

# Aktive Anleger liegen unter der Markt-Rendite

Neue Forschungsergebnisse zeichnen ein ernüchterndes Bild vom tatsächlichen Anlageerfolg aktiver Anleger. Veröffentlichte Fondsrenditen sind höher als die tatsächlichen durchschnittlichen Fonds-Anlegerrenditen.



*Meist ist weniger im Glas.  
Die Zahlen der Fondswirtschaft täuschen.*

Autor:  
Gerd  
Kommer



*Gerd Kommer ist bei einer Bank in London tätig und Autor mehrerer Finanzbücher (zuletzt „Souverän Investieren mit Indexfonds, Indexzertifikaten und ETFs“). Im Juli wird sein neues Buch „Die Buy-and-Hold-Bibel“ bei Campus erscheinen.*

Für viele Leser wird es zunächst kaum glaublich erscheinen: Die in den Medien und im Internet veröffentlichten Renditen aktiv gemanagter Aktienfonds und Zertifikate sind nicht die Renditen, die Anleger in diesen Investmentprodukten tatsächlich erzielen. Wie das? Um diese Frage zu beantworten, müssen wir ein klein wenig ausholen. Es geht dabei um den Unterschied zwischen einer Rendite, die „cash-flow-gewichtet“ ist (Cash Flow = englisch für „Zahlungsstrom“) und einer Rendite, die nicht Cash-Flow-gewichtet ist. Klingt trocken, ist aber wichtig.

Tabelle 1 zeigt uns die Entwicklung der hypothetischen Investmentportfolios der fiktiven Anleger Anna, Paul und Otto, über drei Jahre hinweg darstellt. Alle drei Anleger haben am Anfang von Jahr 1 ein Anlagekapital von 100 Euro zur Verfügung, und alle drei werden diese 100 Euro in den Aktienmarkt investieren. Die Marktrenditen über den fraglichen 3-Jahreszeitraum sind in Spalte 2 dargestellt.

Obwohl die Marktrendite Vorjahr (Jahr 0 – bevor die drei Anleger investieren) negative 10% betrug, ist Anna entspannt und investiert ihre 100 Euro komplett am Beginn des Jahres 1 in einen preisgünstigen, breiten Indexfonds, der den gesamten Aktienmarkt abdeckt. Anna hat einen langfristigen Anlagehorizont von 30 Jah-

Tabelle 1

Wie unterschiedliche Cash Flows die Rendite eines Aktienportfolios beeinflussen

1	2	3	4	5	6	7	8
Ende der Periode	Marktrenditen	Annas Aktien-Portfolio (B&H-PF)	Zahlungsstrom Anna (**)	Pauls Aktien-Portfolio	Zahlungsstrom Paul (**)	Ottos Aktien-Portfolio	Zahlungsstrom Otto (**)
0	-10.0% (*)	€ 100.0	-100.0	€ 80.0	-80.0	€ 20.0	-20.0
1	25.0%	€ 125.0	0	€ 120.0	-20.0	€ 105.0	-80.0
2	-15.0%	€ 106.3	0	€ 102.0	0	€ 89.3	0
3	20.0%	€ 127.5	+127.5	€ 122.4	+122.4	€ 107.1	+107.1
Rendite 1-3	8.4% pa	8.4% pa		7.5% pa		3.2% pa	

(\*) Die drei Anleger investieren am Ende von Jahr 0 (bzw. am Anfang von Jahr 1), so dass die Rendite im Jahr 0 nicht in die Renditeberechnungen in dieser Tabelle oder die Portfolioendwerte der drei Anleger einfließt.

