

**Gerd Kommer**  
**Ist Buy-and-Hold tot?**

**VDH-Netzwerktag, Hamburg – 23. Sept. 2009**

## Ist Buy-and-Hold tot?

- ❑ "1980 bis 2000 war eine gute Zeit für Buy-and-Hold. Jetzt würde ich es nicht empfehlen"  
*(Heinz-Werner Rapp, Feri Family Trust AG, 17.07.2009)*
- ❑ "Das klassische Buy and Hold ist wahrscheinlich tot"  
*(Götz Kirchhoff, Avana Invest, Exvorstandssprecher BGI, 25.05.2009)*
- ❑ "The Warren Buffet-approach will be dead for the next 10 years"  
*(Mark Faber, 04.12.2008)*
- ❑ "Long-Term Buy and Hold May Not Be the Smartest Investing Strategy"  
*(“The Motely Fool”, 12.06.2009)*
- ❑ "In this environment, managing risk can no longer be easily accomplished via simple buy-and-hold portfolios"  
*(Prof. Andrew Lo, MIT, 01.10.2009)*

# Inhalt der Präsentation

1. Die Finanzkrise 2007/2009
2. Was BAH ist, und was BAH nicht ist
3. Track Record aktiver Investoren in der Finanzkrise 2007-2009
4. Langfristige Rendite und Risiko der wichtigsten Asset-Klassen
5. “Rebounding-Effekt” bei Aktien (Regression zum Mittelwert)
6. Welche Rolle spielt das Timing von “Ein- und Ausstiegszeitpunkt”?
7. Fazit
8. *Exkurs: Realistische Schätzungen für erwartete Renditen der wichtigsten Asset-Klassen*

# Die Finanzkrise 07/2007 bis 08/2009

## Was ist geschehen?

- ❑ Aktien erlitten in den 16 Monaten von Okt. 2007 bis Feb. 2009 einen Drawdown (\*) von **-53%** (MSCI World, real, in Euro)
- ❑ Crash geschah gleichzeitig in allen globalen Aktienmärkten einschl. Schwellenländern, Rohstoffen und Immobilien (Ausnahme: Gold)
- ❑ Schlagwort: *"Das verlorene Jahrzehnt"*  
DAX zw. Feb. 1999 und Feb. 2009 (10 J.) = kumulativ **-16%** (real) = **-1,8% pa**

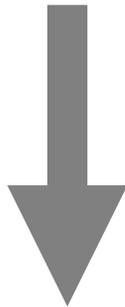
## Dagegen:

- ❑ RexP zw. Feb. 1999 und Feb. 2009 kumulativ **+35%** (real) = **3,9% pa**

(\*) Drawdown = kumulativer Verlust

## Mögliche Schlussfolgerung

- ❑ “Aktien: Nullrendite über mehr als 10 Jahre!”
- ❑ “Diversifikation versagt, wenn man sie am meisten braucht“



**Buy-and-Hold? Nein, Danke!**

# Was Buy-and-Hold ist und was es nicht ist

## Buy-and-Hold:

- heißt nicht: alles in Aktien investieren
- hat generell nichts mit Asset-Allokation zu tun
- kann man anwenden auf ein 100%-Aktienportfolio, ein 100%-Anleihenportfolio, ein 100%-Immobilienportfolio oder ein global diversifiziertes Multi-Asset-Klassen-Portfolio
- bezieht sich nur auf die Frage der Trading-Häufigkeit

## Hauptziele von Buy-and-Hold:

- maximale Reduktion von Kosten + Steuern
- radikale Vermeidung von langfr. Performance-schädlichem Market Timing und Stock Picking

