

„Aktives Management scheitert fast immer“

Passiv investieren ist gar nicht so einfach. Die menschliche Psyche tendiert zum Gegenteil. Wer das in Ordnung findet, sollte sich mit Gerd Kommer unterhalten. Der 45-jährige Autor stellt in seinem jüngsten Buch aktives Investieren radikal infrage – und kritisiert fleißig die Finanzbranche.

Fragen: Maik Rodewald

Antworten: Gerd Kommer, Autor des Buches „Souverän Investieren mit Indexfonds, Indexzertifikaten und ETFs“

dpn: Herr Kommer, welche bemerkenswerten Reaktionen hatten Sie auf Ihr Buch bisher?

Kommer: Die wichtigste Reaktion auf das Buch sind die Verkaufszahlen. Die haben den Verlag und mich doch angenehm überrascht, gerade auch, weil das Buch nicht marktschreierisch auftritt und mit Kritik an der Finanzbranche durchaus nicht geizt.

dpn: Ihr Buch richtet sich eigentlich an Privatanleger. Haben auch institutionelle Investoren bei Ihnen angeklopft?

Kommer: Ich war überrascht, wie viele Leser aus der Asset-Management-Branche sich gemeldet haben, zuletzt ein mittelgroßes Unternehmen, das einige der zentralen Ideen des Buches umsetzen möchte. Typische institutionelle Endanleger, wie etwa eine Pensionseinrichtung, waren aber nicht darunter. Bis jetzt.

dpn: Sie behaupten in Ihrem Buch unter anderem, aktive Anlagestrategien funktionierten nur, solange sie noch nicht öffentlich bekannt sind ...

Kommer: ... weil der Erfolg einer Strategie Nachahmer anzieht wie das Licht die Motten. Damit verschwindet das Misspricing, von dem die Strategie lebt, und zwar in der Regel ziemlich schnell. Statistisch beobachten Sie das in Form einer Regression zum Mittelwert und mangelnder Performance-Kontinuität vormaliger Outperformer.

dpn: ... und die einzige mögliche Ausnahme, oberflächlich betrachtet, sei Value Investing. Wieso?

Kommer: Seit Mitte der 90er Jahre ist der Value-Effekt vor allem durch Forschungsarbeiten von Eugene Fama und Kenneth French allgemein bekannt und akzeptiert. Es ist schlicht eine Risikoprämie, wobei man Risiko etwas weiter definieren muss als nur als Standardabweichung. Die Finanzbranche vermarktet die Renditekomponente, die auf diesen Value-Effekt – also einen Risikofaktor – zurückzuführen ist, als Outperformance oder neudeutsch Alpha. Das ist Quatsch. Mit „den Markt schlagen“ hat das nichts zu tun. Den Value-Effekt, der sehr langfristig betrachtet etwa zwei bis vier Prozentpunkte ausmacht, können Sie gratis bekommen, indem Sie passiv investieren. Einem Fondsmanager dafür 50 bis 150 Basispunkte im Jahr zu zahlen, ist nicht sehr schlau.



Gerd Kommer

Eigentlich beschäftigt er sich bei einer Investmentbank in London hauptberuflich damit, wie große Infrastruktur-Projekte privat finanziert werden können, kurz: Er ist Investmentbanker, und das seit 1993. Damals fing er nach seinem zweijährigen MBA

an der Vanderbilt University in Nashville, Tennessee, als Relationship Manager in der Corporate-Banking-Sparte einer Münchner Bank an. Da unter den Unternehmen, die er betreute, auch welche waren, die Vermögen anzulegen hatten, begann er, sich mit Kapitalanlagen intensiver zu beschäftigen. Daraus wurde ein Hobby, das ihn faszinierte – wohl auch, weil er sich im Laufe der Jahre zusehends bestätigt fühlte, dass der Schlüssel zum Anlageerfolg von der Finanzpresse geflissentlich ignoriert wird. MRO

dpn: Sie schreiben „aktives Investment Management scheitert fast immer grandios“ – können Sie uns das „fast“ beziffern und erklären?

Kommer: „Fast immer“ heißt in diesem Zusammenhang, dass es in langfristigen Messintervallen nur eine sehr kleine Zahl von Outperformern gibt. Bezüglich der Existenz dieser Outperformer gibt es Missverständnisse, die von den Anbietern von Asset-Management-Dienstleistungen und den Finanzmedien tagtäglich neu verbreitet werden, weil die Existenz dieser Missverständnisse ihnen nützt. Lassen Sie mich einige der Missverständnisse etwas geraderücken: Erstens, die Gruppe der Outperformer ist bei korrekter Messung extrem klein und vermutlich sogar noch kleiner als das, was Sie an sich vom statistischen Zufall in einem zufallsgesteuerten Prozess erwarten würden. Zweitens, diese Outperformer sind nicht im Voraus identifizierbar, sondern immer nur ex post. Stichwort: mangelnde Performance-Kontinuität. Drittens, die tägliche Flut von Berichten in den Medien über diesen oder jenen Outperformer ist erstaunlich fragwürdig.

dpn: Medienschelte ist Ihr gutes Recht – aber das ist nicht die Wurzel der Probleme.