(\*\*) Alle Cash Flows erfolgen am Ende der ausgewiesenen Periode.

ren; überdies denkt sie sich, dass es für neue Investments eher gut ist, wenn es im Vorjahr einen Verlust gab. Die Cash Flows und die Entwicklung ihres Portfoliowertes sind in den Spalten 3 und 4 der Tabelle dargestellt. Annas Portfolio ist ein simples „Buy-and-Hold-Portfolio“ (B&H-PF), da sie nach dem anfänglichen Einmalinvestment bis zum Ende der Betrachtungsperiode von drei Jahren keine Mittel aus dem Portfolio entnimmt und auch keine neuen Mittel zuführt. Die Rendite eines solchen B&H-PFs entspricht der Markt- oder Indexrendite über den entsprechenden Zeitraum hinweg (Kosten und Steuern ignorieren wir an dieser Stelle), also jener Markt- oder Fondsrendite, von der in den Medien berichtet wird. Die Marktrendite ist also stets eine Buy-and-Hold-Rendite, in diesem Fall beträgt sie 8,4% pa im Durchschnitt der Jahre 1 bis 3.

Diese 8,4 Prozent sind ein so genannter „geometrischer Durchschnitt“. Das ist derjenige Wert, der notwendig ist, um von einem Anfangskapital zum Endkapital zu gelangen. Dabei wird angenommen, dass zwischenzeitlich kein Kapital zugeführt oder abgezogen wird. Der geometrische Durchschnitt ist nicht identisch mit dem uns allseits bekannten arithmetischen Durchschnitt, also dem einfachen Durchschnitt aus den drei einzelnen Periodenrenditen (Periode 1 bis 3). Die arithmetische Durchschnittsrendite des Marktes betrüge hier 10 Prozent und ist eine bezüglich des Vermögenseffektes irrelevante Zahl.

Kommen wir nun zum Portfolio von Paul (Spalten 5 und 6). Paul sieht sich – wie Anna – ebenfalls als „passiver“ Anleger. Auch er will in den gleichen Indexfonds investieren und auch er glaubt nicht, dass es möglich ist, den Markt systematisch erfolgreich zu timen, also besonders günstige oder ungünstige Investmentzeitpunkte im Vorhinein verlässlich zu identifizieren. Deshalb ist auch er dafür, nicht lange zu fackeln und sein Kapital zügig anzulegen, damit der Zinseszinsseffekt so lange wie möglich für ihn arbeitet. Allerdings ist Paul ein wenig konservativer als Anna und der „Mini-Crash“ im Jahr 0 hat ihn verunsichert. Er investiert deshalb nur 80 Euro sofort; die restlichen 20 Euro parkt er erst einmal auf einem sicheren Festgeldkonto, weil er befürchtet, mit seinem vollen Kapital zufällig gleich am Anfang ein schlechtes Aktienjahr zu erwischen. Die 20 Euro will er dann erst im nächsten Jahr in Aktien investieren.

Jahr 1 verläuft erfreulich aber Jahr 2 erweist sich wieder als ein schlechtes Aktienjahr. Dennoch hält Paul an seinem ursprünglichen Investitionsplan fest. Am Ende von Jahr 3 ist sein Portfolio auf 122,4 Euro angewachsen, was einer Rendite von 7,5% pa<sup>1</sup> entspricht. Bei dieser „effektiven Rendite“ handelt es sich um den so genannten „internen Zinsfuß“. Das ist das einzige Renditemaß, das kor-

<sup>1</sup> Würde man den Ertrag aus Pauls Festgeldanlage (ebenso wie die von Otto im nächsten Beispiel) noch mit berücksichtigen (was wir aus Gründen der Einfachheit nicht getan haben), würde seine Gesamtportfolioendrendite geringfügig höher ausfallen.

rekt berücksichtigt, wie Pauls Zahlungsströme im Zeitablauf erfolgen, denn er hat ja nicht die vollen 100 Euro in *einem* Betrag am Anfang investiert. Die geometrische Rendite, würde im Falle von Paul kein korrektes Ergebnis liefern.

