

SOUVERÄN INVESTIEREN

mit Indexfonds
und ETFs

Ein Investmentbuch
für fortgeschrittene
Privatanleger

manager magazin
Bestseller

6.,
vollständig
aktualisierte
und erweiterte
Neuaufgabe

GERD
KOMMER

campus

Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs

Gerd Kommer

Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs

Ein Investmentbuch
für fortgeschrittene Privatanleger

Campus Verlag
Frankfurt/New York

Haftungsausschluss: Die Aussagen in diesem Buch spiegeln die persönlichen Ansichten und Meinungen des Autors wider, sind rein didaktischer Natur und sind weder als Anlageberatung im Sinne des deutschen Wertpapierhandelsgesetzes noch als Rechtsberatung im Sinne des deutschen Rechtsberatungsgesetzes noch als Steuerberatung im Sinne des deutschen Steuerberatungsgesetzes zu verstehen. Vermögensanlagen in Bankguthaben, Aktien, Anleihen, Edelmetalle, Rohstoffe, Kryptowährungen und andere Finanzprodukte sowie Immobilien sind mit beträchtlichen Verlustgefahren verbunden. Die historischen Daten, die in diesem Buch enthalten sind, bieten keine Gewähr für zukünftig ähnliche Renditen oder Erträge. Generell geben der Autor und der Verlag keine Garantie für die Richtigkeit der Daten, Berechnungen und Aussagen in diesem Buch. Eine Haftung für Schäden, die aus der Anwendung der in diesem Buch enthaltenen Informationen, Hinweise und Empfehlungen resultieren, wird nicht übernommen.

ISBN 978-3-593-51770-4 Print

ISBN 978-3-593-45498-6 E-Book (PDF)

ISBN 978-3-593-45497-9 E-Book (EPUB)

6., vollständig aktualisierte und überarbeitete Auflage 2024

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 © 2024. Alle deutschsprachigen Rechte bei Campus Verlag GmbH, Frankfurt am Main.

Umschlaggestaltung: total italic, Thierry Wijnberg, Amsterdam/Berlin

Satz: Publikations Atelier, Weiterstadt

Gesetzt aus: Minion und Myriad

Druck und Bindung: Beltz Grafische Betriebe GmbH, Bad Langensalza

Beltz Grafische Betriebe ist ein klimaneutrales Unternehmen (ID 15985-2104-1001).

Printed in Germany

www.campus.de

Inhalt

Wie Ihnen dieses Buch helfen kann – eine Einleitung	11
1 Wie die Wertpapiermärkte tatsächlich funktionieren	16
1.1 Renditen der wichtigsten Anlageklassen von 1900 bis 2022 (123 Jahre)	16
1.2 Die enttäuschende Performance von Profinvestoren und Do-it-yourself-Anlegern	25
1.3 Mehr als 50% aller aktiven Anleger müssen per Mathegesetz unterperformen	34
1.4 Die Efficient-Market-Theorie – einfach, mächtig und vielfach missverstanden	37
1.5 Indexfonds und ETFs – die beiden wichtigsten Finanzinnovation seit 1971	46
1.6 »Investmentpornografie« – allgegenwärtig in der Finanzbranche	53
2 Investmentrisiko verstehen	58
2.1 20 Risikokonzepte, die Privatanleger kennen sollten . . .	58
2.1.1 Rendite kommt primär von Risiko	60
2.1.2 Gutes Risiko versus schlechtes Risiko	64
2.1.3 Wie Diversifikation Risiko senkt – das Konzept der Korrelation	66
2.1.4 Zeitdiversifikation: Nimmt Aktienrisiko mit zunehmendem Anlagehorizont ab?	77
2.1.5 Risikomessung muss auf der obersten Vermögensebene erfolgen	82
2.1.6 Klumpenrisiko – epidemisch verbreitet, dennoch meist ignoriert	84

2.1.7	Buchverluste versus realisierte Verluste	86
2.1.8	Ausfallrisiko – das älteste aller Risikokonzepte . . .	87
2.1.9	Sichtbares Risiko versus unsichtbares Risiko	89
2.1.10	Schnelles Risiko versus langsames Risiko	94
2.1.11	Schwarzer-Schwan-Risiko (Event Risk, Tail Risk) .	96
2.1.12	Die subjektive Seite von Risiko	98
2.1.13	Schlechte bekannte Verhältnisse sind kein Risiko .	103
2.1.14	Renditereihenfolgerisiko – viele haben es nicht auf dem Schirm	104
2.1.15	Zinsänderungsrisiko – kontraintuitiv, aber wichtig	108
2.1.16	Wechselkursrisiko – weniger kompliziert als angenommen	112
2.1.17	Illiquiditätsrisiko – in aller Munde, trotzdem selten verstanden	118
2.1.18	Inflationsrisiko – ein Klassiker unter den Risikokonzepten	121
2.1.19	Leverage-Risiko – Investments hebeln und die Gefahren dabei	126
2.1.20	Operatives Risiko – wichtig, aber kaum je gewürdigt	129
2.2	Acht essenzielle Risikokennzahlen schnell erklärt	130
2.2.1	Volatilität (Schwankungsintensität)	131
2.2.2	Maximum Drawdown (maximaler historischer Verlust)	138
2.2.3	Value at Risk	140
2.2.4	Shortfall Risk	142
2.2.5	Ausfallrisiko (Default Probability)	144
2.2.6	Erwarteter Verlust (Expected Loss)	146
2.2.7	Längste historische Nullrenditephase	148
2.2.8	Sharpe Ratio (die risikoadjustierte Rendite)	150
2.2.9	Ein kurzes Risikofazit	153
2.3	Assetallokation: Was Rendite und Risiko Ihres Portfolios tatsächlich bestimmt	154
2.4	Regression zum Mittelwert: Die mächtige Tendenz zum Durchschnitt	158
2.5	Die Resilienz des globalen Aktienmarktes	164

2.6	Die Bedeutung langer historischer Datenreihen für die Zukunft	170
2.7	Crashrisiko existiert in allen Anlageklassen	174
3	Anlegerfehler, die Sie viel Geld kosten können	178
3.1	Fehler 1: Ihr rentabelstes Asset nicht aktiv managen – Humankapital	179
3.2	Fehler 2: Sich von nominalen Renditen täuschen lassen (Zerrspiegel Inflation)	184
3.3	Fehler 3: Sich auf Renditeangaben der Finanzindustrie verlassen	188
3.4	Fehler 4: In das investieren, was in den letzten Jahren gut lief (Recency Bias)	203
3.5	Fehler 5: Auf die »Markowitz-Methode« vertrauen	209
3.6	Fehler 6: Bankguthaben für risikofrei oder risikoarm halten	212
3.7	Fehler 7: Glauben, mit Bankguthaben könne man Vermögen bilden	218
3.8	Fehler 8: Die Bedeutung der Nebenkosten des Investierens unterschätzen	222
3.9	Fehler 9: An Kurs- und Finanzprognosen der Experten glauben	231
3.10	Fehler 10: Aktive Investmentstrategien praktizieren	238
3.11	Fehler 11: Von Börsengurus und Fondsmanagern eine Mehrrendite erwarten	253
3.12	Fehler 12: Sich an Fonds-Ratings orientieren	258
3.13	Fehler 13: Glauben, Experten könnten den besten Einstiegszeitpunkt finden	261
3.14	Fehler 14: Annehmen, Risikoabsicherung (Downside Hedging) sei kostenlos	267
3.15	Fehler 15: Glauben, den Markt schlagen zu wollen, sei zumindest einen Versuch wert	271
3.16	Fehler 16: Verpackung und Inhalt bei Finanzprodukten nicht auseinanderhalten	273
3.17	Fehler 17: Banken und konventionelle Vermögensberater nutzen	281

3.18 Fehler 18: Von »edlem« Private Banking attraktive Renditen erwarten	288
3.19 Fehler 19: In einzelne Aktien investieren	290
3.20 Fehler 20: Annehmen, Immobilien seien besonders sichere Investments	294
3.21 Fehler 21: Bewertungskennzahlen überinterpretieren	297
3.22 Fehler 22: Den großen Unterschied zwischen reich werden und reich bleiben nicht sehen	303
4 Finanzprodukte, von denen Sie die Finger lassen sollten und warum	307
4.1 Bankguthaben oberhalb der gesetzlichen Einlagensicherung	307
4.2 Kapitalbildende Lebensversicherungen	308
4.3 Private Rentenversicherungen	309
4.4 Aktiv gemanagte Aktienfonds, aktiv gemanagte Anleihenfonds	310
4.5 Aktiv gemanagte Mischfonds, Branchenfonds und Dachfonds	310
4.6 Aktiv gemanagte Themenfonds und passive Themen-ETFs	312
4.7 Hedgefonds	314
4.8 Private-Equity-Investments	316
4.9 Geschlossene Fonds (»Unternehmensbeteiligungen«)	320
4.10 Zertifikate	322
4.11 Offene Immobilienfonds	323
4.12 Vermietungsimmobilien	323
5 Anlageklassen, die nicht jeder braucht, die aber bedenkenswert sind	326
5.1 Gold	326
5.2 Rohstoffe	332
5.3 Kryptowährungen	339
5.4 Hochzinsanleihen	344
5.5 Geldmarktfonds, Geldmarkt-ETFs	346
5.6 Inflationsindexierte Anleihen	349
5.7 Eine selbstgenutzte Wohnimmobilie	355

6	Factor Investing – die aktivere Art, passiv zu investieren	358
6.1	Was ist Factor Investing?	358
6.2	Allgemeine Aspekte von Factor Investing aus einer Praktikerperspektive	363
6.3	Die wichtigsten Faktorprämien bei Aktien	371
6.3.1	Die Small-Size-Prämie	371
6.3.2	Die Value-Prämie	374
6.3.3	Die Momentum-Prämie	378
6.3.4	Die Quality-Prämie	381
6.3.5	Die Low-Volatility-Prämie	384
6.3.6	Die Low-Investment-Prämie	386
6.3.7	Die Illiquiditätsprämie	388
6.3.8	Die Dividend-Yield-Prämie	389
6.4	Einfaches oder integriertes Multi-Factor Investing bei Aktien	392
6.5	Die Political-Risk-Prämie bei Aktien und Anleihen	396
6.6	Faktorprämien bei Anleihen	402
6.7	Wer sollte Factor Investing praktizieren und wer nicht?	406
6.8	Weiterführende Literatur zu Factor Investing	408
7	Nachhaltig investieren mit ETFs	409
8	Der Steuervorteil von Buy and Hold	413
9	Der Weltportfolio-Ansatz – eine überlegene Anlagestrategie	417
9.1	Die Grundprinzipien des Weltportfolio-Ansatzes	417
9.2	Das Wichtigste zu Wertpapierindizes	426
9.3	Replikationsmethoden: Wie ein ETF einen Wertpapierindex nachbildet	430
9.4	Gewichtung nach Marktkapitalisierung oder nach BIP?	433
9.5	Rolle und Struktur der risikoarmen Anlage im Portfolio	437
9.6	Wechselkursabsicherung: Wann notwendig, wann nicht?	442
9.7	Das Weltportfolio für »Euroskeptiker«	443
9.8	Das eigene Humankapital bei der Anlageentscheidung berücksichtigen	445
9.9	Schulden haben und gleichzeitig in ein Weltportfolio investieren? (Leveraging)	447

10 So bilden Sie Ihr persönliches Weltportfolio	450
10.1 Die vier Weltportfolio-Varianten	450
10.2 Ihre »Level-1-Assetallokation« bestimmen	453
10.3 Ihre »Level-2-Assetallokation« bestimmen	460
10.4 Die geeigneten ETFs für Ihr Weltportfolio finden	469
10.5 Rebalancing – Ihre Portfoliostruktur im Zeitablauf bewahren	473
10.6 Fondssparpläne – monatsweise ins Weltportfolio investieren	478
10.7 Der Gerd-Kommer-ETF	481
11 Rationale Alternativen zum passiven Do-it-yourself-Anlegen . .	483
11.1 Honorarberater und Vermögensverwalter ohne Interessenkonflikte	484
11.2 Robo-Advisors	484
11.3 Portfolio-ETFs	486
12 Lassen Sie sich nicht von der richtigen Strategie abbringen . .	488
12.1 Die Kritik an ETFs und passivem Investieren – was ist dran an ihr?	488
12.2 Warum die meisten Privatanleger immer noch aktiv investieren	493
13 Die Besteuerung von Fondsanlagen in Deutschland	498
14 Was tun im Aktiencrash?	513
15 Eine kurze Zusammenfassung	519
16 Anhang	522
16.1 Wie Sie Ihr Geldwissen weiterentwickeln	522
16.2 Literatur und Quellen	523
16.3 Glossar	539
16.4 Register	545
Über den Autor	551

Wie Ihnen dieses Buch helfen kann – eine Einleitung

Dieses Buch richtet sich an Leser, die sich als fortgeschrittene Anleger betrachten.

Wenn Sie einen Blick auf das granulare Inhaltsverzeichnis werfen, werden Sie eine gute Vorstellung davon bekommen, wie tief das Buch in die Materie eindringt.

Wer sich zeitsparender und weniger tiefgehend als in diesem Text informieren möchte, für den gibt es von mir die folgenden Ratgeberbücher, die fachlich einfacher, kürzer und preisgünstiger sind:

- *Der leichte Einstieg in die Welt der ETFs: Unkompliziert vorsorgen – ein Starterbuch für Finanzanfänger* (176 Seiten) – ein Buch für alle, die bei Börse & Co. noch ganz am Anfang stehen und keine Vorkenntnisse haben.
- *Souverän investieren für Einsteiger: Wie Sie mit ETFs ein Vermögen bilden* (272 Seiten) – für Leser, die schon einfache Basiskenntnisse besitzen, also bereits eine gewisse Vorstellung davon haben, was eine Aktie, ein Investmentfonds und ein Bankdepot sind.
- *Souverän investieren vor und im Ruhestand: Mit ETFs Ihren Lebensstandard und Ihre Vermögensziele sichern* (343 Seiten) – Titel und Untertitel bringen zum Ausdruck, an wen sich dieses Buch richtet. Das fachliche Niveau ist mit demjenigen von *Souverän investieren für Einsteiger* vergleichbar.
- *Souverän Vermögen schützen: Wie sich Vermögende gegen Risiken absichern – ein praktischer Asset-Protection-Ratgeber* (408 Seiten) – für bereits sehr vermögende Menschen, denen es primär um den Schutz ihres vorhandenen Vermögens geht.

Das vorliegende Werk ist die sechste, vollständig überarbeitete Neuauflage meines *Indexing*-Buches, das im Jahr 2002 erstmalig erschien und seitdem ein Klassiker des prognosefreien, passiven, wissenschaftlich orientierten Investierens im deutschsprachigen Buchmarkt geworden ist.

In den 21 Jahren seit der Erstauflage von *Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs* hat sich die Welt der Geldanlage für Privatanleger im deutschsprachigen Raum enorm entwickelt. Fünf Entwicklungen erscheinen mir besonders hervorhebenswert:

- Die globale Finanzbranche einschließlich ihrer deutschen Ableger hat seit Ende der 1990er-Jahre eine schier unglaubliche Kette von Fehlleistungen und Skandalen produziert. Leider müssen wir davon ausgehen, dass diese kundenschädliche Seifenoper sich auch in den nächsten Jahren fortsetzen wird.
- Der deutsche Staat hängt bei moderner Regulierung von liquiden und nicht liquiden Vermögensanlagen, d. h. bei echtem Anlegerschutz, anderen Ländern wie den USA, Großbritannien und den Niederlanden immer noch um Jahre hinterher. Es besteht wenig Aussicht, dass wir die rote Anlegerschutzlaternen bald an andere abgeben werden. Umso wichtiger ist es, selbst Bescheid zu wissen.
- Die Deutschen und ihre Medien haben erfreulicherweise begonnen zu erkennen, dass mit ihren zwei traditionellen Lieblingsfinanzprodukten – verzinslichen Bankguthaben und kapitalbildenden Lebensversicherungen – echter Vermögensaufbau und nachhaltige Altersvorsorge nicht funktionieren. Dieses Buch zeigt, dass sie es noch nie getan haben und wie man es besser machen kann.
- Das Internet und die damit zusammenhängenden Technologien, Produkte und Dienstleistungen haben normal vermögenden Do-it-yourself-Anlegern (Selbstentscheidern) Zugriff auf Investmentmöglichkeiten gegeben, die in Bezug auf Vielfalt und Preiswürdigkeit noch vor gar nicht langer Zeit nur Multimillionären und institutionellen Anlegern vorbehalten waren.
- »Passives Investieren« mit ETFs (börsengehandelten Indexfonds), wie es dieses Buch propagiert, wird heute nicht mehr als Nischenveranstaltung für »nerdige« Spinner angesehen wie noch vor zehn oder 15 Jahren. Dennoch besitzen immer noch nur rund 5% aller deutschen Haushalte Indexfonds, die weltweit wichtigste und erfolgreichste Finanzinnovation der zurückliegenden 50 Jahre. Kein anderes Finanzprodukt ist besser für Altersvorsorge, Vermögensaufbau und Vermögensbewahrung geeignet.

