



MARKTVERHALTEN 12/2014

Eine Aktiv-Passiv Strategie für den Privatanleger

Thomas Mayer

Mitarbeit: Christopher Thiem

Öffnet man heute den Finanzteil einer Zeitung, so findet man dort häufig den Rat, „passiv“ anzulegen. Gemeint ist damit, einem Investmentfonds den Vorzug zu geben, der einen Finanzmarktindex nachbildet. Diese Klasse der Fonds, so wird behauptet, würde mindestens keine schlechteren Renditen erzielen als traditionelle, aktiv verwaltete Investmentfonds. Sie würde aber wesentlich niedrigere Verwaltungsgebühren berechnen und wäre daher den aktiven Fonds nach Kosten deutlich überlegen. Dieser Rat wird durch zahlreiche akademische Studien gestützt, die zeigen, dass aktiv verwaltete Fonds vor Kosten im Schnitt höchstens so gut wie der Markt insgesamt und nach Kosten schlechter als der Markt abschneiden.

Neben dem Rat zum passiven Anlegen findet man in den Zeitungen beinahe ebenso häufig den Rat an die Leser, sich bewusst zu machen, dass sie finanzielle Entscheidungen oft nach Bauchgefühl treffen. Entgegen der gängigen ökonomischen Theorie würden sie ihre Erwartungen eben nicht rational unter Einbeziehung aller verfügbaren Informationen und in Kenntnis aller ökonomischen Zusammenhänge treffen.

Vermutlich fällt nur den wenigsten Lesern auf, dass die beiden Aussagen einander widersprechen. Die Aussage, dass „passives“ Anlegen „aktivem“ überlegen sei beruht auf der Einschätzung, dass die Finanzmärkte „effizient“ sind. Alle verfügbaren Informationen sind schon in den Marktpreisen enthalten, so dass ein Anleger zumindest auf legale Weise

keinen Informationsvorsprung gegenüber allen anderen erlangen kann. Da man den Markt nicht systematisch schlagen kann, so die Theorie, soll man sich von ihm treiben lassen. Dem steht diametral die Aussage gegenüber, dass sich die Anleger häufig von Bauchgefühlen leiten lassen. Wenn dem so ist, dann enthalten die Marktpreise in der Regel natürlich nicht alle verfügbaren Informationen und sind deshalb nicht immer effizient. Wer also akribisch Informationen sammelt, diese rational auswertet, und seine Bauchgefühle unter Kontrolle hat, sollte den Markt schlagen können.

Wie soll sich der Privatanleger angesichts dieser widersprüchlichen Aussagen verhalten? Das ist die Frage, die wir in dieser Studie beantworten wollen. Im folgenden Abschnitt

schauen wir uns genauer an, was mit aktivem und passivem Anlegen gemeint ist. Dann gehen wir der Frage nach, wie die jeweilige Anlagestrategie begründet wird. Im dritten Abschnitt schauen wir uns Strategien von aktiven und passiven Portfoliomanagern an. Im vierten und fünften Abschnitt diskutieren wir die Kosten und den Nutzen und die jüngsten Entwicklungen der jeweiligen Strategie. Im vorletzten Abschnitt diskutieren wir einen Ansatz, der es dem privaten Anleger erleichtern kann, sich zwischen aktiven und passiven Anlagestrategien zu entscheiden. Ein paar Schlussfolgerungen aus der vorangegangenen Diskussion schließen das Papier ab.

Was ist aktives und passives Anlegen?

Die Geldanlage beginnt dann, wenn sich das Motiv der Geldhaltung von der Absicht, Tauschmittel vorzuhalten, zur Absicht, Werte aufzubewahren und zu vergrößern, wandelt. Schon dieser Schritt erfordert eine aktive Entscheidung. Ist die Entscheidung für die Anlage gefallen, sind die nächsten Fragen zu beantworten: Welche Anlageklassen sollen im Portfolio vertreten sein? Über welche geografischen Regionen und Währungen sollen die Anlagen verteilt sein? Wie soll das Portfolio nach Anlageklassen, Regionen und Währungen zusammengesetzt sein? Soll das Portfolio aus Einzelwerten oder Investmentfondsanteilen bestehen? Üblicherweise müssen alle diese Fragen zuerst beantwortet sein, bevor man zu der Frage kommt, ob man für den Aufbau des Portfolios aktiv oder passiv verwaltete Investmentfonds wählt.