Kommer: Das mag sein. Dennoch: Weniger als 19 von 20 dieser „Out-performance-Berichte“ würden einer seriösen Überprüfung standhalten. Da wird einmal die falsche Benchmark gewählt, dann werden Transaktionskosten und Steuern vergessen, dann wird das eingegangene Risiko ignoriert, es werden lächerlich kurze Zeiträume von zum Beispiel zwölf Monaten oder selektive Einzelintervalle betrachtet oder es wird einfach eine bestimmte Performance behauptet, ohne dokumentierte Belege dafür zu haben. In der Praxis kommen zumeist sogar mehrere dieser Tricks gleichzeitig zur Anwendung. Es gibt natürlich noch viel mehr solcher Benchmarking-Gimmicks, die ich in meinem Buch auch überwiegend nenne. Deswegen ist es in der Tat nicht übertrieben zu sagen, dass aktives Management fast immer scheitert. Und wer Vernunft und Objektivität walten lässt statt Hoffnung, der wird das nicht übersehen.

dpn: „Wer nicht auf aktives Management verzichten will, handelt irrational.“ Würden Sie diese Aussage unterschreiben?

Kommer: Was rational ist und was nicht, darüber streiten sich die Gelehrten. Neuerdings spricht die Wissenschaft sogar von einer Zwischenform, der „Bounded Rationality“. All das ist interessant, führt aber in der realen Welt eher zu weiterer Verwirrung. Aus meiner Sicht gilt: Passives Anlegen unter Berücksichtigung der Value-, Size- und Emerging-Market-Risikoprämien ist unheimlich attraktiv, weil es gewissermaßen eine Freifahrt mit einem Omnibus ist, dessen Betriebskosten die aktiven Anleger bezahlen. Ich persönlich bin gerne Trittbrettfahrer, wenn andere die Rechnung übernehmen und meine Freifahrt auch noch legal ist – das nenne ich ökonomische Rationalität.

dpn: Und was halten Sie von dem Satz: „Wer zusätzlich noch versucht, zur richtigen Zeit ein- und auszusteigen, ist ein Anlage-dilettant“?

Kommer: Leider hat Market Timing als aktive Strategie und egal auf welcher Methodik basierend eine katastrophale Erfolgsbilanz, schlechter noch als die vielen Varianten des Stock Pickings. Dazu steht ja auch einiges in meinem Buch. Alles in allem: Wenn man das Ziel, den Risiko-Rendite-Trade-off zu maximieren, als rational einstuft, dann erscheint aktives Investieren nicht als sehr rationaler Weg dorthin.

dpn: Die logische Konsequenz wäre, dass ein Anleger seine Anlagen komplett passivieren sollte. Korrekt?

Kommer: Ja. Es wird in diesem Zusammenhang gerne behauptet, dass passiv Investieren nur bei Standardwerten der entwickelten Aktienmärkte sinnvoll sei, aber eben nicht in ineffizienten Märkten. Die empirischen Daten sprechen eine andere Sprache. Das hat mit den weit höheren Transaktionskosten der vermeintlich ineffizienten Märkte zu tun – und außerdem ist der Effizienzgrad dieser Märkte höher, als die Finanzbranche postuliert. Und wer glaubt, aktiv sei in

Bärenmärkten besser als passiv, dem wünsche ich viel Glück für die Zukunft; er wird es brauchen. Ein Zahlenbeispiel: 2002 war das schlechteste Börsenjahr seit 1932. In diesem Jahr lagen 61 Prozent aller US-Standardwertefonds unter dem S&P 500-Index und 74 Prozent aller amerikanischen Nebenwertefonds unter dem S&P US Small Cap Index. Übrigens liegt die große Gruppe der Verliererfonds durchschnittlich viel weiter unter dem Index, als die kleine Gruppe der Gewinnerfonds darüber liegt.

dpn: Wenn es so einfach ist, wie Sie sagen, wieso setzen es nicht mehr Menschen um?