Vor diesem Hintergrund will dieses Buch Privatanlegern, die tiefer einsteigen wollen, Wissen vermitteln, das sie zur erfolgreichen Vermögensanlage nutzen können – Wissen, das man anderswo so umsetzungsbezogen und didaktisch so gut aufbereitet nicht finden wird.

Dieses Buch enthält mehr historische Daten zu Rendite und Risiko aller wichtigen Anlagekassen als irgendeines der über 400 deutsch- und englischsprachigen Investmentbücher, die ich in meinem Leben gelesen habe – Daten und Zahlen, die in manchen Fällen weiter als 100 Jahre zurückreichen. Das ist deswegen der Fall, weil ich glaube, dass alle wichtigen Aussagen in einem Investmentbuch mit Zahlen unterlegt und validiert sein sollten. Bestünde für Autoren die allgemeine Pflicht, das zu tun, würden 95% aller Ratgeberbücher und YouTube-Videos zum Thema Vermögensanlage nicht existieren, weil die Urheber nicht in der Lage wären, zentrale Aussagen in ihren Publikationen mit Zahlen zu belegen.

Ich glaube, Investieren und Altersvorsorge sollte – soweit es irgend geht – aus gut etablierten Erkenntnissen der Wissenschaft abgeleitet sein. Die Wissenschaft ist seit 2500 Jahren diejenige Institution, die das geistige, körperliche und wirtschaftliche Wohl der Menschheit am meisten befördert – manchmal bin ich versucht zu glauben, sie sei die einzige Institution, die dieses Wohl nachhaltig befördert. Aus diesem Grund beziehe ich mich in diesem Buch an sehr vielen Stellen auf wissenschaftliche Untersuchungen, die im Literaturverzeichnis angegeben sind. Das soll Lesern helfen, die Solidität dessen, was ich behaupte, gegebenenfalls selbst nachprüfen zu können.

Erfolgreich Vermögen bilden oder vorhandenes Vermögen bewahren und nutzen ist nicht nur eine Frage des »Was tun?«, sondern in ebenso großem Maße eine Frage von »Was nicht tun?« oder »Was beenden?«. Weil das so ist, handelt dieses Buch fast zur Hälfte von Fehlervermeidung, von der »Via Negativa«. Auf das für erfolgreiches Anlegen essenzielle Via-Negativa-Prinzip oder Fehlervermeidungsprinzip gehe ich in Kapitel 3 näher ein.

Viele Ratgeberbücher haben ein eher blutarmes, oberflächliches Inhaltsverzeichnis mit maximal zwei Ebenen und wenig aussagekräftigen Kapitel- und Abschnittsüberschriften. Angeblich soll das bewirken, dass potenzielle Leser nicht von »Komplexität« abgeschreckt werden. Ich verfolge in meinen Büchern eine andere Philosophie. Man kann sie an dem hierarchisch tiefen und nummerierten Inhaltsverzeichnis und an den präzisen Ab-

schnittsüberschriften erkennen. Aus meiner Sicht erhöht das den Praxisbezug, die Umsetzbarkeit und ganz allgemein den Nutzwert für die Leser.

Mit rund 550 Seiten ist das Buch ziemlich lang geworden. Trotzdem gibt es viele interessante Spezialaspekte, die ich aus Platzgründen nur kurz anreißen konnte. Bei diesen Spezialaspekten erwähne ich oftmals Blogbeiträge oder YouTube-Videos, die ich gemeinsam mit Kollegen geschrieben bzw. gedreht habe und die den jeweiligen Sachverhalt ausführlicher behandeln. Wenn Sie sich für das betreffende Thema besonders interessieren, können Sie den Blogbeitrag oder das YouTube-Video in Sekunden per Suchmaschine ausfindig machen und sich so vertiefend informieren. In den Blogposts wird zudem auch weiterführende Literatur genannt. Die Blogposts und Videos sind allesamt frei und kostenlos zugänglich. Dafür einfach den oder die Autorennamen und den Titel (siehe Literaturverzeichnis) googeln.

Dieses Buch will ein echtes *How-to*-Buch mit einer hohen Informationsdichte sein. Daher kommen in vielen Abschnitten Querverweise vor. Sie helfen, platzverbrauchende Wiederholungen zu vermeiden, und geben Ihnen die Möglichkeit, inhaltliche Querverbindungen zwischen verschiedenen Sachverhalten und somit das »große Ganze« nachzuvollziehen. Ein weiterer Vorteil der Querverweise tritt dann zutage, wenn man das Buch als *Handbuch* nutzt, also nicht in einem Aufwasch von Kapitel 1 bis Kapitel 15 liest. In so einer Nutzungssituation kann man durch die Querverweise leicht zurückverfolgen, von wo bestimmte Aussagen hergeleitet werden. Wenn die Querverweise stören, der kann sie genauso gut einfach ignorieren und überlesen.

Das Buch hat rund 200 Fußnoten. Ich verwende Fußnoten, weil sich mit ihnen Zusatzinformationen transportieren lassen, die für manche Leser hilfreich sind, ohne den Lesefluss derjenigen Leser zu stören, die sich nicht für die Fußnoten interessieren. Wenn Sie die Fußnoten nicht mögen, ignorieren Sie sie einfach.

Alle in diesem Buch verwendeten Fachbegriffe, die man auch als fortgeschrittener Privatanleger nicht zwangsläufig kennt und die nicht im laufenden Text erklärt werden, erläutere ich im Glossar am Ende des Buches. Diese Wörter sind im laufenden Text mit diesem Pfeil → gekennzeichnet.

Ich habe mir Mühe gegeben, dieses Buch verständlich und klar zu schreiben, wohl wissend, dass der Erkenntnisweg an manchen Stellen recht anspruchsvoll ist und vielfach subjektive Wertungen enthält. Vor

diesem Hintergrund bitte ich meine Leser, das Buch wohlwollend und im guten Glauben zu lesen und mir Fehler nachzusehen, von denen der Text – trotz großer Sorgfalt – einige enthalten wird.

Im Interesse der Lesbarkeit und Textökonomie verzichte ich auf die Nutzung sprachlicher Femina-Formen von Hauptwörtern wie »der Anleger« oder »der Steuerzahler«. Ebenso verzichte ich auf Genderdoppelpunkte und -sternchen. Stattdessen benutze ich das generische Maskulinum, beispielsweise »der Leser«. Weibliche Akteure sind selbstverständlich in allen Fällen ebenfalls gemeint.

Zum Schluss noch eine wichtige Offenlegung: Ich bin Gesellschafter und Geschäftsführer der *Gerd Kommer Invest GmbH* (GKI). Die GKI ist ein Vermögensverwaltungsunternehmen für vermögende Privatkunden. Die GKI betreibt außerdem mit einem Joint-Venture-Partner eine digitale Vermögensverwaltung (Robo-Advisor) und mit einem anderen Partner einen Aktien-ETF. Mein gesamtes Privatvermögen ist nach den Grundsätzen investiert, die in diesem Buch dargestellt werden.

1 Wie die Wertpapiermärkte tatsächlich funktionieren

1.1 Renditen der wichtigsten Anlageklassen von 1900 bis 2022 (123 Jahre)

Wer Vermögen aufbauen oder bewahren möchte¹, sollte wissen, welche Renditen er mit seinen Investments in der Zukunft erzielen kann und mit welchen Risiken er dabei zu rechnen hat. Dieses Wissen lässt sich aus keiner einzelnen Quelle oder Methode besser ableiten als aus der langfristigen Historie. Warum die langfristige Historie hierbei die wichtigste einzelne Orientierungsgröße ist, wird in Abschnitt 2.6 dieses Buches erläutert.

Die inflationsbereinigten langfristigen historischen Renditen der wichtigsten Anlageklassen (Assetklassen) habe ich in Tabelle 1 zusammengestellt.²

Was lässt sich über die Zahlen in Tabelle 1 sagen? Das Wichtigste zuerst: Diese Renditedaten sind keine Schönwetterdaten. Sie enthalten die negativen Effekte von zwei Weltkriegen, mehreren regionalen Kriegen und Bürgerkriegen, eine dreistellige Zahl von Währungskrisen, Dutzende Staatskonkurse³, zahllose Fälle von Hoch- und Hyperinflation, die Weltwirtschaftskrise 1929–1937, eine schier unendliche Zahl großer Naturkatastrophen, Pandemien⁴ und, und, und. Weil sie all diese Desaster »in sich tragen«, sollte auch ein Pessimist sie vorwärtsgerichtet für repräsentativ halten können.

1 Vermögen aufbauen und Vermögen bewahren sind zwei sehr verschiedene Ziele. Der Vorteil, diesen Unterschied zu erkennen und diese Erkenntnis praktisch umzusetzen, wird in Abschnitt 3.22 dieses Buchs behandelt.

2 Asset = Vermögenswert.

3 Die standardmäßige wissenschaftliche Definition von »Staatskonkurs« ist einfach: Ein Staatskonkurs liegt vor, wenn ein Staat den Kapitaleinsatz (Zins und Tilgung) für mindestens eine seiner Anleihen länger als drei Monate lang nicht vertragsgerecht erbringt. Staaten können jedoch nicht in gleicher Weise »in Konkurs gehen« wie Unternehmen oder Privathaushalte.

4 Beispielsweise die Spanische Grippe von Februar 1918 bis April 1920, an der Schätzungen zufolge zwischen 1 und 5% der damaligen Weltbevölkerung starb.

Tabelle 1: Die inflationsbereinigten Langfristrenditen der sechs wichtigsten Assetklassen von 1900 bis 2022 (123 Jahre)

Zeitraum	Aktien Global	Wohnimmobilien Global	Langfr. Staatsanleihen Global	Geldmarkt (»Sparbuchrendite«)	Gold	Rohstoffe
Währung	USD	Lokale Währung	USD	Lokale Währung	USD	USD
Gesamtzeitraum ab 1900 (repräsentative lange Frist)						
1900–2022 (123 Jahre)	5,0% p.a.	2,4% p.a. [A]	1,9% p.a.	0,7% p.a.	0,7% p.a.	0,4% p.a.
Jüngere Zeitfenster ab 1983						
1983–2002 (20 Jahre)	7,1% p.a.	3,8% p.a.	8,3% p.a.	2,4% p.a.	-4,6% p.a.	-2,7% p.a.
2003–2022 (20 Jahre)	6,0% p.a.	3,5% p.a.	2,7% p.a.	-1,3% p.a.	6,2% p.a.	1,1% p.a.

► Alle Renditen sind Total Returns, also die Summe aus laufenden Erträgen und Wertsteigerungen. Bei Immobilien bestehen die laufenden Erträge in den Mieterträgen, die um Instandhaltungskosten und Versicherungsaufwendungen gemindert wurden. Transaktionskosten für Kaufen und Verkaufen sind nirgendwo enthalten. Transaktionskosten wären bei Immobilien weit höher als bei liquiden Anlagen. Steuern wurden nirgendwo abgezogen. ► Wohnimmobilienrenditen: Bevölkerungsgewichteter Durchschnitt aus den Renditen von neun westlichen (1900–2017) bzw. 13 westlichen (1983–2022) Ländern. ► [A] Abweichender Zeitraum 1900–2017. ► Datenquellen: Dimson, Marsh, Staunton 2023/Morningstar, David S. Jacks (Gold, Rohstoffe), Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ).

Diese Renditen werden den meisten Lesern niedrig erscheinen. Dafür gibt es vier Hauptgründe. Den ersten habe ich im vorigen Absatz genannt. Zweitens enthalten die Zahlen keine Inflation. Die Inflationsrate müsste man hinzurechnen, um zu »gewohnteren« Größenordnungen zu gelangen. Das ginge aber zulasten der Aussagekraft: Reale, inflationsbereinigte Renditen sind grundsätzlich aussagekräftiger als nominale Renditen. Letztere sind in gewisser Weise um den mit der Inflation einhergehenden Kaufkraftverlust überhöht – sie enthalten also zum Teil »heiße Luft«.

Drittens bekommen wir bei Aktien- und anderen Wertpapierdaten, die weiter als 50 Jahre zurückreichen, von den Medien fast immer nur US-Daten gezeigt statt globale Daten wie in Tabelle 1. Die US-Renditen waren in den vergangenen 123 Jahren sowohl bei Aktien als auch bei langfristigen Staatsanleihen deutlich höher als der Durchschnitt im Rest der

Welt. Bei US-Aktien betrug die durchschnittliche reale Rendite in diesen 123 Jahren 6,5% p.a. statt nur 5,0% p.a. für die gesamte Welt. Allerdings bestehen unter Wissenschaftlern wenig Zweifel, dass die USA unter den 23 nationalen Aktienmärkten, für die einigermaßen verlässliche Aktienmarktrenditen von 1900 bis heute vorliegen, ein positiver, nicht repräsentativer Ausreißer nach oben waren. Ein überzeugender Grund dafür, dass sich das hohe Renditeplus für die USA-Kapitalmärkte gegenüber den Märkten für die »Welt ex USA« in Zukunft so fortsetzen bzw. wiederholen wird, besteht aus Sicht der Wissenschaft nicht (van Binsbergen u.a. 2022).

Unter anderem lässt die folgende Überlegung diese Logik plausibel erscheinen: Betrachtet man nur die 73 Jahre seit 1950 oder die 63 Jahre seit 1960, liegen die Renditen für Aktien, langfristige Staatsanleihen und kurzfristige Staatsanleihen (»Sparbuch«) der USA und der Welt ex USA deutlich näher zusammen als für die ersten rund 50 Jahre des 20. Jahrhunderts, sprich, der Renditevorteil der USA ist kleiner oder sogar null, je nach Anlageklasse und Zeitraum. Eine naheliegende Erklärung dafür ist, dass die USA als Volkswirtschaft und Kapitalmarkt von den Katastrophen des Ersten und Zweiten Weltkrieges weit weniger geschädigt wurden als die meisten anderen großen Volkswirtschaften und Kapitalmärkte der damaligen Zeit (Europa, Japan). Dass sich ein solcher USA-Vorteil in der Zukunft noch einmal in der gleichen Weise wiederholt, darauf sollte jedoch niemand wetten.

Deswegen sind grundsätzlich die *globalen* historischen Aktienrenditen für die Zukunft eines Anlegers in Deutschland, Großbritannien, Brasilien, Australien und den USA repräsentativer als ausschließlich die USA-Daten. In diesem Zusammenhang halte ich es für ein schlimmes Versagen von Journalisten, Bloggern und Vertretern der Finanzbranche, wenn sie aus Bequemlichkeit, Unvermögen, Umsatzgier oder Sensationslust ihren Veröffentlichungen z.B. in den deutschsprachigen Ländern historische Renditedaten für den vermutlich nicht repräsentativen, positiven Ausreißer USA zugrunde legen, selbst wenn globale Daten existieren.

Viertens haben die meisten von uns generell überzogene Vorstellungen von langfristigen erzielbaren Renditen. Dafür sind wiederum die traditionell nach oben verzerrte Berichterstattung durch die Finanzbranche und die Finanzmedien sowie unser ureigenes Wunschenken (Glaser/Weber 2007) verantwortlich. Aus über 25 Jahren persönlicher Erfahrung mit Privatanlegern kann ich sagen, dass sogar unter Privatanlegern mit soli-

dem Investmentwissen erstaunlich viele mit heftiger Schnappatmung und Empörung auf Publikationen reagieren, in denen argumentiert wird, dass die nachhaltigen Renditen der Anlageklasse X – Aktien, Immobilien, Anleihen, Gold, Rohstoffe, Kryptowährungen, Edelwhisky etc. – eben nicht in der Größenordnung 10% plus p.a. liegen, die immer wieder in den Finanzmedien genannt werden.

