

SOUVERÄN INVESTIEREN

vor und im Ruhestand

Mit ETFs Ihren
Lebensstandard
und Ihre Vermögens-
ziele sichern

GERD
KOMMER

campus

Souverän investieren vor und im Ruhestand

Dr. Gerd Kommer, LL.M. leitet ein Vermögensverwaltungsunternehmen in München. Seine Mandanten sind Privatanleger, kleine bis mittlere Unternehmen und Stiftungen. Er studierte Betriebswirtschaftslehre, Steuerrecht, Politikwissenschaft und Germanistik in Deutschland, in den USA und in Liechtenstein. Kommer verbrachte 17 Jahre im europäischen und außereuropäischen Ausland.

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

Ausgewählte Buchveröffentlichungen von Gerd Kommer:

Souverän investieren für Einsteiger. Wie Sie mit ETFs ein Vermögen bilden. Campus 2019

Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs. Wie Sie das Spiel gegen die Finanzbranche gewinnen. 5. Auflage, Campus 2018 (1. Auflage 2002)

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

Kaufen oder mieten. Wie Sie für sich die richtige Entscheidung treffen. 2. Auflage, Campus 2016 (1. Auflage 2010)

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

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

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

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

Gerd Kommer

Souverän investieren vor und im Ruhestand

Mit ETFs Ihren Lebensstandard
und Ihre Vermögensziele sichern

Campus Verlag
Frankfurt/New York

Haftungsausschluss: Investieren in Fondsanteile, Wertpapiere, Immobilien oder andere Vermögenswerte heißt stets und notwendigerweise, Risiken einzugehen. 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. 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. Eine Haftung für Schäden, die aus der Befolgung der in diesem Buch gegebenen Hinweise resultieren, wird nicht übernommen.

ISBN 978-3-593-51245-7 Print

ISBN 978-3-593-44449-9 E-Book (PDF)

ISBN 978-3-593-44448-2 E-Book (EPUB)

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

Copyright © 2020 Alle Rechte bei Campus Verlag GmbH, Frankfurt am Main.

Umschlaggestaltung: total italic, Thierry Wijnberg, Amsterdam/Berlin

Satz: Publikations Atelier, Dreieich

Gesetzt aus: Minion und Myriad

Druck und Bindung: Beltz Grafische Betriebe GmbH, Bad Langensalza

Printed in Germany

www.campus.de

Inhalt

Wie Ihnen dieses Buch helfen kann – eine Einleitung	9
1 Klarheit über grundsätzliche Fragen herstellen	13
1.1 Die fatalen Interessenkonflikte in der Finanzbranche und den Medien	13
1.2 Historische Renditen der wesentlichen Anlageklassen . .	18
1.3 Aktiv versus passiv investieren – die Grundsatzfrage . . .	21
1.4 Risiko beim Investieren richtig verstehen	31
1.5 Renditereihenfolgeisiko – ein Risiko, das vor allem Ruheständler angeht	44
1.6 Diversifikation – die einzige Zauberformel beim Geldanlegen	48
1.7 Nebenkosten der Vermögensanlage – ein zentraler Renditestellhebel	52
1.8 Nullzinsen und wie damit umgehen	56
1.9 Was man zu Bankeinlagen unbedingt wissen muss	62
1.10 Das Missverständnis Sachwertanlage	69
1.11 Negative Zinsdifferenzgeschäfte – verbreitet und teuer	75
1.12 Restlebenserwartung und Anlagehorizont	79
1.13 Verpackung und Inhalt bei Vermögensanlagen	82
1.14 Anlageprodukte, von denen Sie eher die Finger lassen sollten und warum	87
2 Die wirklich relevanten Bausteine der Vermögensanlage – vor und im Ruhestand	109
2.1 Humankapital – ein oft übersehener Vermögenswert . . .	109
2.2 Gesetzliche Rentenversicherung und Äquivalente	112
2.3 Betriebliche Altersvorsorge (Betriebsrente)	117
2.4 Bankeinlagen	118

2.5	Geldmarktfonds	120
2.6	Immobilien	123
2.7	ETFs (börsennotierte Indexfonds)	139
2.8	Aktien und Anleihen (Einzelwertpapiere)	149
2.9	Edelmetalle: Gold, Silber, Platin	152
2.10	Nicht börsennotierte Unternehmensbeteiligungen	157
3	Die Bestandsaufnahme – wo stehe ich?	160
4	Zwei Gretchenfragen: »Reicht mein Geld?« und »Welchen Lebensstandard kann ich mir leisten?«	175
4.1	Grundsätzliche Überlegungen	175
4.2	Rechnen ohne Berücksichtigung von Unsicherheit	179
4.3	Rechnen mit Berücksichtigung von Unsicherheit (Monte-Carlo-Simulation)	184
4.4	Wenn Plan A nicht funktioniert, dann braucht es einen Plan B	191
5	Der Weltportfolio-Ansatz – die Hauptelemente	194
5.1	Was er ist und auf welchen Prinzipien er basiert	194
5.2	Ein simpler Weltportfolio-Vorschlag zur Umsetzung	198
5.2.1	Die »Level-1-Asset-Allokation« festlegen	198
5.2.2	Die »Level-2-Asset-Allokation« festlegen	205
5.3	Wechselkursrisiko – wie damit umgehen?	210
5.4	Rebalancing – das Portfolio auf Kurs halten	214
5.5	Was das Weltportfolio-Konzept nicht ist	218
6	Umsetzungsaspekte des Weltportfolio-Ansatzes in der Praxis	221
6.1	Ist jetzt der richtige Zeitpunkt zum Einstieg in den Markt?	221
6.2	Sparpläne	226
6.3	Depotentnahmen – Mythen und Missverständnisse	231
6.4	Ausschüttende versus thesaurierende ETFs – was ist besser?	237
6.5	Auszahlpläne	243
6.6	Sozial verantwortliche Geldanlagen	245
6.7	Die Kritik an ETFs – was ist dran an ihr?	254

6.8	Wie die richtigen ETFs finden, wo ein ETF-Depot anlegen?	259
7	Was tun, wenn ich Euro- und Deutschland-Pessimist bin?	267
7.1	Populäre Eigentumsschutzmaßnahmen, die nicht funktionieren	267
7.2	Eigentumsschutzmaßnahmen, die funktionieren, aber aufwendig sind	271
8	Andere Vermögensthemen vor und im Ruhestand	279
8.1	Auswandern dahin, wo das Leben billiger und das Wetter besser ist	279
8.2	Heiraten zur finanziellen Optimierung?	280
8.3	Erbschaften und Schenkungen	284
8.4	Vorsorgevollmacht, Generalvollmacht, Patientenverfügung	286
9	Steuern und Vermögensanlagen – die Basics	289
10	Einen Berater oder Vermögensverwalter engagieren – Warum? Wann? Wen?	302
11	Was tun im Aktien-Crash?	308
12	Was bedeutet das alles für Sie? – ein Resümee	315
13	Anhang	318
13.1	Verzeichnis aller Infoboxen	318
13.2	Ihr Geldwissen für den Ruhestand weiterentwickeln	318
13.3	Nützliche Websites im Internet	321
13.4	Literatur und Quellen	321
13.5	Glossar	328
13.6	Danksagung	339
Register	340

Wie Ihnen dieses Buch helfen kann – eine Einleitung

»Menschliches Verhalten wurde im Überlebenskampf in der afrikanischen Savanne geformt. Die Instinkte, die wir damals entwickelten, waren in der Natur von enormem Wert. Leider führen sie uns beim Investieren ins Verderben.«

*(William Bernstein, Neurologe,
Vermögensverwalter, Finanzmarktforscher)*

Dieses Buch richtet sich an Haushalte in der zweiten Lebenshälfte. Etwas abstrakter formuliert, an Haushalte, die die Phase des Vermögensaufbaus während der Berufstätigkeit in einigen Jahren beenden werden oder bereits beendet haben. Man könnte auch sagen, an Haushalte, die auf die Phase der »Vermögensnutzung« zusteuern oder sich bereits in ihr befinden. Vermögensnutzung bedeutet Vermögensbewahrung oder Vermögensverbrauch mit und ohne Kapitalverzehr.

