

Den Markt zu schlagen ist schwierig. Dann doch besser gleich auf den Markt setzen – mit dem Segen der Wissenschaft. So geht's

Smart-Beta, MACD, Double Stochastic, Bollinger-Band, Fibonacci-Retracements – selbst engagierte Börsianer müssen bei solchen Begriffen noch mal nachschlagen. Finanzprofis glauben aber, dank komplizierter Formeln den Markt „outperformen“ zu können, sprich besser zu sein als der Markt. Und dabei liegen sie doch regelmäßig daneben. Selbst die vermeintlichen Experten haben keine Zauberformel für den Börsenerfolg, auch wenn sie etwas anderes behaupten. Daniel Kahneman, der wohl bekannteste Vertreter der Anlagepsychologie-Forschung (Behavioral Finance) ist erstaunt, dass sich dieser Irrglaube an die Outperformance so hartnäckig hält. Die überwiegende Mehrzahl der Manager aktiv gemangter Investmentfonds schafft es nicht, den Markt, also den Vergleichsindex (Benchmark) langfristig zu schlagen. Anleger, die gleich auf den Markt setzen, fahren meist besser.

Selbst ist der Anleger! Es lohnt sich, über die eigene Geldanlage nachzudenken und sein Vermögen selbst zu verwalten. Anleger stehen sich dabei leider oft selbst im Weg. Auf den Seiten 36 bis 39 beschreiben wir, welche Fehler Börsianer häufig begehen – das reicht von übermäßiger Selbstüberschätzung bis zur krassen Unterschätzung der Kosten. Aber Fehler sind ja dazu da, um daraus zu lernen. Wir – und unsere Leser – profitieren hier vom Buch von Gerd Kommer (s. unten) Wie sieht aber die richtige Anlagestrategie aus? FOCUS-MONEY beweist auf den Seiten 40 bis 42 mit Kommer, dass Langweiler meist attraktiver sind als vermeintliche Highflyer und Kleinvieh auch Mist macht, um es salopp auszudrücken. Hier finden Sie die Faktoren, die in vielen wissenschaftlichen Studien bewiesen haben, dass sie eine Überrendite ermöglichen. Und Sie können neue Erkenntnisse über Steuereffekte und deren Folgen für Ihre Investments gewinnen.

Wir lassen Anleger natürlich nicht allein beim Aufbau eines stressresistenten, rentablen Depots: Auf den Seiten 43 bis 45 zeigen wir im Detail, wie so ein risikoarmes Welt-Portfolio nach dem passiven Investmentansatz von Gerd Kommer aussehen könnte – das sich günstig und bequem mit Indexfonds (ETFs) zusammenstellen lässt. ■ ▶

HELMUT ACHATZ/JENS JÜTTNER/SASCHA ROSE

Ergebnisse

1. Anlegerfehler
2. Renditebringer
3. Portfolio



ETFs – Alternative für Anleger: Mit Gerd Kommers Ansatz und mit ETFs bauen Anleger auch in unsicheren Zeiten ein kleines Vermögen für die Altersvorsorge auf

FEHLER 1

Falsche Erwartungen

„Die Illusion, wir verstünden die Vergangenheit, fördert die Überschätzung unserer Fähigkeiten, die Zukunft vorherzusagen“, schreibt der Behavioral-Finance-Experte Daniel Kahneman in seinem Buch „Schnelles Denken, langsames Denken“. Das gilt insbesondere für Anleger, die historische Renditen einfach in die Zukunft fortschreiben, wie Gerd Kommer in seinem Buch „Herleitung und Umsetzung eines passiven Investments für Privatanleger in Deutschland“ (s. S. 35) notiert. Anleger überschätzen sich und ihre Performance-Künste, wie die beiden Ökonomen Martin Weber und Markus Glaser in einer Studie herausgefunden haben. Privatanleger hierzulande überschätzen ihre eigene historische Rendite um „erstaunliche 11,6 Prozentpunkte p. a.“ und „70 Prozent aller Anleger gaben an, sich für einen ‚überdurchschnittlichen Anleger‘ zu halten“. Die Hauptursachen dafür seien, so Kommer „Overconfidence, Trend Following und Home Bias“, das heißt, ein übermäßiges Selbstvertrauen, das Laufen mit der Masse und der Hang, sich auf den Heimatmarkt zu beschränken, weil Anleger sich da vermeintlich besser auskennen.

Mit ihrer Markteinschätzung liegen Anleger regelmäßig daneben, wie die Tabelle verdeutlicht: 1998, sprich vor dem Platzen der Internet-Blase, waren sie zwar zu pessimistisch, aber, bezogen auf ihr Depot, so von sich selbst so überzeugt, dass sie glaubten, den

Markt schlagen zu können. Das Platzen der Internet-Blase 2000 erwischte Anleger auf dem falschen Fuß, denn sie hatten die Rendite der vorhergegangenen Periode einfach weitergeschrieben.

Prognosefähigkeit von US-Anlegern

	Marktrendite vorhergehende 12 Monate in %	Anlegerprognose Marktrendite folgende 12 Monate in %	Anlegerprognose eigenes Portfolio folgende 12 Monate in %	tatsächliche Marktrendite folgende 12 Monate in %
Juni 1998	+30,5	+13,4	+15,2	+20,1
Februar 2000	+15,4	+15,2	+16,7	-15,6
September 2001	-26,3	+6,3	+7,9	-17,9

	Marktrendite vorhergehende 10 Jahre in %	Anlegerprognose Marktrendite folgende 10 Jahre in %	Anlegerprognose eigenes Portfolio folgende 10 Jahre in %	tatsächliche Marktrendite folgende 10 Jahre in %
Juni 1998	+18,0	+13,5	-	+3,5
Februar 2000	+18,4	+15,9	-	-0,2
September 2001	+13,1	+13,0	-	+6,2

Quelle: Gerd Kommer

FEHLER 2

Unterschätztes Inflationsrisiko

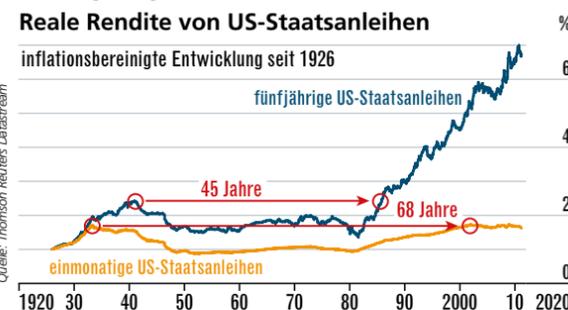
Deutsche Staatsanleihen sollen riskant sein – und das bei dem wohl besten Schuldner überhaupt? Ja! Anleger vergessen nur allzu häufig, das Risiko des langfristigen realen Wertverlusts zu berücksichtigen, sprich die Inflation, die das reale Vermögen – und die Betonung liegt auf „real“ – langsam, aber systematisch auffrisst. Die Inflationsrate war im Juli mit 0,2 Prozent niedrig, aber die Rendite deutscher Staatsanleihen war eben noch niedriger. Das Verlustrisiko von kurz- und mittelfristigen US-Staatsanleihen veranschaulicht beispielhaft der rechte Chart, der die inflationsbereinigte Indexentwicklung von 1926 bis 2010 abbildet. Es dauerte bei kurzlaufenden Bonds 68 Jahre, bis Anleger das Einstandsniveau von 1933 wieder erreichten, bei fünfjährigen Staatsanleihen 45 Jahre. Dabei blieben Kosten und Steuern sogar außen vor, ansonsten sähe das Ergebnis noch deprimierender aus. „Anleihen, selbst oder gerade eines AAA-Staats, können über lange Zeiträume hinweg negative reale Renditen aufweisen und können gemessen am Ziel der Kaufkraftreicherung oder gar Kaufkraftsteigerung nicht als risikofrei oder risikoarm gelten“, schreibt Kommer.