### ■ Otto, der Performance-Chaser

Nun zu Ottos Portfolio: Anders als Anna und Paul ist er davon überzeugt, dass er in der Lage ist, „Market Timing“ erfolgreich zu betreiben, also zu entscheiden, wann ein besonders guter Einstiegszeitpunkt ist. Dabei orientiert er sich insbesondere an historischen Renditen. Aber auch er sieht sich als vorsichtigen Menschen. Deswegen investiert er von seinen 100 Euro im ersten Jahr zunächst nur 20 Euro, denn schließlich war die Rendite im Vorjahr mit negativen 10% ausgesprochen enttäuschend und es könnte ja noch weiter nach „Süden“ gehen. Die restlichen 80 Euro legt er zwischenzeitlich als Festgeld an. Er wählt den gleichen Indexfonds wie Anna und Paul, weil auch er weiß, wie schädlich hohe Kosten aktiver Fonds langfristig sind. Am Anfang des zweiten Jahres entscheidet sich Otto – von der 25%-Rendite im ersten Jahr ermutigt – die restlichen 80 Euro in Aktien zu investieren. Leider trifft ihn der Mini-Crash im Jahr 2 härter als Anna und Paul; sein Aktienportfolio ist am Ende von Jahr 2 stärker geschrumpft (auf 89,3 Euro), weil er die hohe Jahr-1-Rendite mit einem viel kleineren Investmentbetrag „mitgenommen“ hatte.

Ottos Portfoliorendite für die Jahre 1 bis 3 liegt unter derjenigen von Anna und Paul, weil seine Cash Flows vor allem in den ersten beiden Jahren zu ungünstigen Zeitpunkten erfolgten – er verhielt sich wie ein typischer „Performance-Chaser“ (siehe Kasten). Die Mehrzahl aller Privatanleger sind – zu ihrem eigenen Schaden – in der Tat solche Performance-Chaser. Was vielen Anlegern nicht unbedingt klar ist: Das Timing der Cash Flows in einem Portfolio hat einen großen Einfluss auf seine tatsächliche Rendite, wie unser Vergleich zwischen Anna, Paul und Otto gezeigt hat. Smartes Timing kann die Portfoliorendite über die Marktrendite hinaus heben, schlechtes Timing sie darunter drücken. Die Rendite des An-

legers, ebenso wie die aller Anleger kann man deshalb stets nur korrekt messen, wenn man ihre spezifischen Cash Flows berücksichtigt, während die so genannten „Marktrenditen“, wie auch die von Investmentfonds veröffentlichten Fondrenditen unausgesprochen immer ein anfängliches Einmalinvestment, also ein Buy-and-Hold-Portfolio unterstellen (wie es Annas Portfolio ist).

■ **Prozyklisch oder antizyklisch investieren?**

Die Forschung hat erst in den letzten Jahren begonnen, sich mit dem wichtigen Unterschied zwischen Marktrenditen (Buy-and-Hold-Renditen) und solchen Cash-Flow-gewichteten Renditen, den tatsächlichen Anlegerrenditen, zu beschäftigen. In den allgemeinen Medien im deutschsprachigen Raum ist das Thema noch so gut wie unbekannt – vielleicht weil es Journalisten zu kompliziert erscheint. In diesem Artikel fassen wir die Ergebnisse zweier hochinteressanter Studien zu diesem Sachverhalt zusammen. Diese Untersuchungen zeigen, dass die Anlegerrenditen deutlich unter den veröffentlichten Fondrenditen liegen. Die Ursache: Ungünstiges Cash Flow-Timing aufgrund von Performance-Chasing der Anleger.

Der amerikanische Finanzprofessor Ilia Dichev untersuchte 2007 die „Perfor-

mance-Lücke“ (Renditelücke) zwischen Marktrenditen und den von Aktienanlegern tatsächlich im Durchschnitt erzielten Renditen. Gemeinhin wird angenommen, dass die Marktrendite identisch ist mit der durchschnittlichen Rendite aller Anleger, denn alle Anleger zusammengenommen bilden ja den Markt.