Und egal, ob jemand im Einzelfall 8%, 9% oder 10% als »normale« langfristige Aktienrendite nennt, jede dieser drei Zahlen ist missverständlich, weil alle drei sowieso nur als nominale Werte (inklusive Inflation) stimmen könnten. Aber erstens weiß niemand, wie hoch die Inflation in Zukunft sein wird, und zweitens sind nominale Renditen für Zeiträume von, sagen wir, fünf Jahren aufwärts im besten Falle nicht aussagekräftig und im schlechtesten hochgradig irreführend.⁵

Die Langfristzahlen in Tabelle 1 würden nicht grundlegend anders aussehen, wenn man statt des Zeitraums 1900–2022 lediglich die kürzeren Zeiträume von 1950 bis 2022 (73 Jahre) oder von 1960 bis 2022 (63 Jahre) zeigte und so die negativen Renditeauswirkungen des Ersten und Zweiten Weltkrieges wegließe. Täte man das, wäre die ermittelte Langfristrendite für Aktien nur geringfügig höher, für die Geldmarktrendite (»Sparbuch«) geringfügig niedriger, für Gold etwas höher und für Rohstoffe praktisch unverändert. Lediglich bei langfristigen Staatsanleihen gäbe es merkliche Erhöhungen. Bei Wohnimmobilien ist die Datenqualität so schlecht, dass Aussagen schwierig sind.

Die in Tabelle 1 gezeigten Renditen für die letzten 40 Jahre sind jedenfalls für Aktien, langfristige Staatsanleihen und Wohnimmobilien eher höher als das, was wir meines Erachtens im Mittel der nächsten 40 Jahren erwarten können.

Wem die historischen Renditen von Anlageklassen (Assetklassen) in Tabelle 1 »irgendwie zu niedrig« erscheinen, der möge sich einmal vor Augen führen, aus welcher Quelle sich *alle* diese Renditen speisen. Sie speisen sich allein aus dem Wachstum der Weltwirtschaft. Diese wuchs in den besagten 123 Jahren mit einer realen Rate von 3,0% p.a. (pro Kopf 1,5% p.a.). Wenn man sich diesen Sachverhalt für einen Moment vergegenwärtigt, dann dürfte deutlich werden, dass die in Tabelle 1 ausgewiesenen Zahlen überhaupt nicht merkwürdig niedrig sind. Im Großen und Ganzen

5 Auf das Thema der *Inflationsillusion* gehe ich in Abschnitt 3.2 ein.

kann der gewichtete Durchschnitt der realen Renditen aller Anlageklassen global und auf lange Sicht nicht stark vom realen Weltwirtschaftswachstum abweichen. (Zum faszinierenden, oft missverstandenen Zusammenhang zwischen Aktienrenditen und Wirtschaftswachstum: siehe Ritter 2012 sowie Kanzler 2021b und Kanzler 2021d.)

Für jede Assetklasse – und das schließt Immobilien ausdrücklich mit ein – wichen die Renditen über kurze, mittlere und lange Zeitfenster (bis zu rund 25 Jahre) stark nach unten und nach oben von ihrem in der Tabelle gezeigten Mittelwert ab. Das zeigen beispielhaft die beiden Teil-Zeiträume im unteren Teil von Tabelle 1. Weil das so ist, können wir davon ausgehen, dass sich die Renditen von Assetklassen in den nächsten fünf oder zehn Jahren stark von den langfristigen Mittelwerten in Tabelle 1 unterscheiden werden.

Gleichwohl gilt für Assetklassen auf Buy-and-Hold-Basis: Je länger der Betrachtungshorizont, desto stärker nähern sich tatsächliche Durchschnittsrenditen den langfristigen historischen Mittelwerten an.

Was aus Tabelle 1 letztlich nicht hervorgeht, ist, wie sehr die Renditen aller Assetklassen im Zeitablauf schwanken, also das Schwankungsrisiko. Dieses Schwankungsrisiko – auch über lange Zeiträume – ist höher, als viele von uns glauben oder hoffen.⁶

Inwieweit individuelle Anleger hoffen können, diese Assetklassenrenditen in Tabelle 1 zu erreichen oder sie vielleicht sogar zu übertreffen, davon handelt der größte Teil dieses Buches.

Renditen sollte man fast immer in *relativer*, nicht in absoluter Sicht betrachten. In Bezug auf Tabelle 1 bedeutet relative Betrachtung: Langfristige Aktienrenditen sind etwa doppelt so hoch wie Immobilienrenditen (5,0% p.a. versus 2,4% p.a.) und siebenmal so hoch wie die Sparbuchrendite, die Rendite verzinslicher Bankeinlagen (5,0% p.a. versus 0,7% p.a.).

In Tabelle 1 sind – wie in nahezu allen solchen Tabellen in Büchern und Artikeln – die historischen Renditen von *Einmalinvestments* dargestellt. So investiert aber in der Praxis kaum jemand, weder private noch gewerbliche Anleger. Die allermeisten Anleger führen einem Investment über einen Zeitraum von, sagen wir, zehn oder 30 Jahren peu à peu Mittel zu (Nachinvestments) oder ziehen Mittel aus ihm ab (Desinvestments). Diese

6 Ob dieses Risiko mit der Länge des Betrachtungszeitraums (»Anlagehorizontes«) abnimmt, darum geht es in Abschnitt 2.1.4 und an vielen anderen Stellen des Buches.

Cash-Inflows und Cash-Outflows führen tendenziell dazu, dass sich die Renditen zwischen längeren individuellen Zeitfenstern bei einem Einzelanleger statistisch weniger stark unterscheiden als die eines Einmalinvestments im gleichen Zeitfenster (→ Cashflow). Das ist ein wichtiger Sachverhalt, der zu häufig übersehen wird und der eine große praktische Bedeutung für die Frage des »richtigen Einstiegszeitpunkts« hat. Darauf gehe ich in Abschnitt 3.13 (Fehler 13) näher ein.

Aktienrenditen, soweit darin sogenannte Faktorprämien enthalten sind (auf die ich in Kapitel 6 eingehe), sind in Zeitfenstern ab zehn bis 15 Jahren tendenziell höher als die in Tabelle 1 dargestellten Werte.

Infobox: Das Konzept der »erwarteten Rendite«

Die »erwartete Rendite« (engl. »Expected Return«) – nachfolgend abgekürzt E.R. – bezeichnet den auf Basis einer wissenschaftlichen Methode für die Zukunft prognostizierten langfristigen Mittelwert für die Rendite eines bestimmten Assets, eines Portfolios oder einer Assetklasse – den »statistischen Erwartungswert«. Die E.R. einer Assetklasse oder Marktes wird oft ermittelt, indem man einen Durchschnitt aller Jahresrenditen während eines langen historischen Zeitraums errechnet, z.B. die zurückliegenden 80 Jahre, und diesen gegebenenfalls um bestimmte Sonderfaktoren bereinigt, beispielsweise eine besonders hohe oder niedrige Bewertung am Ende der Zeitreihe.

Was sollte man bei der Interpretation der E.R. konzeptionell beachten? (a) »Erwartet« oder »Expected« haben hier eine ganz andere Bedeutung als in der Alltagskommunikation oder Umgangssprache. (b) Die E.R. ist der arithmetische Mittelwert oder der geometrische Mittelwert (Median) einer bei Aktien oder anderen volatilen Anlagen breit streuenden Wahrscheinlichkeitsverteilung. (Zum Unterschied zwischen arithmetischem und geometrischem Durchschnitt: siehe Abschnitt 3.3. Die Interpretation und ggf. Weiterverarbeitung des ermittelten E.-R.-Wertes differiert für die beiden Durchschnittstypen.) (c) Man sollte bei risikoreichen Anlagen wie Aktien nicht annehmen, dass der tatsächliche Renditewert in einem gegebenen Jahr nahe am E.R. liegt. (d) Die E.R. ist »die beste Schätzung der zukünftigen Rendite«. Da die meisten anderen Schätzungen vermutlich schlechter sein werden, ist die E.R. wertvoll und nützlich. (e) Je länger die Haltepe-

riode, desto höher die Wahrscheinlichkeit, einen der E.R. nahekommenden Durchschnittswert tatsächlich zu erzielen. (f) In den Medien und im Internet wird in Bezug auf in der Zukunft liegenden Renditen häufig schluderig von »Rendite« gesprochen, wenn eigentlich »erwartete Rendite« gemeint ist. (g) Bei Assetklassen (weniger bei Einzelwerten) ist die erwartete Rendite eine Funktion des Bewertungsniveaus zum Zeitpunkt der Analyse. Wenn das Bewertungsniveau des Aktienmarktes (typischerweise aufgrund hoher unmittelbar zurückliegender Renditen) hoch ist, sinkt die E.R., wenn das Bewertungsniveau aufgrund schlechter vergangener Renditen niedrig ist, steigt die E.R. (h) Bei Anleihen ist die E.R. bis zur Fälligkeit die → Umlaufrendite der Anleihe, also die durchschnittliche Rendite, die ein Käufer vereinnahmt wird, wenn er die Anleihe bis zur Fälligkeit hält und kein Ausfall des Emittenten eintritt. (i) Das Konzept der erwarteten Rendite ist verwandt mit dem Konzept des Erwarteten Verlusts (»Expected Loss«), das in Abschnitt 2.2.6 behandelt wird.

Nach drastischen Markteinbrüchen in einer Assetklasse erhöht sich die erwartete Rendite in die Zukunft gerichtet relativ zu den hier angegebenen Werten. Zahlenmäßige Evidenz hierfür zeige ich in Abschnitt 2.5 (Resilienz). Leider ziehen viele Privatanleger in solchen Situationen Geld aus dem Aktienmarkt ab oder zögern dann zu investieren.

Generell beinhalten die Renditeangaben für Wohnimmobilien in Tabelle 1 keine Transaktionskosten für Kaufen und Verkaufen, die bei einem real existierenden Anleger natürlich renditemindernd anfallen würden. Die Nichtberücksichtigung von Transaktionskosten in solchen Darstellungen ist ein Manko, das man in den meisten Fällen hinnehmen muss. Gleichwohl ist in einer vergleichenden Tabelle wie dieser darauf hinzuweisen, dass Transaktionskosten bei Immobilien relativ zu den anderen Assetklassen in Tabelle 1 in Deutschland etwa *ehundertmal* so hoch sind. Für Immobilien sind in Tabelle 1 ferner keine Renditeauswirkungen aus einem etwaigen → Kredithebeleffekt berücksichtigt. Die Zahlen unterstellen also eine Finanzierung mit 100% Eigenkapital. Es wäre jedoch ein Irrtum anzunehmen, dass der Kredithebeleffekt immer oder auch nur überwiegend einen positiven Effekt auf die → Eigenkapitalrendite hatte (siehe beispielhaft Kommer/Weis 2022b).

Die Renditen langfristiger Staatsanleihen in den beiden Teil-Zeiträumen ab 1983 sind unüblich hoch, weil ab etwa Anfang der 1980er-Jahre ein globaler Zinssenkungstrend einsetzte, der bis 2021 andauerte.⁷ Sinkende Zinsen verursachen Kursgewinne bei längerfristigen Anleihen (dazu mehr in Abschnitt 2.1.15 – Zinsänderungsrisiko). Da aber Stand Juni 2023 die nominalen Zinsen trotz eines merklichen Anstiegs seit Anfang 2022 und erst recht die realen Zinsen immer noch historisch niedrig sind, dürfte sich dieser Effekt im Mittel der nächsten zehn bis 30 Jahre tendenziell in sein Gegenteil verkehren, und folglich dürften Anleihenrenditen in den nächsten Jahren niedriger als im Mittel der letzten 40 Jahre sein.

Unternehmensanleihen sind in Tabelle 1 nicht enthalten, weil es dazu keine länderübergreifenden Daten mit hinreichender Qualität gibt, die bis ins Jahr 1900 zurückreichen. Die Renditen von Unternehmensanleihen im → Investment-Grade-Spektrum lägen vermutlich um etwa 0,5–0,7 Prozentpunkte über denen von Staatsanleihen, wenn man die Verhältnisse in den USA zum Maßstab nimmt (wichtige Annahme: gleiche Restlaufzeit bzw. Duration). In den 97 Jahren von 1926 bis 2022 produzierten US-Investment-Grade-Unternehmensanleihen eine um 0,6 Prozentpunkte p.a. höhere Rendite als US-Staatsanleihen bei etwa gleicher Volatilität. Rein auf der Basis der → Umlaufrenditen wäre das Renditeplus von Unternehmensanleihen im langfristigen Mittel rund doppelt so hoch, aber durch die Verluste aus Unternehmenspleiten (die es bei Staatsanleihen hoher Bonität nicht gibt) bleiben dann nur 0,6 Prozentpunkte übrig.

Die Korrelation zwischen US-Unternehmensanleihen und US-Aktien war etwas höher als bei Staatsanleihen, was nachteilig ist. In sehr schlechten Aktienphasen rentierten Staatsanleihen tendenziell besser als Unternehmensanleihen.

Eine Erläuterung der Renditen von → »Geldmarktanlagen« (»Sparbuch«) nehme ich in Abschnitt 3.7 (Bankguthaben zur Vermögensbildung) vor, weil diese Assetklasse vor allem für nicht superreiche Privatanleger besonders wichtig ist.

Mehr zu den sehr schwankungsintensiven und relativ niedrigen Langfristrenditen des Edelmetalls Gold in Abschnitt 5.1.

7 In den 19 Jahren von 2003 bis 2021 (ohne das miserable Anleihenjahr 2022) hätte die reale Rendite langfristiger Staatsanleihen spektakuläre 3,8% p.a. betragen.

Auf die ebenfalls eher wenig attraktiven Langfristrenditen von Rohstoffen gehe ich in Abschnitt 5.2 näher ein.

Kryptowährungen fehlen in Tabelle 1. Die älteste Kryptowährung, Bitcoin, ist gerade einmal 14 Jahre und die durchschnittliche Kryptowährung nur etwa fünf Jahre alt. Aus diesem und aus anderen Gründen lassen sich für Kryptowährungen seriöse Aussagen über die langfristige Renditeerwartung nicht treffen. Mehr zu Kryptos als Geldanlage in Abschnitt 5.3.

Finanzprodukte wie kapitalbildende Lebens- und Rentenversicherungen, Investmentfonds einschließlich ETFs, Bausparverträge, Zertifikate, offene Immobilienfonds, geschlossene Immobilienfonds, Hedgefonds, Private Equity, Peer-to-Peer-Kredite und viele andere sind selbst keine Assetklassen, sondern *Verpackungen* von Assetklassen.⁸ Solche Finanzprodukte basieren nahezu ausnahmslos auf den Grundassetklassen in Tabelle 1 oder Unternehmensanleihen. Wie ich in diesem Buch noch detailliert zeigen und begründen werde, haben Finanzprodukte in Summe niedrigere Renditen kombiniert mit meistens höheren Risiken als die Assetklassen, die sie enthalten.

Die Assetklasse mit der statistisch vermutlich höchsten absoluten Rendite und ganz sicher mit der höchsten risikoadjustierten Rendite fehlt in Tabelle 1: Humankapital. Es dürfte für über 99% der Haushalte auf diesem Planeten bis zu einem Lebensalter von etwa 50 Jahren die wirtschaftlich bedeutendste Assetklasse sein. (Die 1% beziehen sich auf Menschen, die bereits vor Erreichen des ungefähr 50. Lebensjahrs »sehr, sehr reich« sind.) Mit anderen Worten: Beim Humankapital bewegen positive Einflussmaßnahmen des betreffenden Haushaltes die Tachonadel für das erzielbare Endvermögen wahrscheinlich am stärksten. Für noch berufstätige Haushalte, die an der Bewahrung (Absicherung) oder gar Verbesserung ihrer wirtschaftlichen Verhältnisse interessiert sind, sollte das Management

8 Hedgefonds und Private-Equity-Fonds werden häufig falsch als Assetklassen bezeichnet. Hedgefonds sind aktiv gemanagte institutionelle Fonds (also Finanzprodukte), die – je nach Fonds – in eine oder mehrere Assetklassen investieren, selbst aber keine sind, genauso wenig wie Private Equity (PE). PEs sind Eigenkapitalinvestments in der Verpackung von Fonds in kleine, mittlere oder große, nicht börsennotierte Unternehmen, so wie normale Aktienfonds in Aktien (Public Equity) investieren. Das Fehlen einer Börsennotierung bei PE-Investments macht sie nicht zu einer eigenen Assetklasse. Ökonomisch betrachtet gibt es bei PE keine wichtigen Merkmale, die Public-Equity-Unternehmen (Aktien) nicht auch aufweisen (zu Rendite und Risiko von Hedgefonds und PE: siehe die Abschnitte 4.7 und 4.8).

ihres Humankapitals daher einen hohen, wenn nicht gar den höchsten Stellenwert besitzen. Detaillierter gehe ich auf diesen Sachverhalt in Abschnitt 3.1 (Humankapital) ein.

