundamentale125

Bachelier, Louis 11 f., 40, 43

Aktienanalysten 115

Backfill Bias 200 f.

Aktienanleger 15, 24, 30, 39, 97, 109,

Backtesting 123, 348

137, 187, 220

Baisse 63, 312, 335

Aktienempfehlungen 145

Bankenbranche 47

Aktienrisiko 70, 72 f., 98, 107, 321

Bankenwerbung 14, 189

Aktionärsrendite 142 f., 281

Bärenmarkt 94, 155, 312 f.

Anlagehorizont 14, 57, 70, 72, 207, 210, Barreserve 214, 280, 314, 348

222, 246, 250, 274 f., 277 f., 280, 292,

Behavioral Finance 64, 97, 129, 138,

334

240

Anlagemanagement

Beimischung 72, 140, 161, 193, 196,

–, aktives 11, 26, 44, 101, 311

228, 231, 305

–, Arithmetik des 26, 168, 315

Ben Talal, Al-Walid 155

–, passives 45

Benchmark 11, 15–19, 24 f., 32, 36, 47,

Anlageverhalten 24

97, 106, 123, 152 f., 156 f., 164, 168 f.,

Anleihenemittenten 194

174, 190, 197, 199, 210, 280–282,

Anleihenkurse 35

291, 315, 317 f.

Arbitrage 36, 41, 55, 118, 149

Berkin, Andrew 17 f.

Armstrong, Frank 105

Bernstein, Wil iam 62, 76, 90, 92, 142,

Arnott, Robert 17 f., 287

243, 335, 343

Asset-Allokation 31, 35, 37 f., 76, 78,

Black, Fisher 127, 154

106, 109, 187, 189, 207–209, 240,

Blodget, Henry 154

243, 248, 250, 273 f., 287, 289 f., 294,

Blue-Chip-Fonds 313

303, 305, 331, 334, 339

Bodie, Zvi 138

Asset-Klassen

Bogle, John 12, 20, 166, 262

–, Gewichtung 38

Bond-Renditen 193

–, Renditedaten 57

Bonitätsrisiko 59, 75, 194, 348

© Campus Verlag GmbH

Break-even-Berechnung 295

Diversifikationsfehler 65

Break-even-Dauer 111

Dividendenrendite 125, 143 f., 264, 269,

Broker 102, 162, 203, 206, 215, 297, 306

284, 359

Brokerage 116

Dividendenrenditestrategie 129

Bruttorendite 60, 83, 108–111, 137, 166, Do-it-yourself-Indexing 190 f.

187, 190 f., 193, 199

Dunn, Patricia 121

Bryant Quinn, Jane 79, 162

Durchschnittsrendite 28, 33, 64, 66 f.,

Buffett, Warren 27, 114, 132 f., 153,

73, 95, 174, 193, 201, 204, 275, 335,

156 f., 169, 219, 223, 233, 265, 335

351

Bullenmarkt 94

–, arithmetische 69, 94, 169–171, 175

Bumerang-Effekt 54

–, geometrische 68 f., 96, 100, 164,

Buy-and-Hold-Anleger 21, 24, 132,

168–172, 175, 235, 291, 302

145, 153, 161, 170, 190, 211, 215,

263 f., 310, 333, 341

Ebner, Martin 155

Buy-and-Hold-Portfolio 136 f., 225, 273

Efficient-Market-Theorie (EMT) 29, 38,

Buy-and-Hold-Strategie 11, 25, 36, 45,

62, 125, 134, 158, 221, 341

56, 63, 69, 102, 122, 127, 131, 149,

Einmalanlage 108, 174, 188, 306

61 f., 183, 187, 206, 235, 259, 262,

Einstiegszeitpunkt 138, 140

287, 324, 331

Einzelaktien 16, 72, 109, 133, 186, 210,

362

CDAX 25

Einzelwertrisiko 71, 73 f., 237

Emerging-Markets-Aktien 31, 221, 314

Carhart, Mark 17, 19, 23

Emerging-Markets-Anleihen 221

Cashflows 34, 51, 57, 86, 89, 128, 143 f.,

Emerging-Markets-Effekt 225

148 f., 172, 208, 223, 237, 257, 259,

Emerging-Markets-Fonds 74, 223,

278, 304 f.

314 f.

Clements, Jonathan 101, 361 f.

