

# SOUVERÄN INVESTIEREN mit Indexfonds & ETFs

Wie Privatanleger  
das Spiel gegen  
die Finanzbranche  
gewinnen

E-Book  
inside

GERD  
KOMMER

5., vollständig aktualisierte Auflage

**campus**



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

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

Kritik und Anregungen zu dem Buch nimmt der Autor gerne entgegen. Seine E-Mail-Adresse lautet [gerd.kommer@outlook.com](mailto:gerd.kommer@outlook.com).

Ausgewählte, frühere Buchveröffentlichungen des Autors:

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

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

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

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

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

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

Gerd Kommer

# **Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs**

Wie Privatanleger das Spiel  
gegen die Finanzbranche gewinnen

Campus Verlag  
Frankfurt/New York

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

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

5., vollständig aktualisierte Auflage 2018

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen. Trotz sorgfältiger inhaltlicher Kontrolle übernehmen wir keine Haftung für die Inhalte externer Links. Für den Inhalt der verlinkten Seiten sind ausschließlich deren Betreiber verantwortlich.

Copyright © 2002 Campus Verlag GmbH, Frankfurt am Main.

Umschlaggestaltung: Anne Strasser, Hamburg

Satz: Fotosatz L. Huhn, Linsengericht

Gesetzt aus: Minion und Myriad

Druck und Bindung: Beltz Grafische Betriebe, Bad Langensalza

Printed in Germany

[www.campus.de](http://www.campus.de)

# Inhalt

<b>Vorwort</b> . . . . .	9
<b>1 Wie die Wertpapiermärkte tatsächlich funktionieren</b> . . . . .	13
1.1 Die enttäuschenden Renditen von Investmentfonds und Einzelwertanlegern . . . . .	13
1.2 Mindestens 50% Underperformer sind mathematisch notwendig . . . . .	25
1.3 Moderne Portfoliotheorie: Wissenschaft schlägt Praxis . . . . .	28
1.4 Die Efficient-Market-Theorie – einfach, mächtig aber nicht intuitiv . . . . .	34
1.5 »Investmentpornografie« – allgegenwärtig in der Finanzbranche . . . . .	46
1.6 Risiko und Rendite sind untrennbar miteinander verbunden . . . . .	53
1.7 Wie Diversifikation wirklich funktioniert . . . . .	56
1.8 Regression zum Mittelwert: Die mächtige Tendenz zum Durchschnitt . . . . .	65
1.9 Zeitdiversifikation: Wie Risiko und Anlagehorizont zusammenhängen . . . . .	69
1.10 Asset-Allokation: Was die Rendite Ihres Portfolios tatsächlich bestimmt . . . . .	72
1.11 Risiko richtig verstehen – die zentralen Risikokonzepte . . . . .	76
1.12 Neun wichtige Risikokennzahlen schnell erklärt . . . . .	86
1.13 Warum Anleger dem Verliererspiel »aktives Management« anhängen . . . . .	98
<b>2 Lassen Sie sich nicht täuschen: 20 verhängnisvolle Anlegerfehler</b> . . . . .	101
2.1 Fehler 1: Sich an historischen Renditen von Fonds und aktiven Anlagestrategien orientieren . . . . .	101

2.2 Fehler 2: Die Wirkung der Nebenkosten des Investierens unterschätzen . . . . .	103
2.3 Fehler 3: An Kursprognosen der Experten glauben . . . . .	109
2.4 Fehler 4: Aktive Investmentstrategien praktizieren . . . . .	116
2.5 Fehler 5: Annehmen, den Markt schlagen zu wollen, sei einen Versuch wert . . . . .	130
2.6 Fehler 6: Glauben, Experten könnten den besten Einstiegszeitpunkt finden . . . . .	132
2.7 Fehler 7: Sich an Fondsratings orientieren . . . . .	137
2.8 Fehler 8: Von Fondsmanagern einen Mehrwert erwarten . . . . .	140
2.9 Fehler 9: Annehmen, Risikoabsicherung (Downside-Hedging) sei umsonst zu bekommen . . . . .	148
2.10 Fehler 10: Sich von nominalen Renditen täuschen lassen (Zerrspiegel Inflation) . . . . .	151
2.11 Fehler 11: Sich auf Renditeangaben der Finanzindustrie verlassen . . . . .	156
2.12 Fehler 12: Bankguthaben für sicher halten . . . . .	166
2.13 Fehler 13: »Nullzinsen« für neu und ungewöhnlich halten . . . . .	171
2.14 Fehler 14: In Einzelwerte investieren . . . . .	174
2.15 Fehler 15: Ein gutes Unternehmen mit einer guten Aktie verwechseln . . . . .	177
2.16 Fehler 16: Mit Brancheninvestments den allgemeinen Aktienmarkt schlagen wollen . . . . .	179
2.17 Fehler 17: Sich von Private Banking einen Mehrwert versprechen . . . . .	182
2.18 Fehler 18: In Hedge-Fonds und Private Equity investieren . . . . .	186
2.19 Fehler 19: Langfristig erzielbare Investmentrenditen überschätzen . . . . .	194
2.20 Fehler 20: Konventionelle Vermögensberater und Bankberater nutzen . . . . .	196
<b>3 Finanzprodukte, von denen man die Finger lassen sollte . . . . .</b>	<b>201</b>
<b>4 Historische Asset-Klassen-Renditen seit 1900 . . . . .</b>	<b>212</b>

