

## Mathematisch definitiv oben mit dabei

Autor Gerd Kommer stellt aktives Investieren radikal in Frage. Es gebe keine Performance-Kontinuität, zudem seien die Outperformer nicht im Voraus identifizierbar, sondern nur ex post. Was aber auch nicht helfe. Für den Autor zweier Bücher ist passives Investieren der Weg zum Glück. Doch auch hier gibt es einiges zu beachten.

**Fragen:** Michael Lennert

**Antworten:** Gerd Kommer, Autor der Bücher „Souverän Investieren mit Indexfonds, Indexzertifikaten und ETFs“ und „Die Buy-and-Hold-Bibel“

**spn:** Herr Kommer, wie man vom Titel Ihres ersten Buches ableiten kann, haben Sie sich dem „souveränen“ passiven Investieren verschrieben. Können Sie dies näher erläutern, und warum schlägt ein passiver Investment-Stil Ihrer Ansicht nach einen aktiven?

**Gerd Kommer:** Gerne. Die professionellsten aktiven Investoren und Asset Manager der Welt erlitten in der jüngsten Finanzkrise enorme Verluste, haben die Krise nicht vorausgesehen und waren generell unfähig, ihr eigenes Vermögen oder das ihrer Kunden nennenswert vor dramatischen Verlusten zu schützen. Zudem hat den erstaunlichen Rebound seit der zweiten Märzwoche praktisch kein aktiver Investor korrekt prognostiziert. Dieses Versagen aktiver Anleger ist allerdings nichts Neues. Die Wissenschaft hat das in Hunderten von Studien über die letzten 40 Jahre hinweg immer wieder bestätigt.

**spn:** An Ihrer Argumentation ist sicher etwas Wahres dran. Doch folgt man dieser Logik, müsste dies im Umkehrschluss ja bedeuten, dass passive Investoren durch die Krise keine massiven Verluste erlitten haben.

**Kommer:** Wenn man die jeweilige Risikotragfähigkeit vorher richtig eingeschätzt und die entsprechende Asset Allocation gewählt hat, hat diese Krise für einen passiven Anleger nicht zu Verlusten geführt, die erstens ausserhalb des vorher im Sinne des maximalen Drawdowns quasi Eingepflanzten lagen und zweitens unterhalb dessen, was historisch schon einmal da war. Von 1929 bis 1932 waren die Verluste von Aktienanlegern deutlich grösser als in dieser Krise. Damals wie heute gingen alle internationalen Ak-

tiemärkte gleichzeitig runter. Dennoch konnten Sie damals wie heute mit globaler Diversifikation das unternehmensspezifische Risiko effizient wegdiversifizieren, haben also einen noch grösseren, sprich 100-Prozent-Verlust durch Diversifikation verhindert. Die Schlussfolgerung aus der gegenwärtigen Krise ist also: This time is not different. Alles schon mal da gewesen.

**spn:** Sie wollen also sagen, dass sich Geschichte wiederholt?

**Kommer:** Ja, die Geschichte der Kapitalmarktkrisen wiederholt sich. Nur die Ornamente variieren. Sicherlich lamentieren jetzt etliche Marktteilnehmer, dass in der Krise Sachverhalte wie die strategische Asset Allocation, globale Diversifikation oder die langfristige Vorteilhaftigkeit von Buy-and-Hold versagt hätten. Diese Sichtweise ist falsch und das können eigentlich nur Leute behaupten, die entweder die Historie nicht kennen, die diese Konzepte nicht verstanden haben oder die interessengetrieben sind, weil sie irgendein Produkt vertreiben, das die „neue“ Lösung aller Probleme sein soll.