Emerging-Markets-Länder 147, 199

Cohen, Abby 154

Emittentenrisiko 231, 248

Emotionale Stressresistenz 279

Dachfonds 112, 129, 319 f.

Entsparen 99, 140

Data-Mining 286

Equity-Premium 148, 248, 250

DAX-Portfolio 31

Private Equity 59, 130, 317 f., 347

Day-Trading 129

Private-Equity-Fonds 22, 77, 112, 121,

Depotbank 31, 213

128, 150, 153, 204, 212, 219, 326

Depotbankgebühr 189

Private-Equity-Index 318

Depotgebühr 112 f.

Ertragserwartungen 57, 128

Derivate 42, 59, 76, 210, 228, 320

Erwartungen 35, 43, 52, 57, 128, 210,

Desinformationspolitik 102

293, 336

Devisenkurse 35, 114, 338

Event Risk 210, 231, 234

Direktbanken 112, 150, 306, 309

Exchange Traded Funds 10, 211, 214 f.,

Discount-Broker 206

261

Register 365

© Campus Verlag GmbH

Ferri, Rick 19, 65, 91, 181, 234, 273

Gewichtung 11, 38, 77 f., 95, 127, 147,

Festgeld 56, 59, 72, 75, 162, 197, 292,

173, 207, 212, 228 f., 251 f., 274,

294, 350

287–290, 302, 324, 331, 340

Festverzinsliche Wertpapiere 34, 37, 94, Gewinnwachstum 86, 143–145

193, 267

Gier 84, 103, 131, 159, 336

Filialbanken 112

Gleichgewichtsgesetz 60

Finanzindustrie 166

Graham, Benjamin 114, 133, 223

Finanzmedien 14, 20, 47, 104, 142, 145, Growth-Aktien 59, 75, 142, 144–146,

149, 166, 209, 219, 269, 342

148 f., 248, 349

Fondsbewertungen 150

Growth-Aktienfonds 21

Fondsbranche 9, 105, 157, 166, 332

Growth-Indizes 146, 283, 285

Fondsgesel schaften 12 f., 36, 102, 112,

Growth-Investoren 144

121, 133, 166 f., 169 f., 173–175, 184, Gurus 80, 86, 104, 129, 153–156, 159,

189, 191 f., 198–200, 202, 209, 214,

208, 328

216, 221, 246, 262, 269, 282, 297,

299, 309, 313, 319, 324, 338, 348

Haupt-Asset-Klassen 37, 287, 326

Fondskategorien 17, 200, 313

HDAX 25

Fondsmanager 11, 15, 19, 22, 43 f., 47,

Hedge-Fonds 22, 51, 77, 112, 121,

79, 102, 104 f., 109, 118, 127, 153 f.,

128–130, 150, 153–155, 158 f., 163,

157–159, 192, 208–210, 212, 219,

247, 313, 315

197–199–205, 210, 212, 219, 303,

Fonds-Picking 76, 129, 320

312, 323, 326, 347

Fonds-Ranking 78, 102, 129 337

Hegdefonds-Datenbanken 129

Fonds-Shop 338

Hedging 245, 324

Fondssparpläne 142, 172, 188, 306 f.

Herdenverhalten 126, 328

Free-Float 282 f., 286

Humankapital 76, 87, 139, 239–243,

Frick, Markus 80, 155

279, 334, 339

Garantiezertifikate 160–162, 320

Idealstrategie 9

Garzarel i, Elaine 154

Illiquidität 239

Geld-Brief-Spanne 31, 110–112, 215–

Immobilienfonds 13, 18, 75, 77, 112,

217, 297, 315

163, 212, 238, 240, 266 f., 288, 319

Geldil usion 176 f.

Immobilienrenditen 238

Geldmarktanlagen 34, 69, 193, 195 f.,

Indexanlagen 9 f., 13 f., 50, 110, 135,

261, 289, 348, 350

183, 186 f., 199, 206–211, 240, 259,

Gesamtmarktrisiko 71, 73

281, 285, 309, 311 f., 324 f.

Gesamtrendite 28, 65, 98, 246, 261,

Indexing 9–14, 36, 191, 102–104, 121,

264, 331

137, 190, 206, 240, 259

Geschlossene Immobilienfonds 13, 77,

274, 287, 295, 309–311, 342 f.

181 f., 198, 210–212, 238, 267, 312,

–, falsches 324 f.

