

**Verbraucherzentrale Bundesverband**  
**Seminar: *Geldanlage und Altersvorsorge aktuell***

**Dr. Gerd Kommer, LL.M.**

**Geldanlage**

- 1. Asset-Klassen: Langfristige historische Renditen**
- 2. "Anlagenotstand" durch Niedrigzinsen?**
- 3. Diversifikation und Risiko: Zentrale Gesichtspunkte**
- 4. Indexfonds und passive Anlagestrategien**

**März 2017**

**GERD KOMMER**  
**INVEST GMBH**

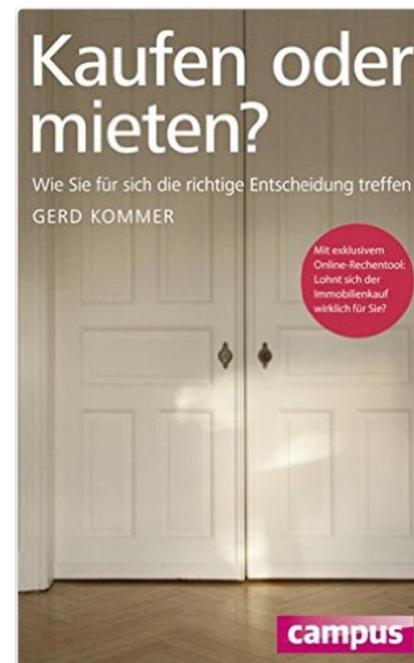
## Buchveröffentlichungen von Gerd Kommer



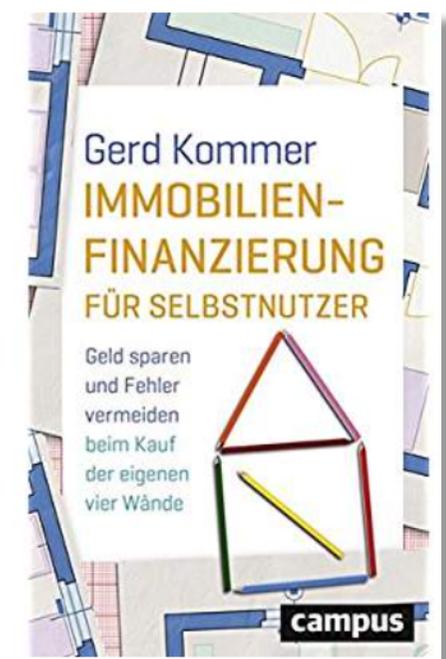
2015 (4. Aufl.)



2015



2016 (2. Aufl.)



2017 (Februar)



## Dirigent wird gefeuert, weil er Existenz des Weihnachtsmannes anzweifelt

Sonntag, 01.01.2017, 09:31

**Weil er bei einem Konzert für Kinder die Existenz des Weihnachtsmannes angezweifelt hat, ist ein Dirigent in Italien seinen Job los. Der Musiker hatte am Ende einer Konzert-Aufführung von Disneys „Die Eiskönigin“ im Auditorium in Rom gesagt: „Den Weihnachtsmann gibt es nicht.“**

Daraufhin weinten einige Kinder Medien zufolge, Eltern bildeten **auf Facebook** eine Protestgruppe. Der Veranstalter reagierte und entband den Dirigenten von seinen Aufgaben, wie die Nachrichtenagenturen Ansa und AdnKronos unter Berufung auf eine entsprechende Mitteilung berichteten.

„Ich habe Kinder gesehen, die in Tränen ausgebrochen sind“, erzählte ein Besucher der Agentur Ansa nach dem Konzert am Donnerstagabend. Andere riefen Eltern in sozialen Netzwerken auf, das Spektakel nicht anzuschauen. „Man darf Kinder nicht in einem Weihnachtskonzert schockieren“, schrieb ein Nutzer auf Facebook. Einige Eltern drohten laut Ansa sogar mit einer Klage gegen den Dirigenten.

## Einige Investmentthesen, die wir in diesem Vortrag/Workshop belegen, veranschaulichen und diskutieren wollen

- ❑ Die Kenntnis langfristiger historischer Asset-Klassen-Renditen und des historischen Risikos seit dem Jahr 1900 liefert Finanzberatern und Anlegern enorm nützliche Einsichten. Diese Daten sind leider zu wenig bekannt.
- ❑ Aus einer Reihe von Gründen praktizieren viele Privathaushalte zu wenig Vermögensbildung (Konsumverzicht) und investieren zu wenig in Aktien innerhalb ihrer ohnehin zu schwachen Vermögensbildung:
  - Haushalte überschätzen historische und künftige Markttrenditen in allen Asset-Klassen, insbesondere die speziell für sie selbst erzielbaren Renditen.
  - Andererseits überschätzen Privatanleger das langfristige Aktienrisiko, und sie glauben fälschlich, dass dieses Risiko in den vergangenen rund 20 Jahren zugenommen hat.
  - Privatanleger glauben fälschlich, dass Investmentexperten und/oder viel eigenes Detailwissen über die gegenwärtige Marktsituation ihnen hohe künftige Renditen bei begrenztem Risiko beschermen werden.
  - Beim so genannten "Anlagenotstand" irrt die herrschende Meinung sowohl bei der Diagnose des Problems als auch bei der Schlussfolgerung aus dieser Diagnose.
- ❑ Die meisten Privatanleger kennen die enormen Vorteile eines passiven Buy-And-Hold-Investmentansatzes gegenüber konventionellem aktivem Investieren nicht oder nur sehr oberflächlich.
- ➔ **Wenn wir die teilw. unangenehmen, teilw. angenehmen Feststellungen für unsere Altersvorsorge anerkennen, haben wir einen ersten entscheidenden Schritt getan, das Vermögensbildungsproblem zu adressieren.**

## Historische Renditen und die Zukunft

**"I know of no way to judge the future but by the past."**

Patrick Henry, 1736 – 1799, einer der Founding Fathers der Vereinigten Staaten von Amerika,  
Gouverneur von Virginia

**"Those who do not remember the past, are condemned to repeat it."**

George Santayana, 1863 – 1952, spanisch-amerikanischer Philosoph

## Inflationsbereinigte, historische Renditen ausgewählter Asset-Klassen von 1900 bis 2016 (117 Jahre)

	Reale Renditen in nationaler Währung	Aktien (Large & Mid Caps)	Langfristige Staatsanl.	Kurzfristige Staatsanl. / Geldmarkt	Gold (in USD)	Haus- preise
 Welt		5,1% p.a.	1,8% p.a.	0,8% p.a.	0,6% p.a.	---
 USA		6,4% p.a.	2,0% p.a.	0,8% p.a.	---	0,4% p.a.
 Deutschland		3,3% p.a.	negativ	negativ	---	---
Österreich		0,8% p.a.	negativ	negativ	---	---
Schweiz		4,4% p.a.	2,3% p.a.	0,8% p.a.	---	---
Frankreich		3,3% p.a.	0,3% p.a.	negativ	---	1,2% p.a.
Großbrit.		5,4% p.a.	1,7% p.a.	1,0% p.a.	---	---
Norwegen		4,2% p.a.	1,9% p.a.	1,1% p.a.	---	0,8% p.a.

► Alle Renditen ohne Kosten und Steuern. Renditen sind geometrische Durchschnitte, real und in nationaler Währung; Ausnahme "Welt": Renditen in USD. ► Daten: Aktien und Anleihen: Dimson/Marsh/Staunton (Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2017), US-Hauspreise: Robert Shiller-Website, Gold: FinFacts, Bloomberg. ► "Welt" = Marktkapitalisierungsgewichtetes Portfolio aus 23 Ländern. ► Für Deutschland und Österreich sind die Renditen besonders niedrig (Aktien) bzw. negativ (Anleihen) aufgrund der Folgen der Hyperinflation 1923, des 2. Weltkriegs und der Währungsumstellung 1948 (in beiden Ländern zwei Staatskonkurse). ► Hauspreise ohne Nettomietrendite (Bruttomietrendite abzgl. Instandhaltung). Der Autor schätzt die langfristig durchschnittliche Nettomietrendite auf ca. 2,5% p.a. (ohne Transaktionskosten). Für DE, AT, CH, GB liegen keine zuverlässigen landesweiten Daten zu Hauspreissteigerungen über diesen Zeitraum vor.