**spn:** Globale Diversifikation während der Krise hat also nicht versagt?

**Kommer:** Es gibt ein Bonmot, das da lautet: Diversifikation ist der einzige Free Lunch, den es beim Investieren gibt. Das Bonmot stimmt weiter, Krise hin oder her. Banales Beispiel: Niemand, der ein global gestreutes Aktienportfolio hatte, erlitt einen endgültigen fast 100-Prozent-Verlust, wie es diejenigen Anleger taten, die alleine auf Lehman, Madoff oder Hypo Real Estate gesetzt hatten. Ande-



Gerd Kommer

*Gerd Kommer ist seit 1993 als Investmentbanker (seit einigen Jahren in London) tätig und beschäftigt sich mit der Finanzierung*

*von grossen Infrastruktur-Projekten. Seine berufliche Karriere startete er als Relationship Manager in der Corporate-Banking-Sparte einer Grossbank.*

*Kommer studierte Politikwissenschaft, Germanistik und Betriebswirtschaftslehre in Deutschland und den USA – so absolvierte er sein zweijähriges MBA an der Vanderbilt University in Nashville, Tennessee – und hat seit 1999 mehrere Finanzbücher zum Banking für klein- und mittelständische Unternehmen sowie zum passiven Investieren veröffentlicht.*

ML

res Beispiel: Wer nur auf Bankaktien, also einen einzelnen Sektor, setzte, lag zeitweilig mit über 90 Prozent im Minus; der MSCI World hatte Ende Februar 2009 dagegen „nur“ einen maximalen Drawdown von etwa 50 Prozent. Es ist also klar, dass man mit Diversifikation auch in dieser Krise das unsystematische Risiko in einem Portfolio wirksam wegdiversifiziert hat. Genau das, was die moderne Portfoliotheorie schon vor etwa 40 Jahren zum ersten Mal erklärt hat. Weiters: Das risk-free Asset – als kurz- und mittelfristige Staatsanleihen von AAA-Staaten – ist in der Krise nicht nur nicht gefallen, sondern gestiegen. Wie man aus all dem schliessen kann, dass Asset-Klassen-Diversifikation nicht funktioniert habe, ist mir offen gesagt ein Rätsel. Was sich natürlich nicht wegdi-

versifizieren lässt, ist das systematische Risiko, das Marktrisiko von Aktien. Das kann Diversifikation in der Tat nicht leisten, und das hat kein seriöser Wissenschaftler, im Unterschied zu Produkt-Managern aus der Industrie, jemals behauptet. Das Problem dieser Krise war und ist, dass viele Marktteilnehmer von Diversifikation etwas erwarteten, was diese niemals liefern konnte, was aber – ganz wichtig – die moderne Portfoliotheorie niemals versprochen hat.

**spn: Sie stellen aktives Investieren radikal in Frage. Warum?**

**Kommer:** In den letzten 40 oder 50 Jahren wurden buchstäblich Hunderte wissenschaftlicher Studien, manche von den weltbesten Finanzökonomen, zu allen nennenswerten Aktien- und Anleihenmärkten der Welt veröffentlicht; das Ergebnis dieser theoretischen und empirischen Studien lautet fast unisono: Bei Berücksichtigung von Transaktionskosten, Steuern, Risiko und Survivorship Bias gelingt es nur einer erstaunlich kleinen Zahl von Anlegern – weniger als zehn Prozent – ihre Benchmark langfristig zu schlagen.

**spn: Doch besteht eben nicht die Kunst darin, gerade die zehn Prozent Besten auszuwählen oder zu ihnen zu gehören?**

**Kommer:** Könnte man meinen, aber das Problem ist, dass die kleine Gruppe der Outperformer für ein gegebenes Zeitintervall in ihrer Zusammensetzung fortwährend und praktisch zufällig wechselt. Es gibt keinerlei Performance-Konstanz, ausser derjenigen

der allerschlechtesten Portfolios, die sich vorwiegend durch die hohen Kosten der betreffenden Strategien erklären lassen. Die Outperformer sind also nicht zuverlässig im Voraus identifizierbar, sondern nur ex post, was aber nicht hilft. Das Fehlen von Performance-Konstanz ist in Wirklichkeit ein viel wichtiger Grund für die Unattraktivität aktiven Investierens als die immer wieder zitierte und inzwischen allgemein akzeptierte Einsicht, dass die Mehrheit der aktiven Anleger ihre Benchmark underperformt.