Gerade wenn die Inflation unerwartet steigt, schützen Anleihen schlechter als andere Vermögensklassen wie beispielsweise Aktien und Immobilien. Das wird von Anlegern gern übersehen, weil sie Anleihenrenditen bevorzugt nominal betrachten, ohne

die Inflation zu berücksichtigen. Das passiert auch deswegen, weil die „jährlichen realen Verluste in der Regel gering sind und sich diese nur bei Betrachtung der realen anstelle der nominalen Renditen offenbaren“, so Kommer.

Die Anleger vergessen überdies nur allzu gern, dass auch Staaten in Konkurs gehen können: Dann kommt es zu Schuldenschnitt oder Währungsreform.

Häufig negative Realrenditen



FEHLER 3

Hin und Her macht Taschen leer

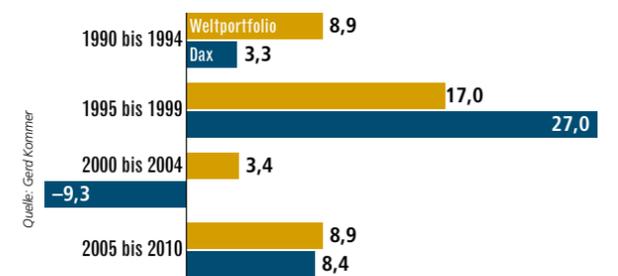
Für den Wirtschaftsnobelpreisträger und Psychologen Daniel Kahneman steht schon lange fest, „dass es für die große Mehrheit der einzelnen Investoren besser gewesen wäre, wenn sie gar nichts unternommen hätten, als ihren Erwartungen zu folgen“. Damit outet er sich als Fan von Buy-and-Hold, sprich Kaufen und Halten. Häufiges Kaufen und Verkaufen verdirbt die Performance – oder anders ausgedrückt: „Hin und Her macht Taschen leer.“ Auch Gerd Kommer beschreibt das in seinem Buch. Aktives Investieren (Timing und Stock-Picking) führe in puncto Kosten und Risiko nicht konsistent zu einer Überrendite, was im Grund genommen das Gleiche ausdrückt, was auch Kahneman herausgefunden hat. Was heißt das in der Praxis? Deutsche Anleger orientieren sich gern am Dax. Wenn ihr Depot schlechter performt als der Dax, fangen sie an umzuschichten. Dafür zahlen sie Gebühren. Am Ende schneiden sie durch ihr Verhalten aber schlechter ab, als wenn sie alles beim Alten gelassen hätten. „In der Regel verursacht eine solches ‚Aufgeben‘ (vermeidbare) Transaktionskosten und Steuern, die zusätzlich renditeschädlich wirken“, formuliert es Kommer.

Übrigens ist der Dax der falsche Maßstab, auch wenn deutsche Anleger ihn gern als Referenzrendite hernehmen. Ein global ausgerichtetes „Weltportfolio“, wie auf Seite 45 vorgestellt, erzielte

zwischen 1975 und 2010 eine deutlich höhere Rendite – und das bei geringerem Risiko. Nur zwischen 1995 und 1999 (und 1985 bis 1989) war der Dax signifikant besser als das Weltportfolio. Woher kommt die bessere Entwicklung des Weltportfolios? Es enthält mehr Aktien von kleineren und mittleren Firmen, mehr Value-Aktien und hat einen höheren Schwellenländer-Anteil. Insofern lohnt sich das Durchhalten.

Weltportfolio oft besser als Dax

Nominale Rendite des Weltportfolios und des Dax in Prozent



FEHLER 4

Prognosen sind unmöglich

„Prognosen sind schwierig, besonders wenn sie die Zukunft betreffen“, meinte schon Mark Twain – oder war es Karl Valentin? Die Medien sind aber voll davon. Aktienanalysten belegen vermeintlich glaubhaft, warum eine Aktie steigen muss – oder fallen. Da wird die Fundamentalanalyse bemüht oder die Chart-technik. Sie analysieren alles und jedes, auch Inflationsrate, Wirtschaftswachstum und Leitzins. Meist liegen sie jedoch daneben. „Die Erfolgsbilanz dieser Vorhersagen – im Einklang damit, was mit einer relativ hohen Informationseffizienz des Marktes anzunehmen wäre – ist erstaunlich schlecht“, schreibt Kommer in seinem Buch (s. S. 35). Der Psychologe Daniel Kahneman formuliert es noch viel härter: „Man sollte wenig oder gar nichts von Stock-Pickern an der Wall Street erwarten, die hoffen, zukünftige Kursentwicklungen besser vorhersagen zu können als der Markt; und man sollte nicht viel von Experten erwarten, die langfristige Prognosen erstellen – auch wenn sie Nützliches über die nahe Zukunft

wissen mögen.“ Warum florieren Prognosen dennoch? „Vorhersagefehler sind unvermeidlich, weil die Welt nicht vorhersagbar ist“, postuliert Kahneman. „Dem zufälligen Erfolg steht zufälliger Misserfolg gegenüber“, ergänzt Kommer.

Wie eklatant Prognostiker danebenliegen, belegen ein paar Beispiele:

„Man sollte wenig oder gar nichts von Stock-Pickern erwarten“

Daniel Kahneman, Psychologe und Wirtschaftsnobelpreisträger

So veröffentlichte das „Handelsblatt“ Anfang Januar 2009 eine Dax-Prognose für den 31. Dezember von 30 europäischen Banken. Nur so viel: Das Gros lag weit daneben. Der Dax stand Anfang 2009 bei 4640 Punkten, die durchschnittliche Vorhersage lautete 5230 Punkte, tatsächlich schloss der Dax bei 6003 Punkten. Zweites Beispiel: Ex-Börsenhändler und Buchautor Dirk Müller („Mr Dax“) proklamierte in seinem Buch „Crashkurs“, das im Januar 2009 erschien: „Aktien und Aktienfonds gehören in diesen unsicheren Zeiten einfach nicht ins Depot.“ Der Dax schaffte von Anfang Februar 2009 bis Ende Oktober ein Plus von 47 Prozent.

FEHLER 5

Besser als Buffett

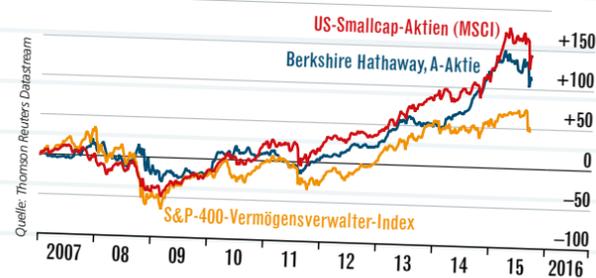
Ein passiv strukturiertes Depot mit Indexfonds schneidet besser ab als viele Vermögensverwalter. Klingt provokant. Gerd Kommer belegt es in seinem Buch (s. S. 35). Zwei Gründe sprechen seiner Meinung nach dagegen, dass Wealth-Management (Vermögensverwaltung auf Englisch) besser ist als ein simples passives Multi-Asset-Klassen-Portfolio auf Buy-and-Hold-Basis. So verursacht Private Banking einfach höhere Kosten als passives Investieren. Zweitens sei Vermögensverwaltung – wie konventionelle Finanzberatung – vorwiegend auf einem provisionsbasierten Finanzvertriebsmodell aufgebaut; daher bestünden per se performance-schädliche Interessenkonflikte auch bei Private Banking.

Zwar gibt es keine spezifische Studie über die langjährige historische Wertentwicklung von Vermögensverwaltungen. Kommer verweist deswegen auf einen Artikel in der „Financial Times“ vom 18. Juni 2011. Darin werden die Renditen von 39 europäischen Vermögensverwaltungsportfolios verglichen mit einem reinen Aktienportfolio und einem Aktien-Anleihen-Mischportfolio – das sich leicht mit Indexfonds nachbilden lässt. In beiden Kategorien schnitten die passiven Portfolios besser ab. Das wundert nicht, denn Vermögensverwalter ziehen von der Bruttorendite ja auch noch Mandatshonorare ab. Warum Vermögensverwaltung dennoch boomt? Das dürfte Kommer zufolge mit dem

„Status Signalling“ zu tun haben: Reiche leisten sich aus Statusgründen eben einen Vermögensverwalter.

