



„Viele Anleger wollen an Märchen glauben“

Interview mit Fachbuch-Autor **Gerd Kommer** über sinnvolle Vernunft und irrationale Hoffnung.

Mit Ihrem Buchtitel „Souverän investieren mit Indexfonds“ haben Sie in Deutschland das Tor für ETFs weit geöffnet. Insbesondere verweisen Sie immer wieder auf die enttäuschenden Renditen von Aktien-Anlagen und Investmentfonds. Welche Erkenntnisse haben die Statistiker auf diesem Feld zu bieten?

Die Zahl der wissenschaftlichen Studien, die seit Mitte der 80er Jahre die Unterrenditen aktiv gemanagter Portfolios für buchstäblich jede Asset-Klasse belegen, egal in welcher Region der Welt, ist nicht mehr zu überblicken. Es müssen inzwischen mehrere Hundert sein. Einige davon von den bekanntesten Finanzökonomen der Welt wie z.B. William Sharpe, Eugene Fama und Michael Jensen.

Diese Studien liefern fast unisono zwei Ergebnisse: Erstens, für Zeiträume von 3 Jahren an aufwärts liegen 80–90% aller Investmentfonds und anderer aktiver Anleger nach Kosten unter ihrem Vergleichsindex. Zweitens, die Zusammensetzung der Gruppe der Outperformer wechselt von Periode zu Periode weitgehend zufallsbedingt und ist nicht prognostizierbar. Und historische Renditen eines einzelnen Investmentprodukts oder Fondsmanagers sind schon gar kein relevantes Auswahlkriterium für künftig erfolgreiche Investments.

Nicht jeder kann im Finanzmarkt ein Sieger sein. Das erscheint uns logisch. Doch diese Logik wird zudem durch ein mathematisches Gesetz untermauert. Was kann der Experte dazu sagen?

Sie sprechen von dem, was der Wirtschaftsnobelpreisträger William Sharpe einmal die „Arithmetik des aktiven Anlegens“ genannt hat. Geringfügig vereinfacht lautet dieses Grundgesetz der Märkte: 50% Underperformer sind mathematisch notwendig. Ganz genauso wie in einer Schulklasse die Hälfte aller Schüler unter dem Durchschnitt liegen müssen. Es geht nicht anders und es können auch nicht mehr als die Hälfte aller Anleger besser sein als der Markt, denn sie sind ja der Markt, oder rechnerisch gesagt, der Marktdurchschnitt, also der Index. Was heißt das alles? Es heißt, dass ohne die geringste Annahme zur Markteffizienz von vorneherein die Hälfte aller Anleger vom Markt geschlagen werden und wenn man Kosten berücksichtigt sind es sogar mehr als die Hälfte. Die Mathematik will es so. Ich glaube, viele Anleger sind sich nicht im Klaren über diese Gesetzmäßigkeit und ihre meines Erachtens dramatischen Implikationen.

Gern wird hierzu auch mit dem Begriff des Nullsummenspiels gearbeitet. Was bedeutet das?

Für jeden Anleger, der den Markt schlägt, muss es einen anderen Anleger geben, der vom Markt geschlagen wird. Wenn ich eine Überrendite, neudeutsch „Outperformance“, erziele, muss ein anderer eine Unterrendite erzielt haben. Die Verteilung der Renditen unter allen Marktteilnehmern ist in der Tat ein Nullsummenspiel. Damit will ich ganz und gar nicht sagen, dass die Marktwirtschaft ein Nullsummenspiel ist; die Verteilung der Renditen in einem Wertpapiermarkt ist es