**spn: Somit ist alles Zufall?**

**Kommer:** Wer zu der laufend wechselnden Minigruppe von Outperformern gehört, ist in der Tat Zufall. Dass hingegen passive, Low-Cost-Buy-and-Hold-Investoren langfristig im Top-Drittel relativ zu ihrer korrekt gewählten Benchmark liegen, ist dagegen sehr, sehr wahrscheinlich. Trotz der neuerdings oft geäußerten, übrigens überwiegend interessengesteuerten und oberflächlichen Kritik an der Efficient-Market-Hypothese kann man sagen, dass Finanzmärkte erstaunlich effizient sind. Nachhaltige Informationsvorsprünge sind sehr selten für alle, die keine Insider sind. Das ist der eine Punkt. Der andere Punkt ist die sogenannte „Arithmetik des aktiven Investierens“, ein Begriff von William Sharpe. Ob man es glaubt oder nicht, es ist mathematisch ausgeschlossen, dass in einem bestimmten Marktsegment mehr als die Hälfte aller Anleger über dem Markt liegen. Warum? Nehmen Sie das Beispiel einer Schulklasse. Es kann nur die eine Hälfte über dem Notendurchschnitt liegen, die andere Hälfte muss darunterliegen. Anders geht es nicht. Sprich, wenn man in einer Zeitung einen Benchmark-Vergleich liest, in dem steht, dass – sagen wir mal – 70 Prozent aller aktiven Fonds ihren Vergleichsindex, beispielsweise den SMI, geschlagen haben, ist das absoluter Unsinn. 70 Prozent des Marktes können nicht den Markt schlagen. Das ist rein mathematisch nicht möglich und kann nur

Es kann nur die eine Hälfte über dem Notendurchschnitt liegen, die andere Hälfte muss darunterliegen.

dann so erscheinen, wenn man falsch misst. Das gilt übrigens nicht nur für konventionelle Fonds, sondern auch für Hedgefonds. Glauben Sie somit nicht immer alles, was in den Medien steht. Passive Anleger haben jedenfalls eine Garantie, innerhalb der oberen Hälfte aller wirklich vergleichbaren Anleger zu liegen.

**spn: Ach ja genau, jetzt sind also die Medien auch noch an den Performance-Messfehlern der Asset Manager schuld. Das kann natürlich auch eine Erklärung sein. Nein, Spass beiseite, wo sehen Sie die Gefahr der meisten Messfehler?**

**Kommer:** Es gibt viele Möglichkeiten, derartige Fehler zu machen – willentlich und unwillentlich. Nehmen Sie beispielsweise Schweizer Standardwerte-Fonds, die in einer Morningstar- oder Lipper-Datenbank gegen den SMI gebenchmarkt werden. Viele dieser Fonds, die sich als „Standardwerte-Fonds“ gerieren, investieren jedoch tatsächlich auch zu einem gewissen Teil in Mid Caps oder Small Caps. Nehmen wir nun an, dass in einem Kalenderjahr Schweizer Nebenwerte besser laufen als Schweizer Blue Chips. Ergebnis: In der Datenbank schlagen dann mehr als die Hälfte aller „Standardwerte-Fonds“ den SMI. Das ist jedoch blanker Unsinn, der nur dadurch zustande kommt, dass man ganz einfach die falsche Benchmark gewählt hat. Über so etwas kann man aus wissenschaftlicher Perspektive nur lachen.

**spn: Können Sie weitere Beispiele nennen?**

**Kommer:** Gemogelt und getrickt wird natürlich auch gerne in Form falscher Berücksichtigung von Währungseffekten, Nichtberücksichtigung von Kosten, Steuern, Verwendung ungewichteter statt volumengewichteter Durchschnitte, bewusster Verwechslung von Time-Weighted mit Money-Weighted Returns, zu kurzen oder jedenfalls willkürlichen Messzeiträumen und – das ist der Klassiker schlechthin – dem Ignorieren von Risiko. Und dann gibt es noch den Survivorship Bias, den ich schon erwähnt habe.

