

Gerd Kommer

**Achtzehn verbreitete Anlegerirrtümer
Ausprägungen, Gründe, Konsequenzen**

**Präsentation und Diskussion
bei der Verbraucherzentrale Baden-Württemberg
Stuttgart, 12.11.2010 (*)**

(*) Irrtum 10 später hinzugefügt

Irrtum 1 "Recency Bias"

Erläuterung / Hintergrund:

- Historische Renditen von Produkten oder Asset-Klassen aus den letzten 12 Monaten bis 10 Jahren (ob hoch oder niedrig) werden linear in die Zukunft extrapoliert

Warum falsch?

- Weil historische Renditen aus den letzten 12 Monaten oder 10 Jahren keine zuverlässige Prognosekraft haben
- Weil erwartete Asset-Klassen-Renditen nach einem Crash hoch sind und nach einem Boom niedrig

Konsequenz:

- Renditeschädliches Performance Chasing (prozyklisches Investieren), d.h. teuer einkaufen, billig verkaufen
- Hohe laufende Kosten wg. Kauf kostenintensiver aktiver Produkte und häufigem Produktwechsel

Irrtum 2 Überschätzung langfristig erzielbarer Asset-Klassen-Renditen (und daher auch Produktrenditen)

Erläuterung / Hintergrund:

- Privatanleger überschätzen systematisch ihre tatsächlich realisierten historischen Renditen und ihre zukünftig erzielten Renditen (Overconfidence Bias)

Warum falsch?

- Wissenschaftl. Studien zeigen, dass Anleger keine realistischen Vorstellungen von historischen Asset-Klassen-Renditen haben, insbesondere nicht nach Berücksichtigung von Inflation, Kosten, Steuern und Risiko
- Gründe: Fehlende historische und finanzmathematische Kenntnisse, Geldillusion, Desinformation durch die Finanzbranche, Overconfidence Bias

Konsequenz:

- Investieren in Produkte mit zu hohen Nebenkosten
- Sparquote zu niedrig (Konsumverzicht zu gering) → Endvermögen zu niedrig

Irrtum 3 Überschätzung der Rentabilität von Eigenheimen und Unterschätzung ihres Risikos

Erläuterung / Hintergrund:

- Eine hohe Zahl von Eigenheimhaushalten stünde als Mieter + Kapitalmarktanleger finanziell und risikomäßig besser
- In den meisten anderen Ländern ist dieser Irrtum noch stärker verbreitet als in Deutschland

Warum falsch?

- Kreditfinanzierte Eigenheime dürften überwiegend negative Realrenditen auf das eingesetzte Eigenkapital haben — trotz hoher Risiken
- Kreditfinanzierte Eigenheime repräsentieren eine "komplexe Investmentstruktur", deren Eigenkapitalrenditeberechnung Privathaushalte überfordert
- Immobilien- und Finanzbranche haben kein Interesse an Aufklärung

Konsequenz:

- Unnötig niedrigeres Endvermögen für Altersvorsorgezwecke bei vielen Haushalten

Irrtum 4 Nicht-Erkennen der Verknüpfung von Risiko und Rendite

Erläuterung / Hintergrund:

- Rendite kommt von Risiko, nicht von "Gurus"; Rendite ist Belohnung für das Tragen von Risiko; nur wer Risiko trägt, kann Ertrag haben – "no pain, no gain"
- "No free lunch" – auch intensive Suche wird diesen nicht zu Tage fördern; was aussieht wie ein free lunch, hat stets nicht erkannte Kosten und/oder nicht erkannte Risiken
- Risiko muss sich von Zeit zu Zeit materialisieren, sonst wäre es kein Risiko
- Risiko hat eine nicht prognostizierbare Komponente, sonst wäre es kein Risiko

Warum falsch?