318 f., 326

Indexing-Portfolio 273, 284

© Campus Verlag GmbH

Indexing-Produkte 285, 287, 297, 322,

194–196, 202 f., 231 f., 234, 238,

338

242 f., 253, 279, 284, 288, 319, 344 f.

Indexzertifikate 280, 286, 289, 320

Korrelationskoeffizient 67

Industrieländeraktien 59, 221 f., 248

Kosten, einmalige 29, 108, 110, 112,

Inflationsgesicherte Anleihen 75
311
Inflationsindexierte Anleihen 204, 233,
Kostenminimierung 9, 36
274
Kostenstrukturen 110
Informationseffizienz 29, 40, 42, 44,
Kostolany, André 155, 331
46 f., 53, 79, 117, 125, 143, 59, 316
Kuhnwaldt, Volker 155
Informationstechnologie 54
Kumulierte Rendite 174 f.
Insider-Informationen 43, 54
Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) 125,
Institutionelle Investoren 12, 21, 30, 34,
144, 148
42, 44, 46, 134, 150, 153, 198, 319,
Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) 125,
336
128, 144

Interessenkonflikt 119 f., 133, 183–185,
Kursindex 214, 281
209, 309, 318, 330, 338
Kursprognosen 14, 39, 43, 80, 114,
Investmentfonds 9, 15 f., 19 f., 22 f., 42,
117–119, 158, 223, 247, 338
62, 65, 94, 106, 109, 111 f., 119, 121,
Kurssicherung 243, 245
133, 137, 150 f., 157, 168, 170, 186,
188 f., 191, 193, 198, 200, 211, 215,
Large Caps (siehe auch *Standardwerte*,
219 f., 265, 267, 271 f., 281, 294, 307,
Standardwerteaktien, *Standardwer-*
320, 348 f.
tefonds) 147, 153, 163, 216, 224, 248,
Investmentnebenkosten 337
283, 292–294, 300, 349
Investmentprodukte 10, 29, 226, 228,
Leerverkauf 137, 198, 203, 215, 220,
316, 319, 338

250

Leveraging 198, 239

Januar-Effekt 55

Liquidität 40, 257, 278, 298

Junk Bond 18, 59, 71, 75, 193, 321

»Liquiditätsdiscount« 238

»Liquiditätsnotfall« 207

Kaldemorgen, Klaus 155

Liquiditätspräferenz 274

Kapitalkosten 148

Liquiditätsreserve 331, 348

Kapitallebensversicherungen 59, 77, 83, *Lynch, Peter 154, 192, 194*

87, 241, 270, 279, 316 f., 322, 326,

334

Malkiel, Burton 17, 62, 126, 314, 325

Kapitalmarkt 28, 35, 38, 45, 48–52, 58,

Managementvergütung 112

117, 135, 156, 180, 259

Market-Timing 125, 127, 149, 159, 324

Kapitalmarkteffizienz 38

Markowitz, Harry 32, 106 f.

Kaufkraftparität 244, 288

Marktanomalien 35 f., 41, 55 f., 128,

Konzentration 64 f., 136, 198, 274

134, 314, 341

Korrelation 55, 66 f., 70, 72, 74, 107,

Marktaufschwung 33, 211, 312

Register 367

© Campus Verlag GmbH

Marktdurchschnitt 27–30, 32, 34, 54 f.,

Nebenwerteaktien (siehe auch *Smal*

60, 109 f., 123, 136, 208, 311, 338

Caps) 30, 75, 223, 328

Markteffizienz 29, 38, 47

Nebenwertefonds 27, 78, 303

Marktkapitalisierung 25 f., 28, 144,

Neff, John 154

146 f., 198, 207, 216, 223, 251 f., 254,

Nettorendite 24, 27, 34–36, 83 f., 109 f.,

281–283, 285 f., 289, 293, 326, 349

131, 137, 190 f., 194, 204, 211 f., 311,

Marktpreise 35, 38 f., 43, 49

313, 320, 342

Marktrendite 20, 22, 25, 28 f., 45, 49,

Notreserve 279

62, 136, 168, 190, 208, 211, 219, 235, Nul summenspiel 21, 27 f., 31, 45

242, 275, 279, 290, 311 f., 331, 342

Mathisen, *Tyler* 311

Ochner, Kurt 155

Meeker, *Mary* 154

Odean, Terrance 16 f., 24, 64, 131

Mehrwert 153, 229

Online-Banken 112, 309

Merton, Robert 154

Online-Broker 162, 203, 215, 297, 306

Mil er, Merton 32, 185

Optionen 59, 76

Mitarbeiteraktien 242

Outperformance (siehe Überrendite)