**spn: Der wie folgt funktioniert?**

**Kommer:** Bleiben wir beim Beispiel einer Performance-Datenbank für Fonds. In den meisten Datenbanken, einschliesslich der sehr bekannten, sind zu einem gegebenen Zeitpunkt nur diejenigen Fonds gelistet, die zu diesem Zeitpunkt tatsächlich existieren, nicht aber die, die beispielsweise vor einem halben Jahr oder vor drei Jahren liquidiert oder fusioniert wurden. Das ist vergleichbar mit der Bewohnerliste von Zürich, in der natürlich auch nur die Lebenden und nicht die Toten registriert sind. Das ist das eine. Die Story ist aber eine andere: Gerade bei diesen Fonds, die irgendwann verschmolzen oder liquidiert wurden, handelt es sich fast immer um schlecht performende Fonds. Mit dem Ergebnis, dass der Durchschnitt aller übrig gebliebenen Fonds naturgemäss besser ist als der Durchschnitt

aller Fonds, die irgendwann im jeweiligen Betrachtungszeitraum existierten. Der Survivorship Bias verzerrt die kollektive Performance aktiver Fonds um ein bis zwei Prozentpunkte nach oben, das sind etwa 20 Prozent der langfristigen Realrendite von Standardwerte-Aktien. Summa summarum sind die meisten Vergleiche, soweit diese nicht auf akademische Studien zurückgehen, zumindest partiell fehlerhaft. Eigentlich ist das skandalös.

**spn:** So weit, so gut. Lassen Sie uns doch zu einem Anwendungsbeispiel, dem Core-Satellite-Ansatz, kommen, bei dem in die Core-Anlagen passiv – das müsste Ihnen ja entgegenkommen –, und in die Satelliten aktiv investiert wird. Wie lautet Ihre Meinung hierzu?

**Kommer:** Ich bin kein Fan dieses inzwischen populären Ansatzes. Eine Begründung für den Core-Satellite-Ansatz lautet ja, dass es in den effizienten Märkten schwer gelänge, Alpha zu erwirtschaften, dies aber in ineffizienten Märkten durchaus möglich sei. Doch ist das wirklich so? Einerseits gibt es Dutzende Studien, die belegen, dass auch in den sogenannten ineffizienten Märkten, wie etwa Schwellenländern, aktive Anleger im Durchschnitt unter der Benchmark liegen. Zum anderen sind die vermeintlich ineffizienten Märkte gar nicht immer so ineffizient. Hinzu kommt, dass Transaktionskosten in den angeblich ineffizienten Märkten viel, viel höher sind, ein aktiver Anleger hier also eine viel höhere Kostenhürde überwinden muss, bevor er anfängt, den Markt zu schlagen. Was bedeutet all dies? Echte, konsistente Outperformance ist auch in den vermeintlich ineffizienten Märkten sehr selten und, soweit sie existiert, wohl überwiegend Zufall. Die empirischen Studien, die ich kenne, scheinen das jedenfalls zu bestätigen.

**spn:** Sprich, ausschliesslich passiv zu investieren, ist also der Weg zum Glück?

**Kommer:** Ja, jedenfalls für die grosse Masse der Anleger. Neben all den besprochenen Gründen hierfür ist noch hervorzuheben, dass die grosse Gruppe der Verliererfonds durchschnittlich viel weiter unter der Benchmark liegt, als die weit kleinere Gruppe der Gewinnerfonds darüber liegt.

**spn:** Sie schreiben in Ihrem Buch: „Passives Investieren 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.“ Können Sie dies bitte genauer erklären?