# Die professionellsten aktiven Investoren der Welt erlitten in dieser Finanzkrise dramatische Verluste (1/4)

- ❑ Goldman Sachs – "die beste Investment Bank der Welt,, → muss wegen Insolvenzgefahr staatl. Hilfen in Anspruch nehmen. Max DD (\*) Aktienkurs **-78%**
- ❑ Lehman Brothers – zweitgrößte Investment Bank der Welt: → Konkurs
- ❑ Merrill Lynch, Citi Group, Bank of America → ML durch Notverkauf an BoA vor Konkurs gerettet; CG und BoA erhalten staatl. Hilfen, um möglicher Insolvenz zu entgehen, max. DD Aktienkurs **-98% (CG), -94% (BoA)**
- ❑ Deutschland: IKB, SachsenLB, Bayerische Landesbank, WestLB, Hypo Real Estate, Dresdner Bank, Commerzbank, KfW, HSH Nordbank, mehrere Sparkassen → **dramatische Verluste, Notfallliquidität vom Staat, ohne Staatshilfen mehrere Konkurse wahrscheinlich**
- ❑ Großbritannien: Royal Bank of Scotland (Nr. 2 in GB), HBOS (Nr. 4 in GB), mehrere Immobilienfinanzierer, Bausparkassen → **extreme Verluste, Liquiditätshilfen des Staates, max. DD Aktienkurs RBS -90%, erste Bankverstaatlichungen seit über 100 Jahren**

(\*) Max DD = maximaler Drawdown (maximaler kumulativer Verlust)

## Die professionellsten aktiven Investoren der Welt erlitten in dieser Finanzkrise dramatische Verluste (2/4)

- ❑ Schweiz: UBS (Nr. 1 in CH) → Verluste von €38 Mrd. zw. '07 und '09. Fast €500 Mio. Straf-gelder wg. Beihilfe zur Steuerhinterziehung in den USA. Liquiditätshilfe vom Staat
- ❑ Hedge Fonds → 2008 schlechtestes Jahr seit „Erfindung“ von Hedge-Fonds. Schließung der Hälfte aller Fonds bis Ende 2010 erwartet. Nach Berücksichtigung von Kosten underperformen Hedge-Fonds risikolose dt. Staatsanl. seit 1999 (10,7 Jahre). Madoff-Betrugsfall mit \$60 Mrd. Schaden.
- ❑ Yale Universitätsstiftung (David Swensen) → In den 12 Monaten bis 06/2009 gleiche Verluste wie US-Aktienmarkt (-25%) (\*).
- ❑ Warren Buffett (Berkshire Hathaway) → max. DD -52%
- ❑ Häuslebauer in USA, Großbritannien, Spanien, Irland, Australien → Millionen Eigentümer mit „negative equity“, d.h. Eigenkapitalverlust > -100%. Hauspreise in den USA max. DD ca. -40%, in einzelnen Großstädten -65%; in Irland max. DD -80% (ohne Berücksichtigung von Leverage!)

(\* ) Genauere Zahlen werden nicht veröffentlicht.

## Die professionellsten aktiven Investoren der Welt erlitten in dieser Finanzkrise dramatische Verluste (3/4)

- ❑ "8300 Punkte sind für den DAX in den kommenden zwölf Monaten [2008] möglich.,,  
(Klaus Martini, Global Chief Investment Officer, Deutsche Bank, 05.12.2007)  
→ Dax-Stand am 31.12.2008 = 4810
  
- ❑ "Die Wahrscheinlichkeit höher tendierender Aktienmärkte liegt bei 65 Prozent. Die Aussichten sind insbesondere für Schwellenländer und Japan günstig."  
(ING Investment Management / ING Bank, Niederlande, Newsletter Dez. 2007)  
→ MSCI Emerging Markets (EUR) 2008: -51%  
→ MSCI Japan (EUR) 2008: -25%
  
- ❑ Performance aktiv gemangter US-Aktienfonds ggüb. Benchmark im Crash-Jahr 2008:  
→ Anteil der aktiv gemangten Aktienfonds, die unter ihrer Benchmark lagen: 70,5%  
→ Performance des durchschn. US Aktienfonds: -38,7% vs. S&P Composite 1500: -36,7%  
(Quelle: S&P, Indices Versus Active Funds Scorecard Year End 2008)