<b>5</b>	<b>Grundprinzipien einer überlegenen Anlagestrategie: Indexing</b>	<b>218</b>
5.1	Passiv investieren mit ETFs und traditionellen Indexfonds	218
5.2	Wertpapierindizes verstehen	227
5.3	Replikationsmethoden: Wie ein Indexfonds einen Wertpapierindex nachbildet	231
5.4	Der eingebaute Steuervorteil von Buy-and-Hold	235
5.5	Das eigene Humankapital bei der Anlageentscheidung berücksichtigen	238
5.6	Gold – das überschätzte Investment	241
5.7	Rohstoffinvestments – Sind sie sinnvoll?	246
5.8	Immobilienaktien – Lohnen sie sich?	255
5.9	Währungsabsicherung: Wann notwendig, wann nicht?	259
5.10	Die Rolle der »risikofreien« Anlage im Portfolio	265
5.11	Factor-Investing (Smart Beta Investing) – Passiv anlegen mit Turbo	273
5.11.1	Was ist Factor-Investing? Was sind Faktorprämien?	273
5.11.2	Allgemeine Eigenschaften von Faktorprämien	278
5.11.3	Die wichtigsten Faktorprämien bei Aktien	283
5.11.4	Die Political-Risk-Prämie bei Aktien und Anleihen	295
5.11.5	Faktorprämien bei Anleihen	300
5.11.6	Kann man auf Factor-Investing verzichten?	304
5.12	Geografische Gewichtung nach Marktkapitalisierung oder nach BIP?	306
<b>6</b>	<b>Die Besteuerung von Fondsanlagen in Deutschland</b>	<b>309</b>
<b>7</b>	<b>So bilden Sie Ihr persönliches »Weltportfolio«</b>	<b>319</b>
7.1	Gleichzeitig Kredite haben und in ein Weltportfolio investieren?	319
7.2	Die sechs Grundprinzipien des Weltportfolio-Konzeptes	320
7.3	Ihre »Level-1-Asset-Allokation« bestimmen	320
7.4	Ihre »Level-2-Asset-Allokation« bestimmen	327
7.5	Wie finde ich die besten ETFs für mein Weltportfolio?	341



7.6	Rebalancing – Ihre Portfoliostruktur im Zeitablauf bewahren . . . . .	346
7.7	Fondssparpläne – monatsweise ins Weltportfolio investieren . . . . .	349
7.8	Einen Robo-Advisor oder einen Honorarberater nutzen? .	351
7.9	Die Website zum Buch: <a href="http://www.weltportfolio.net">www.weltportfolio.net</a> . . . . .	356
7.10	Der Übergang vom alten zum neuen Weltportfoliokonzept . . . . .	357
<b>8</b>	<b>Lassen Sie sich nicht von der richtigen Strategie abbringen . . . . .</b>	<b>362</b>
8.1	Ihr Bankbetreuer oder Finanzberater rät Ihnen von Indexing ab . . . . .	362
8.2	Wie sieht es mit Indexing aus in der Baisse? . . . . .	363
8.3	Funktioniert Indexing auch in »ineffizienten« Märkten? .	364
8.4	Sie hören von einer »neuen Überrenditestrategie« – was nun? . . . . .	366
8.5	Der Marktanteil von Indexing sei inzwischen gefährlich hoch . . . . .	367
8.6	Machen gestiegene Korrelationen globale Diversifikation überflüssig? . . . . .	370
8.7	Indexing – wie man es nicht machen sollte . . . . .	373
<b>9</b>	<b>Was tun im Crash? . . . . .</b>	<b>375</b>
<b>10</b>	<b>Zwanzig Gebote für rationale Anleger . . . . .</b>	<b>386</b>
<b>11</b>	<b>Post Scriptum . . . . .</b>	<b>395</b>
<b>12</b>	<b>Anhang . . . . .</b>	<b>396</b>
12.1	Literaturverzeichnis . . . . .	396
12.2	Leseempfehlungen . . . . .	406
12.3	Nützliche Webseiten . . . . .	406
12.4	Glossar . . . . .	407
12.5	Danksagung . . . . .	411
<b>Register</b>	<b>. . . . .</b>	<b>412</b>

# Vorwort

»Spekulieren Sie bloß nicht. Nehmen Sie Ihre Ersparnisse und kaufen Sie eine gute Aktie. Behalten Sie sie bis sie nach oben geht. Dann verkaufen Sie. Falls die Aktie nicht steigt, kaufen Sie sie nicht.«

*Will Rogers, 1879–1936, amerikanischer Komiker und Stummfilmstar*

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## **Wie liest man dieses Buch am besten?**

*Souverän Investieren* ist zwar kein Lehrbuch, aber auch keine kurzweilige Strandlektüre. Das Buch enthält viele historische Daten in Tabellen und Grafiken. Leser, die das Buch »aktiv lesen«, das heißt die für sie besonders wichtigen Aussagen markieren und die zahlreichen Querverweise nachschlagen, werden am meisten aus dem Buch mitnehmen. Schön wäre es,

wenn *Souverän Investieren* für viele Leser eine Art Handbuch wird, also ein Buch, das sie nicht einmal durchlesen und dann im Bücherregal verstauben lassen, sondern danach immer wieder konsultieren, um das eigene Sparen und Anlegen zu unterstützen und auf Kurs zu halten.

*Dr. Gerd Kommer*

*München im Oktober 2017*

Noch drei wichtige Hinweise für die Leser:

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

# 1 Wie die Wertpapiermärkte tatsächlich funktionieren

## 1.1 Die enttäuschenden Renditen von Investmentfonds und Einzelwertanlegern

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

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

### **Infobox: Aktives und passives Investieren**

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

#### **Infobox: Benchmark (Vergleichsindex)**

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

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

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

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

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

### **Infobox: Performance-Chasing (»Renditejagen«)**

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

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

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

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

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

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

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