## Inflationsbereinigte, historische Renditen ausgewählter Asset-Klassen von 1970 bis 2016 (47 Jahre)

Real in nation. Währung	Aktien (Large & Mid Caps)	Mittelfr. Staatsanl. (5 J.)	Kurzfr. Staatsanl. / Geldmarkt	Eigenheim (Total Return)	Gold (1975 bis 2016)
USA	5,8% p.a.	3,2% p.a.	0,8% p.a.	---	1,4% p.a.
Deutschland	4,2% p.a.	3,7% p.a.	2,1% p.a.	2,6% p.a.	

► **Alle Renditen ohne Kosten und Steuern. Renditen sind geometrische Durchschnitte, real und in nationaler Währung. Gold in DM/Euro.** ► Eigenheim (jede Art von selbstgenutzter Wohnimmobilie) unter der Annahme einer 100% EK-Finanzierung. Bei einer typischen Fremdkapitalfinanzierung wäre die resultierende Eigenkapitalrendite niedriger (nähere Angaben zur Berechnung, siehe G. Kommer, *Kaufen oder mieten*, Campus, 2016). Für die USA liegt keine entsprechende Berechnung vor.

► Gold: Gezeigt wird der abweichende Zeitraum von 1975 bis 2016 (42 Jahre), da (a) der Bretton-Woods--Standard (Goldbindung des USD) erst im Sept. 1971 endete und generell die Renditen während der 5 Jahre von 1970 bis 1974 durch Interventionen der US-Regierung auf dem Goldmarkt nach oben verzerrt waren. Ohne diese Korrektur betrüge die Rendite für den Gesamtzeitraum (1970 bis 2016) 3,4% p.a. ► Daten: MSCI, S&P, Bulwiengesa, Europace, Bloomberg, Gerd Kommer (bzgl. Total Return Eigenheim).

# 117 Jahre Stresstest im globalen Wertpapiermarkt

**Die in dieser Präsentation gezeigten historischen Kapitalmarktrenditen (siehe insbes. S. 5) sind nicht trotz, sondern wegen einer schier unendlichen Kette von Krisen und politisch-wirtschaftlichen Unsicherheitsphasen seit dem Jahr 1900 zustande gekommen. Renditen sind die Kompensation für erwartetes Risiko – ohne Risiko, keine Renditen.**

## **Eine stichwortartige Aufzählung der wichtigsten globalen Krisen und "Stressperioden" seit Beginn des 20. Jahrhunderts:**

Der 1. Weltkrieg, die Hyperinflation in Deutschland und mehreren anderen Ländern (1923/24), die Abschaffung des ursprünglichen internationalen Goldstandards in den 1920er Jahren (dieser war 50 Jahre lang die Grundlage der Welthandelsordnung gewesen), die Weltwirtschaftskrise ab 1929 (mit Arbeitslosenraten in den westlichen Ländern von 40% und mehr, während es praktisch keine sozialen Sicherungsnetze gab), der 2. Weltkrieg (die größte Katastrophe in Europa seit 300+ Jahren, der Kalte Krieg (1950 bis '89), der Koreakrieg (1950 bis '53), die Kubakrise (1962) mit der Gefahr einer atomaren Eskalation, der Vietnamkrieg (1965 bis '75), zwei Afghanistankriege (1978 bis '89 und ab 2001 bis heute schwelend), zwei Golf-/Irakkriege (1991 und ab 2003), die Palästinakriege (Ende 60er / Anfang 70er-Jahre), die Jugoslawienkriege (1991 bis 2000), die vielfach mit Gewalt, Bürgerkriegen und Wirtschaftskrisen einhergehende Dekolonisierung Asiens und Afrikas ab etwa 1950, die Ermordung Kennedys (1963), zwei Ölkrisen (1973 und 1979/80), in denen sich der Ölpreis in sieben Jahren real verzehnfachte, das Entstehen der Umweltbewegung in den 70er-Jahren und die Verkündung erster ökologischer Weltuntergangs-szenarien (einschließlich einer globalen Eiszeit), der deutsche Linksterrorismus der 70er- und 80er-Jahre, die Abschaffung des partiellen Goldstandards (Bretton-Woods-System für Wechselkurse, 1971), die globale "Stagflation" in den 70er-Jahren (zweistellige Inflationsraten, steigende Arbeitslosigkeit, sinkendes Wirtschaftswachstum), ein zweistelliges nominales Zinsniveau in der ersten Hälfte der 80er-Jahre, der Tschernobyl-Atomunfall (1986), der Zusammenbruch der Sowjetunion (1989–1991) und des Kommunismus in Osteuropa, die Aids-Epidemie ab Ende der 80er Jahre, der Rinderwahnsinn (ab Mitte der 90er-Jahre), die Vogelgrippe (ab 2003), die Wiedervereinigung Deutschlands, die Abschaffung der D-Mark (1999), die "Y2K-Computer-Angst" (Ende 1999), mehrere schwere Finanzkrisen mit zahlreichen Staatsbankrotten in den Schwellenländern in der zweiten Hälfte der 90er und Anfang der 2000er Jahre (Mexiko, Argentinien und andere lateinamerikanische Länder, Türkei, Russland, Südostasien), steigende Haushaltsdefizite in den meisten Industrieländern und über Jahrzehnte hinweg kriechende Steuererhöhungen, die zu Rekordstaatsquoten führten, der 11. Sept. 2001 und die Entstehung des islamistischen Terrorismus, mehrere schwere Umwelt- und Naturkatastrophen (Wirbelstürme, Erdbeben, Flutkatastrophen, Tsunamis, Vulkanausbrüche), der Fukushima-Atomunfall (2011), die Ängste vor dem Klimawandel, die Überalterung der westlichen Gesellschaften, die Flüchtlingskrise in Europa ab 2015. Der Schwarze Montag-Börsen-Crash am 19.10.1987 mit über 20% Verlust an einem Tag. Der "Dot-Com-Crash" (2000 bis Anfang 2003), die große Finanzkrise ab Anfang 2008 und damit einhergehende dramatisch erhöhte Staatsverschuldungsquoten, in manchen Ländern auch des Privatsektors). Die EU/Euro-Zone schlitterten ab 2009 in eine schwere Krise. In mehreren westlichen Ländern sanken die Zinsen für Staatsanleihen höchster Bonität um 2015 auf nahe null oder darunter. → **In dieser schier endlosen Kette von Krisen sind uns naturgemäß die letzten etwa 20 Jahre am besten in Erinnerung; den Rest kennen wir nur oberflächlich oder gar nicht oder haben ihn vergessen. Diese 20 Jahre sind aber in keiner Hinsicht wichtiger für die Interpretation von Asset-Klassenrenditen als die 100 Jahre davor.**

# Inflationsbereinigte Wertsteigerungen von Wohnimmobilien: Die vier langfristigen Datenreihen mit der weltweit höchsten Qualität

❑ Amsterdam: 1629 bis 2013 (384 Jahre):	0,3% p.a.
❑ Norwegen: 1820 bis 2016 (197 Jahre):	1,1% p.a.
❑ Frankreich: 1841 bis 2016 (176 Jahre):	1,3% p.a.
❑ USA: 1891 bis 2016 (126 Jahre):	0,4% p.a.

- In allen vier Ländern ereigneten sich zwischendurch **kumulative Preiseinbrüche zwischen 50% und 85%**, die jeweils mehrere Jahrzehnte andauerten (hierbei nicht berücksichtigt: Der risikoerhöhende Leverage-Effekt, risikoerhöhende Transaktionskosten und risikosenkende Erträge aus Nettomiete (Bruttomiete abzgl. Instandhaltung).
- Die gezeigten Wertsteigerungen sind möglicherweise durch mangelhafte Bereinigung von Qualitätssteigerungseffekten in den Hauspreisdaten nach oben verzerrt.

► **Ohne Kosten und Steuern.** ► **Alle Preissteigerungen sind geometrische Durchschnitte, real und in nationaler Währung.** ► Für Amsterdam handelt es sich um den Herengracht-Index (ca. 500 Häuser entlang der Herengracht- und Prinsengracht-Kanäle in Amsterdam). Index-Daten derzeit nur bis 2013 verfügbar. ► Daten: Amsterdam: Piet Eichholtz, Norwegen: Norwegische Zentralbank, Frankreich: INSEE Institut national de la statistique et des études économiques; USA: Robert Shiller, Standard & Poor's.