Zum Schluss noch zu Börsenguru Warren Buffett und seiner Beteiligungsgesellschaft Berkshire Hathaway (s. Chart). Angeblich hängt er den Markt ab, tatsächlich schneidet sein Portfolio schlechter ab als die US-Small- und Midcap-Indizes. Passives Investieren lässt sogar den Altmeister alt aussehen.

Buffetts Berkshire Hathaway abgehängt
Vermögensverwalter und Aktienindex



FEHLER 6

Kosten bestimmen die Rendite

Ausgabeaufschläge von 2,5 und mehr Prozent sind bei aktiv gemanagten Fonds durchaus üblich. Manche verlangen sogar vier und fünf Prozent. Dazu kommt dann noch die Total Expense Ratio (TER), am besten mit Verwaltungsgebühr übersetzt. Dabei ist die „Verwaltungsgebühr nur eine von mehreren Kostenkomponenten“, wie Buchautor Kommer kritisch bemerkt. Auch der Begriff TER, obwohl er „Total“ enthält, deckt noch immer nicht alle Kosten ab. TER bedeutet „die Summe der darin berücksichtigten Kosten während eines Jahres im Verhältnis zum durchschnittlichen Brutto-Fondsvermögen vor Abzug dieser Kosten während dieses Zeitraums“. Nicht im TER enthalten seien die Wertpapierhandelskosten, die innerhalb des Fonds anfallen, und die Kauf- und Verkaufskosten des Anlegers sowie die Depotgebühr des Anlegers. Allein diese Aufzählung lässt schon erahnen, dass aktiv gemanagte Fonds wohl deutlich höhere Kosten haben als passive Indexfonds. Kommer verweist auf eine Untersuchung der Fondsgesellschaft Vanguard für das Jahr 2009. Danach lag das Verhältnis zwischen dem TER aktiv gemanagter US-Publikumsfonds und Indexfonds zwischen dem 1,3-Fachen und dem 4,5-Fachen.

Es versteht sich von selbst, dass sich die Nebenkosten auf den Endwert von Investments auswirken – Kommer verweist auf den „negativ wirkenden Zinseszineffekt“. Das lässt sich rechnerisch

leicht nachvollziehen, wie die Tabelle demonstriert. „Für ein hypothetisches Investment über verschiedene Zeiträume hinweg wird eine Bruttorendite von acht Prozent pro Jahr angenommen; bei aktiv gemanagten Fonds fallen laufende Kosten von zwei Prozent an, beim Indexfonds von 0,5 Prozent per annum.“ Nach 30 Jahren kommt da einiges zusammen. Der Indexfonds bringt den ein-einhalbfachen Ertrag im Vergleich zum aktiv gemanagten Fonds.

Indexfonds bringen mehr Rendite

	aktiv gem. Fonds in % jährlich	Indexfonds in % jährlich	Vermögensplus von Indexfonds in %
Rendite vor Kosten	8,00	8,00	
laufende Kosten	2,00	0,50	
Rendite nach Kosten	6,00	7,50	
Endwert eines 100-Euro-Investments			
nach 5 Jahren	134	144	+7,5
nach 10 Jahren	179	206	+15,1
nach 20 Jahren	321	425	+32,4
nach 30 Jahren	574	875	+52,4

Quelle: Gerd Kommer

FEHLER 7

Small is beautiful

Entwickeln sich große aktiv gemanagte Fonds schlechter als kleinere – oder umgekehrt? Gibt es so etwas wie eine langfristige Outperformance einiger Fonds? Gerd Kommer ging dieser Frage nach und kommt zu interessanten Ergebnissen. Er verweist dabei auf das Berk-Green-Modell. Danach kann es so etwas wie eine dauerhafte Outperformance aktiv gemanagter Fonds nicht geben, sprich, diese Fonds entwickeln sich nicht besser als der Markt oder ihr Vergleichsindex. Das habe nichts mit dem Können der Fondsmanager zu tun, sondern mit den Kräften des Wettbewerbs.

Warum das so ist? Mal angenommen, es gibt mindestens einen aktiven Fonds, der besser ist als der Markt. Das spricht sich herum, sodass Anleger ihre Gelder in diesen Markt umschichten. Dieser Zulauf lässt das Fondsvolumen wachsen. Die Fondsgesellschaft freut's, denn sie nimmt, absolut gesehen, höhere Verwaltungsgebühren ein. Den Fondsmanager freut's auch, denn er bekommt höhere Boni. Damit will ihn die Fondsgesellschaft halten.

So weit, so gut. Empirisch ist belegt (negativer Fund-Size-Effekt), dass auf Grund der Mittelzuflüsse die Outperformance des Fonds im Lauf der Zeit peu à peu abnimmt, weil die Auswahl attraktiver Titel schrumpft und der Fonds mit steigenden Mitteln Kurse bewegt, um nur zwei Effekte zu nennen. „Die Outperformance sinkt so weit, bis sie die Rendite des zweitbesten Fonds er-

reicht“, ergänzt Kommer. Von da an fließen, so der Ökonom und Banker, beiden Fonds etwa gleich viel neue Mittel zu, was wiederum zum Sinken ihrer Performance führt, bis sie auf die Rendite des drittbesten Fonds abfallen. Der einstige Primus rutscht in dieser Kaskade immer weiter nach unten, „bis alle früheren Outperformer-Fondsrenditen auf die Indexfondsrendite gefallen sind“. Sprich, aus dem Outperformer wird Durchschnitt.

Umgekehrt steigen Underperformer auf. Der schlechteste verliert Kundengelder und muss entweder schließen, oder er berappelt sich wieder und schneidet in der nächsten Periode besser ab (das umgekehrte Wirken des negativen Fund-Size-Effekts). Bei dem Underperformer beginne dann eine ähnliche Kaskade wie beim Outperformer – nur eben in umgekehrter Richtung.

Und die Quintessenz daraus? „Die ökonomische Rente aus diesem Manager-Können fließt nicht an die Fondsanleger, sondern in der Form erhöhter Gebühreneinnahmen an die Fondsgesellschaft und den Fondsmanager“, so Kommer. Mit anderen Worten – wäre der betreffende Fonds kleiner, käme es zu einer Outperformance, aber genau diese ist der Grund für das renditeschädliche Wachstum des Fonds. Insofern können Anleger von aktiven Fonds „nicht damit rechnen, dauerhaft Outperformance zu erzielen“. Das Berk-Green-Modell spricht ebenfalls für passives Investieren.

FEHLER 8

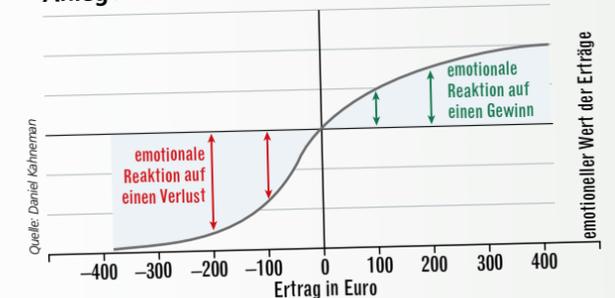
No risk, no fun – oder?