Die für den *Vermögensaufbau* zweckmäßigste aller Assetklassen sind ohne Zweifel Aktien – nicht Einzelaktien, sondern die Assetklasse Aktien Global, in die man via ETF einfach und zu niedrigen Kosten investieren kann. Über diese Feststellung besteht in der Wissenschaft sehr weitgehend Einigkeit und diese Grundeinsicht wird uns in diesem Buch bezogen auf viele unterschiedliche Anlegerziele immer wieder begegnen.

Bei Haushalten, die primär am Schutz ihres bereits vorhandenen Vermögens interessiert sind, hat neben der Assetklasse Aktien auch die Assetklasse *Anleihen hoher Qualität* eine große Bedeutung. Merkwürdigerweise ist dieses in der Wissenschaft unbestrittene Faktum zu einem großen Teil der betreffenden Haushalte in Deutschland (anders als z.B. in den USA) bis heute nicht wirklich durchgedrungen. Über die Assetklasse Anleihen und ihre Sub-Assetklassen werde ich in diesem Buch noch an vielen Stellen sprechen.

Auf die für einen großen Teil der Bevölkerung wichtige Vermögensanlage »selbstgenutzte Wohnimmobilie« gehe ich diesem Buch gleichfalls ein, da Immobilien für die meisten Privathaushalte faktisch oder zumindest potenziell eine Alternative oder Ergänzung zu kapitalmarktbasierten Investments sind.

1.2 Die enttäuschende Performance von Profinvestoren und Do-it-yourself-Anlegern

In diesem Abschnitt sehen wir uns die von professionellen Fondsmanagern und von Privatanlegern erzielten Renditen an. Diese von der wissenschaftlichen Kapitalmarktforschung produzierten Renditedaten sollen uns dabei helfen, die Wirksamkeit aktiver Anlagestrategien wie Stock Picking und Market Timing in ihren zahllosen unterschiedlichen Ausprägungen zu beurteilen. Mit Inhalt und Technik dieser Strategien werden wir uns später in Abschnitt 3.10 (Aktive Investmentstrategien) noch näher befassen.

Beginnen wir mit den vier Hauptschlussfolgerungen zur Leistungsbilanz aktiven Investierens. Diese Schlussfolgerungen werde ich mit harten Daten belegen.

- (1) Nur eine erstaunlich kleine Zahl von Profi- und Amateuranlegern schlägt ihren korrekt gewählten passiven Vergleichsindex (ihre »Benchmark« – siehe dazu Infobox in diesem Abschnitt) über Zeiträume von mehr als drei Jahren, insbesondere, wenn man dabei Kosten, Steuern und Risiko berücksichtigt. Je nach Untersuchungsmethode, betrachteter Periode und Marktsegment schwankt der Verliererprozentsatz der aktiven Anleger zwischen 50% und 100%. Mit »aktive Anleger« sind hier alle Typen von Fonds (z.B. Aktienfonds, Anleihenfonds, Mischfonds, Hedgefonds und andere) gemeint, aber auch Profi- und Amateuranleger, die in Einzelwertpapiere innerhalb individueller Depots investieren.
- (2) Die Underperformance (Unterrendite) aktiv gemanagter Portfolios gegenüber ihrem Vergleichsindex nimmt tendenziell mit der Länge der Betrachtungsperiode zu. Für Perioden bis zu einem Jahr liegt der Verliererprozentsatz oft bei »nur« 50%, für Perioden ab zehn Jahren nähert er sich 95% an. Für Perioden ab 20 Jahren beträgt er überwiegend 100%.
- (3) Die für jedes gegebene Zeitfenster, selbst noch für Zeitfenster von zehn Jahren, vorhandene mehr oder weniger kleine Minderheit von »Outperformer-Anlegern« (Fonds, Vermögensverwalterdepots oder individuelle Portfolios mit Überrendite) ist nicht zuverlässig prognostizierbar, weil ihre Zusammensetzung von Zeitfenster zu Zeitfenster weitgehend zufällig wechselt. Mit anderen Worten: Für Gewinnerportfolios der Vergangenheit besteht keine nennenswert höhere Wahrscheinlichkeit, auch in der Zukunft wieder vorne zu liegen, als für alle anderen.
- (4) Aus Feststellung (1) und (3) resultiert, dass die wahrscheinlichkeits- oder häufigkeitsgewichtete Rendite aktiver Anleger niedriger ist als diejenige der passiven Anleger. Anders formuliert: Passive Anleger schlagen aktive Anleger mehrheitlich bereits auf die kurze Frist und nahezu immer auf die lange Frist.

In den zurückliegenden gut 60 Jahren stellten Wissenschaftler unzählige empirische Untersuchungen an, die diese vier Schlussfolgerungen statistisch belegen, man könnte auch sagen: beweisen. Die meisten dieser Studien beziehen sich auf aktiv gemanagte Investmentfonds, also Fonds, die zum Vertrieb an Privatanleger zugelassen sind. In der EU heißt dieser

Fondstypus UCITS-Fonds, in den USA Mutual Funds. Für andere aktiv gemanagte Portfolios, z.B. institutionelle Fonds⁹ oder von Privatanlegern in Eigenregie gemanagte Depots, existieren weniger Studien, weil die Datenverfügbarkeit hier schlechter ist. Allerdings kommen die vorhandenen Studien weit überwiegend zu strukturell gleichen Ergebnissen wie die Untersuchungen zu Investmentfonds.

Tabelle 2 zeigt die Hauptergebnisse aus einer bekannten Auswertung zur Performance aktiv gemanagter Investmentfonds, die ihren rechtlichen Sitz (ihr Domizil) in der EU haben.

Tabelle 2: Anteil von in Europa domizilierten, aktiv gemanagten Investmentfonds, die für unterschiedliche Zeiträume unter ihrer Index-Benchmark lagen – ausgewählte Assetklassen

Fondskategorie/Assetklasse (Anlageschwerpunkt)	3 Jahre bis 12/2022	5 Jahre bis 12/2022	10 Jahre bis 12/2022
Aktien – Welt-Industrieländer	91%	95%	98%
Aktien – Welt-Schwellenländer	81%	85%	96%
Anleihen – Unternehmensanleihen [A]	53%	69%	80%
Anleihen – Staatsanleihen	50%	74%	88%
Anleihen – Hochzinsanleihen [B]	72%	81%	70%

► Quelle: S&P Dow Jones Indices »SPIVA Europe Scorecard Year End 2022«. ► Originaldaten auf ganze Zahlen gerundet. ► Ohne Berücksichtigung von Kosten in der Benchmark, aber auch ohne Kosten für etwaige Ausgabeaufschläge der aktiv gemanagten Fonds. Indexfonds wurden aus der zugrunde liegenden Datengsamtheit herausgenommen. ► [A] → Investment-Grade-Unternehmensanleihen. ► [B] → Sub-Investment-Grade-Unternehmensanleihen und Schwellenländer-Staatsanleihen.

Tabelle 3 basiert auf der gleichen Fonds-Grundgesamtheit wie Tabelle 2, zeigt aber statt der Quote der Underperformer nun die durchschnittliche Fondsrendite aller aktiven Fonds und kontrastiert diese mit der Rendite der jeweiligen passiven Index-Benchmark, in die man per ETF hätte investieren können.

9 Dazu gehören beispielsweise Hedgefonds, angelsächsische Pensionsfonds, Sovereign Wealth Funds (Staatsfonds), Private-Equity-Fonds und viele andere Fondstypen, die nicht zum Vertrieb an normale Privatanleger vorgesehen oder zugelassen sind.

Tabelle 3: Die durchschnittlichen Renditen von in Europa domizilierten, aktiv gemanagten Investmentfonds und die Renditen ihrer Index-Benchmark für die Zeiträume 5 Jahre und 10 Jahre – ausgewählte Assetklassen

Fondskategorie/Assetklasse (Anlageschwerpunkt)	5 Jahre bis 12/2022		10 Jahre bis 12/2022	
	Investmentfonds	Index-Benchmark	Investmentfonds	Index-Benchmark
Aktien – Welt-Industrieländer	4,9% p.a.	9,1% p.a.	7,7% p.a.	11,6% p.a.
Aktien – Welt-Schwellenländer	-0,5% p.a.	1,7% p.a.	2,3% p.a.	4,6% p.a.
Anleihen – Unternehmensanl.	-2,0% p.a.	-1,8% p.a.	0,4% p.a.	0,8% p.a.
Anleihen – Staatsanleihen	-2,4% p.a.	-2,3% p.a.	0,1% p.a.	0,8% p.a.
Anleihen – Hochzinsanleihen	-0,7% p.a.	0,1% p.a.	2,0% p.a.	2,5% p.a.

► Quelle: siehe Tabelle 2. ► Originaldaten auf eine Nachkommastelle gerundet. ► Ohne Berücksichtigung von Kosten in der Benchmark, aber auch ohne Kosten für etwaige Ausgabeaufschläge der aktiv gemanagten Fonds. ► Renditen der Fonds auf Basis einfacher Durchschnitte (»Equal Weighted«). ► Daten sind → Survivorship-Bias-bereinigt. ► Weitere Anmerkungen: siehe Tabelle 2.

Die in Tabelle 2 und 3 dargestellten Zahlen werden für Fonds mit Domizil in den USA, Europa und einigen andere Regionen von Standard & Poor's (S&P) seit rund 20 Jahren für die gezeigten und viele andere Assetklassen alle sechs Monate aktualisiert.¹⁰ Die Studien sind unter dem Namen »SPIVA« bekannt. Mit seltenen Ausnahmen sind die Ergebnisse in jeder halbjährlichen SPIVA-Aktualisierung in ihrer Grundaussage sehr stabil: Der durchschnittliche aktive Fonds unterperformt und diese Underperformance nimmt mit der Länge des Betrachtungszeitraums zu.

Nun könnte jemand einwenden, dass die Underperformance der meisten Fonds letztlich keine Rolle spiele, denn dieses Problem lasse sich umgehen, indem man einfach einen der wenigen Outperformer-Fonds herauspicks. Selbst wenn nur 1% aller Fonds langfristig zu dieser Siegergruppe gehörte, würde das ja genügen. Leider führt diese auf den ersten Blick naheliegende Schlussfolgerung – die wohl viele Privatanleger anstellen – in die Irre.

Die kleine Gruppe der Outperformer-Fonds – zwischen 0% und knapp 50%, je nach Zeitfenster – wechselt nämlich in ihrer Zusammensetzung von Betrachtungsperiode zu Betrachtungsperiode. Das Zeitfenster kann

¹⁰ S&P ist ein amerikanischer Finanzdienstleister, dessen Hauptgeschäft die Erstellung von Wertpapierindizes und Anleihen-Ratings ist.

ein bestimmtes Kalenderjahr sein, die letzten zehn Jahre, die 20 Jahre von 1996 bis 2015 oder jeder andere denkbare Zeitraum.

Wählt man rückblickend das »richtige« Zeitfenster, wird fast jeder Anleger und jeder Fondsmanager irgendwann einmal ganz vorne gelegen haben. Nur hilft das einem Investor leider nicht für die Zukunft oder für die »Gesamtperiode«. Es würde ihm nur helfen, wenn es hinreichend hohe Performance-Konstanz gäbe, und das ist leider nicht der Fall. Das illustriert Tabelle 3. (Die zugrunde liegenden Fonds sind in Tabelle 3 dieselben wie in Tabelle 1 und 2.)

Tabelle 4: Wie viele Top-Quartil-Fonds (Top 25%) aus Kalenderjahr 2018 (Jahr 1) schaffen es in den nachfolgenden vier Jahren, ununterbrochen im Top-Quartil zu verbleiben?

Fondskategorie/Assetklasse (Anlageschwerpunkt)	Jahr 2 2019	Jahr 3 2020	Jahr 4 2021	Jahr 5 2022
Aktien – Welt-Industrieländer	44,4%	28,4%	7,5%	0,4%
Aktien – Welt-Schwellenländer	13,4%	6,1%	3,7%	0%
Anleihen – Unternehmensanl.	18,0%	12,8%	1,3%	0%
Anleihen – Staatsanleihen	28,9%	23,1%	0%	0%
Anleihen – Hochzinsanleihen	15,0%	7,5%	5,0%	2,5%

► Quelle: S&P Dow Jones Indices »Europe Persistence Scorecard Year End 2022«. ► In Europa domizilierte (ansässige) aktiv gemanagte Investmentfonds.

Zur Interpretation der Daten in Tabelle 4: In den Zeilen wird der Prozentsatz derjenigen aktiven Fonds gezeigt, die im Jahr 2018 (Jahr 1) das »Top-Quartil« aller Fonds für die betreffende Assetklasse bildeten (die 25% aller Fonds mit der höchsten Rendite im Jahr 2018). Im darauffolgenden Jahr 2019 (Jahr 2) wird der Prozentsatz der Fonds genannt, die in Jahr 1 und Jahr 2 zum Top-Quartil gehörten, im Jahr 3 die Fonds, die ununterbrochen in allen drei Jahren im Top-Quartil blieben etc. Der Anteil dieser »kontinuierlichen Gewinnerfonds« nimmt augenscheinlich von Jahr zu Jahr ab.

Bei vollständiger Performance-Konstanz müsste in allen Zellen der Tabelle 4 »100%« stehen, weil die Top-Quartil-Fonds des Vorjahres auch im Folgejahr ausnahmslos ihre Zugehörigkeit zum Top-Quartil behaupten konnten. Wäre das Verbleiben im Top-Quartil ab Jahr 2 bis Jahr 5 ein rein zufallsgesteuerter Prozess, wäre die Zahlenreihe folgendermaßen: Jahr 2: 25,0%, Jahr 3: 6,3%, Jahr 4: 1,6%, Jahr 5: 0,4%. Mit anderen Worten: Die

tatsächliche Performance-Konstanz ist kümmerlich und bewegt sich nur marginal über derjenigen, die allein der Zufall hervorbrächte. Wenn Sie mich fragen: ein Desaster.

Dass ein Fonds von einem Zeitpunkt T in der Vergangenheit bis zur Gegenwart (ob die letzten zwölf Monate oder die letzten zehn Jahre) eine überdurchschnittliche Rendite hatte, bedeutet also für die Zukunft nichts. Hierbei haben wir noch nicht einmal berücksichtigt, dass jeder Fondswechsel Transaktionskosten für Kauf und Verkauf produziert und im Falle positiver Renditen steuerliche Nachteile hat.

Und wer partout auf Basis von beobachtbaren Vergangenheitsdaten Fonds auswählen wollte, führe statistisch besser mit der folgenden Methode: Ich nehme den Fonds mit der niedrigsten Kostenquote. Die Wahrscheinlichkeit, dass ein solcher Fonds im Folgezeitraum zum Top-Quartil gehört, ist höher als für das Kriterium »Top-Quartil-Fonds in der Vorperiode«.

Faktisch ist es also unmöglich, Gewinnerfonds der Zukunft anhand des Kriteriums »vergangene Rendite« mit einer Treffsicherheit zu identifizieren, die nennenswert über der des statistischen Zufalls liegt. Fonds-Ratings basieren überwiegend auf der Rendite in der jüngeren Vergangenheit und sind daher für die Zwecke der Auswahl von Fonds ebenfalls nutzlos (siehe Abschnitt 3.12 – Fonds-Ratings).

Zu den in den Tabellen 2 bis 4 dargestellten Sachverhalten existiert eine kaum noch überblickbare Zahl wissenschaftlicher Untersuchungen, die methodisch anspruchsvoller ist als die SPIVA-Studien. Diese Untersuchungen decken buchstäblich jede Periode, jede Assetklasse und jedes Land ab, für das brauchbare Daten existieren. Zu den besonders renommierten Analysen gehören Sharpe 1966, Jensen 1968, Malkiel 1995, Brown/Goetzmann 1995, Goetzmann/Ibbotson 1994, Carhart 1997, Wermers 2000, Barras u.a. 2010, Goyal/Wahal 2008, Cornell 2009, Fama/French 2010, Hackethal u.a. 2012b, Cici/Gibson 2012, Benke/Ferri 2013, Bogle 2014, Busse u.a. 2014, Pastor u.a. 2015, Choi/Zhao 2021 sowie Bessembinder u.a. 2023.