# Erstes Fazit

- (1) Die professionellsten aktiven Investoren und Asset Manager der Welt haben diese Krise nicht vorausgesehen und waren unfähig, ihr eigenes Vermögen oder das ihrer Kunden nennenswert zu schützen
- (2) Den erstaunlichen Rebound seit der 2. Märzwoche von +43% beim MSCI World und +64% beim MSCI Em. Mkts (per 10.9.09, jeweils in Euro) hat praktisch kein aktiver Investor korrekt prognostiziert
- (3) “Verlorenes Jahrzehnt?”  
→ Global diversifiziertes Aktien-Portfolio (\*) 1999 bis 10.09.2009 (10,7 Jahre) = 7,1% pa  
vs. Dax 1,1% pa und vs. RexP 4,7% pa

**→ Aktive Anlagestrategien unterliegen passivem BAH sowohl langfristig als auch in der aktuellen Krise**

- (\*) Jeweils 1/4 MSCI World Large Cap Value, MSCI World Small Cap, MSCI Emerging Markets, FTSE Global Reits (nominal in €)

# Langfristige Renditen und Risiko: Aktien, Staatsanleihen, Gold

Inflationsbereinigte Renditen: "World" (16 entw. Länder + Südafrika)  
von 1900 bis 2008 (**109 Jahre**) in USD:

	Gold	Globale kfr. Staatsanl.	Globale langfr. Staatsanl.	Globale Aktien
<b>Geometr. reale Rendite p.a.</b>	0,5%	1,0%	1,8%	5,2%
<b>Vervielfachungsfaktor 30 Jahre</b>	1,2x	1,3x	1,7x	4,6x
<b>"Rang-Analyse"</b>				
<b>Rollierende 20-Jahres-Renditen</b>				
<i>Anzahl 20-J-Perioden seit 1900</i>	90	90	90	90
<b>Häufigkeit Rang 1</b>	16%	6%	6%	73%
<b>Häufigkeit Rang 2</b>	14%	27%	33%	26%
<b>Häufigkeit Rang 3</b>	8%	39%	52%	1%
<b>Häufigkeit Rang 4</b>	62%	29%	9%	---
<b>Maximaler Drawdown (*)</b>	-77%	-47%	-62%	-54%

← In 99% aller Fälle an Position 1 oder 2

(\*) Auf Kalenderjahresrenditenbasis, daher tendenziell zu „milde“ Werte  
— Alle Renditen vor Kosten und Steuern  
— Zugrunde liegende Inflation: USA  
— Daten: Dimson, Marsh, Staunton

— Inklusive Steuern wäre Vorsprung von Aktien deutlicher  
— USA-Hauspreise 1900 bis 2008 = 0,3% pa

→ Aber: Auch diese Daten sollte man nicht überinterpretieren!

# Rebounding-Effekt bei Aktien aufgrund langfristiger Regression zum Mittelwert

## Beispiel: MSCI Germany-Index

- ❑ Zeitraum Jan. 1970 bis Aug. 2009 (39,7 Jahre = 476 Monate):  
Rendite: 7,4% pa nominal (4,3% pa real)
- ❑ In 75 von diesen 476 Monaten (16% aller Monate) bestand ein DD von  $\geq -30\%$

→ **Durchschn. Jahresrenditen des MSCI Germany nach einem kumulativen (nominalen) Verlust von  $-30\%$  und mehr von Jan. 1970 bis Aug. 2009**

	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	10 Jahre
Ø nom. Rendite im Folgezeitraum pa	14,0%	14,7%	10,6%	16,4%