Hundert Euro sind nicht hundert Euro, zumindest gilt das bei Anlegern. Der Anlagepsychologie-Experte Daniel Kahneman hat das sogar in eine mathematische Formel gepackt – die Verlustaversion: Verluste schlagen stärker zu Buche als Gewinne. Ein Verlust in nominal gleicher Höhe wiegt etwa eineinhalbmal so schwer wie ein Gewinn in gleicher Höhe (s. Chart). Die Verlustaversion rate liegt zwischen 1,5 und 2,3, wobei einige Menschen auch eine stärkere Verlustaversion haben als andere – und dazu scheinen viele Deutsche zu gehören, denn sie scheuen Aktien wie der Teufel das Weihwasser. Verlustaversion sei evolutionsgeschichtlich bedingt, begründet Kahneman. „Lebewesen, die Bedrohungen vordringlicher behandeln als Chancen, haben höhere Überlebens- und Fortpflanzungschancen.“

Deswegen tun sich viele Anleger auch schwer, Aktien dann zu kaufen, wenn sie stark gefallen sind, was unlogisch ist, denn im Alltag greifen sie ja auch zu Schnäppchen, deren Preise stark herabgesetzt wurden. Statt zu kaufen, warten sie bei Aktien, bis die Kurse wieder steigen. „Ausgehend von diesen Forschungsergebnissen, wird die Mehrzahl aller Privatanleger und wohl auch ein substantieller Teil aller institutionellen Anleger wenigstens zeitweilig irrational handeln, und diese Irrationalität folgt gewissen Mustern“, so der Ökonom und Buchautor Kommer.

Es hilft Anlegern wohl auch wenig, ihr Verhalten zu ändern, selbst wenn sie die Zusammenhänge verstehen. „In der Tat scheinen auch das Kennen und Anerkennen der Existenz dieser kognitiven Fehlsteuerungen seitens eines bestimmten Investors nicht zwangsläufig zum Verschwinden ihrer performanceschädigenden Folgen zu führen“, bedauert Kommer. Auch das spricht letztlich für den Passiv-Investment-Ansatz.

Verluste schmerzen richtig Anlegerreaktion auf Verluste



Quelle: Daniel Kahneman

1.

SMALLCAPS

Kleinvieh macht mehr Mist

Sicher haben Sie schon davon gehört oder darüber gelesen, dass mit Aktien kleinerer Unternehmen, sogenannten Smallcaps, höhere Kurserträge drin sind als mit denen großer, den Largecaps. Und wissen Sie was? Es stimmt. Zahlreiche Studien haben den Smallcap-Effekt für mehrere Zeiträume und zahlreiche Länder bestätigt.

Am US-Aktienmarkt beispielsweise hätte ein Investment in Smallcaps zwischen 1927 und 2010 jedes Jahr eine reale Rendite – also nach Inflation – von 8,3 Prozent eingebracht. Mit Largecaps wären im selben Zeitraum „nur“ 6,1 Prozent drin gewesen (s. Tabelle rechts). Auch ein weltweites Portfolio aus Smallcaps bringt langfristig einen Renditeaufschlag – zwischen 1970 und 2010 betrug er jährlich 2,7 Prozentpunkte. Selbst bei Schwellenländern zeigte sich, dass mit kleinen Aktienwerten mehr zu holen ist. Übrigens: Der Vorsprung der Smallcaps gilt bis heute.

Als wesentlicher Grund für diese „Size Premium“ gilt laut wissenschaftlichen Erkenntnissen das höhere Risiko: Ein Investment in Smallcaps ist allgemein riskanter als eines in Largecaps. So schwanken

die Kurse tendenziell stärker; die Handelbarkeit ist – gerade in Krisenzeiten – geringer. Das spiegelt sich langfristig in einer höheren Rendite wider.

Anleger sollten sich aber davor hüten, Smallcaps einen allzu großen Platz im Depot einzuräumen. So kann durchaus sein, dass Largecaps einige Jahre besser laufen als Smallcaps wie etwa in den 1990er-Jahren. Außerdem bedeutet der „Größenvorteil“ nicht automatisch einen Schutz vor hohen Verlusten. Darüber hinaus können sich auch einmal Aktien mittelgroßer Unternehmen, die sogenannten Midcaps, besser entwickeln als die kleiner oder größer. Man denke nur an den MDax, dem Mittelstandsindex der Deutschen Börse, und dessen beeindruckende Wertentwicklung.

Langfristige Erträge mit US-Aktien

Aktiengruppe	Anteil an der Gesamtmarkt-kapitalisierung	nominale Rendite (p.a.) ¹⁾	reale Rendite (p.a.) ¹⁾	realer Vermögenswert nach 35 Jahren ²⁾
Gesamtmarkt	100,0%	9,7%	6,4%	8,85 Dollar
Largecaps	75,2%	9,3%	6,1%	7,87 Dollar
Midcaps	16,0%	11,1%	7,9%	14,12 Dollar
Smallcaps	6,4%	11,6%	8,3%	16,40 Dollar
Microcaps	2,5%	12,5%	9,2%	21,56 Dollar

Untersuchungszeitraum: 1927 bis 2010; ¹⁾Rendite nach Abzug der Inflationsrate; ²⁾bei einem Anlagebetrag von 1 Dollar
Quelle: Gerd Kommer

2.

VALUE-AKTIE

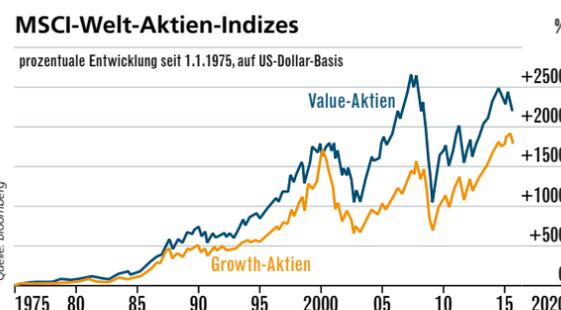
Langweiler sind attraktiver

Anleger stehen oft vor der Frage, ob sie in Growth- oder in Value-Aktien investieren sollen. Zur ersten Gruppe gehören schnell wachsende, dynamische Unternehmen wie Apple, Google, Amazon, Tesla Motors oder Novartis. Sie sind cool und versprühen Pioniergeist. Value-Aktien, sogenannte Substanzwerte, gelten hingegen als altmodisch und langweilig, mit denen Anleger an der Börse keinen Blumentopf gewinnen. Dazu gehören oft Konsumgüterhersteller, Ölmultis, Telekomkonzerne, Handelsketten, Energieversorger, Autobauer, Banken.

Was Investoren wie Warren Buffett wissen, die Wissenschaft bewiesen und die Praxis gezeigt hat – Value-Aktien bringen auf lange Sicht deutlich mehr Rendite als Growth-Aktien bei kaum höherem Risiko (Volatilität). Am US-Aktienmarkt betrug die Value-Prämie, also die Outperformance von Value- zu Growth-Titeln, von 1927 bis 2010 sage und schreibe 4,8 Prozentpunkte pro Jahr. Alle Industrieländer zusammengenommen, lag der Wert bei 2,7 Prozentpunkten (Zeitraum: 1975 bis 2010). Zugegeben, zuletzt hatten die Kurse von Wachstumswerten à la Apple und Google die Nase vorn. Anleger sollten sich davon aber nicht verunsichern lassen. Im untersuchten Zeitraum für den US-Aktienmarkt lag die Wahrscheinlichkeit, dass die Value-Prämie unter null liegt – sich Growth-Aktien also einmal besser entwickelten als Value-Titel –, bei winzigen 0,04 Prozent.

Dass Value-Aktien an der Börse oft besser laufen als Growth-Aktien, führen Wissenschaftler wie Gerd Kommer auf zwei Dinge zurück: Erstens steigt in konjunkturell schlechten Zeiten die Gefahr, dass Value-Unternehmen in finanzielle Schwierigkeiten geraten und ihre oft sehr attraktiven Dividendenzahlungen kürzen müssen. Zweitens zahlen Anleger oft zu viel für „glamouröse“ Growth-Unternehmen und zu wenig für Value-Titel. Ein zweites höheres Risiko und eine (durch Anlegerfehler verursachte) Unterbewertung von Value-Aktien sind die Folge – was tendenziell zu höheren Renditen führt.

Substanz schlägt Wachstum



3.