Wenn Sie sich fragen, ob dieses Buch Sie weiterbringen wird, dürfte ein Blick in das detaillierte Inhaltverzeichnis diese Frage am besten beantworten. Die Übersicht mit aussagekräftigen Kapitel- und Abschnittsüberschriften – fast schon ein wenig wie ein Lehrbuch – wird Ihnen eine gute Vorstellung über Zielrichtung und Philosophie dieses Ratgebers geben.

Generell will dieses Buch Haushalte im deutschsprachigen Raum dabei unterstützen, die finanzielle Seite ihres bevorstehenden oder schon begonnenen Ruhestands in Eigenregie so klug wie möglich zu organisieren. Klug heißt hier, Rendite, Risiko und Liquidität in das für ihre speziellen Umstände bestmögliche Verhältnis zu bringen. Eine wichtige Rolle dabei spielt die Nutzung von *ETFs*, einer – trotz ihres kryptisch anmutenden Namens – einfachen und konkurrenzlos günstigen Investmentfondsvariante, die seit ihrer Erfindung vor 27 Jahren weltweit einen enormen Popularitätsschub unter Privatanlegern erlebt. In Deutschland nutzen allerdings erst rund zwei Prozent aller Haushalte *ETFs*.

Lesern, die eine Bank oder einen bankunabhängigen Berater für das Verwalten ihrer Geldanlagen nutzen, will dieses Buch helfen, die Qualität der Dienstleistung dieser Firmen einzuschätzen und – falls diese Qualität nicht stimmt – die notwendigen Konsequenzen zu ziehen.

Wie unterscheiden sich meine drei nachfolgend genannten *Souverän-investieren-Bücher*?

Souverän investieren für Einsteiger. Wie Sie mit ETFs ein Vermögen bilden (2019) – Dieses Buch ist für Leser, die noch keine oder nur geringe Kenntnisse über liquide Vermögensanlagen haben. Mit liquiden Anlagen sind Aktien, Anleihen, Investmentfonds/ETFs, Gold, Rohstoffe und alle gängigen Finanzprodukte einschließlich kapitalbildender Lebensversicherungen gemeint.

Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs. Wie Sie das Spiel gegen die Finanzbranche gewinnen (2018) – Dieses Buch, dessen erste Auflage 2002 erschien und das detaillierteste der drei Bücher ist, richtet sich an Leser, die schon ein recht solides Vorwissen über liquide Vermögensanlagen besitzen. Es ist dasjenige der drei *Souverän-investieren-Bücher* mit der meisten Theorie. Es spricht tendenziell etwas mehr jene Anleger an, die in der Vermögensaufbauphase sind, aber auch Anleger in der Phase der Vermögensbewahrung und -nutzung können es mit Gewinn lesen.

Souverän investieren vor und im Ruhestand. Mit ETFs Ihren Lebensstandard und Ihre Vermögensziele sichern (2020) – Generell ist das vorliegende Buch für Haushalte in der zweiten Lebenshälfte geschrieben, die sich entweder einige Jahre vor oder schon im Ruhestand befinden. Es setzt geringfügig höhere Basisvorkenntnisse über liquide Vermögensanlagen voraus als *Souverän investieren für Einsteiger*.

Alle drei Bücher sind eigenständige, in sich abgeschlossene Ratgeberwerke, die für sich genommen, einzeln gelesen werden können. Weil das so ist, gibt es zwischen den drei Publikationen Überlappungen, denn viele finanzielle Sachverhalte sind sowohl für einen Einsteiger als auch für einen Fortgeschritten und sowohl für einen Anleger in der Vermögensaufbau- als auch für einen in der Vermögensnutzungsphase relevant.

Lohnt es sich, *Souverän investieren vor und im Ruhestand* zu lesen, wenn Sie schon eines der beiden anderen oder beide kennen? Das muss letztlich jeder Interessierte für sich selbst beurteilen. Auch hier sollte ein vergleichender Blick in die granularen Inhaltsverzeichnisse die Entscheidung erleichtern.

Es ist mein Anspruch in meinen Ratgeberbüchern, einschließlich meiner Immobilienbücher, solide etablierte, unstrittige Erkenntnisse aus der Wissenschaft pragmatisch und einfach für die Vermögensanlage von Privatanlegern nutzbar zu machen. Bedauerlicherweise beachten die Medien und die etablierte Finanzbranche die alte Dame Wissenschaft in Fragen des Geldanlegens und der Vermögensbildung leider viel zu wenig oder missachten sie regelrecht. Warum ist das so? Als Bank oder Vermögensverwalter wird man mit einer rein rationalen, wissenschaftlich orientierten Herangehensweise deutlich weniger verdienen als auf der traditionellen, spekulativen und interessenkonfliktbehafteten Route und für die Medien ist der nüchterne, wissenschaftlich orientierte Ansatz zu langweilig, also einfach nicht »sexy« genug.

Aufgrund seiner wissenschaftlichen Orientierung werden Ihnen in diesem Buch viele Verweise auf akademische Studien begegnen. Diese Verweise müssen Sie natürlich nicht selbst nachlesen; allerdings könnten Sie es, sofern Sie sich im Einzelfall besonders für einen bestimmten Sachverhalt interessieren. Die Nennung der Quellen soll das ermöglichen und zugleich Nachvollziehbarkeit, Transparenz und Glaubwürdigkeit fördern.

In zahlreichen Fällen verweise ich auch auf Finanzblog-Beiträge, die meine Kollegen und ich bei der Gerd Kommer Invest GmbH in den vergangenen Jahren veröffentlicht haben, und die auf unserer Website leicht auffindbar und kostenfrei zugänglich sind. Diese Blog-Beiträge präsentieren Argumente, die in diesem Buch eher knapp und oft nur in ihrer Schlussfolgerung dargestellt werden, ausführlicher, mit mehr Zahlenmaterial und mit zusätzlichen Quellen und Literaturangaben.

Das Buch enthält auch viele Querverweise zu anderen Stellen *innerhalb* des Buches. Theoretisch hätte man auf die meisten von diesen verzichten können. Ich habe sie dennoch eingebaut, weil ich glaube, dass sie für jene Leser hilfreich sind, die so viel wie möglich vom Inhalt des Buches einschließlich Herleitungen oder Herkunft bestimmter Argumente und Aussagen verstehen wollen. Diesen Lesern sollen die Querverweise helfen, das große Ganze zu sehen und leichter nachvollziehen zu können. Leser,

die nur ein grundsätzliches Verständnis anstreben und denen es primär um die Schlussfolgerungen, aber nicht so sehr um die Herleitungen geht, mögen diese Querverweise einfach ignorieren.

Alle in diesem Buch verwendeten Fachbegriffe, die das Wissen eines Anlegers mit Investmentgrundkenntnissen übersteigen und nicht an Ort und Stelle erläutert werden, werden im Glossar am Ende des Buches erklärt. Im Glossar enthaltene Fachbegriffe sind im laufenden Text mit einem Pfeil wie diesem »→« gekennzeichnet.