## Der "Anlagenotstand": Die unbequemen Fakten

Renditen "risikofreier" Geldmarktanlagen in USA, Großbritannien, Deutschland von 1959 bis 2016 (58 Jahre)

in nationaler Währung	USA	GB	DE
 Rendite, nominal	4,6% p.a.	6,9% p.a.	4,9% p.a.
 Rendite, real	<b>0,9% p.a.</b>	<b>1,7% p.a.</b>	<b>2,3% p.a.</b>
Maximaler Drawdown real	-13%	-29%	-5%
Anteil der Jahresrenditen <= 0%	33%	29%	17%
 Rendite, "real-netto" (*)	<b>-0,3% p.a.</b>	<b>0,0% p.a.</b>	<b>1,0% p.a.</b>
Maximaler Drawdown real-netto	-27%	-46%	-8%
Anteil Kalenderjahresrenditen <= 0%	53%	41%	29%

► (\*) "Real-netto" = Reale Rendite nach Abzug von geschätzten Ertragsteuern (Steuersatz 20%) und laufenden Kosten von 0,3%. ► Daten: USA: 1 months treasury bills, GB 1 month treasury bills, DE: Dreimonatsgeld, 3 Monats-Fibor. ► Daten: Dimensional Fund Advisors, Bundesbank.

**➔ Ist ein Notstand, der schon immer existierte, ein Notstand?**

# Der "Anlagenotstand": Falsche und richtige Schlussfolgerungen

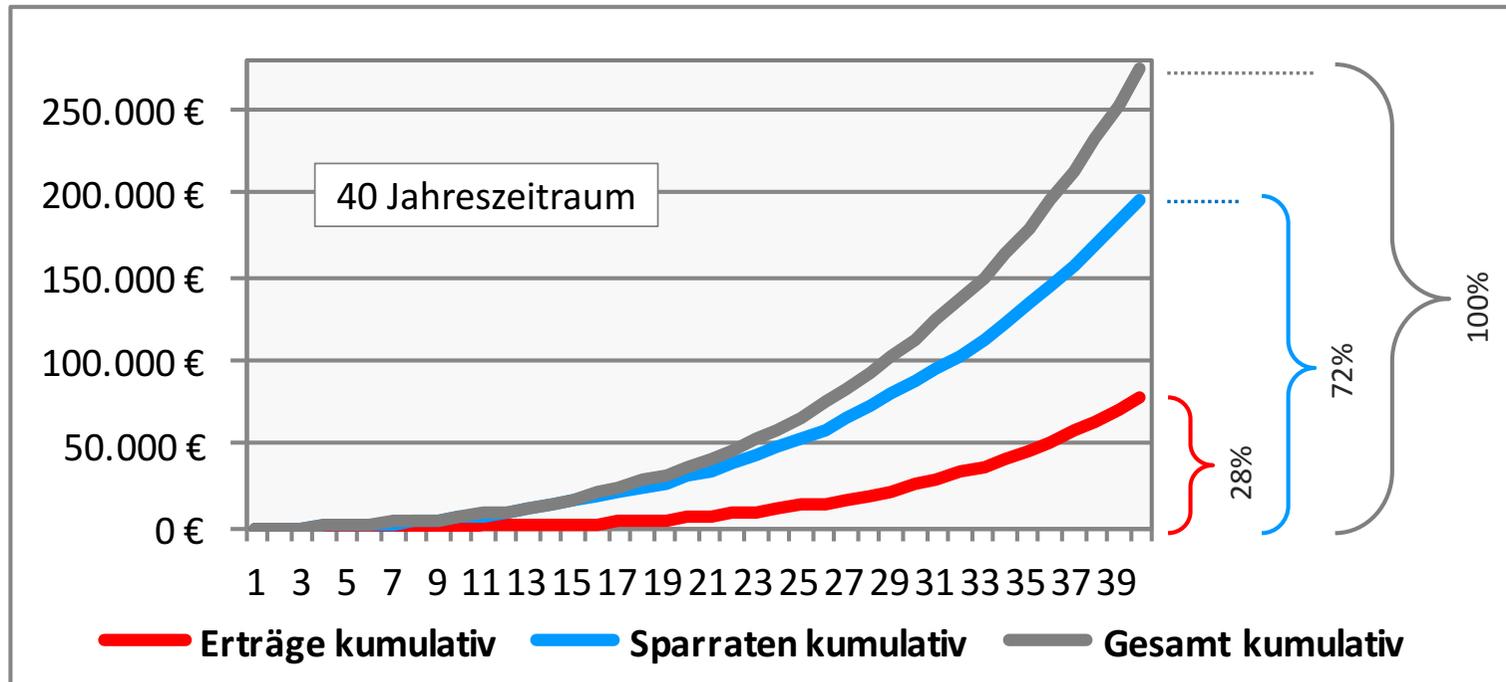
## Vermutlich falsch:

- Sparquote reduzieren  
oder
- Geldmarktanlagen umsichten in:
  - Anleihen mit langen Laufzeiten
  - Mittelstandsanleihen / Hochzinsanleihen
  - Verzinsl. Guthabenkonto bei ausl. Banken
  - Fremdwährungsanleihen mit hohen Zinsen
  - Gold
  - Rohstoffanlagen
  - Zertifikate
  - Geschlossene Fonds
  - Kreditfinanzierte Immobilieninvestments

## Eher richtig:

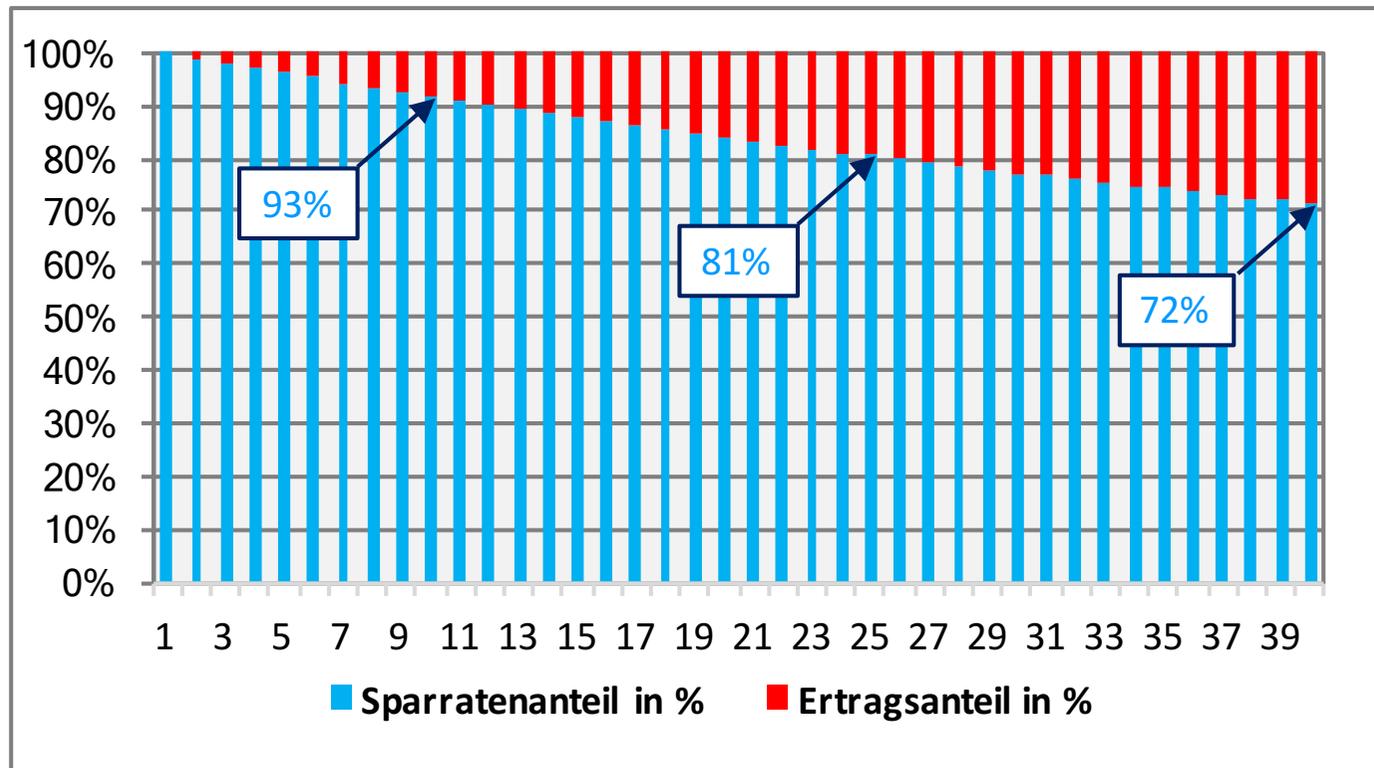
- Nichts tun (nichts verändern)  
oder (besser):
- Erhöhung der Sparquote (Konsumverzicht)
- Erhöhung der Aktienquote (global diversifiziert) unter bewusster Inkaufnahme des damit einhergehenden erhöhten Gesamtportfoliorisikos
- Staatliche Vermögensbildungsförderung nutzen, wo möglich und wirtschaftlich sinnvoll