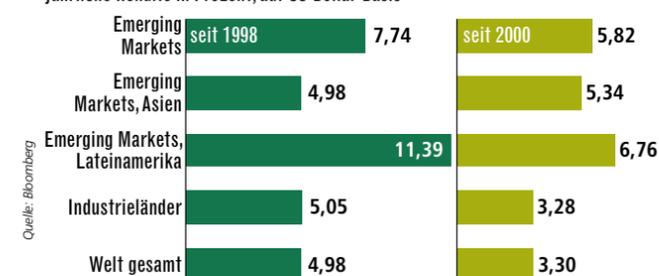
EMERGING MARKETS

Aufsteiger bringen Schwung

Was wurden sie nicht gelobt, die Emerging Markets. Die jungen, aufstrebenden Volkswirtschaften mit ihrem immensen Nachholbedarf gegenüber westlichen Industrieländern waren fast so etwas wie ein Garant für steigende Aktienkurse. Das Akronym BRIC, das für die Länder Brasilien, Russland, Indien und China steht, durfte in keinem Depot fehlen. Wer sich dieser Tage die Kursentwicklung russischer, chinesischer und brasilianischer Aktien vor Augen führt, mag allerdings schnell den Glauben an die Emerging-Markets-Story verlieren. Einzig die Börsenentwicklung in Indien und einigen kleineren Schwellenländern, wie die Emerging Markets auch bezeichnet werden, stehen dem entgegen. Zum Glück: Denn Aktien aus den Emerging Markets gehören nach wie vor in jedes Depot.

Das glauben Sie nicht? Zwischen 1988 und 2010 hätten Anleger mit einem Investment in den Schwellenländer-Index MSCI-Emerging Markets real und auf Euro-Basis 11,5 Prozent pro Jahr verdient. Mit dem MSCI-World, der Aktien von Unternehmen aus den wichtigsten Industrieländern umfasst, wären nur fünf Prozent drin gewesen; beim Dax 6,7 Prozent.

Höhere Renditen sichern Wertentwicklung von Aktienmärkten jährliche Rendite in Prozent, auf US-Dollar-Basis



4.

ROHSTOFFE

Öl & Co. schützen vor Risiken

Rohstoffe bringen, langfristig betrachtet, kaum Erträge. Bitte? Richtig gelesen: Die historische Rendite liegt nach Inflation nahe null (s. Grafik unten). Dennoch gehören Öl, Kupfer & Co. ins Depot.

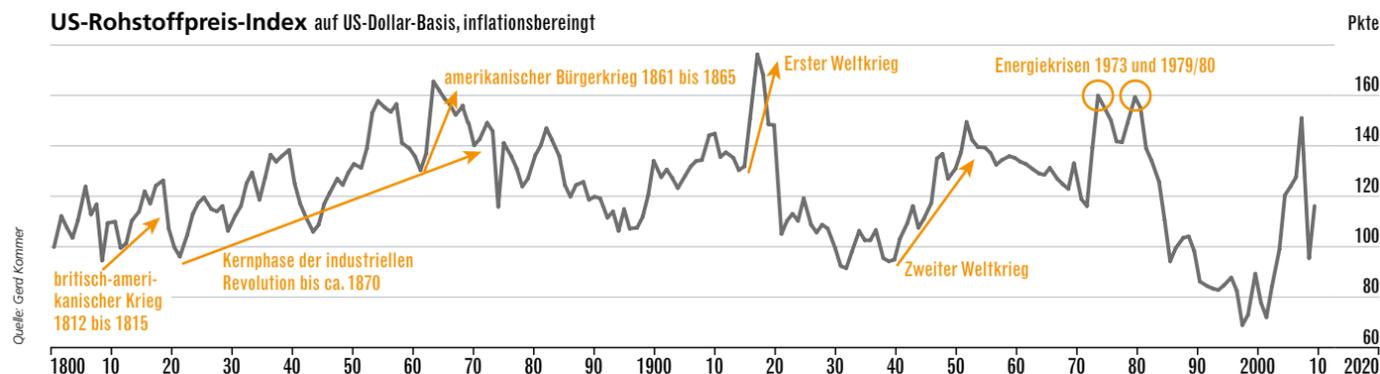
Generell sollten sich Anleger aber von der Vorstellung trennen, Rohstoffe – dazu gehört auch Gold – würden bei einer steigenden Nachfrage immer

knapper und deshalb per se teurer. Vielmehr sind sie als Schutz vor großen ökonomischen und politischen Risiken zu betrachten, die nicht vorherzusehen sind – etwa Kriege oder Energiekrisen.

Für Privatanleger am besten geeignet sind Gerd Kommer zufolge in einen Index verpackte Rohstoff-Futures. Deren Vorteile sind, neben dem oben erwähnten Risikoschutz, dass sie sich vergleichsweise unabhängig zum Aktienmarkt und häufig sogar entgegengesetzt zu den Kursen von Staatsanleihen entwickeln. Zudem bieten sie effektiven Schutz vor einer unerwartet starken Inflation.

Wertvolle Absicherung

US-Rohstoffpreis-Index auf US-Dollar-Basis, inflationsbereinigt



5.

IMMOBILIEN

Reits optimieren das Depot

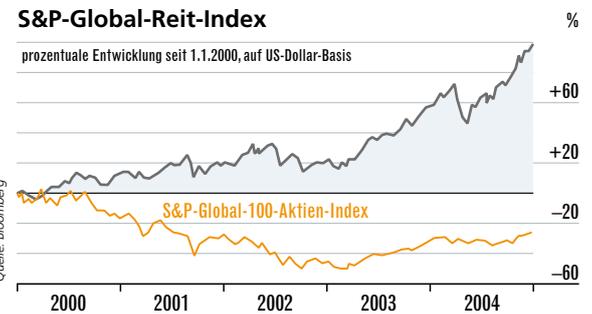
Ebenso wie Rohstoffe (s. vorige Seite) sollten Anleger auch Immobilien im Depot haben. Die eigenen vier Wände sind, ob Haus oder Wohnung, allerdings weniger dafür geeignet. Grund: In den vergangenen vier bis fünf Jahrzehnten wäre es mit Blick auf die Rendite attraktiver gewesen, in den Kapitalmarkt zu investieren und Miete zu zahlen, als sich für ein kreditfinanziertes Eigenheim zu entscheiden.

Nicht, dass Sie das falsch verstehen – für das eigene Wohlbefinden und die persönliche Lebensplanung gehen die eigenen vier Wände allemal in Ordnung. Als Depotbeimischung sollten Anleger aber besser eine andere Anlageform des Betongolds wählen. Doch welche? Die vermietete Einzelimmobilie scheidet zum einen wegen der für Privatanleger oft sehr hohen Kosten und dadurch wenig attraktiven Renditeaussichten aus. Zum anderen wird, wie Gerd Kommer in früheren Untersuchungen vielfach herausfand, das Risiko von Wertschwankungen stark unterschätzt. Geschlossene und Offene Immobilienfonds sind ebenfalls teils mit Nachteilen und Risiken verbunden (Illiquidität, Rechtsstreit, hohe Abschläge) und überzeugen nur selten mit hohen Erträgen.

Ganz anders sieht es bei sogenannten Reits aus. Die börsennotierten Immobiliengesellschaften, die 90 Prozent ihrer Nettomieteinnahmen an die Aktionäre ausschütten, bringen langfristig Renditen ähnlich wie die von Standardaktien. Mit Reits aus den USA

beispielsweise, wo die Anlageklasse bereits eine lange Tradition hat, hätten Anleger zwischen 1970 und 2010 real 4,6 Prozent pro Jahr verdient; mit dem Aktienindex MSCI-USA waren es 5,1 Prozent. Besonders wertvoll für Anleger ist jedoch der Umstand, dass sich die Kurse von Reits wie die von Rohstoffen in den meisten Fällen relativ unabhängig vom Aktienmarkt entwickeln – vor allem in Zeiten größerer Aktienmarktkorrekturen wie etwa nach dem Platzen der Dotcom-Blase Anfang dieses Jahrtausends (s. dazu die Grafik unten).

Gegenläufige Entwicklung



6.