Das Buch blickt fast ausschließlich in finanzieller Perspektive auf den Ruhestand. Die vielen anderen nicht finanziellen »Lifestyle-Herausforderungen« in der Vorbereitung auf den Ruhestand und im Ruhestand selbst werden nicht beleuchtet, weil es dafür in großer Zahl andere gute Bücher und Informationsquellen gibt.

Am Ende dieser Einleitung ist noch eine Offenlegung angebracht: Der Autor ist Gesellschafter und Geschäftsführer der Gerd Kommer Invest GmbH, ein Vermögensverwaltungsunternehmen in München. Weder in der Vergangenheit noch zum Zeitpunkt dieser Veröffentlichung erhielt er wirtschaftliche Zuwendungen von einem Hersteller eines Finanzproduktes, also »Provisionen« oder ähnliche Zahlungen. »Hauseigene Produkte« verwendet die Gerd Kommer Invest GmbH nicht. Das gesamte Privatvermögen von Gerd Kommer ist nach den Grundsätzen investiert, die in diesem Buch dargestellt werden.

1 Klarheit über grundsätzliche Fragen herstellen

Dieses Kapitel versucht, einige der zentralsten Grundfragen rationaler Vermögensbildung, -bewahrung und -nutzung zu beantworten. Hier geht es nicht um spezifische Finanzprodukte. Diese werden in Kapitel 2 und späteren Kapiteln ausführlich behandelt, sondern um Konzepte, fundamentale historische Fakten und das Ausräumen verbreiteter Denkfehler. Diese Kenntnisse sind die Grundlage der stärker umsetzungsbezogenen nachfolgenden Teile dieses Buches.

1.1 Die fatalen Interessenkonflikte in der Finanzbranche und den Medien

Seit über zwanzig Jahren ist es ein Gemeinplatz in der öffentlichen Diskussion, dass Interessenkonflikte in der Finanzbranche und in den Medien eine, wenn nicht sogar *die* Hauptursache der vielen Fälle miserabler Renditen in Privatanlegerdepots, unerwarteter Verluste und sogar von Anlagebetrug sind. Der bei Abfassung dieses Manuskripts vorläufig aktuellste große Fall in Deutschland von fachlich von vorne herein unsinnigen Privatanlegerinvestments kombiniert mit Anlegerbetrug war P&R Container (München-Grünwald), bei dem rund 50 000 Privatanleger in Summe wohl über 2 Milliarden Euro verloren haben (siehe Wikipedia, Stichwort »P&R Gruppe«). Dieses Investment wurde von Banken und Finanzberatern empfohlen, die daraus eine attraktive Vermittlungsprovision erhielten. Ohne die Provision hätte es diese Geldvernichtungsorgie nicht gegeben, ebenso wenig wie in einer schon lange nicht mehr überschaubaren Zahl ähnlicher »Abzockefälle« im In- und Ausland.

Hauseigene Produkte bei Banken und Vermögensverwaltern sind das selbe in Grün: Wenn sie von einem Berater empfohlen oder verwendet werden, dann fließt im technischen Sinne zwar keine Provision, aber der Interessenkonflikt ist eher noch größer als bei provisionierten Fremdpro-

dukten, da die Margen bei der hauseigenen Ware besagte Provisionen bei Fremdprodukten noch übersteigen.

Trotz einer unendlich anmutenden Zahl von Beratungsskandalen in den letzten 25 Jahren ist in Deutschland wenig passiert, um Interessenkonflikte – die Erbkrankheit der Finanzindustrie – einzudämmen. Da die Akteure Finanzbranche und Medien hier aus Eigeninteresse und die Politik aus Inkompetenz und wegen Lobbyismus nichts tun, müssen Sie sich als Privatanleger selbst schützen. Dieser Abschnitt nennt die Grundprinzipien einer solchen Abwehrstrategie.

Bevor ich damit beginne, sollten wir jedoch noch kurz klären, wie und wo diese Interessenkonflikte zustande kommen. Interessenkonflikte (im Ökonomen-Jargon: »Prinzipal-Agent-Konflikte«) entstehen dann, wenn folgende Konstellation besteht:

- Ein Dienstleister (im Geldbereich ist das eine Bank, ein Finanzberater oder ein Vermögensverwalter), der »Agent«, wird für einen Privatanleger – den Auftraggeber beziehungsweise den Prinzipal – im Anlagebereich tätig.
- Der Dienstleister hat gegenüber dem Privatanleger über den Sachverhalt (Investieren) einen großen fachlichen und/oder prozessualen (umsetzungsmäßigen) Informationsvorsprung, und es ist für den Privatanleger unmöglich oder jedenfalls nur sehr schwer möglich, diesen Informationsvorsprung durch eigene Recherche auszugleichen.
- Die Höhe der Bezahlung des Dienstleisters variiert mit der Art der Ausführung der Dienstleistung. Dies ist immer dann der Fall, wenn die Bezahlung des Dienstleisters höher oder niedriger ist in Abhängigkeit davon, welches Investment oder welche Anlagestrategie er dem Kunden empfiehlt beziehungsweise für ihn auswählt.

Alle drei Bedingungen liegen im Anlagegeschäft mit Privatkunden von Banken oder »unabhängigen« Finanzberatern und Vermögensverwaltern in den deutschsprachigen Ländern in wohl 99% aller Fälle vor, und ich rate Ihnen, einen Moment darüber nachzudenken, wie die Geschäftsbeziehung mit Ihrer Bank, Ihrem Vermögensverwalter oder Ihrem Finanzberater – so es eine solche Beziehung gibt – vor diesem Hintergrund aussieht.

Das generelle Ergebnis von Interessenkonflikten dürfte nicht überraschen: Der Anleger bekommt regelmäßig nicht die für ihn nach wissenschaftlichen Maßstäben objektiv beste Dienstleistung (das für

ihn und seine speziellen Umstände und Ziele geeignetste Investment und/oder die geeignetste Strategie), sondern eine jener Strategie-Produkt-Kombinationen, an der der Dienstleister mehr verdient als an der geeignetsten.

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

Dass es seitens der Politik auch anders geht, haben die Länder Großbritannien und die Niederlande in den letzten Jahren gezeigt. Dort wurde die größte Hauptquelle von Interessenkonflikten in der Finanzbranche – das Zahlen von Provisionen (auch Kommissionen, Rückvergütungen oder »Kickbacks« genannt) von Finanzproduktherstellern an Banken, Vermögensverwalter und Finanzberater mit großem Erfolg fast vollständig verboten. Auch in den USA und Kanada ist der Anlegerschutz den Zuständen hierzulande weit voraus. In Deutschland liegt das zuständige Bundesministerium für Justiz und Verbraucherschutz in dieser Hinsicht seit Jahrzehnten im Wachkoma, ab und zu kurz unterbrochen von weitgehend wirkungslosem, eher symbolischen Aktionismus, der zumeist von der EU angestoßen wurde.

Auch die Medien sind Teil dieser unheiligen Allianz. Ihre Investmentberichterstattung trieft von Interessenkonflikten. Ihre Auflage und Klickraten erhöhen sich mit Intensität und Menge an »Investmentpornografie« und die ist das Gegenteil von seriöser, nützlicher Qualitätsinformation. Das heißt natürlich nicht, dass alle Finanzartikel in den Medien und im Internet Investmentpornographie darstellen, aber die Mehrheit ist leider davon infiziert.