## Der relative Beitrag von Sparleistung und Rendite auf den Endvermögenswert bei einem typischen Arbeitnehmer (1/2)



- ▶ Zugrundeliegende Annahmen: ▶ Betrachtungshorizont 40 Jahre (ein geschätztes Arbeitsleben in der Zukunft). ▶ Sparquote (Sparen als Anteil am Nettoeinkommen) steigt linear von 0% im ersten Jahr auf 30% im 40. Arbeitsjahr an. ▶ Anfangsgehalt €1 Tsd. monatl. netto.
- ▶ Nettogehalt steigt real jährlich um 3,5% aufgrund allgemeiner Lohnerhöhungen und aufgrund des "Kariereffekts". Das Endgehalt ist daher real ca. 4x Startgehalt. ▶ Investmentrendite 3,0% real nach Kosten und Steuern. ▶ Eine Modifikation dieser Annahmen in Richtung mehr Optimismus oder mehr Pessimismus (innerhalb realistischer Bandbreiten) ändert am grundsätzlichen Ergebnis wenig.

## Der relative Beitrag von Sparleistung und Rendite auf den Endvermögenswert bei einem typischen Arbeitnehmer (2/2)



► Dieses Chart ist eine alternative Darstellung von dem Chart auf der vorhergehenden Seite mit ansonsten gleichem Inhalt. Zu den zugrundeliegenden Annahmen siehe dort.

# Der "Bounce-Back-Effekt" bei Aktien nach einem starken Bärenmarkt

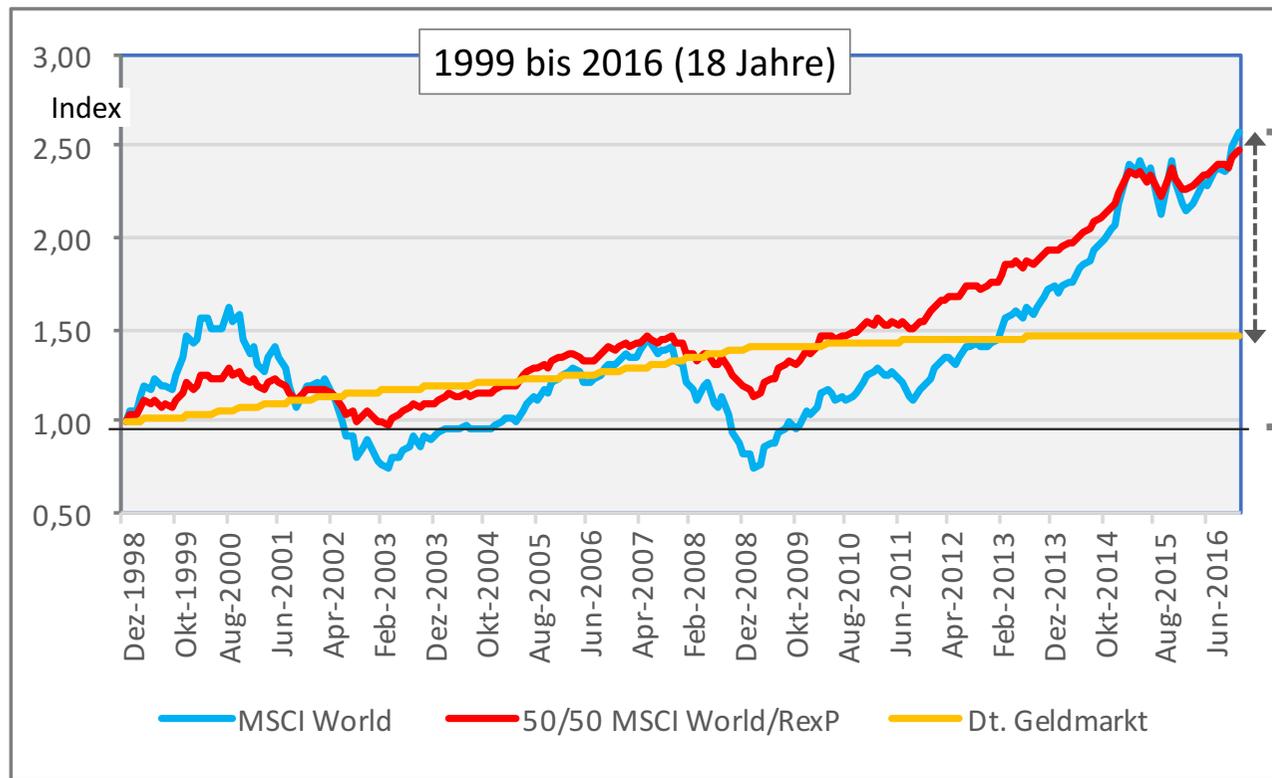
Renditen in unterschiedlich langen Folgezeiträumen, nachdem der Aktienmarkt kumulativ um 30% oder mehr gesunken ist

Alle Renditen real / inflationsbereinigt			Durchschnittliche Rendite im Folgezeitraum		
Aktienmarkt	Zeitraum	Ø Rendite Gesamtzeitraum	Folgezeitraum 1 Jahr	Folgezeitraum 3 Jahre	Folgezeitraum 5 Jahre
USA (CRSP 1-10)	1926 bis 2016 (91 J.)	6,7% p.a.	13,2% p.a.	10,5% p.a.	9,2% p.a.
DE (MSCI Germany)	1970 bis 2016 (47 J.)	5,1% p.a.	15,8% p.a.	10,6% p.a.	8,5% p.a.
Welt (MSCI World)	1970 bis 2016 (47 J.)	5,0% p.a.	8,5% p.a.	7,8% p.a.	8,0% p.a.

► Rendite USA in USD, Rendite Deutschland und Welt in DM bzw. Euro. Alle Renditen real, ohne Kosten und Steuern. ► Alle Renditen sind geometrische Durchschnitte.  
 ► CRSP 1-10-Index = Gesamtmarktindex USA; MSCI Germany und MSCI World = Large Caps und Mid Caps. ► Datenquelle: MSCI, Dimensional Fund Advisors.

**N.B.** Die in den rechten drei Spalten genannten Renditen sind Durchschnitte aus vielen unterschiedlichen einzelnen Fällen (Datenpunkten). Bei etwa 20% bis 30% dieser Fälle (je nach Index) war die spezifische Folgerendite niedriger als die Durchschnittsrendite für den Gesamtzeitraum, die in der mittleren Spalte angegeben ist.

## Die Opportunitätskosten der "typisch deutschen" Kapitalmarktaversion – die letzten 18 Jahre



Bei den beiden Kapitalmarktportfolios wuchs das Vermögen in diesen 18 Jahren um etwa **150%**. Auf dem Sparkonto (Geldmarkt) dagegen nur um **48%** -- eine **Differenz von rund 100%**.

Bei Berücksichtigung von Steuern wäre der Vorsprung der Kapitalmarktportfolios eher **noch größer** (Voraussetzung: Buy-and-Hold).

In den 18 Jahren vor 1999 war das "Equity-Premium" (Renditedifferenz zwischen Aktien und Geldmarktanlagen) weltweit deutlich höher als im hier gezeigten Zeitraum. Das heißt, die Opportunitätskosten der *deutschen Kapitalmarktaversion* waren langfristig **noch gravierender** als hier gezeigt.