**Kommer:** Aktive Anleger machen den Markt so effizient, dass passives Anlegen die attraktivere Alternative ist. Ich bin den aktiven Anlegern daher sehr dankbar: Sie bezahlen mit enormen Research- und Transaktionskosten dafür, dass passives Investieren überlegen ist und bleibt. Zu den Risikoprämien: Rendite kommt von Risiko, nicht von „Gurus“. Wer Risiko wissenschaftlich versteht – also dezidiert anders als die meisten aktiven Anleger –, kann mit dem

Tragen dieses Risikos Geld verdienen. Diese Risikoprämien sind der Value-, Size- und Emerging-Market-Effekt. Der Value-Effekt ist schlicht eine Risikoprämie, bei der man Risiko allerdings etwas weiter definieren muss als nur als Volatilität. Wohl nicht ganz überraschend vermarktet die Industrie die Ertragskomponente, die auf diesen Value-Effekt zurückzuführen ist, als Alpha. Das ist Quatsch, denn mit „den Markt Schlagen“ hat der Value-Effekt nichts zu tun. Diesen Effekt, der sehr langfristig betrachtet etwa zwei bis drei Prozentpunkte ausmacht, können Sie praktisch gratis bekommen, indem Sie passiv investieren. Einem Fondsmanager dafür 50 bis 150 Basispunkte im Jahr zu zahlen, könnte man als „grosszügig“ einstufen.

**spn:** Gibt es Trends beim passiven Investieren, die Sie im Moment beobachten?

**Kommer:** Natürlich, schon bedingt dadurch, dass die Anzahl und Vielfalt der zugelassenen ETFs in den vergangenen Jahren dramatisch zugenommen hat. Das ist an sich eine gute Entwicklung, auch wenn zuletzt immer mehr unnütze und esoterische Neuprodukte dabei waren.

**spn:** Welche Produkte schaden eher, als dass sie nützen?

**Kommer:** ETFs, die enge und nur „pseudo-passive“ Marktsegmente oder Indizes abbilden, sind aus der Sicht eines passiven Anlegers überflüssig. ETFs, die zum Beispiel einzelne Schwellenländer oder einzelne Rohstoffe, wie etwa Timber, abbilden, mögen für aktive Market Timer relevant sein, für einen passiven Anleger und für jemand, der an wissenschaftlich fundiertem Anlegen interessiert ist, ist das Humbug. Passives Investieren funktioniert am besten, wenn in breite wohl definierte Asset-Klassen investiert wird, weil diese ein sinnvoller Trade-off sind aus starkem Diversifikationseffekt und niedrigen ETF-Betriebskosten auf der einen Seite und der notwendigen Vielfalt der Baukomponenten für eine anlegerspezifische Asset Allokation auf der anderen Seite.

**spn:** Vielen Dank für das Gespräch.

**Kommer:** Echte, konsistente Outperformance ist auch in den vermeintlich ineffizienten Märkten sehr selten.

**spn:** Schaden also auch enge Indizes?

**Kommer:** Aus der Sicht eines rationalen, pas-

siven Anlegers ja. Je enger ein Index ist, desto stärker nähert man sich de facto wieder dem aktiven Investieren.

**spn:** Wie hat sich der Buy-and-Hold-Ansatz während der Krise geschlagen?

**Kommer:** Ich glaube, dass gerade die gegenwärtige Marktkrise die Überlegenheit eines Buy-and-Hold-Ansatzes auf Basis eines global diversifizierten Low-Cost-Multi-Asset-Klassen-Portfolios gegenüber einem aktiven Ansatz gezeigt hat.

**spn:** Und das, obwohl der Buy-and-Hold-Ansatz nach Kosten nie die Benchmark schlägt?

**Kommer:** Natürlich, meiner Ansicht nach sollte das Ziel eines institutionellen Investors nicht sein, über einen kurzen Zeitraum zu den Allerbesten seiner Klasse zu gehören, sondern langfristig im Top-Quintil aller relevanten Vergleichsinvestoren zu landen.

Wenn ein Ansatz hilft, dieses Ziel mit der grösstmöglichen Ex-ante-Wahrscheinlichkeit zu erreichen, dann ist dieser Ansatz für mich der richtige.

**spn:** Vielen Dank für das Gespräch.