Mittelwert 92–94, 244
11, 19, 21, 24, 27, 29, 34, 49–51, 55,
–, Regression zum 35, 60–64, 109, 120,
64, 112, 116 f., 121–123, 127, 129,
303, 325, 334, 338
131, 133 f., 143, 150, 155, 157 f., 191,
Modeinvestments 233
201, 204, 208 f., 219, 222, 284, 324,
Moderne Portfoliotheorie 14, 32, 56,
340, 348
102, 240, 262
Outperformer-Fonds 15, 21 f., 106, 110
Moebius, Mark 154
Momentum-Effekte 35, 63, 126, 129,
Papas, Wassili 155
249, 305
Paulos, John Al en 158
Mross, Michael 80
Performance
MSCI China 82

–, historische 106

MSCI Deutschland 178

Performance-Konstanz 22 f., 32, 106,

MSCI Emerging Markets 222, 276, 290,

202, 342

300, 344, 347

Phil ips, Don 280

MSCI Japan 82, 245

Pilgrim, Gary 154

MSCI USA 81, 177 f., 243, 245, 269,

Pleitebanken 13, 260

285, 300, 346

Portfoliomanagement (siehe auch *An-*

MSCI World 99 f., 116, 146 f., 199, 202,

lagemanagement) 303

216 f., 222, 224, 232, 252, 276, 283,

–, aktives 11, 26, 36, 101 f., 193

291, 293 f., 311, 318, 328, 343 f., 346

–, passives 11, 26, 36, 46

Preisindex 237

Nebenwerte (siehe auch *Small Caps*) 37, Private Banking 188–191

55, 59, 74, 147, 207, 222–224, 282,

–, Betreuung beim 189, 191

288 f., 310, 314, 325, 342, 346, 349

Produktauswahl 295 f.

368 Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs

© Campus Verlag GmbH

Prognosen 14, 39, 43, 80, 84, 107,

Research-Kosten

114–120, 141, 155, 158, 208, 223,

Risiko, der Einzelwerte 72

247, 338

Risikoabsicherung 160

Risikoadjustierung 95

Random-Walk-Theorie 35, 40, 43, 62,

Risikofaktoren 71, 75, 149, 207, 209,

338

223, 247

Rebalancing 46, 207–210, 228, 231, 252, Risikokonzentration 64

287, 298, 301–305, 307, 324

Risikostreuung (siehe *Diversifikation*)

Rendite, »erwartete« 32–34, 38, 42, 44,

194

46, 59, 70, 74, 78, 88, 97, 101, 132,

Risikotoleranz 207, 210, 239, 273, 277,

136, 192, 207 f., 244 f., 248, 250 f.,

340

276 f., 287–289, 294, 302 f., 329

Robertson, Julian 154

Rendite, historische 35, 91 f., 105 f., 129, Rohstoff-Futures (siehe auch *Rohstoff-152, 238,251, 276, 291, 306, 318,*

termingeschäfte) 59, 75, 204, 207,

337, 343

227 f., 231, 234, 288, 293 f., 300, 344,

Rendite, kumulierte 174 f., 311, 313,

347

351

Rohstoff-Investments 226 f.

Rendite, negative 27, 95, 99, 145, 170,

Rohstoff-Termingeschäfte (siehe auch

252, 261–263, 310, 327, 330

Rohstoff-Futures) 75

Rendite, publizierte 20, 112, 200, 205

Ross, Ron 32

Rendite, realisierte 19 f.

Rendite, überdurchschnittliche (siehe

Rücknahmeabschlag 112

auch Outperformance) 20

Ryback, Eric 154

Rendite, zukünftige 21, 35, 65, 106 f.,

129, 151, 247, 286, 337, 343

Sams, Bill 154

Renditeabschlag 248

Samuelson, Paul 104, 153, 295

Renditeaufschlag 248 f.

Sanborn, Robert 154

Renditedifferenz 16, 157, 315, 320, 351

Schulden 26, 71, 87, 240, 242, 257–260,

Renditekennzahl 175, 350

279, 336

Renditekosmetik 167

Schulden-Rating 258

»Renditelücke« 20

Schwab, Charles 206

»Renditenul summengesetz« 28, 30–32, Schwellenländeraktien 30, 59, 75, 188,

45

204, 221–223, 248, 289, 310, 314,

Renditeschwankungen 34, 66, 72, 76,

328, 345

221

Schwellenländeranleihen 75, 204

Renditespektrum 59

Schwellenländerfonds

Renditevergleiche 17, 25, 47, 95, 105

Selbstzerstörung 55

Rentenfonds 9, 15 f., 65, 94, 112 f.,

Self-Selection Bias 200 f.