Passiv verwaltete Investmentfonds halten ein Portfolio von Einzelwerten, dessen Zusammensetzung einem Finanzmarktindex entspricht.⁽¹⁾ Wie wir später noch sehen werden, muss dies nicht heißen, dass der Fonds einen Index eins-zu-eins nachbildet. Worauf es ankommt ist, dass der Ertrag des Fonds möglichst genau dem des Index entspricht, den sich der Fonds zum Maßstab genommen hat.

Ein aktiv verwalteter Fonds kann dagegen in der von ihm abgedeckten Anlageklasse und Region Einzelstücke seiner eigenen Wahl in das Portfolio aufnehmen. Um aber den Anlageerfolg messbar zu machen, muss es sich der Fondsmanager gefallen lassen, dass der Ertrag mit dem seinem Portfolio am Nächsten kommenden Marktindex (einem „Benchmark“)

verglichen wird. In der Praxis heißt das oft, dass der Fondsmanger den Ertrag des Index übertreffen will, indem er zwar alle oder zumindest die meisten Einzelwerte des Index in sein Portfolio aufnimmt, die Zusammensetzung des Portfolios jedoch etwas anders gestaltet als dies im Index vorgegeben ist. Durch die „Übergewichtung“ von Einzelwerten mit zukünftig besonders guter Ertragsentwicklung und die „Untergewichtung“ von solchen mit künftig schlechter Entwicklung möchte er den Index so weit schlagen, dass der Ertrag der Fondsanteile abzüglich der Verwaltungskosten den Ertrag des entsprechenden Index übersteigt. Andere Manager weichen dagegen bewusst stark von ihren Benchmarks ab in der Absicht, durch den Fokus auf langfristig erfolgreiche Vermögenswerte einen Mehrertrag relativ zum Benchmark über die lange Frist zu erzielen.

In jüngerer Zeit sind Vermögensverwaltungskonzepte auf den Markt gekommen, die dem Anleger die Entscheidung, in welche Anlageklasse, Region und Währungen er investieren soll, abnehmen. Die verbleibenden aktiven Entscheidungen sind dann die Entscheidung zur Anlage und die Auswahl des Anlageprodukts. Auch hier können wir zwischen passiven und aktiven Konzepten unterscheiden, nennen sie aber zur besseren Abgrenzung zu den traditionellen Produkten gesamt-passiv und gesamt-aktiv.

In den gesamt-passiven Konzepten wählt der Anleger entsprechend seiner Toleranz für Schwankungen des Vermögenswerts eines von mehreren vorgegebenen Portfolios aus. Die Portfolios werden dann mittels passiver Investmentfonds für die einzelnen Portfoliotypen dargestellt. In den gesamt-aktiven Konzepten verfolgt der Portfoliomanager das Ziel, den Gesamtertrag des verwalteten Geldes zu maximieren, ohne sich an einem Benchmark zu orientieren. Dabei ist er frei, für die Anlage jede verfügbare Vermögensklasse zu wählen und das Portfolio aus den einzelnen Klassen beliebig zusammenzusetzen. In Tabelle 1 auf der folgenden Seite geben wir eine Übersicht über die Formen aktiven und passiven Anlegens.

⁽¹⁾ Anteile von Passivfonds können über den Fondsverwalter oder die Börse gekauft und verkauft werden. Im ersten Fall handelt es sich um klassische Indexfonds, im zweiten um Exchange Traded Funds (ETFs).

Tabelle 1 Passive und aktive Formen der Anlage

	Passiv	Aktiv
Traditionell	Marktindex wird in einem entsprechenden Portfolio abgebildet oder über einen Swap synthetisch reproduziert	Über- oder Untergewichtung von Titeln relativ zum Benchmark, oder Fokus auf langfristig ertragreiche Titel
Gesamt	Portfolios mit unterschiedlicher Anfälligkeit für Wertschwankungen, die aus Indexfonds für verschiedene Vermögensklassen gebildet werden	Mischfonds, in denen der Manager in allen Vermögensklassen mit dem Ziel anlegen kann, eine attraktive Rendite bei mäßigen Wertschwankungen zu erzielen

Wie wird aktives und passives Anlegen begründet?

