

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

# Inhalt

<b>Wie Ihnen dieses Buch helfen kann – eine Einleitung</b> . . . . .	11
<b>1 Wie die Wertpapiermärkte tatsächlich funktionieren</b> . . . . .	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
<b>2 Investmentrisiko verstehen</b> . . . . .	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
<b>3</b>	<b>Anlegerfehler, die Sie viel Geld kosten können . . . . .</b>	<b>178</b>
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
<b>4 Finanzprodukte, von denen Sie die Finger lassen sollten und warum . . . . .</b>	<b>307</b>
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
<b>5 Anlageklassen, die nicht jeder braucht, die aber bedenkenswert sind . . . . .</b>	<b>326</b>
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

<b>6</b>	<b>Factor Investing – die aktivere Art, passiv zu investieren . . . . .</b>	<b>358</b>
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
<b>7</b>	<b>Nachhaltig investieren mit ETFs . . . . .</b>	<b>409</b>
<b>8</b>	<b>Der Steuervorteil von Buy and Hold . . . . .</b>	<b>413</b>
<b>9</b>	<b>Der Weltportfolio-Ansatz – eine überlegene Anlagestrategie . . . . .</b>	<b>417</b>
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

<b>10 So bilden Sie Ihr persönliches Weltportfolio . . . . .</b>	<b>450</b>
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
<b>11 Rationale Alternativen zum passiven Do-it-yourself-Anlegen . .</b>	<b>483</b>
11.1 Honorarberater und Vermögensverwalter ohne Interessenkonflikte . . . . .	484
11.2 Robo-Advisors . . . . .	484
11.3 Portfolio-ETFs . . . . .	486
<b>12 Lassen Sie sich nicht von der richtigen Strategie abbringen . .</b>	<b>488</b>
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
<b>13 Die Besteuerung von Fondsanlagen in Deutschland . . . . .</b>	<b>498</b>
<b>14 Was tun im Aktiencrash? . . . . .</b>	<b>513</b>
<b>15 Eine kurze Zusammenfassung . . . . .</b>	<b>519</b>
<b>16 Anhang . . . . .</b>	<b>522</b>
16.1 Wie Sie Ihr Geldwissen weiterentwickeln . . . . .	522
16.2 Literatur und Quellen . . . . .	523
16.3 Glossar . . . . .	539
16.4 Register . . . . .	545
<b>Über den Autor . . . . .</b>	<b>551</b>

# 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 möchte<sup>1</sup>, 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.<sup>2</sup>

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 Staatskonkurse<sup>3</sup>, zahllose Fälle von Hoch- und Hyperinflation, die Weltwirtschaftskrise 1929–1937, eine schier unendliche Zahl großer Naturkatastrophen, Pandemien<sup>4</sup> 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
<b>Gesamtzeitraum ab 1900 (repräsentative lange Frist)</b>						
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.
<b>Jüngere Zeitfenster ab 1983</b>						
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 langfristiger 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.<sup>5</sup>

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.<sup>6</sup>

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.<sup>7</sup> 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.<sup>8</sup> 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 Fonds<sup>9</sup> 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.<sup>10</sup> 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

<sup>10</sup> 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