Infobox: »Benchmark« – was es darüber zu wissen gibt

Benchmark ist der englische Ausdruck für Vergleichsmarke oder Vergleichsmaßstab. Wertpapierindizes werden häufig als Benchmark für aktiv gema-

nagte Portfolios, inklusive Fonds, verwendet. Da Renditeerzielung oder Investorfolg eigentlich immer »relativ« ist, braucht letztlich *jedes* Investment eine Benchmark. Die einfachste und naheliegendste Benchmark ist die Inflation bzw. Inflationsrate im eigenen Land. Für ein aktiv gemanagtes Portfolio sollte normalerweise ein passives Buy-and-Hold-Portfolio aus Indexfonds/ETFs mit etwa dem gleichen Ex-Ante-Risikograd die Benchmark sein (z.B. gemessen an der Renditevolatilität). In wissenschaftlichen Studien zur Performance aktiver Portfolios werden präzisere, »korrektere« Benchmarks für aktive Portfolios formuliert, die typischerweise aber ebenfalls auf dem Grundkonzept passives Buy-and-Hold-Vergleichsportfolio basieren. Hingegen ist eine absurd falsche Benchmark für einen aktiv gemanagten Fonds der sogenannte (Fonds-)Sektordurchschnitt, also die von einem Finanzportal, einer Fonds-Ratinggesellschaft oder einem Vermögensverwalter ermittelte Durchschnittsrendite »vergleichbarer« aktiv gemanagter Fonds. Das ist typischerweise ein Versuch, den betreffenden aktiv gemanagten Fonds oder das Portfolio besser aussehen zu lassen, als er bzw. es tatsächlich ist. Man könnte auch sagen: Benchmarking nach dem Prinzip »Unter den Blinden ist der Einäugige König«.

Wie wir in diesem Buch noch sehen werden, führen bereits kleine Prozentsatzunterschiede in der jährlichen Rendite von zwei Investments A und B durch den Zinseszinsseffekt über lange Zeiträume hinweg zu enormen Unterschieden im Vermögensendwert.¹¹ 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.

Über einen Zehnjahreszeitraum liegt die Rendite p.a. des durchschnittlichen aktiv gemanagten Fonds, je nach Untersuchung und Assetklasse, zwischen etwa einem halben Prozentpunkt und etwa 3 Prozentpunkten p.a. unter der Indexrendite. Man male sich dieses Desaster einmal in den plastischen Kategorien des Endvermögenswertes aus: Unterstellen wir einen Privatanleger Franz, der über 30 Jahre hinweg in einen typischen aktiv gemanagten Aktienfonds investiert. Dieser aktive Aktienfonds ren-

11 In unzähligen Finanzratgeberbüchern und noch häufiger in der Blogosphäre wird seit Jahrzehnten verbreitet, Albert Einstein habe den Zinseszinsseffekt als »das achte Weltwunder« bezeichnet – peinlicher Unsinn.

tiert um 1,5 Prozentpunkte unter einem entsprechenden Indexfonds. Privatanlegerin Franziska investiert dagegen in den Indexfonds auf Buy-and-Hold-Basis. Nach 30 Jahren wird der Vermögensendwert von Franziska um gut 50% höher liegen als der von Franz. Den beträchtlichen Steuervorteil, den Buy and Hold hat (den ich in Kapitel 8 quantifiziere), habe ich hierbei noch nicht einmal mit eingerechnet.

Es kommt aber noch schlimmer: Die vom typischen aktiven Privatanleger in Investmentfonds tatsächlich realisierten Renditen liegen im Durchschnitt wiederum rund 1,5 Prozentpunkte p.a. unterhalb der von aktiven Investmentfonds publizierten Rendite, die ja ihrerseits die Marktrendite deutlich unterschreitet, wie wir oben gesehen haben. Der Grund: Die Mehrheit der Anleger handelt »prozyklisch«, trifft also auf lange Sicht renditeschädliche Timing-Entscheidungen (»zu ungünstigen Zeitpunkten rein- oder rausgehen«). Auf diesen Sachverhalt – Renditeschäden durch schlechtes Timing und seine Ursachen – komme ich gesondert in Abschnitt 3.4 (Fehler 4: Recency Bias, → Return Chasing) zurück.

Aus Platzgründen zeige ich hier nur Zahlen und Daten zum kärglichen → Track Record (Leistungsbilanz) von Investmentfonds, weil für diesen Typus aktiv gemanagter Portfolios – wie weiter oben erwähnt – die beste Datengrundlage besteht. Dessen ungeachtet liefern die wissenschaftlichen Studien zu anderen Formen aktiven Managements im Wesentlichen die gleichen Ergebnisse. Auf viele dieser anderen Formen aktiven Investierens und deren unspektakuläre Rendite-Risiko-Bilanz gehe ich im weiteren Verlauf dieses Buches noch gesondert ein, darunter:

- Hedgefonds: Abschnitt 4.7
- Private-Equity-Investments: Abschnitt 4.8
- Zertifikate: Abschnitt 4.10
- »Guru-Investing«: Abschnitt 3.11
- Private Banking: Abschnitt 3.18
- Die Stiftungsvermögen amerikanischer Eliteuniversitäten (»University Endowments«): siehe den Blogbeitrag meiner Kollegin Bergemann und mir: Kommer/Bergemann 2022

Bis hierher haben wir hauptsächlich die wenigen vorzeigbaren Resultate von »delegiertem Investieren« betrachtet, also »Investieren mit Outsourcing der meisten oder aller Anlageentscheidungen an einen Profi«, sei das

ein Fondsmanager oder ein Banker. Doch wie sieht es aus mit echtem Do-it-yourself-Anlegen in Einzelpapiere? Erzielen Privatanleger, die in Eigenregie anlegen, insgesamt bessere Ergebnisse?

Leider muss ich auch hier sagen: Fehlanzeige. Das summarische Ergebnis dürfte für DIY-Anleger genauso schlecht bzw. vermutlich sogar noch schlechter sein als beim Investieren in aktiv gemanagte Publikumsfonds. Um Platz zu sparen, werde ich hier keine spezifischen Zahlen nennen, sondern lediglich auf einige bekannte Studien verweisen, die sich diejenigen Leser selbst ansehen können, denen meine allgemeine Aussage und Zusammenfassung hier nicht granular genug ist: Odean 1999, Barber/Odean 2000, Glaser/Weber 2007, Anderson 2007, Hackethal u.a. 2012b, Florentsen u.a. 2019, Cilla u.a. 2019, Chague u.a. 2020, D'Hondt u.a. 2022, Swedroe 2023a, Naranjo u.a. 2023, *The Economist* 2023, Hackethal u.a. 2023. (Alle diese [englischsprachigen] Untersuchungen enthalten am Anfang ein kurzes »Abstract«, das man in drei Minuten lesen kann.)

Wenn in den Medien oder in Ratgeberbüchern im scheinbaren Widerspruch zu den hier zusammengefassten Forschungsergebnissen von hohen spektakulären Renditen einzelner Gurus, einzelner aktiver Anlagestrategien oder bestimmter Finanzprodukte berichtet wird, dann erklärt sich das in den meisten Fällen recht einfach durch einen der folgenden fünf Taschenspielertricks:

- Der fragliche Outperformance-Zeitraum ist aus statistikwissenschaftlicher Sicht lächerlich kurz und beweist damit in Bezug auf Können (statt Zufall) als Ursache und Wiederholbarkeit in der Zukunft von vornherein nichts (siehe dazu Tabelle 32 in Abschnitt 3.10).
- Rosinenpicken beim Zeitfenster: So schlecht kann eine aktive Strategie gar nicht sein, als dass sie nicht irgendwann einmal für begrenzte Zeit (einschließlich z.B. der letzten 18 Monate bis »heute«) fast alles andere schlägt.
- Rosinenpicken beim Portfolio: Nehmen wir an, eine Fondsgesellschaft betreibt 25 verschiedene Fonds. Im YouTube-Video schwadroniert ihr Vorstand stolz über einen einzelnen dieser 25 Fonds, der außerordentlich rentabel ist (die anderen Fonds werden nicht erwähnt). Nur leider bedeutet die »tolle Rendite« des einen Fonds sehr wahrscheinlich nichts in Bezug auf echte Kompetenz. Hätte diese Fondsgesellschaft tatsächlich echtes Können, müsste der gewichtete Durchschnitt *aller* ihrer

25 lebenden (und etwaiger toter, früher eingestampfter) Fonds eine attraktive Rendite haben, nicht nur ein einzelner Fonds.¹²

- Rosinenpicken bei der Benchmark: Gegen die »richtige« Vergleichsmarke kann jeder gut aussehen.
- Es handelt sich von vornherein nicht um verlässlich dokumentierte Fakten, sondern lediglich um Behauptungen oder »Geschichten«.

Prüft man einen gegebenen Fall von angeblicher Outperformance auf diese fünf eigentlich banalen Kriterien, besteht nach meiner Einschätzung eine 90-prozentige Wahrscheinlichkeit, dass er sich als Fiktion oder wahrscheinliche Fiktion herausstellt.

Fazit

Aktives Investieren in seinen beinahe unendlich vielen Formen hat einen miserablen Track Record. Im weiteren Verlauf dieses Buches werden wir die enttäuschende Bilanz noch aus vielfältigen anderen Blickwinkeln betrachten.¹³ In den zwei nächsten Abschnitten erfahren wir, warum die hier berichteten Desasterzahlen zu aktivem Investieren kein Zufall sind, sondern zwingend aus der ökonomischen Sachlogik folgen.

In den Kapiteln 9 und 10 werde ich eine überlegene Alternative präsentieren.

1.3 Mehr als 50% aller aktiven Anleger müssen per Mathegesetz unterperformen

Im vorigen Abschnitt haben wir gesehen, dass die Mehrheit der aktiven Anleger ihre passive Benchmark unterperformt, dass diese Underperformance mit der Länge des Betrachtungszeitraums zunimmt, dass die Min-

12 Den Rosinenpickerfall des angeblich rentabelsten Hedgefonds der Welt (Medailon von Renaissance Technologies/Jim Simon) haben mein Kollege Alexander Weis und ich in Kommer/Weis 2021a analysiert.

13 In dem Blogbeitrag »Zehn Gründe, warum aktives Investieren schlecht funktioniert« haben mein Kollege Weis und ich die strukturellen Defizite von aktivem Investieren knapp zusammengefasst (Kommer/Weis 2020b).

derheit der aktiven Outperformer in einem bestimmten Zeitfenster diese Leistung vermutlich durch Zufall erzielte und diese Outperformance daher in der entsprechenden Folgeperiode in Underperformance drehen wird.

Dieses von unabhängigen Wissenschaftlern und Institutionen wie S&P oder Morningstar in den letzten 60 Jahren immer und immer wieder bestätigte Ergebnis hat zwei Hauptursachen. Die erste behandle ich in diesem Abschnitt, die zweite im folgenden Abschnitt.

Hauptursache Nr. 1 kann man nach dem Titel eines berühmten Aufsatzes von William Sharpe, einem Wirtschaftsnobelpreisträger aus dem Jahr 1991, benennen: »Die Arithmetik des aktiven Investierens« (Sharpe 1991).¹⁴

Die Quintessenz der Analyse in Sharpes eigentlich einfachem, aber brillanten Artikel ist wie folgt: Bei korrektem Vergleich muss das Kollektiv der aktiven Anleger innerhalb einer Assetklasse immer eine Nettorendite (Bruttorendite abzüglich Kosten) produzieren, die unterhalb des Kollektivs aller passiven Anleger liegt, oder – noch etwas genauer – alle aktiv investierten Geldeinheiten müssen im Durchschnitt eine schlechtere Nettorendite haben als alle passiv investierten Geldeinheiten. Das gilt ausnahmslos und für jede Betrachtungsperiode, ob kurz oder lang.

Weil diese Feststellung, wenn man ihr zum ersten Mal begegnet, verblüffend und zugleich sehr praxisrelevant ist, möchte ich sie im O-Ton des großen Meisters wiedergeben:

»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)

Auch wenn jeder einzelne Investor plötzlich die Expertise eines Warren Buffett besäße oder gar bei seinen Investitionsentscheidungen fast ausschließlich Volltreffer landen würde, gälte das Gesetz weiterhin. Alle Anleger zusammen bilden den Markt, also den Index; daher kann nie mehr als

¹⁴ Sharpe bezog sich hier auf die Arithmetik als Teilgebiet der Mathematik, weil sich der Beweis in seinem Artikel allein mit den vier Grundrechenarten (dem Kern der Arithmetik) erbringen lässt.

die Hälfte ihrer Gelder über der Durchschnittsrendite des Marktes liegen. Man könnte diese mathematische Notwendigkeit statt »Arithmetik des aktiven Investierens« auch als das »Renditenullsummengesetz« bezeichnen (siehe den Eintrag → »Nullsummenspiel« auf der deutschen Wikipedia).

Statistisch hat jede aktiv angelegte Geldeinheit also von vornherein nur eine 50%-Chance, vor Kosten mehr am Kapitalmarkt zu verdienen als die durchschnittliche Geldeinheit. Nach Kosten ist die Outperformance-Chance noch niedriger als 50%. Dieses Gesetz ist so sicher wie die Gravitation und hängt nicht von der Informationseffizienz der Wertpapiermärkte (der Effizienzmarkthypothese) ab, auf die ich im folgenden Abschnitt eingehe.¹⁵

Sharpes Feststellung sagt also: Im Durchschnitt rentieren aktive und passive Investments innerhalb einer Assetklasse vor Kosten exakt gleich. Nach Kosten müssen die aktiven Investments jedoch als Gruppe schlechter rentieren, denn aktive Anleger als Gruppe produzieren notwendigerweise höhere Nebenkosten des Investierens als passive Anleger.

Dass in vielen von der Finanzbranche angestellten Untersuchungen mehr als die Hälfte aller aktiven Anleger (das können z.B. Fonds oder Vermögensverwalter sein) über ihrer Benchmark liegt (also scheinbar Sharpes Renditenullsummengesetz verletzt wird), lässt sich zumeist dadurch erklären, dass hier mit der Benchmark geschummelt wird (Swedroe 2022).

Nun könnte ein einzelner aktiver Anleger die praktische Relevanz des Renditenullsummengesetzes bestreiten, wenn sich belegen ließe, dass stets oder jedenfalls überwiegend *bestimmte* Anleger den Marktdurchschnitt schlagen. Wie bereits im vorigen Abschnitt 1.1 deutlich geworden ist, spricht die empirische Realität gegen diese Vorstellung. Im unmittelbar folgenden Abschnitt zeige ich, dass auch die Theorie gegen sie spricht.

In Bezug auf das Stichwort »Nullsummenspiel« darf man allerdings nicht außer Acht lassen, dass die Wertpapiermärkte als Ganzes – wie auch die Marktwirtschaft schlechthin – ein *Positivsummenspiel* sind. Hier ist es eben nicht so, dass der eine nur gewinnen kann, was der andere verliert, sondern die volkswirtschaftlichen Gewinne und Einkommen überwiegen langfristig die Verluste, weil die Marktwirtschaft – besser als jedes andere System – Kapital dahin lenkt, wo es volkswirtschaftlich am besten

15 In jüngerer Zeit publizierte der Finanzmarktforscher Lasse Pedersen eine Kritik an Sharpes »Gesetz« (Pedersen 2016). Ich halte die Argumente von Pedersen allerdings für wenig überzeugend, und es sieht jedenfalls bisher so aus, als ob sie auch in der Literatur wenig zustimmende Resonanz gefunden haben.

angelegt ist und nur so das dezentrale Wissen von buchstäblich Milliarden von Menschen wirtschaftlich optimal nutzbar macht (Hayek 1945). Bezogen auf die Börse als Teilsystem der Marktwirtschaft heißt das: Die langfristige Gesamrendite des Wertpapiermarktes ist positiv.

1.4 Die Efficient-Market-Theorie – einfach, mächtig und vielfach missverstanden

Die Efficient Market Hypothesis (EMH) zeichnet sich durch drei Merkmale aus: (a) Sie wird außerordentlich häufig angegriffen, (b) sie hat, – wenn sie gültig ist – unter allen Forschungsergebnissen der Finanzökonomie die größte praktische Bedeutung für Anleger und (c) sie ist erstaunlich simpel. Die EMH lässt sich ohne nennenswerten Präzisionsverlust im folgenden Satz zusammenfassen:

Allein mit öffentlichen Informationen ist es unwahrscheinlich, eine korrekt gewählte Benchmark zuverlässig (systematisch) zu schlagen (zu outperformen).