Nach der Theorie der rationalen Erwartungen, die Anfang der 1980er Jahre zum herrschenden Paradigma in der Volkswirtschaftslehre aufstieg, bilden die Wirtschaftsakteure ihre Erwartungen für die Zukunft nach den Gesetzen der Logik, auf der Basis aller verfügbaren Informationen und unter vollständiger Kenntnis der wirtschaftlichen Zusammenhänge (in der Fachsprache „des ökonomischen Modells“). Können sich die Preise auf den Märkten frei bilden und werden nicht durch staatliche Eingriffe verzerrt, dann enthalten diese Preise das gesamte, zu einem bestimmten Zeitpunkt vorhandene Wissen der auf den Märkten tätigen Akteure. Die Preise ändern sich nur dann, wenn die Akteure neues Wissen gewinnen. Da dies nicht voraussehbar ist, können Preise nicht prognostiziert werden. Die Preise von morgen entsprechen den Preisen von heute plus einer Zufallsgröße, die positiv, negativ, oder Null sein kann. ⁽²⁾

In dieser Welt hat es für den Anleger keinen Sinn, die Angemessenheit der Preise für Vermögenswerte anzuzweifeln. Sie reflektieren den Barwert aller künftigen Erträge, die mit der besten aller möglichen Techniken prognostiziert wurden. Alles was der Anleger in dieser Welt tun kann ist, idiosynkratische Risiken einzelner Vermögenswerte durch den Bau eines optimal diversifizierten Portfolios zu minimieren. Definiert man Risiken als erwartete absolute Abweichung künftiger Preise von ihrem erwarteten Wert und berücksichtigt, dass diese Abweichungen nicht nur voneinander unabhängig vorkommen, sondern positiv oder negativ miteinander korreliert sein können, dann lassen sich Portfolios bestimmen, die

für eine gegebene Rendite eine minimale gesamte Abweichung oder für eine gegebene gesamte Abweichung eine maximale Rendite erwarten lassen. ⁽³⁾

Je breiter das Portfolio diversifiziert ist, desto höher ist der oben beschriebene Nutzen aus der Diversifizierung. Deshalb sollte das Portfolio idealerweise sämtliche Anlagemöglichkeiten, von der Immobilie über Aktien und Anleihen bis zu esoterischen Anlagen enthalten. Der Anleger wählt dann nur noch zwischen Kasse und dem Marktportfolio, entsprechend seiner Risikotoleranz, die in durchschnittlichen erwarteten absoluten Abweichungen des Marktportfolios von seinem erwarteten Ertrag ausgedrückt wird. ⁽⁴⁾

Unterstützt durch das Platzen der Internetblase im Jahr 2000 haben in den letzten zwei Jahrzehnten rivalisierende Theorien an Bedeutung gewonnen, die der Annahme rationaler Erwartungen der Wirtschaftsakteure entschieden widersprechen. Diese Theorien gehen davon aus, dass die Wirtschaftsakteure das „richtige ökonomische Modell“ nicht kennen können, ihre Entscheidungen unter unvollkommener Information treffen müssen und sich dabei oft von Bauchgefühlen leiten lassen.

⁽²⁾ Man sagt von einem Markt, auf dem solche Preise gelten, er sei „effizient“. Für diese Idee erhielt Eugene Fama den Nobelpreis für Wirtschaftswissenschaften im Jahr 2013. Ein Markt ist „effizient“, wenn kein Anleger durch überlegene Information im Markt Gewinne erzielen kann.

⁽³⁾ Die sogenannte „Mean-Variance“ Optimierung eines Portfolios wurde von Harry Markowitz schon in den 1950er Jahren entwickelt.

⁽⁴⁾ Diese Entscheidung wurde im Capital Asset Pricing Model von William Sharpe und anderen formalisiert.

Die ökonomische Verhaltensforschung (Behavioural Economics) hat diese Bauchgefühle zum Gegenstand ihres Forschungsprogramms gemacht und die Ergebnisse erfolgreich popularisiert.⁽⁵⁾ Dies ist ihr so gut gelungen, dass die ökonomische Verhaltensforschung oft als einziger Widerpart zu der Theorie der rationalen Erwartungen wahrgenommen wird. Tatsächlich ist aber die These, dass Bauchgefühle Entscheidungen wesentlich beeinflussen, nicht notwendig für eine Ablehnung der Theorie der rationalen Erwartungen. Es reicht, von unvollständiger Information und Unkenntnis des wahren ökonomischen Modells auszugehen.⁽⁶⁾ Auch wenn dann Entscheidungen rational getroffen werden, spiegeln die Preise von Vermögenswerten nicht alles Wissen und alle verfügbaren Informationen wider. Vielmehr wird der Informationsgehalt der Preise durch den Austausch von Wissen und Information am Markt laufend erhöht.⁽⁷⁾ Wer nun als Anleger mit einem Wissens- und Informationsvorsprung an den Markt kommt – und darüber hinaus durch Bauchgefühle verursachte Fallstricke vermeidet – sollte auf seine Anlagen einen höheren Ertrag erzielen können als der Durchschnitt der Marktteilnehmer.