„Für Zeiträume von 3 Jahren an aufwärts liegen 80–90% aller Investmentfonds und anderer aktiver Anleger nach Kosten unter ihrem Vergleichsindex.“

jedoch. Auch das ist ein mathematisches „Naturgesetz“, wenn Sie so wollen und eine, wie ich finde, interessante Implikation davon ist: Wenn ich eine Aktie verkaufe, weil ich annehme, dass sie nun ihren Höchstpreis erreicht hat, muss es einen Käufer geben, der das Gegenteil glaubt. Nur einer von uns beiden kann Recht haben. Ich persönlich bin nicht so vermessen zu glauben, ich werde stets oder meistens der Schlauere sein. Und die Wissenschaft hat es bestätigt: Es gibt so wenig

„dauerhaft Schlaue“ wie etwa Warren Buffet, dass ihre Zahl rein zufallsbedingt sein kann. Ich weiß, dass wir das ungern wahrhaben wollen, aber es ist ein mathematisches Faktum.

Warum drängt in der Finanzwelt immer alles zum Durchschnitt? Haben wir es hier mit einem seitens der Biologie bedingten Naturgesetz zu tun oder handelt es sich um eine spezifisch finanzmathematische Tatsache?

Die langfristige Entwicklung von Wertpapierkursen unterliegt einem Phänomen, das die Statistiker „Regression zum Mittelwert“ nennen. Klingt kompliziert, ist es aber nicht. Regression zum Mittelwert heißt, dass auf Phasen der Outperformance, z.B. einer Aktie, unweigerlich irgendwann Phasen der Unterperformance folgen werden. Eine Art Gleichgewichtstendenz, die man in den meisten physikalischen, biologischen und sozialen Systemen betrachten kann.

Die Ursache dieser Gleichgewichtstendenz mag in jedem System eine andere sein, in der Marktwirtschaft ist es jedenfalls der Wettbewerb unter den Unternehmen.

Beispiel: Schlussendlich zieht der überdurchschnittliche Erfolg eines einzelnen Unternehmens Nachahmer an, wie das Licht die Motten anzieht. Damit ist das Schicksal der Outperformance des zunächst erfolgreichen Unternehmens besiegelt.

Das gleiche gilt für erfolgreiche Fondsmanager, deren Strategien von schlechteren Fonds imitiert werden oder deren Fondsmanager werden von der schlechteren Konkurrenz abgeworben.

So pendeln also Unterrenditen und Überrenditen bei langfristiger Betrachtung um einen erstaunlich stabilen Mittelwert herum.

Die meisten Anleger steigen jedoch in Fonds ein, wenn sie zwei oder drei Jahre gut gelaufen sind, um dann mitzuerleben das auf die überdurchschnittlichen nun unterdurchschnittlichen Renditen folgen.



„Hallo junge Frau, wollen Sie Ihr Erspartes nicht mit einem meiner schönen Fonds verlieren?“
„Nein danke, werter Herr, mein Erspartes kommt in Großmutter's ETF.“

alexei bannykh – fotolia

Sie gelten als Schöpfer des Begriffs „Investment-Pornografie“. Was verstehen Sie darunter und wo findet der Kunde heute überhaupt noch „pornografiefreie“ Informationsquellen?

Muss Sie da ein wenig korrigieren. Die amerikanische Buchautorin Jane Bryant Quinn hat diesen anschaulichen Begriff vor ein paar Jahren geprägt. Ich war lediglich einer der ersten, die ihn in Deutschland eingeführt haben. Investment-Pornografie sind Aussagen der Medien und der Finanzbranche, die weismachen, dass erfolgreiches Investieren und schnell Reich werden mit Aktien leicht und für jeden möglich sei. Ich könnte Hunderte von Beispielen nennen, lasse es aber bei zweien bewenden. Neben wir einen Buchtitel: „Schnell Reich. Die ewigen Gesetze der Börse“ oder einen Zeitschriftenartikel: „Zehn Aktien mit 100% Gewinnchance in 6–12 Monaten“. So etwas ist manipulativer Unsinn, verkauft sich aber. Investment-Pornografie ist allgegenwärtig. Sie prasselt jeden Tag im Internet, in Anlegerzeitschriften, im Börsen-TV und in der Bankenwerbung auf uns herein. Die meisten Anleger sind sehr offen für diesen infektiösen Unfug.