Oft wird in diesem Zusammenhang auch einfach (und eher missverständlich) »Markt« statt »korrekt gewählte Benchmark« gesagt. Seit der Erfindung von Indexfonds Anfang der 1970er-Jahre kann man in nahezu jede für Privatanleger relevante Benchmark zu sehr geringen Kosten investieren. »Korrekt gewählte Benchmark« heißt – und das ist außerordentlich wichtig – »unter fachlich korrekter Berücksichtigung von Kosten, Steuern und Risiko«.

»Öffentliche Informationen« sind Informationen, die allgemein verfügbar sind, also insbesondere Informationen, die in den Medien und im Internet publiziert wurden, einschließlich natürlich die Informationen, die vom Emittenten eines Wertpapiers (einem Unternehmen bei einer Aktie) selbst stammen. Nicht nur harte Fakten, sondern auch öffentlich verbreitete Vermutungen, Gerüchte, Meinungen, »Marktsentiments«, Prognosen und Ähnliches sind Informationen. Alles, was nicht Insider-Informationen im aktienrechtlichen Sinne dieses Begriffes sind, sind öffentliche Informationen.

Die EMH sagt mithin, dass der Markt öffentliche Informationen nahezu sofort einpreist. Er ist »informationseffizient«. Wo hohe Informationseffi-

zienz vorliegt, ist es für einen Anleger nahezu unmöglich, durch die Nutzung dieser öffentlich verfügbaren Informationen *systematisch* Geld zu verdienen, im Sinne von: eine passive Buy-and-Hold-Strategie (»den Markt«) auf lange Sicht oder verlässlich zu schlagen. Unmöglich vor allem deswegen, weil diese Informationen zuallermeist schon eingepreist sind, bevor er darauf reagieren kann. (Diese strenge »100%-Interpretation« von Informationseffizienz würde jedoch den Markt aus Zufall/Glück zu schlagen nicht ausschließen.)¹⁶

Dinge, die voraussehbar, aber noch nicht tatsächlich geschehen sind, sind ebenfalls schon eingepreist. Beispiel: Der amerikanische Staat kündigt eine Absenkung der Körperschaftsteuer an (was die Unternehmensgewinne nach Steuern erhöhen würde), die erst in drei Jahren in Kraft tritt. Der positive Effekt dieser Information im Aktienmarkt wird natürlich größtenteils im Moment der Ankündigung erfolgen, nicht erst im Moment des Vollzuges drei Jahre später. Realistischerweise wird der Effekt sogar noch früher geschehen, nämlich dann, wenn die ersten leisen Gerüchte über einen solchen Steuerplan durchsickern.

Neue, noch nicht eingepreiste Informationen sind solche, die noch nicht öffentlich bekannt sind, auch nicht als bloße Vermutung. Neue Informationen wurden nicht erwartet und müssen in gewisser Weise »Überraschungen« sein, sind also noch nicht eingepreist. Wenn sie erwartet worden wären, wären sie nicht neu und hätten den Preis schon beeinflusst.

Eine Information, die vor 50 Minuten eingetroffen ist, ist keine neue Information mehr, obwohl sie vielleicht umgangssprachlich noch für einige Zeit als »neu« bezeichnet wird, sondern eine bekannte, alte Information, die sehr wahrscheinlich schon eingepreist ist. Real existieren können stets nur alte Informationen.

Die anlegerspezifische Interpretation einer Information im Sinne einer Verarbeitung konstituiert eine *Anlagestrategie*, keine Information. (Und

16 In den Finanzmedien und überwiegend auch in der Finanzbranche wird statt der sachlich präzisen Bezeichnung »informationseffizient« fast ausschließlich die verkürzte, latent missverständliche Bezeichnung »effizient« (oder »Effizienz«) verwendet. Das ist insofern unglücklich, weil effizient in der Alltagssprache größtenteils wertend (normativ) verwendet wird – mit der Nebenbedeutung von »effektiv«, »produktiv«, »nützlich«, »vorteilhaft« oder »gut«. So verstehen viele, vielleicht sogar die meisten Privatanleger das Wort »effizient« in der Aussage »das ist ein effizienter Markt«. Dieses Verständnis ist falsch. Informationseffizienz hat im Rahmen der EMH mit den normativen Bedeutungen von effizient nichts zu tun.

diese Interpretation kann falsch, also renditeschädlich sein, selbst wenn die betreffende Information noch nicht eingepreist wäre.)

Erhält der Markt nun tatsächlich eine neue, definitionsgemäß unerwartete Information, passt sich der Marktpreis – das ist ein Kernelement der EMH – sehr schnell an. Der Markt, d. h. einige Anleger, reagiert mit Käufen bzw. Verkäufen so früh, dass eine etwaige Reaktion durch den Rest der Anleger mehrheitlich zu spät kommt. Durch nicht strafrechtlich festgestelltes/geahndetes Insider Trading erfolgt die Preisanpassung oft genug sogar schon vor der Veröffentlichung der betreffenden Informationen.

Wenn Wertpapierkurse zu einem gegebenen Zeitpunkt sehr wahrscheinlich schon alle öffentlichen Informationen beinhalten, dann ist der gegenwärtige Marktpreis die beste Schätzung des zukünftigen Marktpreises. Andere Schätzungen sind nur aus Zufall besser (oder schlechter). Mit öffentlich zugänglichen Informationen kann man, so die EMH, den Markt nicht zuverlässig schlagen. Wer es probiert, schlägt ihn nur aus Glück, und jedem, der Glück hat, steht einer gegenüber mit Pech, der relativ zur Markttrendite Geld verliert.

Ein Kernelement zum Verständnis der EMH ist das Konzept der Arbitrage, das (schnelle) Eliminieren offensichtlicher Gewinnchancen durch Marktteilnehmer, soweit diese Gewinnchancen nicht auf Risiko (Unsicherheit) oder Arbitrage-Hindernisse (z.B. gesetzliche Beschränkungen oder hohe Transaktionskosten) zurückzuführen sind.

Arbitrage ist definitionsgemäß immer risikolos. In Bezug auf Wertpapiere bedeutet das »Gesetz des Preisausgleichs«, dass zwei Finanz-Assets mit dem gleichen erwarteten Risikograd und Cashflow auch die gleiche erwartete Rendite haben müssen, andernfalls würde es sich lohnen, das Finanz-Asset A mit dem niedrigeren Preis zu kaufen und simultan zu einem höheren Preis zu verkaufen. Soweit zwei identische Finanz-Assets in einem Markt tatsächlich unterschiedliche Preise haben, ist dieser Zustand (a) entweder nur temporär (bis er wegarbitriert ist), (b) sind die Transaktionskosten für Kauf und Verkauf genauso hoch wie oder höher als die Preisunterschiede und verhindern so die Preisangleichung, (c) verhindern rechtliche, steuerliche oder marktstrukturelle Hemmnisse die Arbitrage oder (d) sind die relevanten Assets eben doch nicht hinreichend identisch.

Es existieren wenige Investmentkonzepte, deren solides Verständnis für Privatanleger so wichtig ist wie das der Arbitrage. Arbitrage beruht auf dem sogenannten Gesetz des Preisausgleichs (engl. »Law of One Price«).

Infobox: »Marktkapitalisierung« – ein Schlüsselbegriff beim Investieren

Marktkapitalisierung (MK) existiert als Konzept für alle Assetklassen. Stark vereinfacht heißt MK einfach »Marktwert«, doch die Praxis ist komplexer.

Marktkapitalisierung bei Aktien: Andere Bezeichnungen für MK sind hier »Börsenwert« oder »Börsenkapitalisierung«. Die MK eines börsennotierten Unternehmens entspricht dem Aktienkurs multipliziert mit der Anzahl der umlaufenden Aktien. Konzeptionell repräsentiert die MK den aktuellen Marktwert des Eigenkapitals des Unternehmens. Die MK ist somit nicht der gesamte Marktwert des Unternehmens (wie viele Anleger glauben), sondern nur der des Eigenkapitals, also Marktwert des Gesamtkapitals abzüglich Marktwert des Fremdkapitals (der Schulden bzw. Verbindlichkeiten) – man könnte auch sagen: »Marktwert aller Vermögenswerte minus Marktwert der Schulden«.17 Die MK ist vom *Buchwert* des Eigenkapitals zu unterscheiden, der in der Unternehmensbilanz steht. Die MK lässt sich auch kollektiv für einen nationalen oder regionalen Markt bzw. einen Index wie den DAX oder den MSCI World errechnen, also für eine wie auch immer definierte Gruppierung von Aktiengesellschaften. Dann ist die MK die Summe der individuellen MKs aller in diesem Land oder dieser Region börsennotierten Unternehmen.

Marktkapitalisierung bei Anleihen: Hier entspricht die MK dem Anleihenkurs multipliziert mit der Anzahl der umlaufenden Anleihen. Die MK aller Anleihen weltweit zusammengenommen (Staatsanleihen und Unternehmensanleihen) übertrifft die kollektive MK aller Aktien.

In den meisten Aktienindizes entspricht das Gewicht eines einzelnen Unternehmens dem Anteil seiner MK an der MK aller Unternehmen im zugrunde liegenden Universum. Man spricht dann von einem marktkapitalisierungsgewichteten Index.

17 Die verbreitete Bezeichnung »Unternehmenswert« ist uneindeutig, weil dabei unklar bleibt, ob der Wert nur von Eigenkapital oder der Wert von Eigenkapital und Fremdkapital (*aller Assets*) gemeint ist.

Ein wichtiger Spezialaspekt der EMH ist die »Random-Walk-Theorie« (Zufallslauftheorie). »Random Walk« ist ein Begriff aus der allgemeinen Statistik, der bezogen auf die Börse den Verlauf von Aktienkursen im Zeitablauf beschreibt. Gelegentlich begegnet man in Internetforen und in den Wirtschaftsmedien dem Irrglauben, das Random-Walk-Konzept sei von realitätsfernen Finanzprofessoren erfunden worden. Das ist nicht korrekt. Random-Walk-Verhalten von Daten existiert auch in Chemie und Physik.

Die Random-Walk-Theorie sagt aus, dass historische Kursverläufe keine Aussagen über künftige Kursverläufe zulassen. Tatsächlich lässt sich zeigen, dass der Verlauf von Aktienkursen – nach Berücksichtigung des normalen langfristigen Aufwärtstrends von real rund 0,023% pro Trading-Tag für einen Standardwerteindex – kein kurz- oder mittelfristiges Muster enthält, das nicht auch durch Zufall entstanden sein könnte. Eine kurze, nicht technische Zusammenfassung der Random-Walk-Theorie bezogen auf Aktienkurse findet sich in Jacobs/Weber 2016.

Selbst Aktienexperten sind nicht in der Lage, Kursdiagramme, die per Zufallsgenerator mit einprogrammierter Aufwärtsdrift erzeugt wurden, zuverlässig von echten Kursdiagrammen zu unterscheiden. Der Wertpapiermarkt hat kein »Gedächtnis«. Die Kurse von gestern bedeuten kurz- und mittelfristig nichts für die Kurse von heute.

Beispielsweise beträgt die »Autokorrelation« der Kalendermonatsrenditen des US-Aktienmarkts seit 1926 lediglich plus 0,09 (also de facto null, sprich, es gibt statistisch keinerlei Zusammenhang zwischen der Rendite in Kalendermonat 1 und in Kalendermonat 2). Die Autokorrelation ist die Korrelation zwischen der Rendite über den Zeitraum T mit der Rendite über den entsprechenden Zeitraum danach (mehr zum Konzept der Korrelation in Abschnitt 2.1.3).

Die Wurzeln der EMH gehen auf die drei Franzosen Henri Lefèvre (1827–1885), Jules Regnault (1834–1894) und Louis Bachelier (1870–1946) zurück. Lefèvre und Regnault waren Wertpapierhändler, Bachelier akademischer Mathematiker. In neuerer Zeit haben die beiden amerikanischen Wirtschaftswissenschaftler und Nobelpreisträger Paul Samuelson (1915–2009) und Eugene Fama (geb. 1939) seit den 1960er-Jahren am meisten zur Weiterentwicklung der EMH beigetragen.

Beim Nachdenken über die EMH sollte man in Betracht ziehen, dass selbst ihr Hauptschöpfer Fama die EMH nie im Sinne einer Trifft-zu-oder-trifft-nicht-zu-Hypothese formulierte, sondern im Sinne eines durch die

empirische Forschung immer neu bestimmten Ortes auf einem Kontinuum von »trifft nur in geringem Maße zu« bis »trifft in sehr hohem Maße zu«. Die Feststellung, dass auf praktisch jedem Markt zumindest ein geringer Grad an Informationseffizienz herrscht, dürfte wohl bei niemandem heftigen Widerspruch hervorrufen. »Auf jedem Markt« bedeutet beispielsweise der Markt für Kartoffeln in München, für Surfboards in Portugal, für Gebrauchtwagen in Berlin, für Stradivari-Geigen weltweit, für Gewerbeimmobilien in Tokyo, für Haarschnitte in Budapest, für Hotelübernachtungen in Paris, für Bergführungen am Mont Blanc, für IT-Beratung in den Niederlanden und für nicht börsennotierte GmbH-Anteile an Gastronomiebetrieben in Duisburg.

Die Börsen als organisierte und regulierte Märkte für den Handel mit Wertpapieren unterscheiden sich von all diesen Märkten dahingehend, dass an den Börsen die Informationseffizienz dramatisch höher ist als im Markt für Stradivaris und IT-Beratung.

Wie muss man sich diese Informationseffizienz konkret vorstellen? Jede neue Information, die den Kurs beeinflussen kann, muss ihn sofort beeinflussen. Eine heute bekannt gewordene Information kann, sofern sie von Bedeutung ist und sofern es eine Handvoll rationaler Investoren gibt, aus Logikgründen unmöglich erst morgen den Kurs beeinflussen. Wüsste man mit Gewissheit, dass die Information X morgen den Kurs der Aktie Y vom derzeitigen Kurs 100 auf 110 erhöhen würde, wäre es risikolos, die Aktie heute in jeder beliebigen Menge zu kaufen, um sie morgen beim Kurs von 110 wieder zu verkaufen (Arbitrage). Über die Kreditfinanzierung eines solchen Investments könnte man mühelos astronomische Eigenkapitalrenditen erzielen. Daher würde der Kurs bereits heute auf 110 getrieben werden und eben nicht erst morgen.

Ein großer Teil der epidemisch verbreiteten Missverständnisse über die EMH und der oft sachlich falschen Kritik an ihr rührt daher, dass ihr – bösgläubig oder nicht bösgläubig – eine Vielzahl von Aussagen oder Implikationen angedichtet werden, die gar nicht zu ihr gehören, darunter die folgenden:

- Die EMH sage aus, dass der Marktpreis stets der »richtige« oder »wahre« Preis sei. Falsch. Die EMH postuliert lediglich, der Marktpreis sei die beste Schätzung des richtigen Preises. Beste Schätzung heißt: Jede andere Schätzung ist mit einer geringeren Wahrscheinlichkeit rich-

tig. Beste Schätzung heißt nicht »immer richtige Schätzung«. Mit anderen Worten: Auch der Markt kann und wird oft falschliegen, aber er liegt im langfristigen Mittel seltener falsch als die allermeisten Anleger.

- Marktanomalien, d. h. fehlgepreiste Wertpapiere, könne es gemäß EMH nicht geben. Falsch. Die EMH sagt nur aus, dass man aus diesen Mispricings keinen systematischen Vorteil schlagen kann. Ebenso wenig widerlegt die historische Existenz von Marktanomalien die EMH, obwohl das in der Finanzpresse und auf Internetforen oft behauptet wird. Eine Widerlegung der EMH wäre dann gegeben, wenn Marktanomalien nach ihrer Entdeckung dauerhaft weiterbeständen. Bei Berücksichtigung von Risiko, Transaktionskosten und Steuern (und in einigen wenigen Fällen marktstrukturellen Arbitrage-Hemmnissen) ist das jedoch nicht der Fall (Chordia u.a. 2011, McLean/Pontiff 2015).
- Die EMH behaupte, es sei unmöglich, den Markt zu schlagen. Falsch. Die EMH sagt nur, dass diejenigen, die den Markt schlagen, dies aus Zufall tun und nicht im Vorhinein profitabel identifiziert werden können.
- Die Existenz von Outperformern wie Warren Buffett beweise, dass die EMH nicht stimmen könne. Das ist eine Abwandlung der vorherigen Falschbehauptung. Die sehr kleine Zahl der tatsächlichen (nicht nur vermeintlichen, weil gar nicht dokumentiert bewiesenen) Outperformer lässt sich problemlos mit dem Wirken des Zufalls erklären.¹⁸
- Die EMH sage aus, dass alle Marktteilnehmer immer rational agierten. Die EMH macht zur Rationalität *einzelner* Marktteilnehmer keine Aussage, sondern nur zur Rationalität des Marktes als Ganzes. Dieser kann rational sein, wenn bereits eine kleine Minderheit rational agiert.
- Die EMH sage aus, dass alle Marktteilnehmer gleich gut informiert seien, sprich Informationen besäßen. Falsch. Selbstverständlich gibt es große Informationsunterschiede.
- Die EMH sage aus, es könne keine »Blasen« oder »Übertreibungen« am Aktien- oder Anleihemarkt geben. Falsch. Die EMH sagt lediglich, dass Blasen nicht im Vorhinein ausreichend zuverlässig identifiziert werden können, und wer es probiert, wird dabei mindestens genauso oft Geld verlieren wie gewinnen.