Infobox: »Investmentpornografie« – warum Sie besser Abstand halten

In der Investment- und Anlagewelt existiert der Begriff *Investment-* beziehungsweise *Finanzpornografie*. Er ist eine Metapher für reißerische, übertriebene, verzerrte und gefährliche Geldaussagen in den Medien, in der Werbung und im Internet. Ihr Ziel ist es nicht, seriöse Fakten und

Information zu verbreiten, sondern Auflage und Klickraten zu steigern. Beispiele aus der Börsenzeitschriftenwelt sind: »Zehn Aktien mit 100% Gewinnchance in 6–12 Monaten«, »227% Gewinn an einem Tag mit brandheißen Penny Stocks« oder »Mit den richtigen Aktien 5 000 Prozent Gewinn. Titel, die Jahr für Jahr steigen«. Auch Ratgeberbuchtitel wie *Ich mache Sie reich, Automatisch Millionär, Schnell reich – Die ewigen Gesetze der Börse* sind Investmentpornografie. Doch nicht nur bei Kapitalmarktanlagen existiert dieses schlüpfrige Sirenengeplärre à la »reich ohne Risiko«, das alljährlich allein in den deutschsprachigen Ländern Hunderttausenden Privatanlegern zu bitteren Verlusten verhilft (Hackethal u. a. 2019); Finanzpornografie existiert auch im vorgeblich soliden Immobiliensektor. Einige Beispiele: »Mit Immobilien kann sich jeder, der eine solide Einkommens- und Vermögensstruktur hat, ein riesiges Vermögen aufbauen« (ein Immobilienbuchautor in einem Blog in 2014). Oder: »Die Immobilie – die wohl immer noch sicherste Anlageform der Welt«¹ oder Buchtitel wie *Das Einmaleins der Immobilien-Investition: Warum Immobilien so phänomenal lukrativ sind* (2015), *Mit null Euro in fünf Jahren zum Immobilien-Millionär* (2016) oder »Lerne eine sichere Methode kennen, um mit Immobilien ein Vermögen aufzubauen. Sie ist zu 100% risikofrei« (Klappentext eines Buches von 2016). Lassen Sie sich nicht von windiger Finanzpornografie verführen, hinter denen sich ganz einfach Interessenkonflikte verbergen. Wenn Wertpapieranlagen und Immobilien wirklich »phänomenal lukrativ« wären, würden die Produzenten dieses Investment-Nonsens ihre Zeit gewiss nicht mit dem wirtschaftlich völlig unspektakulären Verfassen von Ratgeberbüchern und Immobilien-Blogs verplempern. Wer sich gegen Investmentpornografie immunisieren möchte, dem sei das lesenswerte Buch *Die Kunst des digitalen Lebens: Wie Sie auf News verzichten und die Informationsflut meistern* von Rolf Dobelli empfohlen.

1 Von der Website des Immobilienfonds-Initiators S&K Immobilien (Stefan Schäfer und Jonas Köller). Im Februar 2013 wurde die Website im Zuge der Polizeiermittlungen vom Netz genommen. Medienberichten zufolge ist von 11 000 Betrugsopfern, Zehntausenden indirekt Geschädigten und etwa 240 Millionen Euro Schaden auszugehen. Im März 2017 wurden Schäfer und Köller zu jeweils achteinhalb Jahren Gefängnis verurteilt.

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

- Die Person, die dem geringstmöglichen Interessenkonflikt in Bezug auf Ihre Geldanlagen unterliegt, begegnet Ihnen jeden Morgen im Badezimmerspiegel. Je mehr diese Person über Geldanlagen weiß und selber tut oder je weniger diese Person mit interessenkonfliktbehafteten Institutionen zusammenarbeitet (siehe folgender Punkt), desto vorteilhafter wird das langfristige Ergebnis für ihr Vermögen.
- Befolgen Sie niemals, niemals, niemals die Anlageempfehlung einer Bank, eines Vermögensverwalters oder eines Finanzberaters, wenn diese Institution oder Person nicht ausschließlich von Ihnen selbst *direkt und in Cash* bezahlt wird, so wie Sie einen Steuerberater, Rechtsanwalt oder Handwerker bezahlen. Provisionen beziehungsweise Kommissionen aus Finanzprodukten, Erträge aus Transaktionen (Käufen und Verkäufen), Erfolgsbeteiligungen (»Performance Fees«) und die Empfehlung zum Kauf »hauseigener Produkte« sind alle das Gegenteil von »direkt und in Cash«. Lassen Sie sich von Ihrem Berater oder Verwalter schriftlich geben, dass sein gesamter »Umsatz« oder sein Honorar nur und direkt von Ihnen und Ihnen allein stammt. Das bedeutet leider, dass 99% der Unternehmen, die in den deutschsprachigen Ländern Finanzberatung und Vermögensverwaltung anbieten, nicht infrage kommen. Erfreulicherweise existieren Alternativen. Dazu mehr in Kapitel 10.
- Stornieren Sie Ihre Abos für Finanzzeitschriften, sofern Sie welche haben. Sparen Sie dadurch Zeit und Geld, die Sie in sinnvollere Dinge stecken können. Lesen Sie Investmentartikel in Ihrer Tageszeitung mit großer Skepsis oder am besten gar nicht. Im Anhang nenne ich empfehlenswerte Bücher und Finanzblogs, die wenig oder gar nicht von Interessenkonflikten kompromittiert sind.

Fazit: Interessenkonflikte und der enorme Schaden, den sie anrichten, sind kein abstraktes Sonntagsredenthema, das nur Akademiker, Verbraucherschützer und Aufsichtsbehörden angeht. Sie sind ein eminent praxisrelevantes Problem, das die Rendite und das Risiko Ihres Vermögens unmittelbar betrifft, denn auch Sie werden direkt oder indirekt mit Banken, Vermittlern, Vermögensverwaltern und Finanzmedienvertretern zu tun

haben. Obwohl seit Jahren immer häufiger über die schlimmen Folgen von Interessenkonflikten in der Finanzindustrie berichtet wird, begnügt sich die Politik in den deutschsprachigen Ländern mit kosmetischen Korrekturen. Weil das Thema verworren ist, haben bisher nur wenige Privatanleger wirklich alle notwendigen Konsequenzen gezogen, um die Schäden aus Interessenkonflikten für ihre Finanzgesundheit in Zukunft maximal zu senken. Wenn Sie sich finanziell beraten oder Ihr Geld von jemandem verwalten lassen wollen, dann gehen Sie nicht das Risiko ein, das mit scheinbar kostenloser Beratung einhergeht. Wer objektive, neutrale und risikoarme Beratung will, muss seinen Berater aus eigener Tasche bezahlen, statt versteckt aus Produkt- und Strategieprovisionen. Wer sein Finanzwissen weiterentwickeln will, der muss sich den allgegenwärtigen Interessenkonflikten in den Medien bewusst sein.

1.2 Historische Renditen der wesentlichen Anlageklassen

Häufig ist die Ursache für die Zusammenstellung eines schlechten → Portfolios bei Privatanlegern eine wirklichkeitsfremde Vorstellung von dem, was an langfristiger Rendite bei Vermögensanlagen realistisch möglich ist. Auf der Seite der Finanzbranche und der Medien treffen diese falschen Anlegervorstellungen auf strukturelle Interessenkonflikte und werden deswegen nicht korrigiert, sondern typischerweise noch verstärkt.

Damit diese ungünstige Ausgangskonstellation Ihren persönlichen Anlageerfolg in Zukunft weniger schädigt, müssen Sie die langfristigen historischen Renditen der sechs zentralen → Asset-Klassen kennen. Diese werden in Tabelle 1 als inflationsbereinigte (reale) Renditen während der vergangenen knapp 120 Jahre wiedergegeben. Man kann diese Zahlen als guten Indikator für die langfristige Zukunft betrachten. Auf die für die Zukunft erwarteten Renditen gehe ich jedoch noch genauer in Abschnitt 5.2.1 ein.