Diese Annahme ist jedoch falsch. Genauso falsch wie es ist, anzunehmen, dass jeder unserer drei hypothetischen Anleger (Anna, Paul und Otto) die Marktrendite erzielt hätte oder sie „im Durchschnitt“ die Marktrendite erzielten. Zwei der drei Marktteilnehmer, Paul und Otto, hatten ja andere Cash Flows als wie sie in der Ermittlung der Marktrendite unterstellt werden.

■ **Was sagen Dichevs Ergebnisse aus?**

- In diesen vier Aktienmärkten lagen die in der Vergangenheit vom durchschnittlichen Anleger realisierten Renditen zwischen 0,7% pa und 2,9% pa unter den Marktrenditen. Hierbei sind die hohen Kosten, die Aktienanleger durch Investments in aktiv gemanagte Fonds oder Zertifikate zusätzlich in Kauf nehmen, noch nicht einmal berücksichtigt. Dazu unten mehr.
- Der Grund für die Performance-Lücke liegt mit großer Wahrscheinlichkeit im

Performance-Chasing des durchschnittlichen Anlegers. Das heißt, das Volumen der Geldmittel, die Anleger Unternehmen zur Verfügung stellen (zum Beispiel bei Neuemissionen von Aktien), steigt stark an, nachdem die Aktienkurse vorher stark gestiegen sind und sinkt, nachdem Aktienkurse vorher stark gefallen sind. Da es aber langfristig die Regression zum Mittelwert<sup>2</sup> gibt, ist dieses prozyklische Verhalten gegenüber einem simplen Buy-and-Hold-Ansatz renditeschädlich. Würde ein Anleger verstärkt Geld in Aktien investieren, nachdem Kurse deutlich fielen und weniger oder gar kein Geld, nachdem Aktienkurse stark stiegen, wäre seine Rendite langfristig sogar höher als die Markt-Rendite.

- Die höheren Renditen der Buy-and-Hold-Anleger werden durch die niedrigeren Renditen der Performance-Chaser subventioniert.

Dichev folgert, dass eine passive Buy-and-Hold-Strategie für den durchschnittlichen Anleger rentabler wäre als konventionelle aktive Strategien, da es keine Performance-Lücke gibt und ein passiver Anleger überdies weit geringere Investmentkosten hat.

■ **Gravierende Performance-Lücken**

Die beiden amerikanischen Finanzprofessoren Geoffrey Friesen und Travis Sapp untersuchten in einer Studie, die sie ebenfalls 2007 veröffentlichten, die Renditen von Anlegern in amerikanischen Aktienfonds. Die Hauptergebnisse der Studie sind in Tabelle 3 zusammengefasst.

Was lässt sich aus den Friesen/Sapp-Ergebnissen ableiten?

Die Performance-Lücke A (4,5% Prozentpunkte) wird verursacht zum einen aus dem schlechten Investment-Management der Aktienfonds-Manager und zum anderen den hohen Betriebskosten und Gebühren aktiver Fonds.

Die Performance-Lücke B (1,6 Prozentpunkte) wird verursacht durch ungünstiges,

Tabelle 2: Performance-Lücke von Aktienanlegern in fünf Ländern, Renditen in lokaler Währung

Aktienmarkt	Zeitraum	Marktrendite (B&H-Rendite) (*)	Tatsächliche Anlegerrendite (CFG-Rendite) (*)	Resultierende „Performance-Lücke“	Investmentendwert nach 20 Jahren für CFG-Rendite in % des B&H-Endwertes
USA (NYSE- und AMEX-Börsen)	1926 bis 2002 (76 Jahre)	9,9% pa	8,6% pa	1,3% pa	79%
Deutschland	1973 bis 2004 (31 Jahre)	8,2% pa	7,5% pa	0,7% pa	88%
Frankreich	1973 bis 2004 (31 Jahre)	13,4% pa	10,5% pa	2,9% pa	60%
Japan	1973 bis 2004 (31 Jahre)	5,2% pa	2,7% pa	2,6% pa	62%

Quelle: Dichev, Ilia D.: "What Are Stock Investors' Actual Historical Returns? Evidence from Dollar-Weighted Returns". In: American Economic Review 97 (1), 2007, S. 386–401

(\*) B&H-Rendite = Buy-and-Hold-Rendite, CFG = cash flow-gewichtete Rendite (interner Zinsfuß).