► Renditen nominal in DM bzw. Euro. ► Ohne Kosten und Steuern. ► Daten: MSCI, Bundesbank.

## ***Myopic Loss Aversion* und ihre Bedeutung für Aktieninvestments**

- ❑ Myopic Loss Aversion ("Myopia" engl. Kurzsichtigkeit) ist ein simples Phänomen im Anlegerverhalten, das die Behavioural Finance Forschung 1995 erstmalig identifiziert hat (Benartzi/Thaler 1995).
- ❑ MLA ist der Zusammenhang zwischen der Häufigkeit, mit der ein Privatanleger sein Portfolio betrachtet (die Portfolioentwicklung anschaut) und der Höhe der Aktienquote im Anlegerportfolio.
- ❑ Je höher diese Betrachtungsfrequenz, desto niedriger ist – ceteris paribus – der Aktienanteil im Anlegerportfolio. Der Ursache-Wirkungs-Zusammenhang ist erstaunlich stark (siehe z. B. Lee/Veld-Merkoulova 2016 für eine Stichprobe niederländischer Privatanleger).
- ❑ **Damit begünstigt MLA langfristig niedrige Vermögensbildung (niedrige Aktienquote).**
- ❑ MLA gilt sogar als ein wesentlicher Erklärungsansatz für das "Equity Premium Puzzle", das heißt für die empirische Beobachtung, der zufolge historische Aktienrenditen höher sind als es die von der Wissenschaft gemessene Risikoscheu (Risikoaversion) von Anlegern erwarten ließe (Larsen et al. 2016).
- ➔ **Die simple und einfach umzusetzende Schlussfolgerung aus der MLA-Forschung besteht darin, dass Aktienanleger ihr Portfolio möglichst nur einmal im Vierteljahr (besser noch seltener) betrachten sollten. Das könnte eine höhere Aktienrisikotoleranz ermöglichen.**

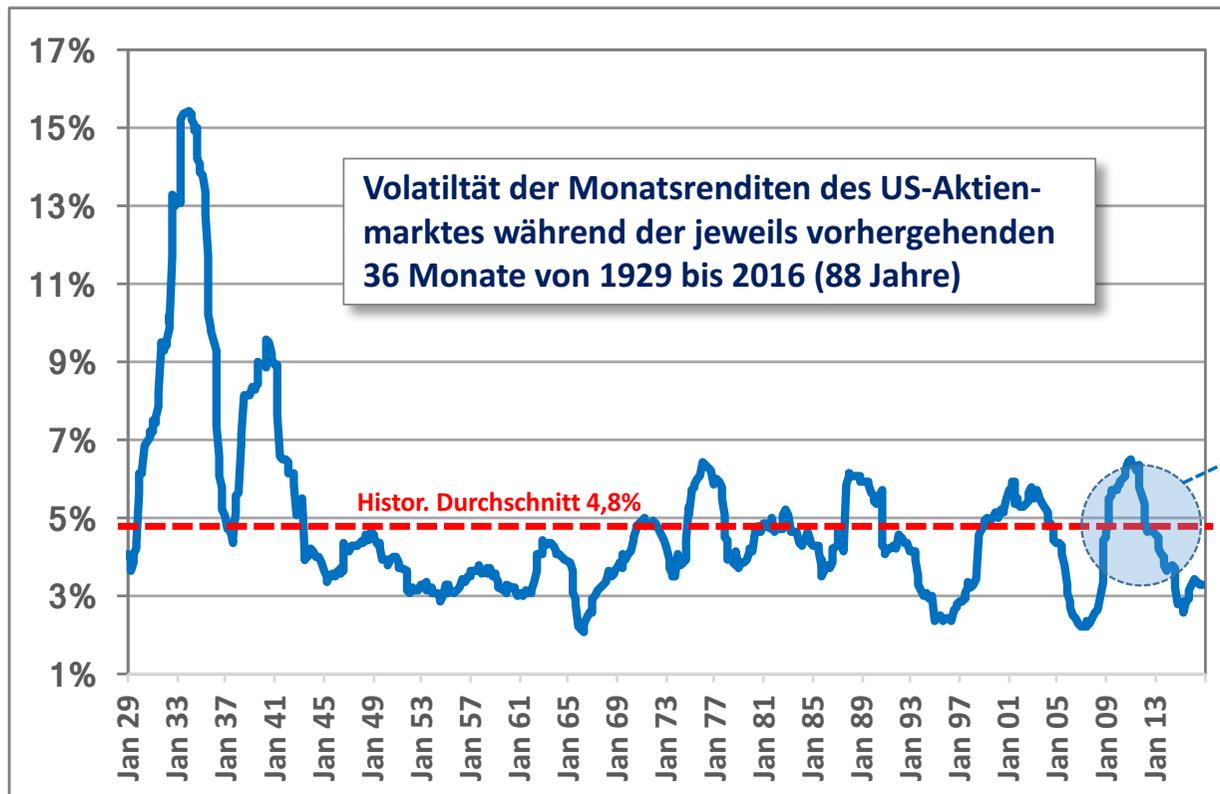
# Die (unbequeme) Lösung des Renditeproblems im Kontext von Altersvorsorge

## Eine Kombination aus den folgenden sechs Ansätzen/Maßnahmen:

- Sparquote dauerhaft erhöhen (mehr Konsumverzicht)
  - Später in Rente gehen (länger arbeiten) und/oder mehr Haushaltsmitglieder in den Arbeitsprozess einbeziehen
  - Kein Performance Chasing praktizieren (radikales Buy-and-Hold)
  - Investieren mit kostengünstigen Indexfonds (passiv investieren) oder in selbstgenutzte Immobilie mit sehr langfristiger Zinsbindung (erfordert frühzeitig ca. 25% Eigenkapital und die "Gewissheit" mindestens 10 Jahre lang nicht umziehen zu müssen oder zu wollen)
  - Staatliche Förderungen nutzen, wo möglich und sinnvoll
  - Aktienquote erhöhen (wer es nervlich-mental kann)
- ➔ **Wer alle sechs zusammen praktiziert hat die besten Erfolgchancen.  
(Die ersten fünf erfordern keine tiefen Finanzmarktkenntnisse.)**

## Welche anderen Vorschläge erscheinen aus Ihrer Sicht noch bedenkenwert?

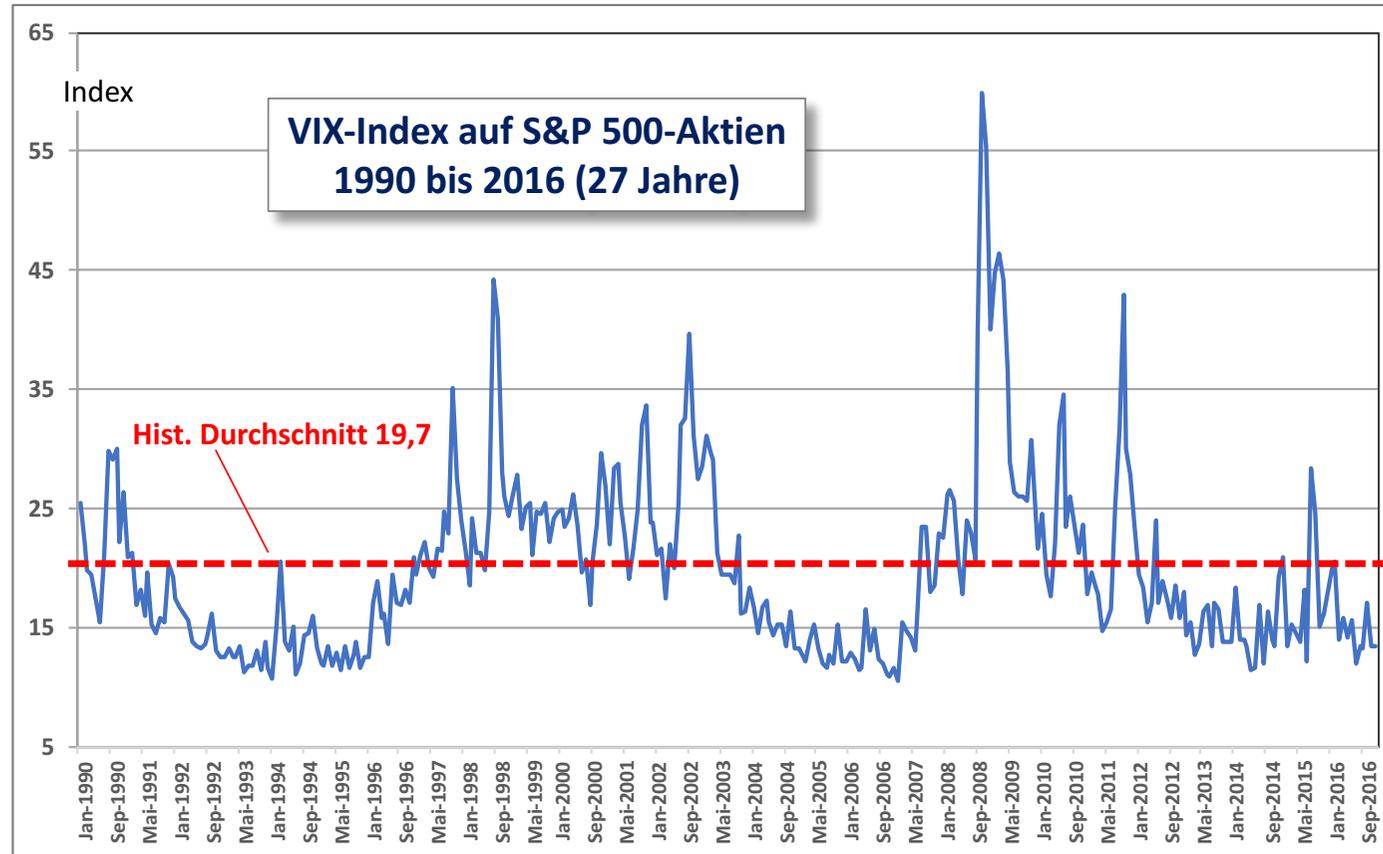
## Hat das Risiko an den Aktienmärkten in der jüngeren Vergangenheit zugenommen? (1/2)