# Allgemeine Beobachtungen zur gegenwärtigen Krise

- ❑ Ausreichend zuverlässige Kurs- und Renditeprognosen an den Kapitalmärkten sind für kurz- und mittelfristige Horizonte unmöglich
- ❑ Langfristig sind und bleiben Aktien die ertragreichste Asset-Klasse (weil sie am risikoreichsten sind)
- ❑ Auch Zeiträume von 20 Jahren bieten keine völlige Gewähr mit Aktien alle anderen Asset-Klassen zu schlagen; erst ab etwa 30 Jahren ist die Wahrscheinlichkeit dafür sehr hoch; vollständige Gewissheit gibt es niemals
- ❑ Die realen, nachhaltigen Renditen aller Asset-Klassen sind niedriger als das, was die meisten Anlageberater glauben und/oder versprechen

# Welche Rolle spielt der Einstiegs- und Ausstiegszeitpunkt bei Aktien und anderen Asset-Klassen (1/2)

→ Rein rechnerisch eine sehr große Rolle

**Aber: In der Anlagepraxis in den meisten Fällen bedeutungslos**

→ Warum?

- ❑ Market Timing funktioniert nicht. Zuverlässige Prognosen des optimalen Ein- und Ausstiegszeitpunktes für Privatanleger unmöglich

Andrew Smithers: In den letzten 100 Jahren gab es nur zwei (!) unmissverständlich klare Signale für Überbewertung auf dem Aktienmarkt: 1929 und 2000 (\*)

(\*) Andrew Smithers: "Wall Street Revalued. Imperfect Markets and Inept Central Bankers" (2009)

## Welche Rolle spielt der Einstiegs- und Ausstiegszeitpunkt bei Aktien und anderen Asset-Klassen (2/2)

- Nur sehr wenige Anleger investieren "schlagartig" eine große Summe relativ zu Ihrem Gesamtvermögen
- Normalfall: Anleger investieren (sparen) peu à peu in relativ kleinen Beträgen
- Auch Ausstieg (Entsparen, Vermögensverbrauch) erfolgt in den meisten Fällen langsam und über Jahre hinweg
- So gut wie kein Anleger ist in nur eine Asset-Klasse investiert (und sollte es auch nicht sein)

**Daher:** Einstieg und Ausstieg erfolgen bei den meisten Anlegern in "verwaschener" Weise. Folglich wirken sich zeitweilige Über- oder Unterbewertungen einzelner Asset-Klassen sowohl positiv als auch negativ nur gedämpft aus

# Die entscheidenden Punkte zusammengefaßt

- ❑ BAH wird von seinen Kritikern fast immer mit einem 100%-Aktienportfolio gleichgesetzt. → *Das ist Unsinn. BAH hat nichts mit Asset-Allokation zu tun, sondern nur mit Trading-Häufigkeit*
- ❑ Investieren in Aktien sollte ohnehin nie heißen „100% DAX“ oder „100% S&P“, sondern *global diversifiziertes* Aktienportfolio inkl. Small Cap, Value und Emerging Markets. → *Erhöhte Performance und leicht niedrigeres Risiko ggüb. rein nationalem Standardwerteportfolio*
- ❑ Aktives Investieren ist für Privatanleger oder Privatanleger/Finanzberater-Kombination keine überlegene Alternative zu BAH. → *Aktives Management unterperformt passiven Low-Cost-Ansatz langfristig, wg. (a) des eingebauten Kostennachteils, (b) stets vorhandene kleine Outperformer-Gruppe wechselt ihre Zusammensetzung fortlaufend (Abwesenheit von Performance-Kontinuität), (c) Vermeidung von Schäden aus prozyklischem Anlegerverhalten*

## Schlussfazit

- ❑ Aktive Investoren haben in diesem Crash genau so schlimm oder sogar noch schlimmer versagt als in früheren Crash-Jahren
- ❑ Die Finanzkrise 2007-2009 ist ein beinahe perfekter Beleg für die Überlegenheit von passivem Buy-and-Hold
- ❑ BAH auf Basis eines global diversifizierten Low-Cost-Multi-Asset-Klassen-Portfolio schlägt aktives Investieren langfristig mit großer Wahrscheinlichkeit – in guten wie in schlechten Marktphasen