Kommer: Die Anbieter von Asset-Management-Leistungen haben kein Interesse an der Verbreitung passiver Strategien und Produkte, da die Margen fünf- bis zehnmal niedriger sind. Die Medien haben ebenfalls kein Interesse: Über passives Investieren gibt es keine heißen Stories, die sich jeden Tag ändern und mit denen man Auflagen und Einschaltquoten in die Höhe treiben kann. Dann kommt uns noch die menschliche Psyche in die Quere: Wir alle haben ja inzwischen vom sogenannten Overconfidence Bias gehört. Fast jeder glaubt, schlauer zu sein, als er ist. Sich mit der Marktrendite zufrieden zu ge-

ben, geht bei dieser Ego-Konstellation nicht. Und last, but not least: Bestimmte Aussagen über passives Investieren sind auf den ersten Blick nicht intuitiv – eine Hürde, über die viele Investoren nicht klimmen können.

dpn: Welche bekanntesten Wissenschaftler würden gegen Ihre Thesen argumentieren?

Kommer: Andrew Lo wäre ein Beispiel. Er hat in einem Buch versucht, die Efficient-Market-Theorie zu widerlegen, die ich hingegen für sehr erklärungsstark halte. Dann könnte man vielleicht noch einen Teil der Behavioral-Finance-Forscher nennen. Bei dieser interessanten Forschungsrichtung über die sogenannten Irrationalitäten vieler Marktteilnehmer kommen einige Vertreter zu der Schlussfolgerung, daraus ließe sich die Sinnhaftigkeit aktiven Anlegens ableiten; andere wiederum schließen das Gegenteil daraus, nämlich dass Anleger gerade wegen dieser Irrationalitäten passiv investieren sollten – zum Beispiel Professor Martin Weber aus Mannheim oder Professor Odean von der University of California.

dpn: Kennen Sie einstige prominente Advokaten des aktiven Managements, die sich haben bekehren lassen?

Kommer: Da gibt es zum Beispiel den Manager von TIAA-CREF, einem der größten Pensionsfonds in den USA mit rund 450 Milliarden Dollar Anlagevermögen. Die Aktien-Assets in dem Fonds sind vorwiegend passiv investiert. Von dem Fondsmanager Douglas Dial ist das Zitat bekannt: „Ich war ursprünglich kein wirklicher Anhänger [von Indexing]. Jetzt bin ich bekehrt. Indexing ist ein extrem professioneller Ansatz.“ Seit der Geburtsstunde des ersten Indexfonds vor etwa

Passives Anlegen unter Berücksichtigung der Value-, Size- und Emerging-Market-Risikoprämien ist unheimlich attraktiv, weil es gewissermaßen eine Freifahrt mit einem Omnibus ist, dessen Betriebskosten die aktiven Anleger bezahlen.

35 Jahren ist in den USA der Indexing-Anteil bei Institutionellen langsam, aber sicher auf rund 20 bis 30 Prozent gestiegen. Der Trend geht also in die richtige Richtung.

dpn: Wie muss ein Index beschaffen sein, damit er sich fürs Passivieren eignet?

Kommer: Es gibt an die hunderttausend Wertpapierindizes, darunter so esoterische Dinge wie einen kanadischen Holz-Index oder einen türkischen Wohnimmobilien-Index. Ein passiver Investor sollte sich aber auf breite Indizes beschränken, die wohldefinierte Asset-Klassen repräsentieren und durch Anlageprodukte mit günstigen Kosten replizierbar sind. Bei vielen engen Spezialindizes ist Letzteres nicht möglich. Und je enger ein Index ist, in den man investiert, desto stärker nähert man sich de facto wieder dem aktiven Investieren.

dpn: Ein weltweit tätiger Investment Consultant, Watson Wyatt, schlägt in einer Publikation (Global Investment Matters, 2008, Seiten 41 bis 43, „Indices that beat the market“) passive Produkte der Dritten Generation vor, zum Beispiel für Indizes mit Factor Tilts. Was halten Sie davon?

Kommer: Gar nichts. Wenn ich einen Factor Tilt – also eine Übergewichtung von Small und Value – relativ zu einem marktkapitalisierungsgewichteten Gesamtmarktindex habe, dann schlage ich damit nicht den Markt, sondern ich schlage einen Index mit einer bestimmten Indexierungsmethode. Anders ausgedrückt: Ich nehme mehr Risiko, was langfristig auch in einer höheren Rendite münden muss als der Markt im Sinne eines Market-Cap-Index. Es ist Quatsch, so etwas als Market Beating zu bezeichnen – ausgenommen, wenn man Schlagzeilen machen will oder den Absatz solcher Produkte forcieren möchte. Generell sind diese sogenannten Third-Generation-Indizes überwiegend Marketing-getriebene, zumeist teure Verkleidungen des Size- und des Value-Faktors oder eventuell von Leverage. Für jemanden, der optimal passiv investieren möchte, sind das alte Hüte oder es steckt kein Mehrwert drin – je nach Betrachtungsweise.

dpn: Welche Innovationen der jüngeren Zeit bei ETFs, Indexfonds, Indexzertifikaten begrüßen Sie, welche nicht?