Eine Frage zum Marktverhalten von ETFs. Mit aktivem Fondsmanagement kann es möglich sein, den Absturz eines Marktes zu mildern. Zum Beispiel, indem der Fondsmanager die investierten Gelder aus dem Markt nimmt und damit seine Kasse auffüllt. Ein ETF dagegen würde mit dem gesamten Markt entsprechend 1:1 in die Tiefe rauschen. Wenn der Fondsmanager dann wieder mit vollem Einsatz einsteigt, muss ein ETF erst die Verluste des Marktes wieder gut machen. Zählt diese Argumentation für Sie?

Das ist ein unermüdlich von der Fondsindustrie und Unmengen von Finanzjournalisten kolportierter Nonsens über Indexanlagen, der irgendwie logisch klingt. Der logische Anschein macht die Argumentation aber auch nicht wahrer. Es gibt Dutzende empirischer Untersuchungen, die das Gegenteil beweisen. Aktive Fonds liegen nicht nur im Bullenmarkt, sondern auch im Bärenmarkt

durchschnittlich unter der Marktrendite oder umgekehrt. Indexanlagen wie ETFs liegen im Aufschwung vorne und liegen im Abschwung vorne. Ursache: Aktive Anleger – und das schließt Fondsmanager mit ein – steigen zu spät aus und zu spät wieder ein, um den Markt zu schlagen.

„Investment-Pornografie sind Aussagen der Medien und der Finanzbranche, die weismachen, dass erfolgreiches Investieren und schnell Reich werden mit Aktien leicht und für jeden möglich sei.“

Dazu kommen ihre hohen Kosten, die die Nettorendite auch in der Baisse drücken. Nur ein Beispiel: 2002 war das schlechteste Börsenjahr seit 1932. In diesem Jahr lagen 61 Prozent aller US-Standardwertfonds unter dem S&P 500 und 74 Prozent aller Small-Cap-Fonds unter dem S&P US Small Cap Index. Bei längeren Betrachtungsintervallen ist die Bilanz der aktiven Fonds zumeist noch desaströser.

Eine häufig gestellte und gern als Provokation verstandene Frage lautet: Und was ist nun, wenn alle Menschen nur noch in ETFs investieren würden?

Ganz einfach. Dann würde der Markt wieder ineffizient werden und aktiv an-

legen würde sich wieder lohnen. Genauso wahrscheinlich ist jedoch, dass sich nächstes Jahr alle europäischen Gartenbesitzer am gleichen Tag einen Rasenmäher kaufen. Sollte passiv investieren von seinem globalen Marktanteil von heute etwa 15% auf 100% steigen, dann werden alle ETF-Anleger immer noch genug Zeit haben, auf aktive Strategien umzusteigen. Bis das so weit ist, können sie mit ETFs den durchschnittlichen aktiven Anleger garantiert outperformen.

Ihre publizierten Einsichten sind der Fondswirtschaft ja nicht erst seit heute morgen bekannt. Warum befinden sich dennoch so viele Fondsmanager und Managementteams in Lohn und Brot? Warum produziert der Markt tägliche neue Fondskreationen? Sitzen wir alle einem großen Schwindel auf?

Die Margen aktiver Investmentprodukte sind etwa fünf- bis zehnmal höher als die passiver Anlageprodukte wie z.B. ETFs. Das erklärt, denke ich viel; da sollte es nicht wundern, dass für ETFs und Indexfonds nicht einmal 1% des Werbeetats der Finanzbranche ausgegeben wird. Journalisten haben auch kein großes Interesse an ETFs, weil darüber nicht tagtäglich „heiße“ Stories geschrieben werden können – es sind nun einmal passive Indexprodukte, an denen sich nach ihrer Einführung nichts mehr ändert. Und schlussendlich wollen viele Anleger einfach das „Outperformance-ist-auch-für-mich-leicht-möglich-Märchen“ glauben.