BESTEUERUNG

Dranbleiben senkt die Abgabenlast

Seit 2009 zahlen Anleger unabhängig von der Haltedauer auf realisierte Kursgewinne, Dividenden und Zinsen 25 Prozent Abgeltungsteuer. Hinzu kommen Solidaritätszuschlag und eventuell Kirchensteuer. Die Abgabenlast steigt so bis auf 28,6 Prozent.

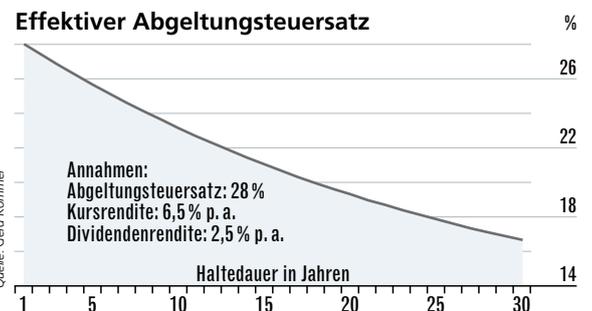
Leider unterschätzen oder übersehen Anleger oft den steuerlichen Vorteil, den eine klassische Buy-and-Hold-Strategie bietet. Wer seinem Investment nämlich über sehr lange Zeit die Treue hält, zahlt am Ende de facto weniger Steuern als jemand, der sein Portfolio ständig umschichtet. Bei einer Aktienanlage etwa, die vor Steuern neun Prozent Rendite pro Jahr erwirtschaftet – wobei sich diese aus 6,5 Prozent Kurssteigerung und 2,5 Prozent Dividendenrendite zusammensetzt – beträgt die Steuerlast nach 30 Jahren effektiv nur noch 16,7 Prozent statt 28 Prozent (nominaler Abgeltungssteuersatz). Das sind knapp 41 Prozent weniger (s. Grafik rechts).

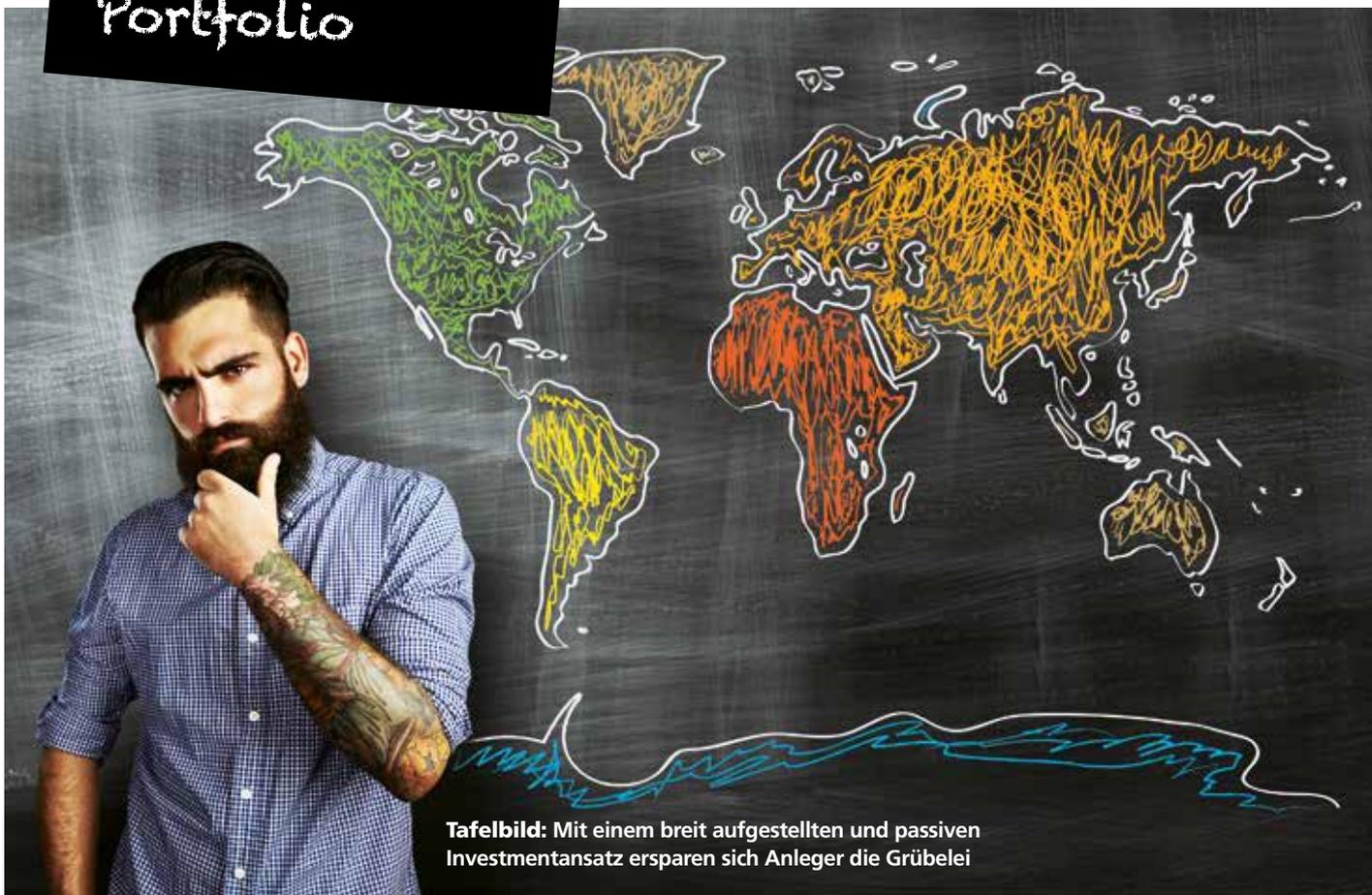
Verantwortlich für den Steuereffekt ist der Zeitpunkt der Besteuerung: Die Kursgewinne der Aktienanlage nämlich müssen erst am

Ende der 30 Jahre versteuert werden. Daraus ergibt sich eine Art Steuerstundung. Vorteil: Die Summe, die man beispielsweise bei einer jährlichen Besteuerung der Kursgewinne ans Finanzamt abführen müsste, bleibt investiert und verzinst sich. Der effektive Steuersatz ist demnach nichts anderes als der Prozentsatz, mit dem die Kursgewinne faktisch jedes Jahr versteuert worden sind. Es gilt: Je länger die Buy-and-Hold-Strategie andauert, desto größer ist der positive Steuereffekt.

Bei einem aktiven Investmentansatz müssen hingegen die jeweils realisierten Gewinne – so wie Dividenden und Zinsen generell – sofort versteuert werden. Der effektive Steuersatz ist dadurch immer genauso hoch wie der nominale Abgeltungssteuersatz.

Erstaunlicher Effekt





Tafelbild: Mit einem breit aufgestellten und passiven Investmentansatz ersparen sich Anleger die Grübelei

Titel

Einfach, entspannt, günstig

Managen Sie Ihren eigenen Mischfonds. Allerdings ohne viel nervenzehrendes und kostentreibendes Nachjustieren. Einfach und günstig rein, wohlfühlen und abkassieren

Wie setzen Anleger die Erkenntnisse über mögliche Fehler und Gewinnbringer nun in eine Strategie um? Die Lösung ist einfach – und spart Geld. Dazu dienen börsengehandelte Indexfonds (ETFs). FOCUS-MONEY erklärt, wie es geht, aus welchen ETFs zu wählen ist (s. Tabelle S. 45) und warum aktives Management kaum notwendig ist.