- Wer im "Risiko-Rendite-Märchenland" lebt und investiert, kann kein erfolgreicher Sparer oder Anleger werden

Konsequenz:

- Renditeschädliche und risikoreiche Suche nach "heiligem Gral" (hohe Kosten durch zu viel "Rein-Raus", Performance Chasing); Gefahr, Opfer einer Finanzbranche zu werden, die irreführend vorgibt, den Rendite-Risiko-Zusammenhang mit teuren "Modeprodukten" aufheben zu können

Irrtum 5 "This time it's different"

Erläuterung / Hintergrund:

- "This Time it's different" ist Unsinn – sowohl in Bärenmärkten als auch in Bullenmärkten
- Jeder Crash, jede wirtschaftliche oder politische Katastrophe und jeder Boom oder jede Blase war schon einmal da – nur extremer
- Derzeitige Finanzkrise ist milder als frühere Krisen, z.B. 1. WK, Hyperinflation 1922-23, Weltwirtschaftskrise 1929-37, 2. WK, "Stagflation" und 2 Ölschocks in den 70er Jahren

Warum falsch?

- Wer glaubt, die Gegenwart sei einzigartig, kann nicht aus der Geschichte lernen und wird von Gier, Panik oder Naivität zu Investmentfehlern getrieben
- Großer Teil der Medienberichterstattung zu Wirtschaft und Börse ist irreführender Datenlärm oder "Investmentpornographie"

Konsequenz:

- Renditeschädliche und risikoreiche Suche nach dem heiligen Gral; hohe Wahrscheinlichkeit, williges Opfer einer Finanzbranche zu werden, die falsch vorgibt, den Rendite-Risiko-Zusammenhang mit Modeprodukten aufheben zu können

Irrtum 6 Das Risiko an den Aktienmärkten hat sich in den letzten Jahren erhöht

Erläuterung / Hintergrund:

- Risikolevel an den Kapitalmärkten schwankt im Zeitablauf genauso wie Renditelevel. Risiken in den vergangenen Jahren waren nicht höher als an früheren historischen Spitzenpunkten
- Bereitschaft, in Aktien und Aktienfonds zu investieren ist in DE rückläufig und im internationalen Vergleich auf niedrigem Niveau

Warum falsch?

- Desinformation der Finanzbranche wg. Interessenkonflikt
- Desinformation durch Medien und Internet, da "Panikmache" und "This-Time-it's-Different-Unsinn". Auflage machen und Klickraten erhöhen
- Weil unser "Bauch" stets sagt: "Jetzige Situation ist anders und gefährlicher als Vergangenheit"

Konsequenz:

- Viele Anleger, die sich Aktienrisiko leisten könnten (wg. Hintergrundvermögen, Anlagehorizont, Human Capital etc.), investieren zu wenig in Aktien mit ungünstigen Implikationen für die Altersvorsorge

Irrtum 7 Unterschätzung der Rolle des Zufalls für den Investmenterfolg

Erläuterung / Hintergrund:

- Die Kurse von Aktien, Rohstoffen und Währungen folgen in Zeiträumen bis ca. 5 Jahren einem Zufallslauf (Random Walk) und sind bei Berücksichtigung von Kosten, Steuern und Risiko nicht zuverlässig prognostizierbar
- "Event Risk" und "Black Swans" sind definitionsgemäß nicht vorhersehbar, beeinflussen aber das langfristige Investmentergebnis stark

Warum falsch?

- Die Finanzmarktforschung hat in den letzten 50 Jahren viele Belege dafür geliefert, dass das Investmentergebnis aktiv anlegender Privathaushalte stark von Zufall (Glück, Pech) oder von kaum kontrollierbaren Faktoren abhängt – dennoch unterliegen die meisten Privatanleger einer Kontrollillusion
- Die Finanzbranche, die Medien und unser gesunder Menschenverstand schüren diese Kontrollillusion ("Agieren Sie jetzt!")

