

The image features a dark grey rectangular box in the top left corner containing the word "campus" in white, lowercase, sans-serif font. The background is a light cream color with two large, overlapping gear-like shapes. The gear on the left is a light greenish-yellow, and the one on the right is a light orange-yellow. Both gears have a serrated, sawtooth edge. The text is centered on the page, with the author's name in grey and the title in large, bold, red capital letters. At the bottom, a subtitle is written in a smaller, grey font.

campus

Gerd Kommer

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

Langfristig anlegen auf wissenschaftlicher Basis

Inhalt

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

2.2.1 Referenzrahmenrisiko	91
2.2.2 Recency Bias, "This Time is Different"-Irrtum, Overconfidence	93
2.2.3 Nutzung von Renditeprognosen	100
2.2.4 Nutzung von Fonds-Ratings	109
2.2.5 Nutzung von Downside Hedging	113
2.2.6 Nutzung von Private Banking	120
2.3 Verständnisfehler hinsichtlich passiven Investierens	123
2.3.1 Passives Investieren in "ineffizienten" Märkten	123
2.3.2 Passives Investieren in Markteinbrüchen	125
3. Die Sachlogik passiven Investierens	128
3.1 Theoretische Argumente	129
3.1.1 Die "Arithmetik des aktiven Investierens"	129
3.1.2 Thorleys "Drop-out"-Argument	133
3.1.3 Die Informationseffizienz der Wertpapiermärkte	135
3.1.4 Das Principal-Agent-Argument	142
3.2 Empirische Argumente	145
3.2.1 Das Asset-Allokations-Argument	145
3.2.2 Das Berk/Green-Arbitrage-Argument	147
3.2.3 Das Behavioural-Finance-Argument	150
3.2.4 Das Argument des Pragmatismus und des operativen Risikos	153
4. Randbedingungen eines wissenschaftlich basierten Investmentansatzes für Privatanleger	155
4.1 Asset-Klassen-bezogene Gesichtspunkte	155
4.1.1 Humankapital	155
4.1.2 Aktien: Risikofaktoren/Faktorprämien	159
4.1.2.1 Size Premium (Small-Cap-Effect)	159
4.1.2.2 Style Premium (Value-Effekt)	163

4.1.2.3 Emerging Market Premium (Political Risk)	169
4.1.2.4 Momentum und Return Reversal	171
4.1.3 Rohstoffe	177
4.1.4 Immobilien	185
4.2 Implementationsbezogene Gesichtspunkte	190
4.2.1 Diversifikationsfehler von Privatanlegern und ihren Beratern	190
4.2.2 Zeitdiversifikation bei Aktien	199
4.2.3 Die Bedeutung des "Ein- und Ausstiegszeitpunktes"	205
4.2.4 Nutzung von Leverage	208
4.2.5 Investmentkosten und "Kickbacks"	213
5. Herleitung und Implementierung eines passiven Investmentansatzes für Privatanleger	224
5.1 Grundprinzipien und Abgrenzung des Ansatzes	225
5.2 Asset-Allokation und Portfolio-Strukturierung	231
5.2.1 Gewichtung der risikobehafteten und risikofreien Portfolioteile	231
5.2.2 Der risikobehaftete Portfolioteil	239
5.2.2.1 Die Strukturierung des "Weltportfolios"	239
5.2.2.2 Die Frage der Währungsabsicherung	247
5.2.3 Der risikofreie Portfolioteil	252
5.2.3.1 Die Strukturierung des risikofreien Portfolioteils	252
5.2.3.2 Die Frage der Währungsabsicherung	261
5.3 Implementierung und laufende Verwaltung des Portfolios	262
5.3.1 Investment Policy Statement	262
5.3.2 Steuern und ihre Auswirkung auf Struktur und Verwaltung des Portfolios	267
5.3.3 Auswahlkriterien für Bezugsindizes und Anlageprodukte	275
5.3.4 Wertpapiersparen und Durchschnittskosteneffekt	282
5.3.5 Rebalancing: Methoden und Ziele	285
5.4 Sondersituation Aktien-Crash	293
5.5 "Asset-Class-Investing" versus "Indexing"	299