Verwirft man die Theorie rationaler Erwartungen und effizienter Märkte, so sollte man streng genommen passives Anlegen nicht in Betracht ziehen. Bei unvollständiger Information und begrenztem Wissen muss es für besser informierte Anleger mit überlegenem Wissen immer Möglichkeiten geben, besser abzuschneiden als der gesamte Markt. Andererseits ist der Erwerb von mehr Information und Wissen als in den Marktpreisen widergespiegelt ist mit Kosten verbunden, die nicht jeder Anleger aufbringen kann. Deshalb mag für den individuellen Anleger eine passive Anlage dann vorteilhaft sein, wenn sein Informationsstand und Wissen die kollektive Information und das kollektive Wissen der Marktteilnehmer nicht übertrifft.

Methoden des passiven und aktiven Portfoliomanagements

Soll ein Marktindex in einem Portfolio nachgebildet werden, so kann dies entweder durch die Aufnahme der in dem Index enthaltenen Einzelwerte in das Portfolio erfolgen, wobei die Gewichte der Einzelwerte im Portfolio denen ihrer Gewichte im Index entsprechen. Oder das im Portfolio vorhandene

Geld wird im Rahmen eines Swap-Abkommens mit einer anderen Partei gegen Zahlungen, die dem Ertrag des Index entsprechen eingetauscht. Sehen wir uns diese Techniken etwas genauer an.

Bei der physischen Nachbildung des Marktindex könnte der Portfoliomanager alle in dem Index enthaltenen Werte im Umfang ihres Indexgewichts kaufen und die Dividendenzahlungen entsprechend der Behandlung im Index wieder anlegen oder auszahlen. Bei Indices mit relativ wenigen und liquiden Werten, wie zum Beispiel dem DAX30 Index, ist dies kein Problem. Schwierig wird es jedoch bei Indices mit sehr vielen Werten, wie zum Beispiel dem Russell6000 Index, von denen manche zudem recht illiquide und deshalb für den Fondsmanager schwer zu kaufen sind. Daher hat es sich eingebürgert, dass physische Indexfonds meist mit einer kleineren Auswahl der in dem Index enthaltenen Einzelwerte dargestellt werden. Damit gelingt meist eine sehr gute, aber eben keine vollkommene Nachbildung der Ertragsentwicklung des Index. Die Abweichung wird „Tracking Error“ genannt.⁽⁸⁾

Man sollte meinen, dass bei einer guten Konstruktion des Indexfonds und der Berücksichtigung der im Fonds anfallenden Steuern der Tracking Error im Durchschnitt sehr klein ist. Daher wäre zu erwarten, dass der Ertrag des Indexportfolios nur um die Verwaltungsgebühr, der sogenannten Gesamtkostenquote („Total Expense Ratio“), von dem theoretischen Ertrag des Index abweicht. Tatsächlich hinken Indexfonds ihrem Index jedoch manchmal um mehr als nur die Verwaltungsgebühr hinterher. Grund dafür können Transaktionskosten sein, die beim Zufluss von Mitteln oder beim Kauf und Verkauf von Titeln entstehen, wenn sich die

⁽⁵⁾ Dafür erhielt Robert J. Shiller einen Nobelpreis, ironischerweise im gleichen Jahr wie Fama, der die Shiller entgegengesetzte These der Markteffizienz vertritt.

⁽⁶⁾ Siehe z.B. Roman Frydman und Michael D. Goldberg, *Jenseits rationaler Märkte*. Wiley, Weinheim, 2012.