- ▶ Volatilität gemessen als Standardabweichung der vorhergehenden 36 monatlichen Renditen. ▶ US-Aktienmarkt: CRSP 1-10-Index (Gesamtmarkt).
- ▶ Datenquelle: Website von Ken French.

Während der vergangenen zehn Jahre war die Aktienmarktvolatilität historisch betrachtet nicht ungewöhnlich hoch.

## Hat das Risiko an den Aktienmärkten in der jüngeren Vergangenheit zugenommen? (2/2)



► "Der Volatilitätsindex VIX gibt die vom Markt in den folgenden 30 Tagen erwartete Schwankungsintensität anhand von Optionspreisen auf den S&P 500 über 30 Tage in Prozentpunkten an. Ein hoher Wert weist auf einen unruhigen Markt hin, niedrige Werte lassen eine Entwicklung ohne starke Kursschwankungen erwarten. Der VIX wird daher auch 'Angstbarometer' genannt" (Wikipedia). ► Daten: Federal Reserve Bank of St. Louis.

**VIX-Index seit 6 Jahren die meiste Zeit unter seinem historischen Durchschnitt.**

# Diversifikation: Das einzige Gratismittagessen in der Vermögensbildung

## Rendite und Risiko von Einzelaktien versus global diversifiziertes Portfolio von 2000 bis 2016 (17 Jahre)

2000 bis 2016 (17 Jahre)	Siemens	Deutsche Bank	BMW	MSCI World
Nominale Rendite in Euro	1,7% p.a.	-3,8% p.a.	12,1% p.a.	3,4% p.a.
Standardabweichung der Jahresrenditen (Volatilität)	33%	37%	30%	14%
Maximaler Drawdown (nominal)	-81% (Sept. 2002)	-79% (Jan. 2009)	-59% (Jan. 2009)	-54% (Mär. 2009)

Daten: MSCI, yahoo.de

- ❑ Risikovorteil des global diversifizierten Portfolios:
  - Volatilität: Nur etwa halbes Risiko der typischen Einzelaktie.
  - Maximaler Drawdown: Nur etwa zwei Drittel des Risikos der typische Einzelaktie.
- ❑ Dem deutlich größeren Risiko von Einzelaktien steht keine erhöhte Ertragserwartung gegenüber.
- ❑ Durch Diversifikation über Asset-Klassen hinweg (hier nicht gezeigt) kann die Risiko-Rendite-Kombination noch weiter verbessert werden.

## Aktiv investieren – Schlaglicht 1: Aktienfonds

### Aktien:

Anteil der Aktienpublikumsfonds mit Fondsdomizil in Europa, (a) die schlechter performten als ihre Markt-Benchmark sowie (b) Fondsrendite versus Marktrendite – Zeitraum jeweils endend im Juni 2016 – nominale Renditen

Investment-schwerpunkt	Anteil Fonds mit Unter-Performance		Nominale Rendite – 10 Jahre	
	auf 1 Jahr	auf 10 Jahre	Index	Ø Fonds
Aktien global	87,9%	98,3%	6,7% p.a.	3,1% p.a.
Aktien Deutschland	60,4%	81,3%	5,8% p.a.	5,0% p.a.

► Quelle: 2016 S&P SPIVA Europe Scorecard Mid Year 2016 . ► Fondsrenditen (rechte Spalte) sind asset-weighted.

## Aktiv investieren – Schlaglicht 2: Rentenfonds

### Anleihen:

Anteil der Anleihenpublikumsfonds (Rentenfonds) mit Fondsdomizil in den USA, (a) die schlechter performten als ihre Markt-Benchmark sowie (b) Fondsrendite versus Marktrendite – Zeitraum jeweils endend im Juni 2016 – nominale Renditen

Investment- schwerpunkt	Anteil Fonds mit Unter-Performance		Nominale Rendite – 10 Jahre	
	auf 1 Jahr	auf 10 Jahre	Index	Ø Fonds
US Staatsanleihen, langfristig	93,1%	95,7%	8,7% p.a.	4,9% p.a.
US Hochzinsanleihen	75,0%	96,6%	7,6% p.a.	6,0% p.a.
Schwellenländer- Staatsanleihen	74,6%	81,8%	7,7% p.a.	6,6% p.a.

- ▶ Quelle: 2016 S&P SPIVA USA Scorecard Mid Year 2016 . ▶ Entsprechende Daten für Rentenfonds mit Fondsdomizil Europa nicht verfügbar.
- ▶ Fondsrenditen (rechte Spalte) sind asset-weighted.

## Aktiv investieren – Schlaglicht 3: Performance-Kontinuität bei den besten Fonds

### Performance-Kontinuität bei aktiv gemanagten Publikumsinvestmentfonds: Leider Fehlanzeige

Anteil der Top-Performer-Fonds (Top-Quartil eines Fondssegments in Jahre 1), die es schafften, sich in den Jahren nach dem Jahr 1 (Okt. 2012 bis Sept. 2012) weiterhin im Top-Quartil ihres Fonds-Segments zu halten

	2. Jahr	3. Jahr	4. Jahr	5. Jahr
	12 Monate bis Sept. 2013	12 Monate bis Sept. 2014	12 Monate bis Sept. 2015	12 Monate bis Sept. 2016
Aktienfonds, alle Segmente	40,6%	3,44%	0,30%	0%
Staatsanleihen, langfristig	12,5%	0%	0%	0%

► Quelle: S&P SPIVA Persistence Scorecard December 2016 USA.

➔ Sofern alle ursprünglichen Top-Quartil-Fonds aus dem 1. Jahr (die 12 Monate bis Sept. 2012) in den Jahren danach Top-Performer-Fonds geblieben wären (also bei perfekter Performance-Kontinuität), müsste in allen Zellen der Tabelle der Wert "100%" stehen. Tatsächlich ist jedoch die Wahrscheinlichkeit, dass ein Top-Performer-Fonds im zweiten Jahr immer noch im Top-Quartil ist, für beide Fondskategorien schlechter als 50%. Schon im dritten Jahr haben sich beinahe alle ehemaligen Top-Fonds aus dem 1. Jahr aus der ursprünglichen Top-Gruppe verabschiedet. Bei Rentenfonds ist der Performance-Kontinuität noch schlechter als bei **Seite 23** Aktienfonds.