6. Resümee und Ausblick	302
7. Literaturverzeichnis	305
8. Anhang	335
8.1 Die Unbestimmbarkeit des Marktanteils von passivem Investieren	335
8.2 Konstruktionsbedingte Risiken von "Swap-ETFs" und Risiken der Wertpapierleihe	337
8.3 Ausgewählte Performance-Measurement-Kennzahlen	343
8.4 Historische Asset-Klassen-Renditen	348
8.4.1 Historische Performance von vier globalen Asset-Klassen: 1900 bis 2010	348
8.4.2 Historische Performance von 13 Asset-Klassen und dem "Weltportfolio": 1970 bis 2010	354
8.4.3 Datenquellen für "Weltportfolio" und riskofreie Anlage	355
8.5 Annahmen und Datenquellen zu Abschnitt 1.4 (Eigenheimrenditen)	355
8.6 Rechnerische und statistische Konventionen:	357
8.7 Definitionen und Terminologie	359
8.8 Abkürzungsverzeichnis	366

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

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

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

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

Ausgehend von dieser Analyse entwickelt der Autor danach in einem zweistufigen Prozess einen wissenschaftlich basierten, aber dennoch - so ist man geneigt zu sagen - "genial einfachen" Investmentansatz für Privatanleger. Dieser nicht spekulative Ansatz ist eine Synthese aus Forschungsergebnissen der modernen Kapitalmarktforschung und empirischen Untersuchungen des Autors unter anderem zur Asset-Klasse Eigenheim. Der Autor adressiert alle wesentlichen Asset-Klassen (einschließlich der für die meisten Haushalte wichtigsten, nämlich Humankapital), Faktorprämien, Diversifikationsgesichtspunkte, Nebenkosten des Anlegens und eine Reihe andere zentraler Aspekte des Vermögensmanagements. Er stellt eine für die spezifischen Belange von Privatanlegern praxistaugliche Asset-Allokations-Heuristik vor, die nicht nur einfacher als das etablierte mathematische Optimierungsverfahren ist, sondern auch leistungsfähiger. Im letzten Teil der Arbeit zu Fragen der Implementierung und Portfolioverwaltung verdienen die Abschnitte Steuern, Rebalancing und der Irrtum des Cost-Average-Effekts besondere Hervorhebung.

Ich freue mich, dass Gerd Kommer mit dieser Arbeit einen in vergleichbarer Tiefe und Spannbreite im deutschsprachigen Raum bisher fehlenden Beitrag zur Herleitung und Umsetzung eines passiven, rein rationalen, prognosefreien Anlageansatzes für die langfristige Vermögensbildung von Privatanlegern geleistet hat. Dem Werk ist eine breite Leserschaft zu wünschen, die sich rekrutieren sollte aus

Privatanlegern mit fortgeschrittenen Investmentkenntnissen, aus spezialisierten Verbraucherschützern, aus Finanzberatern, die endlich ehrlich und rational tätig sein wollen, und nicht zuletzt aus Finanzexperten der Politik.

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

Erfurt im März 2012, Apl. Prof. Dr. Dr. Helge Peukert

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

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

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

- Maximal diversifizieren: Um Anlagerisiken zu reduzieren, ist Diversifizierung der einzige "Free Lunch" des Anlegers (Kommer zeigt auch, wie Diversifikation zur Renditeerhöhung beitragen kann). Hiervon sollte man bestmöglich und weltumspannend Gebrauch machen, indem man alle Anlageklassen einbezieht, die Rendite- und Diversifizierungsbeträge liefern können. Diese Anlageklassen unterscheiden sich von dem, was traditionelle Berater in ihrem "Produktebauchladen" offerieren.

- Kosten senken: Unnötige Kosten werden (a) durch den Versuch erzeugt, die Zukunft zu antizipieren und diese Antizipation fortlaufend zu modifizieren. Man könnte dergestalt aktives Management volkstümlich "rein in die Kartoffeln, raus aus den Kartoffeln" nennen. (b) Kosten werden ferner durch komplex "verpackte" Anlageprodukte in die Höhe getrieben.