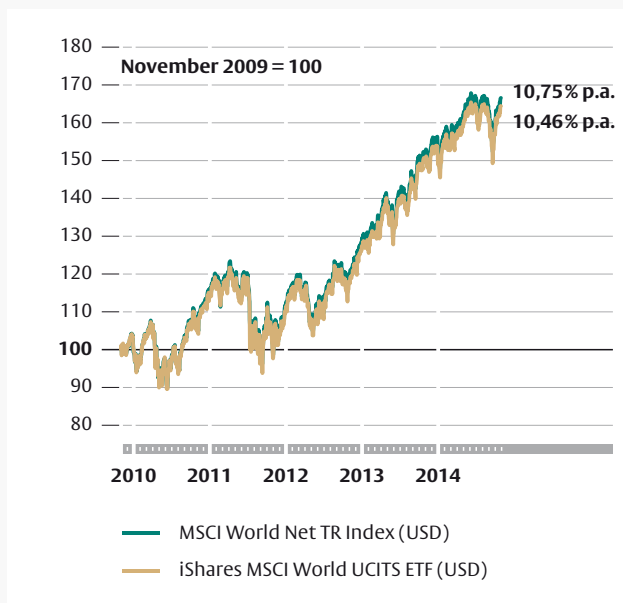
⁽⁷⁾ F.A. von Hayek hat daher den Markt als „Entdeckungsverfahren“ bezeichnet.

⁽⁸⁾ Der „Tracking Error“ misst die durchschnittliche absolute Abweichung (Standardabweichung) der Ertragsentwicklung eines Fonds vom Index. Davon zu unterscheiden ist die „Tracking Difference“, die die durchschnittliche tatsächliche Abweichung misst.

Zusammensetzung des Index ändert. Je liquider die im Index enthaltenen Vermögenswerte sind, desto geringer sind die Transaktionskosten und folglich die Abweichungen. Dies ist aus den Grafiken 1 bis 3 ersichtlich, die die Entwicklungen von Indices und Indexfonds des Marktführers iShares in sehr liquiden (Industrieländer Aktien) bis recht illiquiden Märkten (Schwellenländer Anleihen) zeigen.

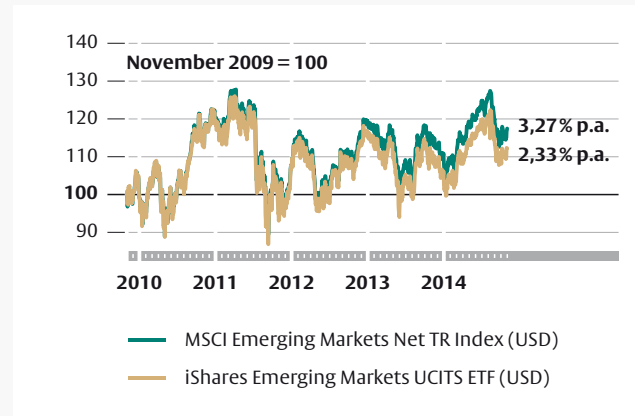
Bei der synthetischen Nachbildung eines Index wird Bargeld gegen dem Indexertrag entsprechende Zahlungen eingetauscht.⁽⁹⁾ Dazu sind zwei Techniken gebräuchlich: In der ersten Technik kauft der Indexfonds von einer Gegenpartei ein beliebiges Portfolio an Vermögenswerten gegen Bargeld. Dann tauscht der Fonds in einem Swap-Abkommen eigene Zahlungen aus dem Gesamtertrag des erworbenen Portfolios gegen Zahlungen der Gegenpartei in Höhe des Gesamtertrags des Index. In der zweiten Technik zahlt der Indexfonds Bargeld an die Gegenpartei. Diese hinterlegt dafür Sicherheiten bei einem unabhängigen Treuhänder und zahlt den gesamten Ertrag des Index an den Indexfonds.

Grafik 1 Ertragsentwicklung des MSCI World Net Total Return Index und eines diesen Index nachbildenden ETFs in US-Dollar (mit Gesamtkostenquote von 0,20% p.a.), von November 2009 bis November 2014



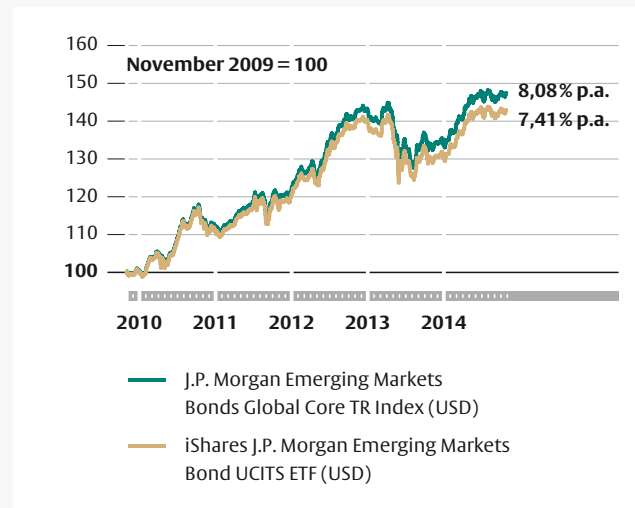
Quelle: Thomson Reuters, eigene Berechnungen.
Es ist dabei zu beachten, dass die historische Wertentwicklung kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung ist. Daten im Dezember 2014 erhoben.