1. Aktienanteil managen. Das Depot ist denkbar einfach aufgebaut. Zunächst entscheiden Anleger darüber, wie viel Risiko in Kauf zu nehmen sie bereit sind. Sprich: wie hoch der Aktienanteil und der Anleihenanteil sein darf. Im Beispieldepot (s. S. 44) sind Aktien zu 80 Prozent und Staatsanleihen zu 20 Prozent gewichtet. Im nächsten Schritt gilt es, das Aktienportfolio, also den tendenziell risikobehafteten Teil, zu streuen. Autor Gerd Kommer wählt dazu die Regionen Nordamerika, Westeuropa, Asien-Pazifik und Schwellenländer global. Hinzu kommen noch Immobilienaktien. Die Anteile der Regionen

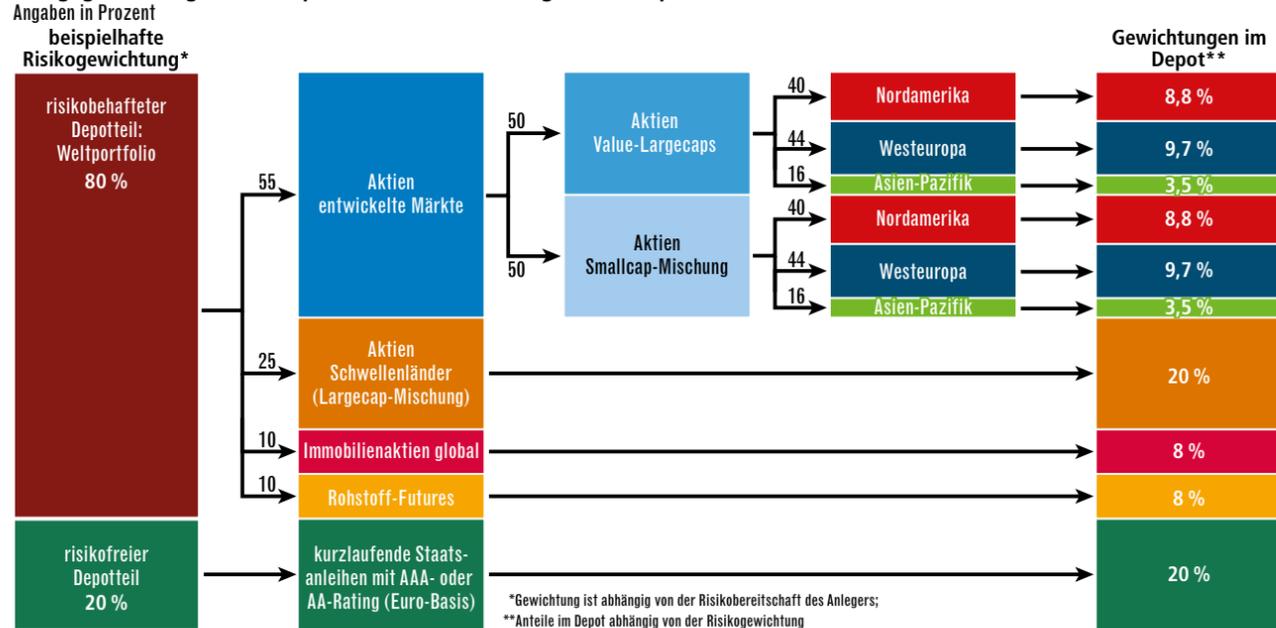
am Portfolio richten sich nach der ungefähren Größe der jeweiligen Volkswirtschaften relativ zum weltweiten Bruttoinlandsprodukt (BIP). Da der Markt bei Value-Titeln, Nebenwerten und Schwellenländer-Aktien überdurchschnittliche Renditeaufschläge erwartet, dürfen diese Papiere im Depot nicht fehlen. Als einzige Anlageklasse, die nichts mit Aktien zu tun hat, sind Rohstoff-ETFs vertreten. Da sie mit Blick auf die Entwicklung nur einen geringen Gleichlauf mit Aktien und Anleihen aufweisen, tragen sie nicht nur zur Risikostreuung, sondern auch gleichzeitig zur Renditeverbesserung bei. Damit ist die Zusammenstellung des ersten Bausteins bereits abgeschlossen.

2. Anleihenanteil managen. Der risikofreie Anteil, bestehend aus Staatsanleihen bester und sehr guter Bonität des Schuldners (also nicht schlechter als ein AAA- oder AA-Rating) mit kurzen Laufzeiten (ein bis drei Jahre), dient ebenfalls der Risikostreuung des Portfolios. Darauf gibt ►

Einfache Gewichtung

Die Aufteilung in „risikobehafteter Portfolio-Teil“ und „risikofreier Portfolio-Teil“ ist nach der persönlichen Risikopräferenz frei wählbar. Alle anderen Werte, mit Ausnahme derer in der rechten Spalte, sind fix.

Anlagegewichtung für ein Depot aus risikofreier Anlage und Weltportfolio



Quelle: Campus Verlag GmbH, Gerd Kommer, „Herleitung und Umsetzung eines passiven Investmentansatzes für Privatanleger in Deutschland“

es in Zeiten geöffneter Zentralbankschleusen und damit niedriger Zinsen kaum Rendite – schon klar. Aber darauf kommt es nicht an. Wie es der Name dieses Depotbausteins bereits vorwegnimmt, soll mit den kurzlaufenden Zinspapieren ein Gegengewicht zum eher risikobehafteten Aktienanteil geschaffen werden. Die Rendite spielt lediglich eine untergeordnete Rolle. Daher sollten Anleger auch davon absehen, länger laufende Zinspapiere zu wählen, in der Hoffnung, mehr Rendite zu erwirtschaften. Experte Kommer kommt zu dem Schluss, dass das Zinsänderungsrisiko bei Anleihen mit einer Restlaufzeit von mehr als vier Jahren zu hoch ist. Das macht sie als risikofreie Anlage ungeeignet. Der Beweis: In einem Zeitraum von 1927 bis 2010 überstieg die Rendite 20-jähriger US-Staatsanleihen diejenige von Papieren mit fünf Jahren Laufzeit lediglich um 0,1 Prozentpunkte. Zudem war der maximale Kursverlust bei kurzlaufenden Bonds geringer als bei denen mit längeren Laufzeiten. Anders sieht es bei inflationsindextierten Staatsanleihen aus. Diese Papiere weisen eine geringere Schwankungsbreite (Volatilität) auf, da das Zinsänderungsrisiko geringer ist. Reale Zinsen schwanken weniger stark als nominale. Das macht diese Anleihen zum idealen Baustein für das Portfolio.

3. Gewichtung managen. Zugegeben, ganz ohne Nachjustieren – Rebalancen, wie es auf Neudeutsch heißt – funktioniert das Depot nicht. Allein deshalb, weil sich das Gewicht der einzelnen Bausteine im Lauf der Zeit und der unterschiedlichen Renditeentwicklung verschiebt. Ohne Eingriff würde sich innerhalb des Portfolios auf lange Sicht diejenige Anlageklasse mit der am höchsten zu

erwartenden Rendite und dem höchsten zu erwartenden Risiko einem 100-Prozent-Anteil annähern. Daher dürfte klar sein, dass Rebalancing allein aus Gründen der Risikostreuung notwendig ist.

Hin und Her macht allerdings die Taschen leer. Die Börsenbinse gilt ebenso beim Umschichten. Wer häufig im Depot umgewichtet, muss Ordergebühren in Kauf nehmen. Unschön, aber unumgänglich. Zwar sind Gebühren bei ETFs vergleichsweise gering, dennoch schmälern sie die Rendite. Doch es gibt eine praktische Lösung für das Problem: Anleger sollten lediglich dann an den Stellrauben des Depots drehen, wenn sie ohnehin ans Ersparte müssen. Sprich: Wenn es zu Entnahmen oder Zuflüssen kommt. „In diesem Fall sind die entstandenen Kosten nicht auf Rebalancing zurückzuführen, sondern auf das davon unabhängige Spar- respektive Entsparverhalten des Anlegers“, wie Gerd Kommer in seinem Buch schreibt. Auf diese Weise fallen nur einmal Gebühren und Steuern an. In einer Kosten-Nutzen-Rechnung von Umschichtungsmaßnahmen ließen sich diese Gebühren also vernachlässigen.