<sup>2</sup> Wenn man ganze Märkte statt Einzelaktien betrachtet, dann pendeln Aktienrenditen für Zeiträume von etwa fünf Jahren an aufwärts um ihren langfristigen Durchschnitt herum, das heißt auf unterdurchschnittliche Perioden folgen tendenziell (aber nicht immer) überdurchschnittliche Perioden und umgekehrt.

**Tabelle 3:**  
**Performance-Lücke für 7100 amerikanische Aktienfonds mit Schwerpunkt**  
**inländische Aktien, Zeitraum 1991 bis 2004 (14 Jahre), Renditen in USD**

Wilshire 5000 – Marktrendite (*)	Durchschnitt der veröffentl. Fonds-Renditen	Performance-Lücke-A: Marktrendite abzgl. Ø-veröffentl. Fondsrendite (°)	Tatsächliche Fondsanlegerrendite (CFG-Rendite)	Performance-Lücke-B: Veröffentl. Fondsrendite abzgl. tatsächl. Fondsanlegerrendite	Performance-Lücke A+B	Investmentendwert nach 20 Jahren für CFG-Rendite in % des B&H-Endwertes
12,2% pa	7,7% pa	4,5% pa	6,1% pa	1,6% pa	6,1% pa	55%

Quelle: Friesen, Geoffrey C. / Sapp, Travis: "Mutual Fund Flows and Investor Returns: An Empirical Examination of Fund Investor Timing Ability". 2007. Download von <http://papers.ssrn.com>.

(\*) Der Wilshire-5000-Index bildet den gesamten amerikanischen Aktienmarkt ab. Diese Marktrendite entspricht der Buy-and-Hold-Rendite.

man könnte auch sagen naives Cash Flow-Timing der Aktienfondsanleger. Ursache wiederum Performance-Chasing.

Insgesamt verlor der durchschnittliche aktive Anleger über diesen 14-Jahres-Zeitraum etwa die Hälfte der Buy-and-Hold-Rendite (Marktrendite). Ein Anleger mit einem radikal passiven, ETF-Portfolio erzielt also über 14 Jahre einen fast doppelt so hohen Vermögensendwert.

Interessanterweise gab es auch eine Performance-Lücke-B für Aktienindexfonds (das schließt ETFs mit ein), die aber „nur“ etwa ein Drittel der Lücke für Nicht-Indexfonds (also aktive Fonds) betrug. Das deutet darauf hin, dass Indexfonds-Anleger zwar ein klein wenig smarter sind als konventionelle aktive Anleger aber auch sie lassen sich zu schädlichem Market-Timing verleiten.

### ■ Was sind die generellen Schlussfolgerungen aus diesen Forschungsergebnissen?

- Die vom durchschnittlichen Anleger in einem aktiv gemanagten Fonds erzielten Renditen liegen langfristig um ein bis zwei Prozent per annum unter den von dem entsprechenden Fonds veröffentlichten Renditen, weil die Mittelzuflüsse und Mittelabflüsse des durch-

schnittlichen Fondsanlegers zeitlich falsch erfolgen (Performance-Lücke B).