**→ Buy-and-Hold ist nicht nur nicht tot – es ist lebendiger als je zuvor!**

## Exkurs: Grobe Schätzungen für erwartete reale (geometrische) Jahresrenditen (1/2)

	Reale Rendite (Grobe Schätzung)
<b>Aktien</b>	
Large Caps Blend, entwickelte Märkte	5% – 6%
Large Caps Value, entw. Märkte	6,5% – 7,5%
Small Caps Blend (*), entw. Märkte	6% – 7%
Small Caps Value, entw. Märkte	7,5% – 8,5%
Large Caps, Schwellenländer	9% (**)
<b>Anleihen</b>	
Kfr. Staatsanleihen / Sparbuch	1% – 1,5%
Langfr. Staatsanleihen	2% – 3%
Unternehmensanleihen hoher Bonität	2% – 3%

Die histor.  
Werte waren  
etwas höher

Vor Steuern und vor Kosten über Zeiträume von 25+ Jahren  
 (\*) "Blend" = "Market", also ohne Small Cap- oder Value-Tilt  
 (\*\*) Besonders starker Unsicherheitsfaktor in der Schätzung

**Max. DD bei Large Caps real bis zu 70%, bei Value, Small und Emerg. Mkts noch mehr**

## Exkurs: Grobe Schätzungen für erwartete reale (geometrische) Jahresrenditen (2/2)

	Reale Rendite (Grobe Schätzung)
<b>Wohnimmobilien</b>	
Wohnimmobilien, Wertsteigerung	0,5% (*)
Wohnimmobilien, Gesamtrendite	2,5% – 3,5% (*)
<b>Rohstoffe</b>	
Gold	0% – 1%
Rohstoffe, Spot-Markt	0% – 1%
Rohstoffe, Futures (Total Return)	4% – 6%

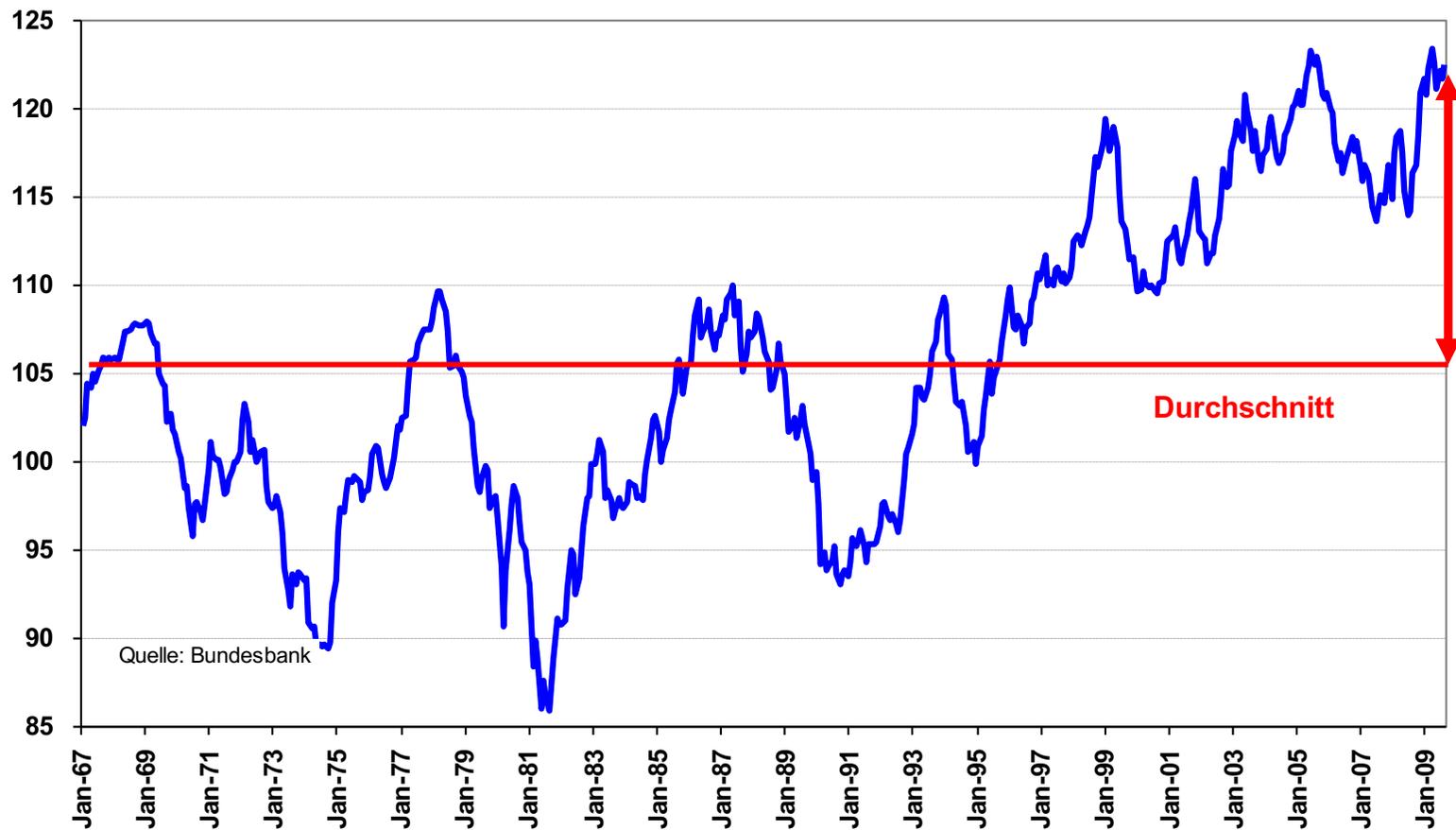
Vor Steuern und vor Kosten über Zeiträume von 25+ Jahren