Da schon diese realen Bruttorenditen (Renditen ohne Abzug von Kosten und Steuern) niedriger sind als das, was viele glauben und sich für Ihre eigenen Anlagen erhoffen, ist es doppelt wichtig, die Belastung durch Kosten und Steuern zu minimieren. Wie man Kosten und Steuern auf möglichst niedrigem Niveau halten kann, wird in Abschnitt 1.7 und Kapitel 9 und an vielen anderen Stellen des Buches erläutert.

Tabelle 1: Inflationsbereinigte Renditen von sechs Haupt-Asset-Klassen für die Zeiträume 1900–2018 (119 Jahre) und zwei kürzere Zeiträume – Renditen per annum vor Kosten und Steuern

Zeitraum	Aktien global	Wohnimmobilien global	Lfr. Staatsanleihen global	Geldmarkrenditen, Bankguthaben	Gold	Rohstoffe
1900 – 2018 (119 Jahre)	5,0%	2,4%	1,9%	0,8%	0,6%	0,3%
1970 – 2018 (49 Jahre)	5,1%	3,4%	4,7%	0,7%	3,2%	0,8%
2010 – 2018 (9 Jahre)	5,9%	n. v.	3,2%	-1,3%	1,2%	-0,9%

► Quelle: Dimson, Marsh, Staunton (2018 und 2019), BIS Basel, David S. Jacks. ► Wohnimmobilien: Gesamtrenditen aus Preissteigerungen und Nettomieteträgen. Zeitraum 1900 bis 2018 für 11 Länder nur für 1900 bis 2017, Bruttomietrendite ergänzt nach Kommer/Schweizer 2018b. Zeitraum 1970 bis 2018 Originaldaten von BIS Basel (12 Länder) mit identischer Methodik wie für den längeren Gesamtzeitraum bezüglich Instandhaltungskosten, Quality-Bias und Bruttomietrendite, jedoch ohne Subtraktion von »Supercity-Bias«. ► Alle Renditen sind inflationsbereinigte → geometrische Durchschnitte vor Kosten und Steuern in US-Dollar mit Ausnahme der Immobilienrenditen. Diese sind ein bevölkerungsgewichteter Durchschnitt aus den Renditen in 11 beziehungsweise 12 Ländern in lokaler Währung und ohne Fremdfinanzierungseffekte. ► Rohstoffe repräsentieren die fünf Hauptrohstoffgruppen Energie, Edelmetalle, Basismetalle, Mineralien und Agrarrohstoffe. Siehe hierzu auch die Ausführungen zu Rohstoff-Futures in Abschnitt 1.14.

Infobox: Inflation und Inflationsbereinigung von Renditen

Renditen aus der Vergangenheit oder in der Zukunft sollten idealerweise immer in inflationsbereinigter (»realer«) Form angegeben werden, weil alles andere weniger klar ist und bei Vergleichen mit älteren oder jüngeren Zahlen zu Missverständnissen führen kann. Die Inflationskomponente in einer »nominalen« Renditeangabe ist insofern heiße Luft, als sie ja keinem Kaufkraftzuwachs entspricht. Ein Zahlenbeispiel für die Missverständlichkeit von nominalen Renditen: 1972 betrug die deutschen Sparbuchzinsen (Geldmarktzinsen) im Jahresmittel 5,6% pro Jahr. Klingt toll, insbesondere wenn man das mit den Geldmarktzinsen heute, Ende November 2019, nämlich negativen 0,4% p.a. (3 Monats-Euribor) vergleicht. Doch ein so naiver Vergleich hinkt schlimmer als der Pirat mit Holzbein. 1972 betrug die deutsche Inflation beträchtliche 6,4%. Somit lagen die Zinsen 1972 real (inflations-

bereinigt) bei negativen 0,8% (5,6% minus 6,4%). Das erscheint weniger lustig. Wenn man jetzt noch berücksichtigt, dass man 1972 von den 5,6% → »nominalen« Zinsen rund ein Drittel als Steuern (also 1,9 Prozentpunkte) ans Finanzamt abgeben musste, dann stand der Sparer real nach Steuern 1972 schlechter als Ende 2019, obwohl die nominalen Sparbuchzinsen 1972 deutlich höher waren als 2019 (1972: $5,6\% - 1,9\% - 6,4\% = -2,7\%$). Die nominalen Geldmarktzinsen betragen Ende 2019 negative 0,4%, die Inflation rund 1,1% (vorläufiger Wert per Oktober 2019), die Steuerbelastung war 2019 aufgrund der negativen Nominalzinsen null. Es ergibt sich dadurch: $0,4\% - 0\% - 1,1\% = -1,5\%$; ein besseres Ergebnis als 1972. Das ist ein Beispiel dafür, wie uns nominale Renditen in die Irre führen. In Abschnitt 1.8 gehe ich hierauf noch genauer ein.

Vier weitere Gesichtspunkte sind bei der Interpretation der Zahlen in Tabelle 1 von Bedeutung:

(a) Es ist unrealistisch, zu glauben, man selbst werde langfristig Renditen erzielen, die diejenigen in Tabelle 1 nennenswert überschreiten. Warum das so ist, darauf gehe ich im nachfolgenden Abschnitt ein.

(b) Wer nicht direkt in die Asset-Klassen investiert, die in Tabelle 1 gezeigt werden, muss das notwendigerweise im Wege von »verpackten« Finanzprodukten tun. Mit der in der Praxis bedeutsamen Unterscheidung zwischen »Verpackung« und »Inhalt« bei Finanzprodukten beschäftigen wir uns in Abschnitt 1.13. Hier vorab vier Beispiele für »verpackte« Finanzprodukte: Aktieninvestmentfonds (sie investieren in Aktien), kapitalbildende Lebensversicherungen (sie investieren in Anleihen oder Aktien), offene Immobilienfonds (investieren in Gewerbeimmobilien) und Zertifikate (investieren zumeist in Aktien oder Anleihen). Mit anderen Worten: Auch für verpackte Finanzprodukte gelten die oben genannten Renditeangaben. Von diesen müssen jedoch die mit den Verpackungen einhergehenden erhöhten Gebühren subtrahiert werden.

(c) Je länger ein historischer Betrachtungszeitraum ist, desto tendenziell aussagekräftiger ist er für die Zukunft. Der in Tabelle 1 gezeigte Gesamtzeitraum (119 Jahre) ist für die Zukunft relevanter als die beiden kürzeren Zeiträume. Die letzten zehn Jahre werden lediglich »zur Information« ge-

zeigt; aus diesen Kurzfristzahlen kann man besonders wenig für die Zukunft ableiten.

(d) Anleger sollten ihr Hauptaugenmerk nicht nur auf die absoluten Renditen von Asset-Klassen richten, sondern vor allem auf die *relativen* Unterschiede zwischen den Asset-Klassen. Tut man das, ergibt sich diese Schlussfolgerung: Globale Aktien waren in den letzten knapp 120 Jahren 2,1-mal so rentabel wie Wohnimmobilien; rund 2,5-mal so rentabel wie langfristige Staatsanleihen; 6-mal so rentabel wie Geldmarktanlagen (also das »Sparbuch«), 8-mal so rentabel wie Gold und über 16-mal so rentabel wie Rohstoffe. So ähnlich werden die Verhältnisse auch in der langfristigen Zukunft aussehen. Dies stellt eine der zentralen Einsichten dar, die dieses Buch vermitteln möchte.