Grafik 2 Ertragsentwicklung des MSCI Emerging Market Net Total Return Index und eines diesen Index nachbildenden ETFs in US-Dollar (mit Gesamtkostenquote von 0,68% p.a.), von November 2009 bis November 2014



Quelle: Thomson Reuters, eigene Berechnungen.
Es ist dabei zu beachten, dass die historische Wertentwicklung kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung ist. Daten im Dezember 2014 erhoben.

Grafik 3 Ertragsentwicklung des JP Morgan Emerging Markets Bond Total Return Index und eines diesen Index nachbildenden ETFs in US-Dollar (mit Gesamtkostenquote von 0,45% p.a.), von November 2009 bis November 2014



Quelle: BlackRock, eigene Berechnungen.
Es ist dabei zu beachten, dass die historische Wertentwicklung kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung ist. Daten im Dezember 2014 erhoben.

⁽⁹⁾ Siehe z.B. Joel M. Dickson, Lauren Mance und James J. Rowley, „Understanding synthetic ETFs“, Vanguard Research, June 2013.

Da synthetische Indexfonds immer den Indexertrag erhalten, ist ihr Tracking Error naturgemäß kleiner als der von physischen Indexfonds, die mit Abweichungen ihres repräsentativen Portfolios vom Index sowie mit Transaktionskosten belastet sind. Andererseits sind synthetische Indexfonds riskanter, da ihr Ertrag von der Zahlungsfähigkeit der Gegenpartei abhängt. Die Höhe des mit einem synthetischen Indexfonds verbundenen Risikos hängt von der Bonität der Gegenpartei sowie von der Qualität des vom Fonds von der Gegenpartei erworbenen Portfolios oder der von der Gegenpartei gestellten Sicherheiten ab. In der Regel ist es für Anteilseigner sehr schwer, diese Informationen für eine gute Einschätzung des mit dem Fonds verbundenen Risikos zu erhalten und zu verarbeiten.

Üblicherweise sollte ein aktiver Manager sein Portfolio aus Wertpapieren unabhängig von der Zusammensetzung eines Index (Benchmark) konstruieren. Bei einigen aktiven Managern hat man jedoch den Eindruck, dass sie sich sehr eng am Benchmark orientieren. Dafür hat sich die Bezeichnung „Closet Index Manager“ eingebürgert. Im Gegensatz zum passiven Manager verändert der „Closet Index Manager“ aber gezielt die Gewichtung der Einzelwerte in seinem Portfolio relativ zu ihrer Gewichtung im Index. Durch die „Über-„ und „Untergewichtung“ einzelner Vermögenswerte im Vergleich zum Index will er einen den Index übersteigenden Ertrag erzielen. Damit der aktive Fonds jedoch dem Kunden einen Mehrertrag bietet, muss der Anlageerfolg des aktiven Managers größer sein als die mit der aktiven Anlage verbundenen Kosten. Dies ist sehr schwer zu erreichen. Da der für den aktiven Manager geltende Markt mit dem als Benchmark dienenden Index abgebildet wird, kann die Gesamtheit aller Manager vor Kosten nicht bessere Anlageerfolge erzielen, als der Index. In ihrer Gesamtheit stellen

die Anleger den Markt dar und können deshalb den Markt – und folglich den Index – nicht schlagen. Wer also sein Geld zur Anlage einem aktiven Manager in der Hoffnung auf einen Mehrertrag nach Kosten anvertraut, muss davon ausgehen, dass andere Anleger ihr Geld Managern anvertrauen, die schon vor Kosten einen Minderertrag erwirtschaften, der dem Mehrertrag des erfolgreichen Anlegers nach Kosten entspricht. Die Erfahrung zeigt, dass dies nur sehr wenigen Managern auf Dauer gelingt. Insbesondere der Closet Index Manager, der durch moderate Abweichungen in der Zusammensetzung seines Portfolios diesen Mehrertrag erreichen will, muss dazu erraten, wann sich welche Vermögenspreise besonders gut entwickeln. Viele Studien zeigen aber, dass richtige Marktprognosen auf Zeit nicht möglich sind. Zufällig können Manager durch zeitweilige Über- oder Untergewichtung von Werten den Index schlagen, aber diese zufällig erzeugten Mehrerträge sind nicht von Dauer. Daher ist es nicht verwunderlich, dass Manager, die in der Vergangenheit oft gut abgeschnitten haben, in der Folgezeit keine besseren und oft sogar noch schlechtere Anlageergebnisse als der Index erzielen.