(\*) Aber äusserst illiquide Asset-Klasse, deren unsystematisches Risiko kaum wegdiversifizierbar und nicht messbar ist. Außerdem sehr hohe Kauf- und Verkaufskosten (DE: ca. 12%); Fremdfinanzierung (typischerweise renditeschädlich) hier nicht berücksichtigt. (siehe G. Kommer: "Kaufen oder Mieten", Campus 2010).

**Max. DD bei Gold historisch ca. 80%**

# Anleihen derzeit teuer

**Kursniveau mittelfristiger deutscher Staatsanleihen  
(RexK-Index von Januar 1967 bis August 2009)**



# Haftungsbegrenzung / Disclaimer

Die Information in dieser Präsentation sind subjektive Meinungsäußerungen des Autors und dienen lediglich illustrativen Zwecken. Unter keinen Umständen sollte diese Präsentation oder die darin enthaltenen einzelnen Informationen als Finanzberatung, Angebot oder Investitionsempfehlung verstanden werden.

Historische Renditen bieten keine Gewähr für zukünftige Renditen.

Investieren in Aktien, andere Wertpapiere und Investmentfonds beinhaltet hohe Kapitalrisiken. Es ist deswegen durchaus möglich, dass die Investmenttechniken, die in dieser Präsentation genannt werden, zu beträchtlichen Verlusten führen.

Ob die Informationen in dieser Präsentation korrekt sind, können wir nicht mit Gewissheit sagen, wenngleich wir uns bemüht haben, Fehler zu vermeiden.

Wir übernehmen keine Haftung für die Schäden, die aus der Verwendung dieser Informationen resultieren.

Die Weitergabe oder kommerzielle Verwertung dieser Präsentation oder der in ihr enthaltenen Informationen ist nur mit schriftlicher Genehmigung des Autors gestattet.

*Kontakt: Tel. +44 (0)20 7290 8319 (Büro), Email: [gerd\\_kommer@hotmail.com](mailto:gerd_kommer@hotmail.com)*