## Aktiv investieren – Schlaglicht 4: Die Opportunitätskosten von *Performance Chasing* bei Aktienfondsinvestments

Studie	Untersucher Zeitraum	Marktrendite	Ø Fondsrendite	Ø Fondsanlegerrendite	Renditelücke 1	Renditelücke 2
Friesen/Sapp (2007)	1991 - 2004 (14 J.)	12,2% p.a.	7,7% p.a.	6,1% p.a.	4,6%-Pkte	6,1%-Pkte
Clare/Motson (2010)	1982 - 2009 (28 J.)	8,0% p.a.	6,5% p.a.	5,4% p.a.	1,5%-Pkte	2,6%-Pkte
Morningstar (2016)	2006 - 2015 (10 J.)	5,7% p.a.	5,3% p.a.	4,3% p.a.	0,5%-Pkte	1,5%-Pkte

Die **"Renditelücke 1"** entspricht der Differenz zwischen der Marktrendite und der durchschnittlichen Fondsrendite. Die **"Renditelücke 2"** entspricht der Differenz zwischen der Marktrendite und der durchschnittlichen Fondsanlegerrendite.

► Alle Renditen sind in USD, nominal, geometrische Durchschnitte und beziehen sich auf den USA-Aktienfondsmarkt mit Anlageschwerpunkt in USA (Friesen/Sapp und Clare/Motson) oder weltweit (Morningstar). ► Ohne Steuern und ohne etwaige Ausgabeaufschläge bei Fondsrendite und Anlegerrendite. ► Literaturangaben siehe Anhang. ► Renditelücke 1 und 2 berechnet als logarithmische Differenz. Daher in Einzelfällen leichte Abweichung zu arithmetischer Differenz (ferner Rundungseffekte).

## Aktiv investieren – Schlaglicht 5: Historische Rendite von Hedge-Fonds und Private Equity-Fonds

	Hedge-Fonds (HFRX-Index)	MSCI-World Standard	Private Equity (LPX50 Index)	MSCI World Small Cap
<b>Reale Rendite</b>				
1997 bis 2006 (10 Jahre)	9,0% p.a.	6,1% p.a.	9,0%	10,0%
 2007 bis 2016 (10 Jahre)	0,5 % p.a.	5,5% p.a.	1,3%	7,2%
Std.-Abweichung Jahresrend.	16%	20%	47%	22%
Maximaler Drawdown	-30% (2008)	-44% (2002)	-73% (2008)	-44% (2008)

► Alle Renditen real und in Euro. ► Ohne Kosten und Steuern, geometrische Durchschnitte.

► Kosten bei Hedge-Fonds und PE-Fonds wesentlich höher als bei konventionellen Aktienindexfonds. ► Daten: Hedgefundresearch (HFRX Global Hedge Fund Index), LPX Group, MSCI). ► Standardabweichung bei Hedge-Fonds und PE-Fonds vermutlich "geschönt", da hier möglicherweise die Datenqualität relativ schlecht ist. ► Maximaler Drawdown auf Kalenderjahrbasis berechnet. Bei Verwendung von Monatsrenditen wäre er geschätzte 10 Prozentpunkte extremer.

## Aktiv investieren – Schlaglicht 6: Institutionelle Immobilieninvestoren in Deutschland haben historisch den Aktienmarkt unterperformt

Renditen nominal, in DM bzw. Euro	2006 bis 2015 (10 J.) Reale Rendite (Total Return) p.a.	1996 bis 2015 (20 J.) Reale Rendite (Total Return) p.a.
 <b>IPD Germany All Property Index</b>	<b>3,0%</b>	<b>2,6%</b>
Retail (Einzelhandel)	4,1%	3,4%
Office (Büro)	1,8%	1,9%
Industrial (Industrie)	3,9%	4,1%
Residential (Wohnimmobilien)	5,4%	3,9%
Other (Sonstige)	2,6%	2,5%
 <b>Aktien: MSCI Germany Small Cap</b>	<b>9,4%</b>	<b>8,8%</b>

► Ohne Kosten und Steuern, nominal, geometrische Durchschnitte. ► Daten: MSCI, Dimensional Fund Advisors (DFA), Deutsche Bundesbank, Statistisches Bundesamt. ► Der IPD Germany Property Index misst die Gesamrendite (ohne Leverage) von Direktinvestitionen institutioneller Investoren in DE über die wesentlichen Immobiliensektoren hinweg. Das Indexstartdatum ist 1.1.1996. Der Index berücksichtigt keine Transaktionskosten und keine Steuern. Transaktionskosten sind bei Immobilien weit höher als bei Aktien. ► Der MSCI Germany Small Cap-Aktienindex erscheint als angemessene Aktienbenchmark für gewerbliche Investitionen in dt. Immobilien. Er ist aber erst ab 2011 verfügbar. Für die fünf Jahre davor wurde ersatzweise die Rendite des DFA Europe Small Cap Index in DM bzw. Euro verwendet. Da die IPD Germany Index-Daten erst mit ca. dreimonatiger Verzögerung vorliegen, ist das Jahr 2016 hier noch nicht mit einbezogen. Die Einbeziehung wird jedoch das Gesamtbild vermutlich nicht wesentlich ändern.

## Aktiv investieren – Schlaglicht 7: Private Immobilieninvestoren in Deutschland haben historisch unattraktive Renditen erzielt

- ❑ Zu diesem hoch relevanten Thema liegen leider kaum wissenschaftliche Studie vor. Die folgende Untersuchung des *Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung* ist die einzige mir bekannte Ausnahme.
- ❑ Bach u.a. 2014 (DIW, Berlin) werteten Daten aus **Befragungen privater Vermieterhaushalte** durch das Statistische Bundesamt und die Bundesbank aus (ca. 1600 Haushalte mit vermieteten Wohnimmobilien). Für die 11 einzelnen Jahre von 2002 bis 2012 nannten die befragten Vermieterhaushalte durchschnittliche **Nettorenditen nach Steuern von real -0,2% bis +0,3% p.a.** (nominal 1,5% bis 2,0% p.a.). (Durchschnittsrenditen für den Gesamtzeitraum nicht angegeben.) In den 11 Jahren von 2002 bis 2012 rentierte der MSCI Germany Small Cap mit real 5,5% p.a. (nominal 7,2% p.a.) und dt. mittelfristige Staatsanleihen (RexP) real mit 3,6% p.a. (nominal 5,3% p.a.).
- ❑ **Deutsche geschlossene Immobilienfonds:** Die *Stiftung Warentest* untersuchte 2015 die historischen Renditen von 462 GIFs seit 1972. Die **durchschnittliche nominale Eigenkapitalrendite für alle Fonds war negativ** (exakte Zahlenangabe nicht angegeben). 92% der Fonds (423 Fonds) verfehlten ihre Prognoserendite (Fondsprospekt). Das tatsächliche Ergebnis war vermutlich noch schlechter, da die ermittelten Renditedaten vermutlich von substanziellem Survivorship Bias begünstigt waren.

# Appendix

## Staatskrisen, Hyperinflation und Immobilien

**"Zukunftsangst" scheint in Deutschland stärker den je – trotz seit einiger Zeit in Deutschland relativ guter konjunktureller Wirtschaftsdaten. Eine Reaktion auf diese Angst ist der verstärkte Kauf von Wohnimmobilien – vielfach motiviert vom so genannten "Sachwert-Argument". Nach ihm sind dt. Wohnimmobilien ein Investment mit "hohem Eigentumsschutz". Dieses Argument ist fragwürdig. Warum?**

- ❑ Die Wirksamkeit des Eigentumsschutzes beruht bei allen so gen. Sachwerten (Aktien, Rohstoffe, Edelmetalle, Immobilien) auf verfassungsrechtlich, zivilrechtlich sowie in der praktischen Rechtsprechung begründeten und geschützten Eigentumsrechten – genauso wie bei Nichtsachwerten (Kontoguthaben, Anleihen). In dieser zentralen Hinsicht besteht kein Unterschied zwischen Sachwerten und Nichtsachwerten.
- ❑ In existentiellen Staatskrisen (z. B. Hyperinflation, Währungszusammenbruch, Staatsbankrott, Bürgerkrieg, Krieg) dürften Immobilien einen genauso schlechten oder sogar noch schlechteren Vermögensschutz bieten als andere Asset-Klassen. Darauf deuten Sachlogik und historische Erfahrungen hin.