193–195, 210, 348

Sharpe Ratio 68, 95 f., 146, 161, 164,

–, aktiv gemanagter 18, 20, 192, 196 f.,

222, 224, 251 f., 291, 304, 346, 350

323

Sharpe, Wil iam 26–28, 32, 72, 107

Register 369

© Campus Verlag GmbH

Sherden, Wil iam 114

Stock Picking 35 f., 44, 50, 76, 78, 124–

Short Selling (siehe Leerverkauf) 137,

130, 136, 149, 159, 164, 206, 208,

203

225, 274, 320, 339

Siegel, Jeremy 90, 163, 362

Stop-Loss-Limit 161

Small Caps (siehe auch Nebenwerte

Stop-Loss-Order (SLO) 160–162, 324

bzw. Nebenwerteaktien) 27, 30,

Stop-Loss-Order-Strategie 160

55, 98, 147, 188, 216 f., 223–255,

Style-Drift 204, 301, 303

248, 252, 282–284, 286, 288, 290,

Survivorship Bias 16, 25, 200

292–294, 300, 314 f., 318, 340, 344,

Swedroe, Larry 165, 226, 253, 265, 278

346, 349

Swensen, David 60, 319

Solow, Robert 56

Spekulationen 29

Technologieaktien 13, 21, 75, 115, 163,

Staatsanleihen 18, 75, 77, 80, 90, 112,

276 f., 331

140, 185, 193 f., 210, 235, 237, 253,

Templeton, Sir John 324, 343

255 f., 258–260, 267, 274, 276, 288 f., Termingelder 37, 75, 349

291 f., 300, 321, 326, 346, 349 f.

Total Expense Ratio (TER) 106, 111,

–, kurzfristige 56, 69, 75, 86 f., 90, 101,

151, 216, 296

107, 161, 193, 195 f., 204, 228, 248,

Total-Return-Fonds 121

253 f., 259–262, 310, 320, 326, 329,

Total-Return-Indizes 214, 228, 232, 28

330, 345

Tracking-Differenz 16, 212, 216

–, langfristige 18, 59, 90, 193, 204, 310, Tracking Error 212

320, 326

Trading-Kosten 36, 64, 112, 116, 145

–, mittelfristige 101, 193, 199, 204, 231, Trading-Kommissionen 104

233, 235 f., 261 f., 275, 290

Transaktionskosten 16, 24, 27, 29–31,

Stabilität 74, 86, 211, 260, 278

34, 36, 39, 42, 45, 47, 49, 56, 63, 76,

Standardabweichung (siehe auch Vo-

78, 98, 102, 107, 111 f., 115, 117 f.,

latilität, Werteschwankungen) 33,

129, 134, 152, 161, 177, 188, 211,

57, 66, 69 f., 73, 85, 92–96, 98, 107,

215, 217, 220, 235, 237, 247, 252,

145 f., 149, 152, 164, 199, 202 f.,

264, 268, 275, 284, 289, 304 f., 307,

221 f., 224, 232, 252, 340

312, 314–316, 337 f., 341

Standardwerte (siehe Large Caps) 12,

Transparenz 40, 77, 209, 274, 297, 303,

18, 37, 59, 61, 98, 222, 224, 250, 282,

314

349

Tricks

Standardwerteaktien (siehe auch Large

–, bei der Bewertung 319

Caps) 27, 29, 63, 65, 75, 138 f., 146,

–, bei der Präsentation 166 f.

186, 202, 231, 235 f., 310

–, mathematische 166 f., 169

Standardwertefonds (siehe auch Large

Caps) 25, 200, 313

»Überrendite« (siehe auch Outperfor-

Startkapital 84

mance) 11, 15, 27, 30, 34, 36, 38, 40,

Statistiktheorie 60

44 f., 47, 49, 51, 78 f., 115, 158

370 Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs

© Campus Verlag GmbH

Underperformanc (siehe auch Unter-

69, 73, 78, 85, 89, 92, 94 f., 98, 145,

rendite) 16, 21, 27, 64, 97 f., 145, 160,

149, 169, 190, 202, 205, 221, 242,

197, 208, 222, 338

245, 334, 340 f.