In welchem zeitlichen Abstand sollten Anleger umschichten? Kommer hat den Renditevorteil durch Umschichten für ein Musterportfolio, bestehend aus kurzfristigen deutschen Staatsanleihen, globalen Blue Chips, globalen Kleinwerten, globalen Immobilienwerten und Blue Chips aus Schwellenländern in einem Zeitraum von 21 Jahren berechnet. Alle Bestandteile waren zu je einem Fünftel gewichtet. Als Umschichtungsintervalle wählte der Experte einen monatlichen, einen halbjährlichen und

einen jährlichen Zeitraum. Der Renditebonus durch Umschichten belief sich schlussendlich auf 0,37 Prozent p. a. bei einem monatlichen, 0,58 Prozent p. a. bei einem halbjährlichen und 0,46 Prozent p. a. bei einem jährlichen Intervall. Da für Privatanleger Transaktionskosten und Steuern mächtig auf die Rendite drücken, rät der Experte allerdings dazu, lediglich einmal im Jahr oder gar alle zwei Jahre Umschichtungen vorzunehmen. Wohlgedemert: nur sofern sie nicht im Rahmen von Zuflüssen oder Entnahmen stattfinden. Eine weitere Hilfe stellen Rebalancing-Bänder dar. Beispiel: Aktien aus entwickelten Märkten wären mit 50 Prozent gewichtet. Anleger könnten nun festlegen, dass dieser Anteil nicht mehr als 57,5 Prozent am Fondsvermögen einnehmen darf. Bei Überschreitung

dieser Grenze müsste umgewichtet werden. Diese Toleranzbereiche lassen sich für alle Depotwerte definieren.

4. Was tun, wenn's brennt? Ganz einfach – gar nichts. Kommt es zu einem Börsencrash, heißt es: aussitzen. Schließlich handelt es sich um einen passiven Investmentansatz, und dieser unterscheidet sich nicht in Phasen vor, während oder nach einem Crash. Eine gesonderte Strategie ist hierfür weder erforderlich noch sinnvoll, da das Portfolio breit gestreut ist. Wichtig ist, dass Anleger sich im Vorfeld überlegen, wie viel Risiko sie vertragen können. Danach ist der Aktienanteil zu wählen. Auf diese Weise lassen sich Baisse-Phasen emotional besser verkraften. ■

JENS JÜTTNER

Breites ETF-Angebot

Mit Exchange Traded Funds (ETFs) können Anleger das Portfolio auf der linken Seite einfach und kostengünstig nachbilden. Je Anlageklasse und Region hat FOCUS-MONEY eine Auswahl an Produkten zusammengestellt.

Anlageklasse/Region	Produktname	ISIN/WKN	Entwicklung 1/3/5 Jahre in %	Kosten (TER) in %	Volumen in Mio. €	Typ*:
Largecaps/Value/Nordamerika	iShares Dow Jones U.S. Select Dividend	DE000A0D8Q49/A0D8Q4	9,18/12,52/12,39	0,31	211	p./a.
	Lyxor ETF FTSE RAFI US 1000	FR0010400804/LYX0BN	7,31/15,66/14,03	0,60	26	s./a.
	PowerShares RAFI US 1000	IE00B23D8S39/A0M2EA	8,47/16,24/14,60	0,39	236	p./a.
	SPDR S&P US Dividend Aristocrats	IE00B6YX5D40/A1JKSO	11,33/14,09/–	0,35	1990	p./a.
Largecaps/Value/Europa	db x-trackers EURO STOXX Select Dividend 30	LU0292053553/DBX1D3	2,65/11,08/5,9	0,30	176	p./a.
	Deka STOXX Europe Strong Value 20	DE000ETFLO45/ETFL04	14,2/17,4/9,68	0,65	13	p./a.
	iShares EURO Total Market Value Large	DE000A0HG2N9/A0HG2N	–4,66/8,35/1,18	0,40	95	p./a.
	Lyxor ETF DJ Stoxx Select Dividend 30	FR0010378604/LYX0BB	–2,24/3,61/–0,04	0,30	129	s./a.
Largecaps/Value/Asien-Pazifik	iShares Asia Pacific Dividend	DE000A0J2086/A0J208	–21,39/–4,33/0,42	0,59	335	p./a.
	iShares Dow Jones Asia Pacific Select Div. 30	DE000A0H0744/A0H074	–21,34/–4,63/0,32	0,30	165	p./a.
Smallcaps/Nordamerika	ComStage MSCI USA Small Cap TRN	LU0392496005/ETF123	13,54/18,32/–	0,35	60	s./t.
	iShares S&P SmallCap 600	DE000A0RFEB1/A0RFEB	15,30/17,21/17,41	0,40	350	po./a.
Smallcaps/Westeuropa	ComStage MSCI Europe Small Cap TRN	LU0392496344/ETF126	19,30/20,64/–	0,35	37	s./t.
	iShares EURO Stoxx Small	DE000A0DPM22/A0DPMZ	5,19/11,40/5,60	0,40	538	p./a.
Smallcaps Japan/Austr./Asien-Pazifik	iShares MSCI Japan Small Cap UCITS (Dist.)	DE000A0RFEC9/A0Q1YX	12,70/14,37/8,75	0,59	225	po./a.
	iShares MSCI AC Far East ex Japan Small Cap	DE000A0RFEF2/A0RFEF	–9,55/4,00/1,34	0,74	50	po./a.
Schwellenländer global	db x-trackers MSCI Emerging Markets Index	LU0292107645/DBX1EM	–15,19/–0,54/–0,64	0,65	1392	s./t.
	HSBC MSCI Emerging Markets	DE000A1JXC94/A1JXC9	–15,71/–/–	0,60	201	po./a.
	iShares MSCI Emerging Markets	DE000A0YBR46/A0YBR4	–14,95/–1,12/–0,62	0,68	228	po./t.
	SPDR MSCI Emerging Markets	IE00B469F816/A1JJTE	–13,32/0,83/–	0,65	147	po./t.
Immobilienaktien global	db x-trackers EPRA/NAREIT Dev. Europe Real Estate	LU0489337690/DBX0F1	21,69/18,59/14,14	0,40	33	po./t.
	iShares Developed Markets Property Yield	DE000A0LGL5/A0LGL5	5,26/5,84/7,42	0,59	2672	p./a.
	Lyxor FTSE EPRA/NAREIT Gloabl Developed	FR0010833574/LYX0FP	4,21/6,58/7,23	0,45	40	s./a.
Rohstoffe global	SPDR Dow Jones Global Real Estate	IE00B86F1M35/A1J3PB	6,93/–/–	0,40	95	po./a.
	S&P GSCI Capped Component 35/20 Theam Easy	LU0203243414/A0EAZC	–20,87/–11,60/–3,30	0,30	136	s./t.
	db x-trackers DBLCI-OY balanced	LU0292106167/DBX1LC	–32,56/–18,95/–7,76	0,55	213	s./t.
	iShares Diversified Commodity Swap	DE000A0H0728/A0H072	–17,57/–12,29/–6,68	0,46	596	s./t.
	RBS Market Access Jim Rogers International Commodity	LU0249326488/A0JK68	–22,28/–12,41/–4,92	0,70	133	s./t.
risikofreie Anlagen	db x-trackers II iBoxx Global Inflation-Linked	LU0290357929/DBX0AL	1,86/2,02/4,25	0,25	444	s./t.
	iShares eb. rexx Government Germany 1,5 – 2,5 Years	DE0006289473/628947	–1,59/–1,78/–1,79	0,16	360	p./a.
	iShares Barclays Euro Inflation Linked Gov. Bond	IE00B0M62X26/A0HGV1	–1,97/0,68/1,04	0,25	887	po./t.
	Lyxor UCITS ETF EuroMTS 1–3 Years Investment Grade	FR0010222224/A0HGF3	0,29/1,35/1,38	0,17	650	p./t.

a. = ausschüttend, t. = thesaurierend; p. = physische Replikation, s. = synthetische Replikation, po. = physische Replikation, optimiert

Quellen: Böse Frankfurt, Gerd Kommer, „Herleitung und Umsetzung eines passiven Investmentansatzes für Privatanleger in Deutschland“