Während ein passiver Manager den Tracking Error minimieren möchte, damit der Ertrag des Portfolios möglichst genau dem des Marktindex entspricht, ist für den aktiven Manager der Tracking Error die Quelle des Mehrertrags seines Portfolios. Je weiter sich der aktive Manager in der Zusammensetzung seines Portfolios von seinem Benchmark entfernt, desto größer ist die Chance für Mehrertrag, aber auch das Risiko für Minderertrag. Robert Hagstrom hat das mit einer Simulationsrechnung illustriert. Aus den Aktien von 1.200 US Unternehmen bildete er durch Zufallsauswahl 12.000 Portfolios. Die ersten 3.000 Portfolios enthielten 250 Aktien, die zweiten 100 Aktien, die dritten 50

Tabelle 2 Erträge zufällig ausgewählter Portfolios und des Markts insgesamt (% p.a., von 1979 bis 1996)

	15 Aktien	50 Aktien	100 Aktien	250 Aktien	S&P 500
Durchschnitt	17,34	17,47	17,57	17,61	16,32
Minimum	8,77	13,56	14,71	16,04	
Maximum	25,04	21,80	20,65	19,20	

Quelle: Robert G. Hagstrom, *The Warren Buffet Portfolio*. John Wiley & Sons, 1999, Tabelle 3.2, S.32

Aktien und die letzten 3.000 15 Aktien. Im nächsten Schritt errechnete er für zwei Zeiträume die jährlichen Ertragsraten für die Portfolios und verglich sie mit der des S&P500 Index. Tabelle 2 zeigt die durchschnittlichen Erträge sowie die höchsten und niedrigsten Erträge für die gebildeten Portfolios und den Marktindex.

Die Tabelle zeigt, dass mit zunehmender Konzentration der Portfolios auf wenige Aktien die Spanne der Erträge zwischen den Portfolios ansteigen. Je weniger Aktien in den Portfolios sind, desto größer ist die Chance, besser abzuschneiden als der Markt, aber auch das Risiko, schlechter abzuschneiden.

Manager, die sich ihrer Sache nicht sicher sind und Minderertrag ebenso sehr oder mehr fürchten als sie auf Mehrerertrag hoffen, tendieren dazu, die Abweichungen von ihrem Benchmark sehr klein zu halten. In der Branche werden sie als versteckte Passivmanager („Closet Index Manager“) bezeichnet. Damit gelingt es ihnen aber oft nicht, ihre Kosten durch einen entsprechenden Mehrerertrag gegenüber dem Benchmark zu erwirtschaften. Nicht wenige Manager erwirtschaften sogar schon vor Kosten einen Minderertrag. Diese Manager müssen auf die Unwissenheit der Kunden vertrauen, um ihre Mandate zu behalten. Mit der zunehmenden Popularisierung von Indexfonds steigt aber der Kenntnisstand der Anleger und das Geschäftsmodell der Closet Index Manager zerfällt.

Andere Manager weichen dagegen stark von jedem möglichen Benchmark ab in der Absicht, mit dem dadurch entstehenden Tracking Error einen hohen Ertrag zu erreichen. Hagstrom nennt diesen Managementstil „Focus Investment“. Der Schlüssel zum Erfolg ist hier, auf die richtigen Werte zu fokussieren. Die Anhänger des Focus Investment sind davon überzeugt, dass dies möglich ist, wenn Vermögenswerte, die langfristig einen attraktiven Cashflow abwerfen, zu Marktpreisen gekauft werden, die unter dem Gegenwartswert des künftigen Cashflows liegen. Das Konzept des Focus Investment wurde von Philipp Fisher in den fünfziger Jahren des vorigen Jahrhunderts entwickelt und angewandt.⁽¹⁰⁾ Wie Hagstrom zeigt, haben mit diesem Konzept John Maynard Keynes in den dreißiger Jahren und Warren Buffet seit den 1960er Jahren über lange Zeit erhebliche Mehrerträge relativ zu einem den Aktienmarkt repräsentierenden Index erzielt (Tabelle 3 bis 4).