Konsequenz:

- Renditeschädliches Performance Chasing und "aktives Investieren", das langfristig nach Kosten unrentabler ist als passives Investieren

Irrtum 8 **Verwechslung von Strategie und Ergebnis**

Erläuterung / Hintergrund:

- Es gibt an den Finanzmärkten (wie in allen sozialen Systemen) keinen linearen Zusammenhang zwischen Strategie und Ergebnis
- Es ist methodisch falsch, allein oder primär aus einem guten Ergebnis zu schliessen, dass die Strategie, die zu diesem Ergebnis führte, richtig war und vice versa
- Typischer Privatanleger missversteht wichtigen Unterschied zwischen *Ex-Ante-Risiko* oder *-Ertrag* versus *Ex-Post-Risiko* oder *-Ertrag* (d.h. erwartetes Risiko oder Rendite vs. tatsächliches Risiko oder Rendite im Rückblick)

Warum falsch?

- Wer dem Strategie-Ergebnis-Irrtum aufsitzt, kann nicht systematisch aus Fehlern und Erfolgen lernen (den eigenen und denjenigen der anderen)

Konsequenz:

- Gefahr, falsche Schlussfolgerungen zu ziehen aus Investmenterfolgen oder -misserfolgen, oftmals in Form von Performance Chasing / prozyklischem Investieren, Kauf teurer Modeprodukte und Eingehen von Klumpenrisiken

Irrtum 9 Ein gutes Unternehmen für eine gute Aktie halten

Erläuterung / Hintergrund:

- Betriebswirtschaftlich gute Unternehmen sind in mehr als der Hälfte aller Fälle schlechte Aktien und betriebswirtschaftlich schlechte Unternehmen sind tendenziell gute Aktien
- Betriebswirtschaftlich schlechte Unternehmen sind typischerweise Value-Aktien (Substanzwertaktien) mit einer langfristig höheren Rendite (weil risikoreicher) als betriebswirtschaftlich gute Unternehmen (Growth-Aktien)

Warum falsch?

- Vergangenheit und erwartete Zukunft sind schon eingepreist. Hohe vergangene und künftig erwartete Gewinne machen eine Aktie "teuer", niedrige Gewinne machen sie "billig" (z.B. gemessen am KGV, KBV)
- Weil der genannte Irrtum eine der wichtigsten Einsichten der Kapitalmarktforschung aus den letzten 20 Jahren verkennt – den Value-Effekt

Konsequenz:

- Schlechtere Rendite-Risiko-Kombination als nötig

Irrtum 10 Einen direkten Zusammenhang zwischen Konjunktur und Kapitalmärkten annehmen

Erläuterung / Hintergrund:

- In Zeiträumen bis zu ca. 5 Jahren gibt es keinen direkten Zusammenhang zwischen Wirtschaftswachstum und Börsenentwicklung (negative Korrelation zwischen jährl. BIP-Wachstum und Aktienmarkt). Beispiel: Unter allen Schwellenländern hatte China einen der schlechtesten Aktienmärkte in den vergangenen 12 Jahren
- Schwachwährungsländer haben historisch Länder mit starker Währung outperformt (in Euro oder Dollar gerechnet)

Warum falsch?

Dafür gibt es zahlreiche Gründe, darunter die folgenden:

- Rendite = Kompensation für Risiko, nicht Kompensation für Ertrag
- Börsennotierte Unternehmen \neq alle Unternehmen in einer Volkswirtschaft
- BIP-Wachstum \neq Gewinnwachstum der Unternehmen

Konsequenz

- Renditeschädliches Hin-und-Her (Kosten) und renditeschädliches Übergewichten von "Modeländern" wie China

Irrtum 11 Experten können systematisch erfolgreich Stock Picking und Market Timing praktizieren

Erläuterung / Hintergrund:

- Privatanleger glauben, dass die "Profis" und "Experten" wissen, wie man die Märkte outperformt, und dass "aktives Investieren" für Privatanleger funktionieren kann, wenn man sich nur gut genug informiert

Warum falsch?

- Kapitalmärkte sind zu informationseffizient als dass langfristige Out-Performance für Privatanleger nach Kosten, Steuern und Risiko anders als durch Zufall möglich wäre
- Verwechslung von zufälligem Erfolg mit systematischem Erfolg mit Blick auf stets vorhandene Outperformer-Gruppe
- Simplistisches Extrapolieren historischer Renditen in die Zukunft (Recency Bias)

Konsequenz:

- Renditeschädliches Investieren in Modeprodukte oder Produkte von Modegurus mit hohen (oft versteckten) Kosten und Risiken

Irrtum 12 Fonds-Ratings helfen bei der Auswahl des besten Fonds

Erläuterung / Hintergrund:

- Die meisten Fonds-Ratings basieren in erster Linie auf historischer Performance. Guten Ratings folgen, heißt somit in die Gewinner-Fonds von gestern investieren

Warum falsch?