Underperformer 22, 26, 29, 109

Ungeduld 98, 103

Währungsabsicherung 243

Ungleichgewicht 150, 200 f.

Währungsgewinne

Unterbewertung 39, 125

Wandelanleihen 59, 75

Untergewichtung 11, 324

Weber, Martin 24, 135, 151, 176, 251,

Unternehmensanleihen 58 f., 75, 140,

294

144, 185, 194 f., 255 f., 258 f., 261,

Weisenhorn, Elisabeth 155

321, 326

Wel s Fargo Bank 12

»Unterrendite« (siehe auch Underper-

Weltportfolio 14, 68, 96 f., 186, 245,

formance bzw. Underperformer)

251 f., 273–277, 279, 281, 283–285,

27 f.,40, 62, 189

287–295, 299 f., 307, 346

US-Aktienmarkt 21, 61, 127, 160

Wertentwicklung 65, 108, 110, 246

Wertpapierdepot 37, 60, 268, 270

Value-Aktien 26, 30, 59, 75, 133, 144–

Wertpapierhandelskosten 111 f., 189

147, 149, 153, 188, 222 f., 248, 284,

Wertpapierindex 10, 16, 34, 212, 214,

288 f., 340, 349

216

Value-Effekt 148, 225, 248, 294

Wertpapiermärkte 13–15, 26–28, 35,

Value-Indizes 133, 146, 153, 284

45, 47 f., 54, 84,

Value-Investing 129, 132

104, 121, 125, 134, 145, 149, 156, 247

Vergleichsindex 9, 11 f., 15 f., 25, 31,

–, ineffiziente 47

109, 112, 123, 157, 167, 191–193,

Wertschwankungen

315

(siehe auch Volatilität, Standardab-

Vergleichsmaßstab 15, 95, 169, 280

weichung) 35, 57, 64 f., 71 f., 78, 94 f.,

Verhaltensökonomie 103

135, 169, 236, 243, 348

Verkaufskosten 108, 112, 176, 215 f.,

Whitman, Marty 154

271, 319

»Verliererprozentsatz« 16

Ye, Jia 17

Vermögensberater 13, 29, 36, 101 f.,

181 f., 184, 209, 246, 307, 309, 327,

Zeitdiversifikation 70, 73, 85

338, 363

Zielrendite 10

Verschuldung 144, 238, 330, 343

Zinseszinseffekt 18, 30, 109, 113, 171,

Verwaltungsgebühren 31, 104 f., 111–

179, 187, 210, 225, 337

113, 133, 194, 199, 203, 216, 296

Zufal strefferquote 39, 115

Volatilität (siehe auch Standab-

Zukunftsbranchen 127

weichung, Wertschwankungen) 66,

Zusatzrendite 41, 316

Register 371

Document Outline

- Inhalt
- Einleitung
  - Was dieses Buch für Sie tun wird
- 1 Wie die Wertpapiermärkte tatsächlich funktionieren
  - 1.1 Die enttäuschenden Renditen von Aktienanlegern und Investmentfonds
  - 1.2 Mindestens 50% Underperformer sind mathematisch notwendig
  - 1.3 Die Moderne Portfoliotheorie: Wissenschaft schlägt Praxis
  - 1.4 Die Efficient-Market-Theorie (EMT): »Die praktischste Sache der Welt«
  - 1.5 Risiko und Rendite sind untrennbar miteinander verbunden
  - 1.6 Regression zum Mittelwert: Die mächtige Tendenz zum Durchschnitt
  - 1.7 Wie Diversifikation wirklich funktioniert
  - 1.8 Asset-Allokation: Was die Rendite Ihres Portfolios tatsächlich bestimmt
  - 1.9 Investmentpornografie: Allgegenwärtig in der Finanzbranche
  - 1.10 Risiko richtig verstehen
  - 1.11 Warum Anleger noch immer das Verliererspiel des aktiven Managements spielen
- 2 Lassen Sie sich nicht täuschen: 18 verhängnisvolle Anlegerfehler
  - 2.1 Fehler 1 – Sich an historischen Renditen von Fonds und aktiven Investmentstrategien orientieren
  - 2.2 Fehler 2 – Nebenkosten des Investierens unterschätzen
  - 2.3 Fehler 3 – An Kursprognosen der »Experten« glauben
  - 2.4 Fehler 4 – Aktive Anlagestrategien praktizieren
  - 2.5 Fehler 5 – Annehmen, den Markt schlagen zu wollen, koste nichts