"Wenn ich Angst davor habe, dass unsere Gesellschaft zusammenbricht, sollte ich mir keinesfalls eine Immobilie anschaffen. Die Geschichte zeigt hinlänglich: Immer, wenn es für einen Staat finanziell eng wurde, wurde als erstes auf die Immobilienbesitzer zugegriffen. Immobilien können nicht ins Ausland flüchten."

*Dr. Andreas Beck, Institut für Vermögensaufbau, München, 2015*

- ❑ Historische Evidenz für die Einschätzung von Dr. Beck in den vergangenen einhundert Jahren: Die deutsche Hyperinflation 1922/1923 und nachfolgende konfiskatorische Gesetzesmaßnahmen, die entschädigungslosen Kriegszerstörungen an Immobilien in Deutschland, die Immobilienenteignungen in den Ostblockländern einschl. der DDR nach 1945 und das bundesdeutsche Lastenausgleichsgesetz (1952 bis 1982) nach dem Zweiten Weltkrieg.

## Empfehlenswerte deutschsprachige Investment-Ratgeberbücher

- ❑ Bareis, Werner / Nauhauser, Niels: "Lexikon der Finanzirrtümer. Teure Fehler und wie man sie vermeidet." (2008)
- ❑ Bernstein, William: "Die intelligente Asset Allocation. Wie man profitable und abgesicherte Portfolios erstellt." (2006)
- ❑ Bogle, John: "Keine Investment-Zauberformel. Börsengewinne mit gesundem Menschenverstand." (2008)
- ❑ Börse Frankfurt (ohne Autor): "ETF-Handbuch: Know-how für Ihr Investment." (nur als E-Book) (2014)
- ❑ Clason, George: "Der reichste Mann von Babylon. Die Erfolgsgeheimnisse der Antike." (2002)
- ❑ Clements, Jonathan: "Die Zauberformel des Privatvermögens: 21 einfache Wahrheiten, mit denen Sie Ihre Finanzen optimieren." (2010)
- ❑ Ellis, Charles / Malkiel, Burton: "Die Grundlagen der Geldanlage." (2010)
- ❑ Ellis, Charles: "Winning the Loser's Game: Zeitlose Strategien für Ihre erfolgreiche Geldanlage." (2011)
- ❑ Kommer, Gerd: "Souverän Investieren mit Indexfonds und ETFs. Wie Privatanleger das Spiel gegen die Finanzbranche gewinnen." (2015)
- ❑ Kommer, Gerd: "Kaufen oder mieten? Wie Sie die richtige Entscheidung treffen." (2016)
- ❑ Kommer, Gerd: "Immobilienfinanzierung für Selbstnutzer. Geld sparen und Fehler vermeiden beim Kauf der eigenen vier Wände." (2017)
- ❑ Kahnemann, Daniel: "Schnelles Denken, langsames Denken." (2016)
- ❑ Korth, Daniel: "Jetzt rocke ich meine Finanzen selbst!" (nur als E-Book) (2015)
- ❑ Siegel, Jeremy: "Aktien für die Ewigkeit: Das Standardwerk für die richtige Portfoliostrategie und eine kontinuierliche Rendite." (2016)
- ❑ Warnecke, Albert: "Der Finanzwesir - Was Sie über Vermögensaufbau wirklich wissen müssen." (2016)
- ❑ Weber, Martin: "Genial einfach investieren: Mehr müssen Sie nicht wissen – das aber unbedingt." (2007)
- ❑ Zweig, Jason: "Gier. Neuroökonomie: Wie wir ticken, wenn es ums Geld geht." (2007)

## Angaben zur Literatur, auf die in dieser Präsentation explizit Bezug genommen wurde

- ❑ Friesen, Geoffrey / Travis Sapp (2007): "Mutual Fund Flows and Investor Returns: An Empirical Examination of Fund Investor Timing Ability." In: Journal of Banking and Finance; Vol. 31; Issue 9; 2007, pp. 2796-2816.
- ❑ Clare, Andrew / Nicholas Motson (2011): "Comparing the performance of retail unit trusts and capital guaranteed notes." Working Paper; Cass Business School; 2011; Internet-Fundstelle: <http://www.cassknowledge.com/article.php?id=519>; Zugriff am 10.05.2011.
- ❑ Kinnel, Russel (2016): "The Impact of Investors' Bad Behaviors. Investor returns shed light on the implications of chasing performance or selling at the wrong time." In: Morningstar Magazine June/July 2016; pp. 52-54.
- ❑ Bach, Stefan / Popien, Philip / Thiemann, Andreas (2014): "Renditen von Immobilieninvestitionen privater Anleger"; Wertgrund-Studie des DIW Berlin; Forschungsprojekt im Auftrag der Wertgrund Immobilien AG; Berlin, 02.09.2014.
- ❑ Stiftung Warentest (ohne Autor) (2015): "Schlimme Bilanz. Geschlossene Fonds: Statt Gewinnen bescherten die Beteiligungen an Immobilien, Schiffen, Umwelt- und Medienfonds, Anlegern Milliardenverluste"; In: Finanztest; Heft 10/2015; S. 43-47.
- ❑ Benartzi, Shlomo / Richard Thaler (1995): "Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 110, 1995; no. 1, pp. 73-92.
- ❑ Larson / Francis / John List / Robert Metcalfe (2016) Can Myopic Loss Aversion Explain the Equity Premium Puzzle? Evidence from a Natural Field Experiment with Professional Traders": NBER Working Paper No. 22605; September 2016; Internet-Fundstelle: <http://www.nber.org/papers/w22605>; Zugriff am 13.1.2017.

# Haftungsbegrenzung und Nutzungsrechte

## Haftungsbegrenzung

Die Informationen in diesem Dokument sind subjektive, private Meinungsäußerungen des Autors.

Alle Informationen, Zahlen und Aussagen in diesem Dokument dienen lediglich illustrativen und didaktischen Zwecken. Unter keinen Umständen sollte dieses Dokument oder die darin enthaltenen Informationen als Finanzberatung, Investitionsempfehlung oder Angebot im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes verstanden werden.

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

Historische Wertsteigerungen und Renditen bieten keine Gewähr für zukünftig ähnliche Werte.

Investieren in Bankguthaben, Wertpapiere, Investmentfonds, Immobilien und Rohstoffe bringt hohe Verlustrisiken mit sich.

Es ist möglich, dass die Investmenttechniken, die in diesem Dokument genannt werden, zu beträchtlichen Verlusten führen.

Wir übernehmen keine Haftung für etwaige Schäden, die aus der Verwendung der in diesem Dokument enthaltenen Informationen resultieren.

## Nutzungsrechte

Dieses Dokument als ganzes und der Inhalt dieses Dokumentes ist – mit Ausnahme der aus anderen Quellen übernommenen Daten und Informationen – das alleinige geistige Eigentum von Gerd Kommer und der Gerd Kommer Invest GmbH. Die kommerzielle Verwertung wie auch jede Weitergabe oder Verbreitung dieses Dokumentes oder der in ihm enthaltenen Informationen ist nur mit ausdrücklicher schriftlicher, einzelfallbezogener Genehmigung des Autors gestattet.

## Angaben zum Vortragenden

Dr. Gerd Kommer  
München, Tel. 0171-308 7993  
gerd.kommer@icloud.com – bis Mitte März 2017,  
danach: gerd.kommer@gerd-kommer-invest.de

Geschäftsführer der *Gerd Kommer Invest GmbH*,  
München. Das Anfang 2017 gegründete Unternehmen  
berät vermögende Privatkunden in ihren Finanz-  
angelegenheiten. Kommer leitete bis Ende 2016 die  
Niederlassung London und den Geschäftsbereich  
Infrastructure & Asset Finance eines deutschen Asset  
Management-Unternehmens. Bis dahin war er 24 Jahre  
im Firmenkundenkreditgeschäft und Asset Manage-  
ment verschiedener Banken und Asset Manager in  
Deutschland, Südafrika und Großbritannien tätig.

Studium: BWL, Steuerrecht, Germanistik,  
Politikwissenschaft in Deutschland, USA und  
Liechtenstein (M.A., MBA, Dr. rer. pol., LL.M.).

Ausführlicherer Lebenslauf auf [www.xing.de](http://www.xing.de) und  
[www.linkedin.com](http://www.linkedin.com).



**GERD KOMMER**  

---

**INVEST GMBH**