- Wissenschaftliche Untersuchungen zeigen, dass vergangenheitsbezogene Fondsauswahlkriterien nur einen schwachen oder gar keinen *prädiktiven* Wert für Renditen in den folgenden 5 Jahren haben.
- Total Expense Ratio (TER") ist ein besserer *Prädiktor* als Fonds-Ratings von Stiftung Warentest, Morning-Star etc.

Konsequenz:

- Renditeschädliches Performance Chasing / prozyklisches Investieren, renditemindernde hohe Kosten durch häufigen Produktwechsel

Irrtum 13 Verkennung der Rolle der Nebenkosten des Investierens

Erläuterung / Hintergrund:

- Unterschätzung der Rolle der Kosten (Kauf- und Verkaufskosten, laufende Kosten) auf den Vermögensendwert
- Irrglaube, dass ein gutes Produkt oder ein "Guru" hohe Produktkosten langfristig und systematisch mehr als ausgleichen könnten
- Desinteresse daran, versteckte Kosten (die es so gut wie immer gibt) zu suchen und zu verstehen

Warum falsch?

- Weil der Zinseszinsseffekt aus scheinbar kleinen prozentualen Kostenunterschieden zwischen verschiedenen Investments langfristig dramatische Unterschiede beim Endwert macht

Konsequenz:

- Bewußte oder unbewußte Akzeptanz von Produkten mit hohen offenen und/oder versteckten Kosten und daher schlechter Risiko-Rendite-Kombination

Irrtum 14 Verwechslung von "Inhalt" und "Verpackung" eines Finanzproduktes

Erläuterung / Hintergrund:

- Nicht-Erkennen des "Inhalts" eines Finanzproduktes, weil die "Verpackung" den Blick verstellt oder – noch schlimmer – man die Verpackung für den Inhalt hält
- Beispiele: Investment in überwiegend unpassende oder generell unsinnige Produkte wie z.B. Kapital-LVs, fondsgebundene LVs, Zertifikate, geschlossene Fonds, Private Equity

Warum falsch?

- Anleger sieht nicht die tatsächlich relevanten Produktmerkmale und verkennet tatsächliche Risiken und Kosten
- Interesse der Finanzbranche an komplexen Verpackungen zum leichteren Verstecken von Kosten

Konsequenz:

- Investieren in Produkte mit hohen (versteckten) Kosten (und daher langfristig niedrigen Netto Renditen) und nicht erkannten Risiken

Irrtum 15 Fokussierung des Anlageverhaltens auf Einzelanlagen statt auf das Gesamtportfolio

Erläuterung / Hintergrund:

- Risiko und Rendite werden auf der Ebene der Einzelanlagen betrachtet, statt auf der Ebene des gesamten Portfolios
- Missverstehen des Wesens der Diversifikation, nämlich dass es zu jedem gegebenen Zeitpunkt "gute" und "schlechte" Einzelanlagen im Portfolio geben muss
- Wichtigstes Asset "Human Capital" wird typischerweise komplett ignoriert

Warum falsch?

- Eine aus wissenschaftlicher Sicht sinnvolle Asset-Allokation und auch alle übrigen wichtigen Anlageentscheidungen können nur auf der Ebene des Gesamtportfolios eines Haushaltes korrekt getroffen werden

Konsequenz:

- Suboptimale Asset-Allokation, Klumpenrisiken, zu wenig echte, globale Diversifikation über die wesentlichen Asset-Klassen hinweg

Irrtum 16 Nicht-Erkennen des Interessenkonfliktes, dem traditionelle Bankberater und Vermögensberater unterliegen

Erläuterung / Hintergrund:

- Blindes Vertrauen in Anlageberater bei Banken, Versicherungen, Bausparkassen, Makler oder in Vermögensberater

Warum falsch?