Kommer: Das vorhandene Spektrum nützlicher passiver Anlageprodukte mit deutscher Bafin-Zulassung, vor allem ETFs, hat in den vergangenen drei Jahren dramatisch zugenommen. An sich ist das gut, auch wenn viele unnütze, esoterische Produkte dabei sind. Eine der vielen nützlichen Innovationen in jüngerer Zeit waren ETFs auf inflationsindexierte Staatsanleihen. Dennoch gibt es noch eine Reihe von Lücken, die hoffentlich in der Zukunft geschlossen werden. So gibt es in Europa etwa 15 ETFs auf den Dax, aber zum Beispiel kein einziges auf globale Emerging-Market-Value-Aktien. Was in Deutschland generell noch fehlt, sind Small-Cap- und Value-Index-Produkte für die Regionen außerhalb Europas. Institutionelle Anleger sind freilich im

Allgemeinen nicht auf Produkte beschränkt, die von der Bafin zugelassen wurden, insofern ist für sie schon heute die gesamte notwendige Klaviatur passiver Produkte vorhanden.

dpn: Sie bemängeln auch den „Äpfel-und-Birnen-Vergleich“, mit dem aktive Manager den Mehrwert ihres Schaffens bisher schön-gerechnet haben. Hat sich das gebessert?

Kommer: Nein, leider nicht. Nach wie vor sind wohl neun von zehn Performance-Vergleichen, die in den allgemeinen Finanzmedien oder im Marketing-Material von Finanzdienstleistern erscheinen, erschreckend unkorrekt. Jeder sucht sich eben die Benchmark heraus, die ihn am besten aussehen lässt, auch wenn das wenig seriös ist. Und wer damit einmal durchgekommen ist, wird es wieder machen.

Es gibt an die hunderttausend Wertpapierindizes, darunter so esoterische Dinge wie einen kanadischen Holz-Index oder einen türkischen Wohnimmobilien-Index. Ein passiver Investor sollte sich aber auf breite Indizes beschränken.

dpn: Angenommen, Sie wären Consultant und würden für institutionelle Kunden aktive Asset Manager auswählen. Würden Sie auf eine fixe Vergütung verzichten und Ihre Vergütung ausschließlich abhängig machen von der durchschnittlichen Outperformance der Asset Manager?

Kommer: Ich befürworte einen konsequent passiven Ansatz, mit Factor Tilts im Aktienbereich und den beiden einzigen akzeptablen „alternativen“ Asset-Klassen: Rohstoff-Futures und Immobilien. Wenn ein

solcher Ansatz korrekt gebenchmarkt wird, kann es definitionsgemäß nicht zur Outperformance kommen, da man ja lediglich die jeweilige Asset-Klassen-Performance repliziert. Dass dieser Ansatz sehr langfristig mehr als 90 Prozent aller konventionellen aktiven Portfolios für ein gegebenes Risiko-Level outperformt, ist ein netter Nebeneffekt, aber eigentlich nicht das Ergebnis einer besonderen Leistung des Consultants.

dpn: Was hieße das für Ihre Vergütung?

Kommer: Ich würde ein Vergütungsmodell für fair halten, dass zu einem sehr kleinen Teil an das verwaltete Vermögen gebunden ist, und darüber hinaus ein Honorar pro Stunde, genauso wie bei einem Rechtsanwalt, Wirtschaftsprüfer oder Architekten. Die Vergütungsmodelle, die dagegen heute in der Asset-Management-Industrie üblich sind, dürften kein guter Deal für die Investoren sein. Im Übrigen finde ich es erstaunlich, dass Asset Manager sich gerne an der Outperformance ihrer Klientenportfolios beteiligen, aber niemals an der Unter-Performance.

dpn: Wo sehen Sie passives Management im Kommen?

Kommer: Ich schätze, in Europa und Asien wird in den nächsten fünf Jahren noch ordentlich neues Geld in passive Produkte hineinfließen. Hier gibt es Nachholbedarf. Das ist in den USA anders, wo das Marktwachstum für „passiv“ vielleicht schon ausgereizt ist – ich hoffe aber, dass ich mich diesbezüglich täusche. Hierzulande investieren jedenfalls noch nicht ausreichend viele Anleger passiv.