    - 2.6 Fehler 6 – Glauben, Experten könnten den besten Einstiegszeitpunkt finden
    - 2.7 Fehler 7 – Ein gutes Unternehmen für eine gute Aktie halten (Value- versus Growth-Aktien)
    - 2.8 Fehler 8 – Sich an Fonds-Ratings (Fondsnoten) orientieren
    - 2.9 Fehler 9 – Von Fondsmanagern einen Mehrwert erwarten
    - 2.10 Fehler 10 – Annehmen, Risikoabsicherung sei umsonst zu bekommen
    - 2.11 Fehler 11 – Mit einzelnen Branchen den allgemeinen Markt outperformen wollen
    - 2.12 Fehler 12 – Sich auf Renditeangaben der Finanzindustrie verlassen
    - 2.13 Fehler 13 – Der Geldillusion aufsitzen (sich von nominellen Zahlen narren lassen)
    - 2.14 Fehler 14 – Auf die Beratung durch Banken und Vermögensberater vertrauen
    - 2.15 Fehler 15 – In einzelne Aktien und andere einzelne Wertpapiere investieren
    - 2.16 Fehler 16 – Auf »Private Banking« und bekannte Markennamen vertrauen
    - 2.17 Fehler 17 – In aktiv gemanagte Rentenfonds investieren
    - 2.18 Fehler 18 – In Hedge-Fonds investieren
- 3 Grundprinzipien einer überlegenen Anlagestrategie: Indexing
    - 3.1 Passiv investieren mit traditionellen Indexfonds und ETFs
    - 3.2 Verstehen, wie ein Indexfonds einen Wertpapierindex nachbildet (Replikationsmethoden)
    - 3.3 Auch risikoscheue Anleger sollten in Schwellenländer investieren
    - 3.4 Nebenwerte schlagen Blue Chips
    - 3.5 Rohstoff-Investments lohnen sich – aber viele Anleger machen es falsch
    - 3.6 Immobilien-Investments: Oft, aber nicht immer sinnvoll

    - 3.7 Das eigene Humankapital bei Anlageentscheidungen berücksichtigen
    - 3.8 Währungsabsicherung bei Aktienfonds ist überflüssig
    - 3.9 Sollte man noch andere »Faktorprämien« berücksichtigen?
    - 3.10 Gewichtung nach Marktkapitalisierung oder nach BIP?
    - 3.11 Das Konzept der »risikofreien« Anlage
    - 3.12 Der eingebaute Steuervorteil von Buy and Hold (Kaufen und Halten)
    - 3.13 Die Besteuerung von Fondsanlagen in Deutschland
- 4 So bilden Sie Ihr persönliches Indexing-Portfolio (»Weltportfolio«)
    - 4.1 Ihre Asset-Allokation bestimmen – das Weltportfoliokonzept
    - 4.2 An welchen Indizes sollte man sich orientieren?
    - 4.3 Das Weltportfolio – Struktur und Aufbau
    - 4.4 Das Weltportfolio – Umsetzung mit konkreten Produkten
    - 4.5 Rebalancing – Ihre Portfoliostruktur bewahren
    - 4.6 Wertpapiersparpläne (Fondssparpläne)
- 5 Lassen Sie sich nicht von der richtigen Strategie abbringen
    - 5.1 Ihr Bankberater oder Finanzberater rät Ihnen von Indexing ab
    - 5.2 Indexing bedeutet nicht, sich mit dem Durchschnitt zufriedenzugeben
    - 5.3 Indexanlagen liegen auch in der Baisse vorn
    - 5.4 Indexfonds sind auch bei Nebenwerten und Schwellenländeraktien überlegen
    - 5.5 Investmentprodukte, von denen man die Finger lassen sollte
    - 5.6 Indexing – wie man es nicht machen sollte
    - 5.7 Was tun im Crash?
    - 5.8 Zwanzig Gebote für rationale Anleger
- Anhang
    - Historische Korrelationen zwischen den wichtigsten Asset-Klassen
    - Historische Asset-Klassen-Renditen seit 1970

- *Glossar*
- *Verzeichnis der Infoboxen*
- *Danksagung*
- *Literaturverzeichnis*
  - *Leseempfehlungen*
  - *Webseiten*
- *Register*