- Weil diese Institutionen mit wenigen Ausnahmen einem institutionell bedingten schweren Interessenkonflikt unterliegen, der typischerweise nicht offengelegt wird

Konsequenz:

- Anleger kauft nicht die für ihn am besten geeigneten Produkte, sondern die Produkte mit dem höchsten Ertrag für den Berater; dadurch unnötig hohe Risiken und niedrige Erträge

Irrtum 17 Sich abwechselnd von Gier und Angst leiten lassen, statt von Wissenschaft und Disziplin

Erläuterung / Hintergrund:

- Beispiele: Investieren in Internet- und "Neue Markt"-Unternehmen von 1997 bis 2001, Investieren in isländ. Kaupthing-Geldmarktkonten, geschlossene Fonds, Eigenheiminvestments in USA, Spanien, Irland, Osteuropa etc. kurz vor dem globalen Wohnimmobilien-Crash (ab 2007), "Massenausstieg" aus Aktien Anfang 2003 und Anfang 2009 nahe der Index-Tiefststände

Warum falsch?

- Weil Gier und Angst fast immer zu langfristig falschen Investmententscheidungen führen
- Weil das Endvermögen eines normalen Haushalts stärker von seinen monatlichen Sparbeträgen (Konsumverzicht) bestimmt wird als von Kapitalrenditen

Konsequenz:

- Renditeschädliches Performance Chasing / prozyklisches Investieren, unnötig hohe Kosten durch häufiges "Rein-Raus"

Irrtum 18 Benchmarkings in den Medien Glauben schenken

Erläuterung / Hintergrund:

- Die Medien und das Internet veröffentlichen laufend Rendite- und Produktvergleiche, von denen die Mehrzahl aus wissenschaftlicher Sicht lückenhaft, verzerrt oder völlig falsch sind
- Beispiele: Äpfel-Birnen-Vergleiche verschiedener Asset-Klassen, Nichtberücksichtigung von Kosten, selektiv ausgewählte oder unsinnig kurze Zeiträume, fehlende wissenschaftliche Fundierung

Warum falsch?

- Wenn Berechnung aus der Finanzbranche übernommen wurde, wegen Interessenkonflikt
- Wenn Berechnung von Journalist selbst stammt, zumeist wegen mangelnder Fachkenntnis

Konsequenz:

- Renditeschädliches Performance Chasing / prozyklisches Investieren, unnötig hohe Kosten durch häufigen Produktwechsel, Erzeugung gefährlichen Scheinwissens bei Privatanlegern

Einige Bücher für Privatanleger zu Anlegerirrtümern von Privatanlegern

- Niels Nauhauser / Werner Bareis: Lexikon der Finanzirrtümer: Teure Fehler und wie man sie vermeidet
- Jason Zweig: Gier. Neuroökonomie: Wie wir ticken, wenn es ums Geld geht
- Martin Weber: Genial einfach investieren
- John Bogle: Keine Investment-Zauberformel
- Jeremy Siegel: Überlegen Investieren
- David F. Swensen: Erfolgreich Investieren
- Burton Malkiel / Charles Ellis: Die Grundlagen der Geldanlage
- Charles Ellis: Winning the Loser's Game: Zeitlose Strategien für Ihre erfolgreiche Geldanlage

Veröffentlichungen von Gerd Kommer

Bücher:

- Souverän Investieren mit Indexfonds, Indexzertifikaten und ETFs. Campus 2007
- Die Buy-and-Hold-Bibel. Was Anleger für langfristigen Erfolg wissen müssen. Campus 2009
- Kaufen oder Mieten. Wie Sie für sich die richtige Entscheidung treffen. Campus 2010

Artikel:

- www.interessenkonfliktfrei.de/Bibliothek/Kurzartikel

Die Bücher und die Artikel gehen detaillierter als diese Präsentation auf die hier behandelten und viele andere Anlegerirrtümer ein.

Haftungsbegrenzung

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

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

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

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

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

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