- Darüber hinaus liegt die veröffentlichte Rendite des durchschnittlichen aktiven Aktienfonds (oder Zertifikates) im langfristigen Vergleich um weitere rund ein bis vier Prozent – je nach Zeitraum, nationalem Markt und Untersuchung – unter der entsprechenden Marktrendite. Die Ursache hierfür ist (a) Performance-Chasing der Fonds-Manager (Manager erwerben zum Beispiel zum falschen Zeitpunkt neu emittierte Aktien) und (b) die hohen Kosten und Gebühren aktiver Aktienfonds.
- Die addierten Performance Lücken A + B betragen zusammen 4% bis 5%% und führen dazu, dass der durchschnittliche aktive Aktienfondsanleger über einen 30-Jahreszeitraum einen Investmentendwert erzielt, der nur etwa ein Drittel desjenigen ist, den ein Buy-and-Hold-Anleger erzielt. Diese gewaltige Differenz zwischen Buy-and-Hold-Renditen (Marktrenditen) und tatsächlichen Anlegerrenditen vereinnahmen stattdessen die entsprechenden Unternehmen und die Fondsgesellschaften.

### ■ Fondsanlegerrenditen werden in Europa verschwiegen

Fondsgesellschaften tragen selbst mit entsprechend prozyklischer Werbung zum Problem der Performance-Lücke A (falsches Cash-Flow-Timing der Fondsanleger) bei. Fondsgesellschaften in Deutschland weigern sich, ihre Anleger über diesen unerfreulichen Sachverhalt durch die Veröffentlichung der tatsächlichen

durchschnittlichen Fondsanlegerrendite (CFG-Rendite) aufzuklären.

Die deutschen und übrigen europäischen Finanzmarktaufsichtsbehörden täten gut daran, diese Veröffentlichung im Fondsprospekt und „Fact Sheet“ zur Pflicht zu machen.

In den USA veröffentlicht die Analysegesellschaft Morningstar diese Fondsanlegerrenditen für Fonds schon seit längerer Zeit.

### Performance-Chasing

Dt.: „Renditejagen“. Prozyklisches Investieren oder Performance-Chasing ist auf der Ebene einzelner Fonds wie auch auf derjenigen des gesamten Aktienmarktes zu beobachten.

Ein Beispiel: In den 37 Quartalen (etwa 9 Jahre) von Januar 1998 bis ins März 2007 betrug der durchschnittliche Nettomittelzufluss in amerikanische „Growth-Aktienfonds“ (zu dieser Kategorie gehört die Mehrzahl aller Aktienfonds) rund 14 Mrd. US-Dollar pro Quartal. Im ersten Quartal 2000 jedoch explodierte der Mittelzufluss förmlich auf 140 Mrd. US-Dollar. Warum? Nun, der Markt war in den 24 Monaten davor um kumulativ fast 40 Prozent angestiegen. Doch das dicke Ende kam sogleich: Über die nächsten zwölf Quartale brach der US-Aktienmarkt um mehr als 40 Prozent ein.

Da bei Aktien sowohl auf der Markt- als auch auf der Fondsebene bis zu einem gewissen Grad Regression zum Mittelwert auftritt, liegt die Wahrscheinlichkeit von Kursverlusten nach vorhergehenden starken Kursgewinnen höher als im langfristigen Durchschnitt. Performance-Chaser investieren also genau „falsch herum“, weil sie historischen Renditen hinterher rennen oder vor ihnen weglaufen – aus Gier und Naivität, wenn die Renditen gut waren, und aus Angst, wenn sie schlecht waren. Im Ökonomen-Jargon nennt man das „Recency-Bias“ (sinngemäß „Kurzfristdenken“).

So ergibt sich eine Rendite, die, selbst noch ohne Berücksichtigung der hohen Kosten des aktiven Investierens, langfristig unter der Buy-and-Hold-Rendite liegt.

<sup>3</sup> Die weiter oben referierte Studie von Diechev ist methodisch anders aufgebaut als diejenige von Friesen/Sapp. Diechev untersuchte die Auswirkung von Cash Flow-Timing auf der Ebene des Gesamtmarktes, während Friesen/Sapp die Auswirkung von Cash Flow-Timing auf der Ebene einzelner Fonds untersuchten. Bei Diechev gibt es deswegen, konstruktionsbedingt, nur eine einzige Performance-Lücke, bei Friesen/Sapp (deren Methodik differenzierter ist) dagegen zwei.