18 Warren Buffett ist eher Unternehmer als Finanzinvestor. Soweit er Unternehmer ist, sind er und die Aktienrendite seines Unternehmens in diesem Zusammenhang gar nicht relevant.

- Die EMH sage aus, dass man nicht von hohen oder niedrigen Bewertungen und – in Abhängigkeit von Bewertungen – hohen oder niedrigen »erwarteten Renditen« sprechen könne. Falsch.
- Die EMH sage aus, dass die Renditen aller Assetklassen risikoadjustiert (»risikogewichtet«, »risikobereinigt«) identisch seien oder mindestens auf lange Sicht identisch seien. Das ist schon deswegen absurd, weil es keine einheitliche, allgemein akzeptierte Definition von Risiko und damit Risikoadjustierung gibt oder geben kann. (Die bekannteste Kennzahl für die Berechnung der risikogewichteten Rendite ist die Sharpe Ratio – siehe Abschnitt 2.2.8.)
- Die EMH sage aus, dass die Renditen am Aktienmarkt »normalverteilt« seien, also einer Gauß'schen Glockenkurve (einer bestimmten statistischen Wahrscheinlichkeitsverteilung) entsprechen. Falsch, die EMH setzt keine spezifische Wahrscheinlichkeitsverteilung voraus. Es war Eugene Fama, der in seiner bahnbrechenden Dissertation zur EMH in den 1960er-Jahren als einer der ersten darauf hinwies, dass Aktienrenditen gerade nicht normalverteilt sind. In Abschnitt 2.2.1 gehe ich genauer auf die Bedeutung der Normalverteilungshypothese aus Anlegerperspektive ein.
- Manche »Anti-EMH-Experten« kritisieren die EMH sogar für Aussagen oder Schlussfolgerungen, die in Wirklichkeit zur ökonomischen »Theorie des vollkommenen Wettbewerbs« oder dem »Konzept der unsichtbaren Hand« gehören. Peinlich. Beide Konzepte haben mit der EMH wenig bis nichts zu tun, außer dass sie auch wichtige marktbezogene Phänomene sind.¹⁹

Ein anderes gleichermaßen lustiges wie schwaches Argument gegen die EMH besagt, dass sie nicht mehr wirken würde, wenn *alle* Anleger passiv investierten. Ja, das stimmt. Na und? Der Einwand ist ein billiger Rhetoriktrick. Dass nicht alle Anleger passiv investieren, ist in der Tat eine Grundbedingung für die Gültigkeit der EMH. Niemand hat das je verschwiegen. Ein Grundelement einer Theorie kann kein Argument zu ihrer Widerlegung sein. Allenfalls könnte man zu beweisen versuchen, dass das Grund-

¹⁹ Zur Theorie des vollkommenen Wettbewerbs: siehe die englische Wikipedia, Stichwort »Perfect Competition«. Das »Konzept der unsichtbaren Hand« wurde erstmalig von Adam Smith (1723–1790), dem Vater der Volkswirtschaftslehre, formuliert.

element unrealistisch sei. Selbst bekannte Ökonomen können auf diesen banalen Denkfehler hereinfließen: siehe Grossmann/Stiglitz 1980. (Stiglitz gewann 2001 den Wirtschaftsnobelpreis.) Im Übrigen funktioniert überhaupt keine Anlagestrategie, wenn sie alle anwenden.

Noch einmal: Das Einzige, was die EMH tatsächlich aussagt, ist das, was am Beginn dieses Abschnittes dargestellt wurde: Allein mit öffentlichen Informationen ist es sehr unwahrscheinlich, den Markt (eine korrekt gewählte passive Benchmark) systematisch nach Kosten, Risiko und Steuern zu schlagen. Das ist alles. Ende. Finito.

Wer sich intensiv mit der EMH beschäftigt, dem wird auffallen, dass in der Finanzbranche einschließlich der meisten Wirtschaftsjournalisten eine erstaunlich heftige Aversion gegen die EMH besteht. Die lässt sich leicht erklären – mit Interessenkonflikten. Die Jobs von Fondsmanagern, Analysten, Finanzjournalisten und »Finfluencern« im Internet erfordern zwingend den Glauben an informationsineffiziente Wertpapiermärkte. Andernfalls könnten viele dieser Personen buchstäblich »nach Hause gehen« und die Fonds- und Bankenbranche würde weltweit geschätzte 250 Milliarden Dollar pro Jahr an praktisch risikolosen Einkünften aus dem Handel mit und der Verwaltung von Kundenvermögen verlieren – die entgangenen Umsätze der Finanzmedien nicht mit eingerechnet.²⁰ Deren kurzatmige, bei Berücksichtigung der Transaktionskosten und des Risikos genauso oft richtigen wie falschen Anlagetipps sind nämlich für passiv orientierte Anleger überflüssig.

Am Ende dieses Abschnittes möchte ich Sie noch darauf hinweisen, dass der Grad der Informationseffizienz in den Finanzmärkten im Zeitablauf wohl immer weiter zunimmt. Das bewirken der technische Fortschritt, Wettbewerbsdruck und im Zeitablauf sich verschärfende Regulierungen, einschließlich der immer strikteren Strafverfolgung von Insider Trading und der Intensivierung der Offenlegungsvorschriften für börsennotierte Unternehmen (Bhattacharya 2023).

Insgesamt kann man wohl sagen, dass die Finanzmärkte zwar nicht vollkommen informationseffizient sind, aber jedenfalls ausreichend effizient, um aktives Investment-Management für Anleger (im Unterschied zur Finanzbranche) zu einem Verliererspiel zu machen.

²⁰ Die hier von mir errechneten 250 Milliarden US-Dollar sind eine konservative Schätzung. Die tatsächliche Zahl könnte weit höher sein.

Zusammen mit der Arithmetik des aktiven Investierens (siehe vorhergehender Abschnitt 1.3) bildet die EMH das theoretische Argumentationsgerüst für die Überlegenheit von passivem Investieren.

Wer sich mit der akademischen Literatur zur EMH auseinandersetzen möchte, könnte dieses Unterfangen mit den folgenden Analysen starten: Malkiel 2004, Maberly/Pierce 2004, Statman 2011, Brown 2011, Cochrane 2013, Jacobs/Weber 2016.

1.5 Indexfonds und ETFs – die beiden wichtigsten Finanzinnovation seit 1971

Investmentfonds für Privatanleger wurden 1924 in den USA erfunden. Es handelt sich somit um eine alte, lang etablierte Anlageform. Investmentfonds verbreiteten sich danach in Europa und Asien. Im Verlauf dieser fast 100 Jahre sind sie in Bezug auf Transparenz und Sicherheit ihrer rechtlichen Struktur immer weiter verbessert worden.

Indexfonds als eine Variante der Investmentfonds entstanden Anfang der 1970er-Jahre, sind also schon über 50 Jahre alt. ETFs als die börsengehandelte Variante konventioneller nicht börsengehandelter Indexfonds wurden 1993, vor 30 Jahren, erfunden.

Die britische Wirtschaftszeitschrift *The Economist* bezeichnet Indexfonds und ETFs als die bedeutendsten Finanzinnovationen der vergangenen fünf Jahrzehnte (*The Economist* 2019). Es ist in der Tat schwer, sich eine andere finanzielle Erfindung vorzustellen, die ähnlich clever wäre. Clever, weil sie wichtige wissenschaftliche Erkenntnisse auf praxisrelevante, simple Weise umsetzt – und das innerhalb einer robusten rechtlichen Struktur. Erfolgreicher als Indexfonds war ohnehin keine andere Finanzinnovation seit 1970. Von Indexfonds und ETFs wird zu Recht gesagt, sie haben Börseninvestments demokratisiert und ermöglichen Privatanlegern das, was zuvor nur institutionellen Großinvestoren möglich war.

ETFs vereinen einen Blumenstrauß von neun vorteilhaften Eigenschaften, der sie für die Vermögensanlage für Privatanleger einzigartig geeignet macht.

Vorteil 1: Verständlichkeit. ETFs sind leichter zu verstehen als die allermeisten anderen Formen der Vermögensbildung – auch leichter als die Vermögensanlage der Vermietungsimmobilien.

Vorteil 2: Transparenz. Bei einem ETF weiß der Anleger zu Beginn und fortlaufend klarer als bei jedem anderen Finanzprodukt, in was sein Geld tatsächlich investiert ist.

Vorteil 3: Geringer Arbeitsaufwand/Hohe Bequemlichkeit. Wer als Do-it-yourself-Anleger unterwegs ist, der wird keine Anlageform finden, mit der sich der Arbeitsaufwand im Zeitablauf besser minimieren lässt als mit ETFs.

Vorteil 4: Niedrige Nebenkosten. Investieren ist niemals frei von Transaktionskosten für Kauf und Verkauf sowie fortlaufenden Nebenkosten. Die in dieser Hinsicht teuersten Investments sind Immobilien. ETFs gehören zu den günstigsten. Selbst ein Portfolio aus einzelnen Aktien auf Buy-and-Hold-Basis (Kaufen und Halten) ist realistisch betrachtet langfristig nicht billiger als ein ETF, wenn man das für jeden rationalen Privatanleger anstrebenswerte Ziel »breite Streuung« (Diversifikation) zugrunde legt (in Abschnitt 3.8 gehe ich detailliert auf die Kosten von ETFs ein).

Vorteil 5: Sicherheit der rechtlichen Struktur. Die rechtliche Struktur eines ETFs ist in Bezug auf ihre Robustheit unübertroffen. Dazu mehr weiter unten in diesem Abschnitt.

Vorteil 6: Universalität. ETFs sind in ihrer praktischen Anwendbarkeit so vielfältig wie die ikonischen roten Schweizer Taschenmesser von Victorinox. Mit keinem Finanzprodukt kann man in mehr verschiedene Assetklassen und trennschärfer investieren als mit ETFs.

Vorteil 7: Wissenschaftliche Herleitung. Indexfonds wurden Anfang der 1970er-Jahre eingeführt, um die Ergebnisse einiger bahnbrechender Forschungsergebnisse aus den vorhergehenden 20 Jahren in die Praxis umzusetzen. Eine vergleichbar unmittelbare Ableitung aus der Wissenschaft statt aus Marketingerwägungen der Finanzbranche kann kein anderes Finanzprodukt für sich reklamieren.

Vorteil 8: Modulares Baukastenprinzip. ETFs bilden Assetklassen direkt, rein und transparent ab.²¹ Daher eignen sie sich konkurrenzlos gut zur Ergänzung der anderen Vermögensanlagen, die bei einem Privathaushalt fast unweigerlich schon vorhanden sind (darunter beispielsweise Humankapital – siehe Abschnitt 3.1 – oder ein Anspruch an die gesetzliche Rentenversicherung). Diese Ergänzung ist quasi modular – ohne nachteilige Konzentrationsrisiken aus Überlappungen oder Doppelabbildungen.

Vorteil 9: »Aktiv-Passiv-Flexibilität«. Von ETFs heißt es in den Medien, dass sie »das Werkzeug für passives Investieren« seien. Das stimmt zwar, ist aber nur die halbe Wahrheit. Mit ETFs kann man auch aktiv investieren. Der größere Teil der rund 10 000 Milliarden US-Dollar, die Anfang 2022 weltweit in ETFs steckten, repräsentiert aktives, nicht passives Investieren. Wer also spekulativ (aktiv) investieren möchte, der kann das auch mit ETFs umsetzen.

Einer der Pluspunkte von ETFs gegenüber vielen anderen Finanzprodukten besteht in der Robustheit ihrer rechtlichen Struktur. Diese Robustheit wird deutlich, wenn man sich die folgenden beiden Fragen stellt und beantwortet: (a) Habe ich als ETF-Anleger ein Risiko im Hinblick auf den Produkthanbieter als meine Gegenpartei? Anders ausgedrückt: Habe ich ein Ausfallrisiko und eventuell andere Risiken, wenn diese Gegenpartei pleitegeht? Die Gegenpartei ist in diesem Fall die Fondsgesellschaft. (b) Habe ich als ETF-Anleger ein Risiko im Hinblick auf die Depotbank (die Verwahrerin meiner ETF-Anteile) als meine Gegenpartei in Bezug auf das Depot?

Zur Frage (a): Jeder etwas fortgeschrittene Kapitalmarktanleger hat schon einmal vom Konstrukt des *Sondervermögens* bei Investmentfonds gehört (siehe auch Infobox zu UCITS-Fonds in diesem Abschnitt). Sondervermögen bedeutet, dass die Anlegergelder in einem ETF (allgemeiner in einem UCITS-Fonds) aus der Perspektive der Fondsgesellschaft eine Art Treuhandvermögen bilden. Das Anlegervermögen in einem gegebenen einzelnen Fonds ist rechtlich getrennt vom Vermögen der verwaltenden Fondsgesellschaft und auch vom Vermögen der anderen Fonds,

²¹ Diese Aussage trifft nicht auf die Nischenveranstaltungen »Themen-ETFs« und »aktiv gemanagte ETFs« zu. Letztere werden auf dem deutschen Markt bisher noch fast gar nicht angeboten.

die die Fondsgesellschaft sonst noch verwaltet. Die Fondsgesellschaft ist nicht Eigentümerin der Anlegergelder, sondern nur ihre Verwalterin oder Treuhänderin.

Für rechtlich in Deutschland ansässige Fonds sind die wesentlichen gesetzlichen Grundlagen dafür die §§ 92 ff. im Kapitalanlagengesetzbuch (KAGB). Für Fonds, die in anderen EU-Ländern ansässig sind, bestehen vergleichbare Regelungen im nationalen Wirtschaftsrecht. Die Vorgaben für diese nationalen Regelungen kommen – das wird keinen Leser überraschen – von der EU. Fast 90% der in Deutschland und in ganz Europa vertriebenen ETFs haben ihren rechtlichen Sitz in Irland oder Luxemburg.²² Der kleine Rest verteilt sich auf Großbritannien, Frankreich, die Schweiz und Deutschland. Für Aktien-ETFs (nicht für ETFs auf andere Assetklassen) hat der Standort Irland quellensteuerliche Vorteile, auf die ich in Kapitel 13 über Steuern näher eingehe.

**Infobox: UCITS-Fonds – ein Begriff, den man als
Do-it-yourself-Anleger kennen sollte**

Was in Deutschland häufig einfach »Investmentfonds« oder »Publikumsfonds« genannt wird, ist in der aufsichtsrechtlichen Fachsprache ein *UCITS-Fonds*. UCITS steht für »Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities« oder im Amtsdeutsch: »Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren« (OGAW). Bei allen ETFs, die in den EU-Staaten grenzüberschreitend zum Vertrieb an Privatanleger (Verbraucher) zugelassen sind, handelt es sich um UCITS-Fonds; dasselbe gilt für alle konventionellen (aktiv gemanagten) Investmentfonds. (Nicht-UCITS-ETFs werden in Europa sehr selten vertrieben, wenn überhaupt wohl nur in der Schweiz.) Seit 1985 hat die EU fünf sogenannte UCITS-Richtlinien erlassen, die die damals 28 EU-Mitgliedstaaten in nationales Recht umzusetzen hatten. (Die Schweiz, Liechtenstein und Norwegen schließen sich bei solchen Sachverhalten in der Regel freiwillig an.) In Deutschland geschah dies zuletzt 2013 in Gestalt des Kapitalanlagengesetzbuchs (KAGB-Gesetz). Die UCITS-Richtlinien haben die primären Ziele, (a) den europäischen Binnenmarkt für Fonds, die an Privatanleger vertrieben werden, zu stärken, also den

²² Mit Steuervorteilen für den Fondsanbieter hat das nichts zu tun, wie man vielleicht vermuten könnte.