1.3 Aktiv versus passiv investieren – die Grundsatzfrage

Aus der Helikopterperspektive existieren eigentlich nur zwei Grundformen von Investieren: »aktiv« und »passiv«. Die meisten Menschen, die sich nicht schon eine Weile mit Börseninvestments beschäftigt haben, assoziieren Investieren automatisch und unbewusst nur mit Aspekten, die in die Kategorie »aktives Investieren« fallen. Aktives Investieren ist »das, was alle machen«. Sein globaler Marktanteil dürfte bei etwa 98% liegen. Aktiv investieren heißt, Geld anzulegen mit dem ausgesprochenen oder unausgesprochenen Ziel, ein »besonders gutes« oder »attraktives« Investment zu tätigen. Wie der jeweilige Anleger »besonders gut« oder »attraktiv« im Einzelfall interpretiert, da mag es eine Million unterschiedliche Auffassungen geben. Ihnen allen ist dennoch gemein, dass der Anleger mit seiner ursprünglichen, anfänglichen Investmententscheidung auf ein im weitesten Sinne überdurchschnittlich attraktives Investment abzielte. Diese Charakterisierung gilt im Kontext von aktivem Anlegen für jede Art von Investment: zinstragende Anlagen, Immobilien, Aktien, Gold, Rohstoffe und für »verpackte« Investments, in denen die in Tabelle 1 genannten »Primär-Asset-Klassen« enthalten sind, zum Beispiel Investmentfonds oder kapitalbildende Lebens- oder Rentenversicherungen.

Passives Investieren ist im Vergleich zu aktivem Investieren fundamental anders: Bei passivem Investieren zielt der Anleger nicht darauf ab,

eine überdurchschnittliche, kurz- und mittelfristig besonders attraktive Rendite zu erzielen oder »den Markt zu schlagen«. Der passive Anleger sagt vielmehr: »Ich will die Marktrendite zu möglichst niedrigen Kosten. Punkt. Ende.« Die Marktrendite ist definitionsgemäß die durchschnittliche Rendite aller Marktteilnehmer. Damit würde sich ein überzeugter aktiver Anleger niemals zufriedengeben – er hat »höhere Ziele«. Warum die höheren Ziele kontraproduktiv sind, wird dieser Abschnitt zeigen.

In diesem Kontext mag die folgende Begebenheit mit Bezug auf → Indexfonds bezeichnend sein (Indexfonds/ETFs sind die Produkte, mit denen man passives Investieren konkret umsetzt): Der erste Indexfonds für Privatanleger wurde 1976 von der amerikanischen Fondsgesellschaft Vanguard aufgelegt (und nur in den USA vertrieben). In Bezug auf Publikumsinteresse war dieser erste passive Fonds in den ersten rund zehn Jahren spektakulär erfolglos und wurde von Vertretern der etablierten Fondsindustrie sogar als »unamerikanisch« ausgelacht, weil er auf die Erzielung einer Überrendite – einer über dem Markt liegenden Rendite – verzichtete. Dieser Indexfonds wuchs ab Anfang der 1990er Jahre zum inzwischen zweitgrößten Investmentfonds der Welt. Der größte ist ebenfalls ein Vanguard-Indexfonds. (Der besagte erste Indexfonds hieß anfänglich »Vanguard Index Trust« und wurde später in »Vanguard 500 Index« umbenannt, da er den S&P-500-Aktienindex abbildet.)

Ein passiver Anleger ist per Definition ein Buy-and-Hold-Anleger, denn der Markt selbst ist ein Buy-and-Hold-Konzept (*buy and hold* = kaufen und halten), und diesen Markt will der Anleger ja abbilden. Wenn ein Wertpapier von Anleger A an Anleger B verkauft wird, hat sich aus der Sicht des Marktes ganz offensichtlich nichts verändert. Für den Markt ist das ein Linke-Tasche-rechte-Tasche-Vorgang. Der Markt war vor dem Besitzerwechsel der Halter des Wertpapiers und ist es danach.

Die Begründung und Motivation für passives Anlegen (das übrigens nichts mit dem Konzept des »passiven Einkommens« zu tun hat) wurde über die letzten fast 60 Jahre hinweg von der empirischen Finanzmarktforschung in Form von Tausenden wissenschaftlicher Studien geschaffen.²

2 Einige der bekanntesten Studien sind: Sharpe 1966, Jensen 1968, Malkiel 1995, Brown/Goetzmann 1995, Carhart 1997, Odean 1999, Barber/Odean 2000, Arnott u. a. 2000, Wermers 2000, Barras u. a. 2008, Cornell 2009, Arnott/Berkin/Ye 2010, Fama/French 2010, Benke/Ferri 2013, Bogle 2014, Busse u. a. 2014, Dyakov u. a. 2015.

Fast ein Dutzend Wissenschaftler, die zu dieser Forschung maßgeblich beitrugen, gewannen den Wirtschaftsnobelpreis. Die Schlussfolgerungen dieser Studien lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- Das durchschnittliche aktiv gemanagte Kapitalmarktportfolio unterperforms über einen ausreichend langen Zeitraum seine korrekt gewählte Benchmark (siehe Infobox in diesem Abschnitt) in 50% bis 100% aller Fälle; für Zeiträume ab drei Jahren sogar eher in 70% bis 100% aller Fälle.
- Die Minderheit der \rightarrow Outperformer für ein gegebenes Zeitfenster ist nicht zuverlässig prognostizierbar, und die Zusammensetzung dieser Gruppe wechselt rein zufällig. Sie anzustreben ist letztlich sinnlos, denn wer für ein bestimmtes Zeitfenster zu ihr gehören wird, bestimmt der Zufall. Mit »bestimmtem Zeitfenster« sind beispielsweise gemeint: Die letzten fünf Jahre, das Kalenderjahr 2015, das Kalenderjahr 2016, die Dekade von 2000 bis 2009 und so weiter.

Aus den vorgenannten beiden Feststellungen ergibt sich: Die wahrscheintlichkeitsgewichtete Renditedifferenz (das \rightarrow Alpha) von aktivem Investieren gegenüber einer »marktneutralen«, passiven Benchmark ist negativ, weil aktives Investieren mit hohen Kosten verbunden ist. Es wird also Vermögen vernichtet. Auf lange Sicht verdienen die allermeisten aktiven Anleger weniger als sie hätten verdienen können, wären sie passive Anleger gewesen.

Dass alle aktiven Anleger im Durchschnitt eine schlechtere Rendite produzieren als der durchschnittliche passive Anleger ist eine mathematische Notwendigkeit. In einem berühmten Aufsatz aus dem Jahr 1991 formulierte der spätere Wirtschaftsnobelpreisträger William Sharpe diese simple mathematische Einsicht, die ein grundlegendes Argument für passives Investieren und gegen aktives Investieren darstellt. Diese Einsicht verdient es, im O-Ton wiedergegeben zu werden:

»Wenn man die Begriffe ›aktives‹ und ›passives‹ Portfoliomanagement korrekt definiert, dann sind folgende Aussagen zwangsläufig wahr: Erstens, vor Kosten ist die Rendite der durchschnittlichen aktiv gemanagten Geldeinheit genauso hoch wie die der durchschnittlichen passiv gemanagten Geldeinheit. Zweitens, nach Kosten ist die Rendite der durchschnittlichen aktiv gemanagten Geldeinheit niedriger

als diejenige der durchschnittlichen passiv gemanagten. Diese zwei Aussagen gelten für jede Zeitperiode und setzen keine zusätzliche Annahme voraus.» (Sharpe 1991)

Je länger der Betrachtungszeitraum, desto höher klettert der durchschnittliche passive Anleger in der Renditerangfolge aller vergleichbaren Anleger. Ein passiver Anleger landet mit hoher Wahrscheinlichkeit nach 10+ Jahren in den Top 10% einer adäquaten Vergleichsgruppe. Ein aktiver Anleger landet mit hoher Wahrscheinlichkeit nach 10+ Jahren irgendwo in den unteren 90% einer adäquaten Vergleichsgruppe.