- Steuern reduzieren: Auch Steuerbelastungen mindern die Langfrist-Performance von Privatanlegern. Market Timing oder Stock Picking, ob auf der Ebene des Privatanlegers selbst oder auf der seines

Beraters, treiben nicht nur Kosten nach oben, sondern auch die Abgaben an den Fiskus, weil etwaige Wertgewinne häufiger und früher der Besteuerung unterworfen werden.

- Interessenkonflikte vermeiden: Die Finanzbranche leidet seit jeher an dieser "Krankheit", die regelmäßig zu performanceschädigendem Verhalten des mandatierten Beraters oder Fondsmanagers führt.

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

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

Einleitung

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

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

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

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

(2) Es soll ferner gezeigt werden, dass für die oben angedeutete Underperformance strukturelle Faktoren verantwortlich sind und ihr wettbewerbsbedingtes Verschwinden in absehbarer Zukunft daher unwahrscheinlich ist. Einige dieser strukturellen Faktoren lassen sich deduktiv aus ökonomischen Grundsachverhalten ableiten und empirisch verifizieren, andere (in erster Linie Irrtümer und Fehler von Privatanlegern) lassen sich empirisch oder experimentell nachweisen und/oder sachlogisch begründen.

(3) Es wird sodann ein rationaler, wissenschaftlich basierter Investmentansatz für Privatanleger in Deutschland hergeleitet und entwickelt. Dieser setzt auf den in (1) und (2) genannten Beobachtungen und Schlussfolgerungen auf und verwendet ein etabliertes, kaum strittiges Instrumentarium aus der modernen Portfoliotheorie und partiell anderen ökonomischen Teildisziplinen. Ein Privatanleger, der diesem passiven Ansatz folgt, wird den durchschnittlichen aktiven Privatanleger nach Kosten und

Risiko mit hoher Wahrscheinlichkeit outperformen. Eine wichtige Randbedingung bei der Entwicklung dieses Ansatzes ist seine "Privatanlegerkompatibilität", das heißt, die Umsetzung des Ansatzes soll möglichst kostengünstig sein, sich für kleine und große Privatanlegerportfolien eignen, mit oder ohne Honorarberater möglich sein, über den gesamten Lebenszyklus eines Anlegerhaushaltes hinweg praktikabel sein (Portfolioaufbau und -abbauphase), aus Sicht des Anlegers keinen "Blackbox-Charakter" haben und kein spezielles, proprietäres (privates) Marktwissen voraussetzen, das heißt nicht auf einen Informationsvorsprung, auf spezielles Können oder spekulative Annahmen seitens des Anlegers angewiesen sein (ein prognosefreier Ansatz).

Zum Erkenntnisfortschritt trägt diese Arbeit bei, indem sie die Kernelemente der empirischen Finanzmarktforschung, der modernen Portfoliotheorie, der Behavioural Finance und der Principal-Agent-Theorie so integriert, dass erstmalig ein holistischer, voll integrierter Investmentansatz für Privatanleger entwickelt wird, der alle wesentlichen Asset-Klassen wie Humankapital, Aktien, Renten, kreditfinanzierte Eigenheime und Rohstoffe einschließt sowie praxisbezogenen Randbedingungen der Umsetzung durch Privatanleger genügt. Spezifische, im Privatanlegermarkt ubiquitäre Anlageprodukte wie Kapitallebensversicherungen, Zertifikate, kapitalgeschützte Anlageprodukte und offene sowie geschlossene Immobilienfonds werden ebenfalls in die Analyse mit einbezogen. Neuartig ist insbesondere die Einbeziehung der Asset-Klasse "kreditfinanzierte Eigenheime" in den vorgeschlagenen kapitalmarktorientierten Investmentansatz und die umfassende Auswertung langfristiger historischer Asset-Klassendaten, welche teilweise über 100 Jahre zurückreichen. Ein Unterschied zwischen dieser Arbeit und vielen anderen rein empirisch-statistisch orientierten Untersuchungen besteht darin, dass hier versucht wird, ökonomisch-sachliche Ursachenhypothesen der gezeigten empirischen Dateneffekte zu formulieren. Dies ist deswegen angezeigt, weil ohne Verständnis für diese Ursachen eine langfristig disziplinierte Umsetzung des formulierten Investmentansatzes aus Privatanlegersicht kaum zu erwarten ist.

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

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

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