Wettbewerb zu intensivieren (z.B. durch EU-weite, einheitliche aufsichtsrechtliche Standards) und (b) hierbei einen hohen Anlegerschutz zu gewährleisten, indem umfassende risikomindernde Vorgaben dazu gemacht werden, was solche Fonds dürfen und was sie nicht dürfen. Ein Beispiel: UCITS-Fonds dürfen keine Schulden machen, also Wertpapiere nicht auf Kredit kaufen (leveragen).

Ein UCITS-Fonds, der in einem einzelnen EU-Mitgliedstaat eine rechtliche Zulassung erworben hat und dort der staatlichen Aufsicht unterliegt, darf in allen anderen EU-Mitgliedstaaten an Privatanleger vertrieben werden. UCITS-Fonds sind in gewisser Weise die am schärfsten und engsten regulierten Anlageprodukte überhaupt. Besonders wichtig für Anleger ist auch, dass das Fondsvermögen als »Sondervermögen« nicht dem Insolvenzrisiko der Fondsgesellschaft ausgesetzt ist. Mehr zum Aspekt Sondervermögen: siehe weitere Erläuterungen dazu in diesem Abschnitt.

Sollte die verwaltende Fondsgesellschaft in wirtschaftliche Schwierigkeiten geraten und Gläubiger auf ihr Vermögen zugreifen, ist das für die Vermögensposition der Anleger in den einzelnen Fonds unerheblich. Das ist der Kern des Konzepts Sondervermögen bei UCITS-Fonds.

Die Sondervermögen-Struktur ist keine deutsche oder europäische Erfindung, sondern eine amerikanische. Sie ist steinalt, hat sich während Dutzender schwerer Marktkrisen in den vergangenen 90 Jahren sehr gut bewährt und ist die globale Norm bei Investmentfonds für Privatanleger.

Die Trennung des Sondervermögens vom Vermögen der Fondsgesellschaft wird technisch auch dadurch sichergestellt, dass das Fondsvermögen bei einer separaten Depotbank verwahrt wird (nicht zu verwechseln mit der Depotbank des Anlegers). Diese Depotbank der Fondsgesellschaft unterliegt ihrerseits der nationalen Bankenaufsicht. Sowohl ein Konkurs der Fondsgesellschaft als auch der Konkurs der Depotbank der Fondsgesellschaft wäre aus Anlegersicht unmaßgeblich, weil Anleger davon schlicht nicht betroffen sind.

Nun zur Frage (b): Habe ich als ETF-Anleger ein Gegenparteerisiko (Ausfallrisiko) meiner Depotbank? Antwort: Nein, das habe ich nicht. Die Insolvenz der Depotbank des Anlegers wäre für dessen Vermögenspositionen und ETF-Bestände unerheblich, da die Wertpapiere und Fondsanteile

in einem Wertpapierdepot wiederum nicht Eigentum der Bank sind, sondern nur von ihr *verwahrt* werden. Per Analogie: Der Inhalt eines Bankschließfachs ist nicht Eigentum der Bank, sondern wird – wie ETF-Anteile in einem Depot – ebenfalls nur von ihr verwahrt. Im Falle der Insolvenz der Bank verbleibt der Inhalt des Schließfaches beim Schließfachinhaber. Weil die Depotbank kein Ausfallrisiko repräsentiert, ist es auch sinnlos, sein Wertpapiervermögen zur Minderung des Risikos auf verschiedene Banken zu verteilen.²³

Dieser Schutzmechanismus (dass die Bank bei Depots als reine Verwahrstelle fungiert) gilt nicht für Kontoguthaben (Girokonten, Sparkonten, Tagesgelder, Festgelder) und auch nicht in Bezug auf das zum Depot gehörende Verrechnungskonto, das die Depotbank des Anlegers führt (zum Thema Ausfallrisiko Bank: siehe Abschnitt 3.6).

Die Kombination aus Sondervermögen und dem Verwahrstellenstatus der Depotbanken existiert als Struktur nunmehr seit fast 100 Jahren und hat sich durch eine kaum noch zählbare Abfolge von internationalen und nationalen politischen und wirtschaftlichen Krisen bewährt. Wir erinnern nur an die jüngsten zurückliegenden Marktkrisen, den Dotcomcrash ab Anfang 2000, die große Finanzkrise 2007/2008 und den Corona-Crash im ersten Halbjahr 2020. Diese drei Stresstests hätten kaum härter sein können und alle drei haben ETFs als rechtliche Struktur mit Bravour bestanden.

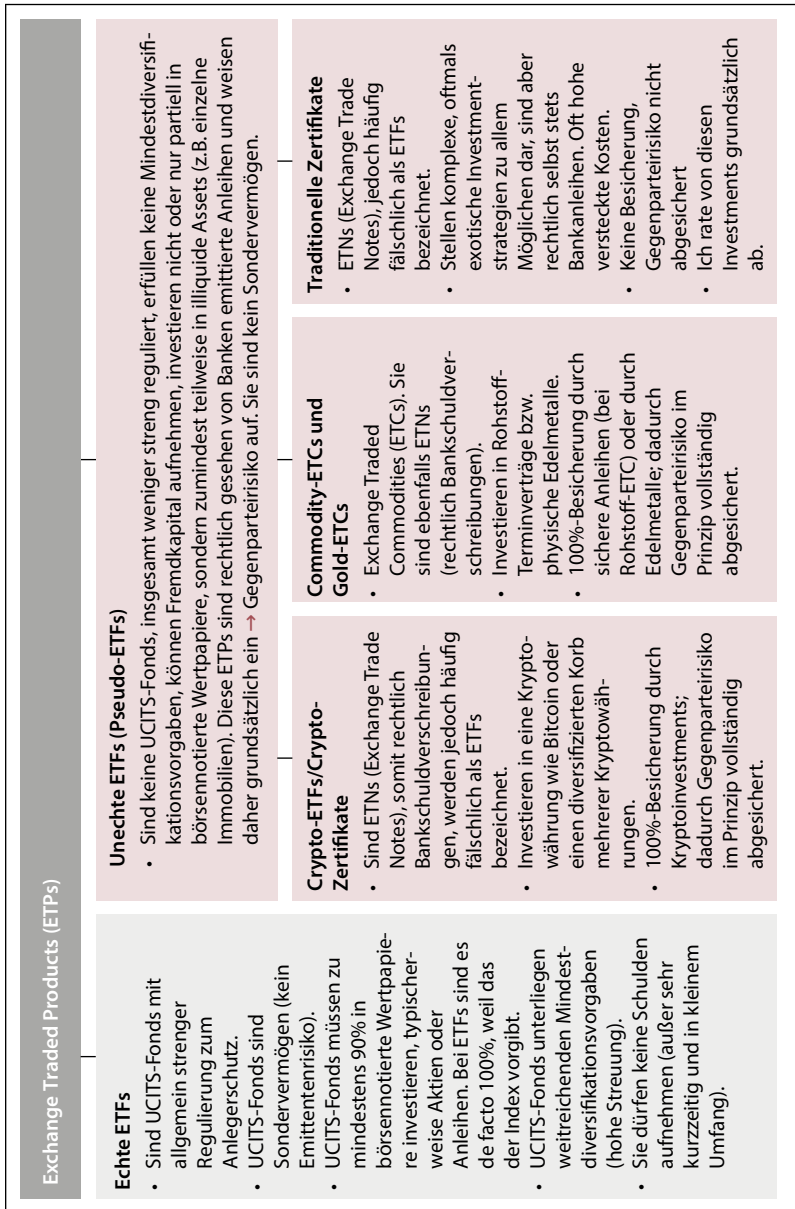
Auch Ausfälle und Krisen individueller Banken oder Fondsgesellschaften konnten der rechtlich betonharten Kombination *Sondervermögen + Verwahrstellenstatus* nichts anhaben.

Die Bezeichnung »Exchange Traded Fund« oder »ETF« ist rechtlich nicht geschützt. Im Prinzip kann jeder sein XYZ-Finanzprodukt unter dem inzwischen populären Etikett ETF vermarkten, auch wenn es sich in Wirklichkeit nicht um einen ETF handelt, so, wie dieses Finanzprodukt üblicherweise unter Fachleuten verstanden wird.

Die wichtigsten drei Vorschriften der UCITS-Fonds werden in Abbildung 1 im linken Kasten unter der Überschrift »Echte ETFs« genannt. Ein echter ETF muss zwingend den Status eines UCITS-Fonds haben.

²³ Die Aussage in diesem Absatz gilt nicht für Anleihen, die von der Depotbank selbst emittiert wurden. Solche hauseigenen Anleihen schwatzen Banken ahnungslosen Kunden gerne aufgrund eines hier besonders krassen Interessenkonflikts auf.

Abbildung 1: Die vier Grundtypen von Exchange Traded Products:
Echte ETFs und drei Arten von unechten ETFs



► Zu Commodity-ETCs: Es existieren auch Commodity-ETFs, die UCITS-Fonds, also »echte ETFs«, sind.

Hat er ihn nicht, handelt es sich – das ist meine Wortwahl – um einen »unechten ETF«. Davon existieren im Wesentlichen drei Typen, die aber im Internet häufig einfach nur als »ETFs« bezeichnet werden, obwohl sie streng genommen keine sind, jedenfalls keine im Sinne der Erfüllung der UCITS-Vorgaben.

Die wichtigsten beiden Schlussfolgerungen, die aus meiner Sicht aus Abbildung 1 abzuleiten sind: (a) Investieren Sie nicht in traditionelle Zertifikate, weil dort ein unbesichertes Gegenparteirisiko besteht. Echte ETFs sind es sowieso nicht. (b) Bei Krypto-ETNs wie auch bei Commodity-ETCs oder Gold-ETCs besteht zwar auch ein Gegenparteirisiko, aber es ist – in der Regel – vollständig besichert und dadurch im Prinzip strukturell akzeptabel. Von dieser Regel mag es Ausnahmen geben. Deswegen ist es doppelt wichtig, bei solchen unechten ETFs zu überprüfen, ob das unverzichtbare Kriterium der hundertprozentigen Besicherung erfüllt ist. In Abschnitt 4.10 gehe ich näher auf Zertifikate, in Abschnitt 5.3 näher auf Kryptowährungen ein.

1.6 »Investmentpornografie« – allgegenwärtig in der Finanzbranche

Der in den USA gängige, aber hierzulande weniger verbreitete Begriff der Investmentpornografie oder Finanzpornografie beschreibt plastisch einen Typus von Behauptungen, der von den traditionellen Medien, im Internet und von der Finanzbranche als »Information« verkleidet über Vermögensanlagethemen verbreitet wird und leider allgegenwärtig ist. Wer ein erfolgreicher Anleger werden will, muss ein sensibles mentales Radar für »Financial Porn« entwickeln, um von ihr nicht irgendwann bei einer wichtigen Entscheidung aufs Glatteis geführt zu werden.

Was genau ist mit Investmentpornografie gemeint?

Zunächst einmal gilt für sie das, was einmal ein US-Richter 1964 in einem Gerichtsverfahren über echte Pornografie sagte: Sie ist leicht zu erkennen, aber schwer zu definieren. Weil das so ist, beginne ich mit Beispielen und fasse erst danach die generellen Merkmale von Investment Porn zusammen.²⁴

24 Siehe Eintrag »I know it when I see it« in der englischen Wikipedia.

Beginnen wir mit finanzpornografischen Titeln von Ratgeberbüchern: Markus Frick: *Ich mache Sie reich – Der Mann, der Millionäre macht*, David Bach: *Automatisch Millionär*, Michael Mross: *Schnell reich – Die ewigen Gesetze der Börse*, Joel Greenblatt: *Auch Sie haben das Zeug zum Börsengenie*, Florian Homm: *Die einzige Lektion [!] über Aktieninvestitionen, die Sie jemals [!] brauchen werden*, Dirk Schreder: *Wie Sie als Anfänger ganz einfach Bitcoin & Co. verstehen, extrem sicher in Kryptowährungen investieren und mit Profistrategien maximale Gewinne erzielen*, Alex Fischer: *Reicher als die Geissens – Mit null Euro Startkapital in fünf Jahren zum Immobilienmillionär*.

Zeitschriften sind im Allgemeinen noch schlimmer als Bücher. Einige Beispiele: *Der Aktionär*: »Zehn Aktien mit 100%-Gewinnchance in 6–12 Monaten«; *Focus Money*: »227% Gewinn an einem Tag mit brandheißen Penny Stocks«; *Börse Online*: »Mit den richtigen Aktien 5 000% Gewinn. Titel, die Jahr für Jahr steigen«; *Businessweek*: »Die US-Wirtschaft muss den Tod von Aktien wohl als dauerhaft betrachten« (veröffentlicht im August 1979 unmittelbar vor Beginn eines 21 Jahre dauernden Bullenmarkts).

In seriösen Wirtschaftsmedien kommt Investmentpornografie oft subtiler und gar nicht so offensichtlich prahlerisch überdreht daher wie die soeben zitierten Artikelüberschriften, ist aber deswegen nicht weniger schädlich. Ein Beispiel: Seit Jahren mehrmals wöchentlich schreibt die Onlineausgabe des *Handelsblatts*: »Fünf Dinge, die für Anleger heute wichtig sind«. Die tägliche Kolumne nennt dann beispielsweise »Vorgaben aus den USA«, die Veröffentlichung der Quartalszahlen der Soundso-Großbank oder von Tesla und das Wachstum der Bauaufträge gemäß Veröffentlichung des Statistischen Bundesamts. Diese Informationen soll der Anleger nun irgendwie beim Investieren berücksichtigen. Aus Sicht der Wissenschaft ist es jedoch ganz einfach absurd, Anlageentscheidungen von Tag zu Tag auf solchen »Informationen« aufzubauen.

Ein Robo-Advisor (eine digitale Vermögensverwaltung) schickt seinen Kunden jeden Donnerstagmittag eine E-Mail, überschrieben mit »Die Lage an den Märkten«. Herr Soundso, »Chief Investment Officer« bei dem Robo, gibt darin »einen Überblick über die Themen, die das Börsengeschehen aktuell bestimmen«. 50 Mal im Jahr. Würde man diese wöchentlich wechselnden Finanzgeschichtchen drei Jahre später noch einmal lesen, müsste man über ihre aufgeblasene Scheinlogik und offensichtliche Investment-

schädlichkeit lachen, vorausgesetzt, man hat diese »Ratschläge zum Börsengeschehen« drei Jahre zuvor nicht regelmäßig mit eigenen Investments umgesetzt. Dann dürfte einem das Lachen im Halse steckenbleiben.

Infobox: Der Creation-Redemption-Prozess bei ETFs

Der Vorgang, wie ein gegebener ETF-Anteil juristisch und technisch entsteht, bevor er an die Börse gebracht wird und dort von Anlegern gekauft werden kann, nennt sich »Creation-Redemption-Prozess« (Erzeugungs- und Rücknahmeprozess). Normale Privatanleger brauchen diese Details nicht zu verstehen, genauso wie ein Autokäufer keine KFZ-Mechanikerkenntnisse braucht, um mit seinem Fahrzeug gut fahren zu können. Wer sich dennoch über den Creation-Redemption-Prozess informieren möchte, kann zwei Artikel dazu auf den ETF-Portalen extraETF.com oder justETF.com lesen – einfach »Creation Redemption extraETF« oder »Creation Redemption justETF« googeln.

Dass das Internet und die sozialen Medien, allen voran YouTube, dem Ganzen die Krone aufsetzen, dürfte klar sein. Ich will mich aus Platzgründen mit einem einzigen Beispiel begnügen: »China-Aktien vor einer Kursexplosion!«, titelte der Onlinebörsenbrief Emerging Markets Investor auf dem Finanzportal onvista.de am 13.7.2001. Der MSCI China Index erlebte ab Juli 2001 eine fast zweijährige Kursimplosion von minus 43%.

Im April 2021 erhielt ich die folgende Nachricht auf LinkedIn von einem Christoph Roth (Name von mir anonymisiert):

Betreff: Mehr Rendite für Privatanleger durch automatisierte Algorithmen – Christoph Roth, Chief Sales Officer MKB Trading GmbH

»Hallo Herr Kommer, mal angenommen, ich zeige Ihnen eine Möglichkeit, wie Sie planbar durchschnittlich 3% Rendite im Monat erzielen, wie es bereits über 300 unserer Kunden tun. Wir hatten im Jahr 2020 eine Rendite von insgesamt 99,13% – allein im März 2020 waren es 20%. Wann würde es Ihnen für ein kurzes Telefonat passen, um mehr über diese exklusive Möglichkeit zu erfahren?«