Als Gruppe liegen aktive Anleger mit einer 100%igen Wahrscheinlichkeit schlechter als die Gruppe der passiven Anleger.

Zahlen, die diese Feststellungen illustrieren, liefert Tabelle 2.

Tabelle 2: Anteil der aktiv gemanagten Aktienfonds, die in den fünf und zehn Jahren bis Juni 2019 unter ihrer Index-Benchmark lagen

Fondskategorie/→ Asset-Klasse (Anlageschwerpunkt)	Juli 2014 bis Juni 2019 (5 Jahre)	Juli 2009 bis Juni 2019 (10 Jahre)
Aktien Eurozone [1]	88,2%	100,0%
Aktien USA [1]	91,9%	97,7%
Aktien Schwellenländer [1]	91,3%	95,1%
Immobilienaktienfonds USA [2]	66,7%	84,8%
Aktien USA, Small Caps (Nebenwerte) [2]	92,3%	96,8%
Staatsanleihen USA, langfristig [2]	98,3%	98,7%
Hochzinsanleihen USA [2] [3]	95,6%	96,0%
Staatsanleihen Schwellenländer [2]	96,2%	100,0%

► [1] Fonds mit → Domizil in Europa. Datenquelle S&P SPIVA Europe Scorecard Mid 2019. ► [2] Fonds mit → Domizil USA. Datenquelle S&P SPIVA U.S. Scorecard Mid 2019. ► [3] High-Yield Funds/Junk Bonds. ► Zahlen auf eine Nachkommastelle gerundet. ► Ohne Berücksichtigung von Kosten in der Benchmark, aber auch ohne Kosten für etwaige Ausgabeaufschläge der aktiv gemanagten Fonds.

Tabelle 2 stellt die auf den ersten Blick erstaunliche Fehlleistung aktiven Investierens am Beispiel normaler Investmentfonds («Publikumsfonds») für zwei beispielhafte historische Zeiträume dar. In anderen historischen Zeiträumen sehen die Verhältnisse sehr ähnlich aus. Das gleiche Bild ist auch für die Zukunft zu erwarten.

Tendenziell nimmt die Unter-Performance-Quote aktiver Portfolios mit der Länge des Zeitfensters zu. Das würde man noch deutlicher erkennen, wenn Tabelle 2 – wie die Originaldaten – auch die Zeitfenster »1 Jahr« und »3 Jahre« einschließen würde, was aus Platzgründen hier unterblieb.

Das im Wesentlichen gleiche Ergebnismuster zeigt sich, wenn man die → Portfolios von Do-it-yourself-Privatanlegern, von Hedge-Fonds, Private-Equity-Fonds oder kapitalgedeckten Pensionsfonds untersucht. In meinem Buch *Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs* belege ich das anhand von detaillierten Zahlen und Literaturhinweisen.

Wer in Anbetracht der ernüchternden Daten in Tabelle 2 meint, die »Lösung des Problems« läge darin, einfach in die wie auch immer kleine Minderheit der Fonds zu investieren, die keine Unter-Performance erzeugen, befindet sich auf dem Holzweg. In Bezug auf die in den meisten Zeitfenstern in der Tat vorhandene, kleine Gruppe von Outperformern besteht keine für Anleger ausbeutbare »Performance-Konstanz«. Mit anderen Worten: Die wenigen Mitglieder dieser »illustren« Gruppe wechseln von Zeitfenster zu Zeitfenster rein zufällig. Wer eine in der Gegenwart vorliegende Information – zum Beispiel die Rendite in der jüngeren Vergangenheit oder das Fonds-Rating der Stiftung Warentest³ – zur Auswahl von aktiv gemanagten Investmentfonds (oder anderen aktiven Strategien) verwendet, der kann genauso gut Esmeralda mit ihren Tarot-Karten befragen. Das Einzige, das dieser Ansatz *verlässlich* bewirken würde, wäre eine Erhöhung der Belastung mit Kosten und Steuern (zum negativen Steuereffekt von »Rein-Raus« siehe Tabelle 29 in Kapitel 9).

Etwas paradox könnte man formulieren: Passiv investieren heißt, den Durchschnitt anpeilen, um über dem Durchschnitt anzukommen. Ein Hauptgrund für diesen Effekt liegt in den viel niedrigeren Kosten passiven Investierens.

Neben den niedrigeren Kosten unterscheidet sich passives Investieren von aktivem Investieren noch in vielerlei anderer Hinsicht. Tabelle 3 fasst diese Unterschiede schlagwortartig zusammen.

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

3 Der Haupteinflussfaktor für die Höhe des Ratings eines Fonds ist ebenfalls seine Rendite in der jüngeren Vergangenheit.

Tabelle 3: Die Unterschiede zwischen aktivem und passivem Investieren schlagwortartig zusammengefasst

Aktives Anlegen/Investieren	Passives Anlegen/Investieren
Machen alle: Banken, traditionelle Vermögensberater, fast alle Do-it-yourself-Privatanleger	Machen nur wenige
Ziel ist es, den »Markt« zu schlagen, zum Beispiel durch → Stock Picking, Fonds-Picking, → Market Timing	Kein Ziel, den Markt zu schlagen. Verwendung von Indexfonds (ETFs), die einfach nur Asset-Klassen auf Buy-and-Hold-Basis abbilden
Ergibt intuitiv Sinn	Ergibt intuitiv zunächst keinen Sinn
Ist komplex	Ist weit weniger komplex
Basiert auf Prognosen und Spekulation	Prognosefrei/ohne Spekulation
Nimmt gute und schlechte Risiken [1]	Nimmt nur gute Risiken
Häufiges Rein-Raus, dadurch hohe Kosten und höhere effektive Steuerbelastung [2]	Buy-and-Hold, dadurch niedrige Kosten und niedrige effektive Steuerbelastung
Kaum wissenschaftlicher Bezug, repräsentiert den Wissensstand von etwa 1960	Hoher wissenschaftlicher Bezug, repräsentiert aktuelles Wissen
Nutzt »dick verpackte Produkte« [3]	Nutzt »dünn verpackte« Produkte (will möglichst direkt/ungefiltert in → Asset-Klassen investieren)
Absicherungsstrategien nutzen, in Krisenphasen »sichere Häfen ansteuern«	Radikales Buy-and-Hold, kein Verkaufen in der Krise/im Crash
Wenig Diversifikation/Streuung, stattdessen notwendig »konzentrierte« Investments und Klumpenrisiken	Hohe, globale Diversifikation; keine Klumpenrisiken
Betrachtet den Markt als Gegner und »feindseligen« Risikofaktor, den man schlagen oder umgehen muss	Betrachtet den Markt als Freund und Renditemotor, mit dem man gemeinsam langfristig unterwegs ist
»Sexy« (mit seinen Erfolgen kann man prahlen)	Unsexy (die Erfolge sind »langweilig«)
Komplexität, Intransparenz, »besser sein wollen«, Nervosität, hoher Stressfaktor, wenig Seelenfrieden	Einfachheit, Transparenz, Demut, Rationalität, niedriger Stressfaktor, hoher Seelenfrieden

► [1] Die Unterscheidung zwischen guten und schlechten Risiken wird in Abschnitt 1.4 erläutert. ► [2] Warum und um wie viel die Kosten bei passivem Investieren niedriger sind, wird in Abschnitt 1.7 gezeigt. Warum und um wie viel die effektive Steuerbelastung bei aktivem Investieren höher ist, wird in Kapitel 9 dargestellt. ► [3] Zum Aspekt der »Verpackung« bei Finanzprodukten siehe Abschnitt 1.13.

Aktives Anlagemanagement ist der Versuch, auf 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 einer sinnvollen »Benchmark« (siehe Infobox in diesem Abschnitt). Anders formuliert: Es ist der Versuch eines Privatanlegers oder professionellen Investors (Bank, Vermögensverwalter, Fondsmanager), Wertpapiere oder Marktsegmente zu identifizieren, welche die restlichen Marktteilnehmer vorübergehend über- oder unterbewertet haben. Sobald der restliche Markt seinen »Irrtum« erkennt und korrigiert, kann der Investor – so die Wunschvorstellung – einen Gewinn realisieren. Aktives Anlegen ist stets spekulatives Anlegen, da der Anleger bewusst von einer marktneutralen Gewichtung seiner einzelnen Anlagepositionen zugunsten einer im Zeitablauf meist wechselnden Über- oder Untergewichtung bestimmter → Assets oder Asset-Klassen abweicht, also auf mögliche Diversifikation verzichtet. Aktives Investieren besteht zu einem beträchtlichen Teil aus Entscheidungen und Handlungen, die in Wirklichkeit Aktionismus sind – hektisches Hin und Her, das von außen betrachtet professionell und geschäftig aussehen mag, aber per Saldo keinen Mehrwert schafft. Dem steht passives Investieren oder Portfoliomanagement gegenüber – eine Buy-and-Hold-Strategie, bei der der Anleger alle Wertpapiere, die zu einer bestimmten Asset-Klasse gehören, und alle wesentlichen Asset-Klassen hält. Aktives Trading (laufendes Kaufen und Verkaufen) findet hier nicht statt.

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

Die »Arithmetik des aktiven Investierens« habe ich bereits weiter oben angesprochen. Aufgrund der hohen Kosten aktiven Investierens ist es mit mathematischer Notwendigkeit wahr, dass ein passiver Anleger den durchschnittlichen aktiven Anleger outperforms (schlägt). Medienberichte oder Marketing-Material der Finanzbranche, die im Widerspruch zu dieser universellen Tatsache stehen, basieren auf bewusst oder unbewusst falschen Zahlen – meistens auf Apfel-Birnen-Vergleichen.

Die auf dem Gebiet des Investierens berühmte Efficient-Market-Theorie (EMT) sagt ganz simpel, dass Wertpapierpreise zu jedem gegebenen Zeitpunkt alle öffentlich zugänglichen Informationen über diese

Wertpapiere wahrscheinlich bereits beinhalten. Daher ist der gegenwärtige Marktpreis eines Wertpapiers die beste Schätzung des zukünftigen Marktpreises, also die beste Prognose. Andere Prognosen sind nur aus Zufall besser oder schlechter. Mit öffentlich zugänglichen Informationen kann man, so die EMT, den Markt nicht systematisch und nachhaltig schlagen. Wer es dennoch probiert, schlägt ihn nur aus Glück, und jedem, der Glück hat, steht einer mit Pech gegenüber, der relativ zur Marktrendite Geld verliert.

Die Wurzeln der EMT gehen auf die beiden französischen Ökonomen Louis Bachelier und Jules Regnault aus dem 19. Jahrhundert zurück. Später hat der amerikanische Wirtschaftswissenschaftler und Nobelpreisträger Eugene Fama ab Mitte der 1960er Jahre am meisten zur Weiterentwicklung der EMT beigetragen. In *Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs* gehe ich ausführlich auf viele faszinierende Detail-Aspekte der EMT ein. Hier soll es genügen, ihre zentrale Implikation festzuhalten:

Mit öffentlich verfügbaren Informationen – und andere stehen Privatanlegern und ihren Beratern nicht zur Verfügung – ist es de facto unmöglich, den Markt anders als durch Glück zu schlagen. Wer es probiert, wird genauso wahrscheinlich Pech haben.

Insbesondere wird ein aktiver Anleger (sei er oder sie ein Privatanleger oder ein professioneller Anleger) höhere Kosten als ein passiver Anleger produzieren, sodass mehr als die Hälfte derer, die aktiv investieren, am Ende schlechter liegen als der »Markt« (eine korrekt gewählte Benchmark).

Der EMT werden von vielen Anlegern – oft unbewusst und noch öfter bewusst – alle möglichen Zusatzaussagen und Inhalte angedichtet, zum Beispiel, dass sie sage oder impliziere, alle Marktteilnehmer müssten rational handeln, oder dass die »risikogewichtete Rendite« aller Investments nach der EMT gleich sein müsste oder dass es gemäß EMT keine »Blasen« geben könne. Alle drei Aussagen sind in Wirklichkeit nicht Teil der EMT. Mit ihnen kann man die EMT dementsprechend nicht widerlegen (Statman 2010, Brown 2011).

Dieses Buch zeigt in vielfältiger Weise, dass passives Investieren die für Privatanleger überlegene Alternative ist – sowohl für Privatanleger, die in Eigenregie investieren, als auch für Privatanleger, die jemanden gegen Bezahlung damit beauftragen, für sie zu investieren, zum Beispiel einen Fondsmanager, eine Bank oder einen Vermögensverwalter.

Infobox: Benchmark (Vergleichsindex)

Der englische Begriff Benchmark steht für »Vergleichsmarke«, also einen Vergleichsmaßstab für aktiv gemanagte → Portfolios, zum Beispiel Fonds. Ziel eines aktiv gemanagten Fonds oder generell jedes aktiv gemanagten Portfolios muss es notwendigerweise sein, den korrekt gewählten Vergleichsindex nach Abzug von Kosten zu schlagen. Um die Performance (Rendite bei Berücksichtigung des Risikos) von aktiven Investments (zum Beispiel Investmentfonds) objektiv beurteilen zu können, werden Börsenindizes als Benchmark verwendet. Auch ein anderes sinnvoll vergleichbares Wertpapier, ein sinnvoll vergleichbarer Investmentfonds, die Inflationsrate oder – noch einfacher – eine Nullrendite kann als Benchmark dienen. In vielen Werbeanzeigen für aktiv gemanagte Investmentfonds oder Zertifikate (zu diesen Produkten siehe Abschnitt 1.14) und Veröffentlichungen der Finanzbranche wird bewusst eine falsche Benchmark gewählt, die die Rendite des jeweiligen Produkts in einem günstigeren Licht erscheinen lässt (Äpfel-Birnen-Vergleiche). Bei passiv gemanagten → Indexfonds kann man zwischen dem Benchmark-Index und dem Referenzindex unterscheiden. Passiv gemanagte Indexfonds entwickeln sich immer genau wie der Referenzindex, den sie ja abbilden, abzüglich der → Tracking-Differenz.⁴ Da ein Indexfonds im Unterschied zum Index selbst stets Nebenkosten des Investierens verkräften muss, die die Rendite schmälern, lässt sich bei einem Indexfonds immer eine kleine Renditedifferenz zum Referenzindex beobachten. In vielen Vergleichen ist der Referenzindex identisch mit dem Benchmark-Index, aber das muss nicht so sein.

Akzeptiert man, dass passives Anlegen tatsächlich so klar überlegen ist, wie ich es hier und in meinen anderen Publikationen zu belegen versucht habe, dann drängt sich die Frage auf, warum nicht »alle« passiv investieren? Die Antwort darauf könnte man in einer 400-seitigen Dissertation abhandeln, die vermutlich immer noch unvollständig wäre. Die drei Hauptargumente lassen sich jedoch auch in einem kurzen Absatz zusammenfassen:

Erstens sind Menschen in Ihrer genetischen DNA (also durch die Evolution) so »programmiert«, dass sie aktives Investieren intuitiv richtig

4 Es heißt oft »abzüglich der Kosten«. Die Formulierung »abzüglich der Tracking-Differenz« ist jedoch etwas präziser.