Tabelle 3 **Ertrag des Chest Fund von Keynes und des Britischen Aktienmarkts** (% p.a., von 1928 bis 1945)

	Chest Fund	UK Markt
Durchschnittlicher Ertrag	13,2	-0,5
Standardabweichung	29,2	12,4
Minimum	-40,1	-25,0
Maximum	56,0	21,5

Quelle: Robert G. Hagstrom, *The Warren Buffet Portfolio*. John Wiley & Sons, 1999, Tabelle 3.1, S.42

Tabelle 4 **Ertrag von Berkshire Hathaway und des US Aktienmarkts** (% p.a., von 1965 bis 2013)

	Berkshire Hathaway ^(a)	S&P 500
Durchschnittlicher Ertrag	20,6	11,3
Standardabweichung	14,4	17,5
Minimum	-9,6	-37,0
Maximum	59,3	37,6

^(a) Prozentuale jährliche Veränderung des Buchwerts der Aktie. Es ist dabei zu beachten, dass die historische Wertentwicklung kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung ist.

Quelle: Berkshire Hathaway, *Annual Report 2013*, eigene Berechnungen.

Die beschriebenen Methoden des passiven und aktiven Portfoliomanagements lassen sich natürlich für die oben beschriebenen gesamt-passiven und gesamt-aktiven Formen des Anlegens verwenden. Im ersten Fall wird ein über Anlageklassen und Regionen diversifiziertes Portfolio entsprechend der Toleranz des Anlegers für Schwankungen des Portfoliowerts mit physischen oder synthetischen Indexfonds

⁽¹⁰⁾ Philipp Fisher, *Common stocks and uncommon profits*. Harper & Brothers, 1958. Die sechste seiner acht Regeln für Anleger (in einem späteren Buch veröffentlicht) war: „Realize that there are a relatively small number of truly outstanding companies. Your funds should be concentrated in the most desirable opportunities. For individuals (in possible contrast to institutions and certain types of funds), any holding of over twenty different stocks is a sign of financial incompetence. Ten or twelve is usually a better number.“

konstruiert. Der erwartete Ertrag speist sich aus den spezifischen Erträgen der in dem Portfolio enthaltenen Anlageklassen und Regionen sowie der Portfoliostruktur („asset allocation“).

Im zweiten Fall wählt der aktive Manager die Anlageklassen, Regionen und Währungen sowie die Portfoliostruktur aus und übernimmt gleichzeitig das „Cash Management“ für den Anleger (d.h., er entscheidet, wie viele Mittel bar gehalten oder investiert werden). Im traditionellen aktiven Management wird der erwartete Mehrertrag relativ zum passiven Management im Wesentlichen über die diskretionäre Wahl der Portfoliogewichte erzeugt. Hinzu kommt das Cash Management, da ein Mehrertrag relativ zum Benchmark über die Unter- bzw. Übergewichtung von Einzeltiteln innerhalb der Vermögensklassen erfahrungsgemäß nur sehr schwer möglich ist. Im gesamt-aktiven Management entsteht der Mehrertrag aus den schon erwähnten Quellen zuzüglich eines möglichen Mehrertrags aus dem Focus Investment.

Kosten und Nutzen von passivem und aktivem Management

Bei der Betrachtung der Kostenseite haben die passiv verwalteten Fonds die Nase klar vorn. Legt man die Ergebnisse einer Studie von Martijn Cremers et al. zugrunde, so haben in Deutschland beheimatete Indexfonds für Aktien durchschnittliche Anteilseignerkosten in Höhe von 0,69% des verwalteten Vermögens pro Jahr.⁽¹¹⁾ Alle in Deutschland verkauften Produkte kosten den Anleger im Schnitt 0,71% im Jahr. Damit liegt Deutschland allerdings im oberen Bereich der Kostenspanne. Die globale durchschnittlichen Anteilseignerkosten aktienbezogener Passivprodukte betragen 2010 nur 0,40% im Jahr, was allerdings zu einem Großteil auf die hohe Wettbewerbsintensität und die damit verbundenen geringen Kosten auf dem US-amerikanischen Markt zurückzuführen ist.

Allerdings erfassen die angegebenen Anteilseignerkosten nicht die gesamten dem Anleger entstehenden Kosten. Dies gilt insbesondere für börsengehandelte Produkte, wo ein traditioneller Ausgabeaufschlag nicht anfällt. Hier lassen sich die tatsächlichen Gesamtkosten als Summe dreier Komponenten ermitteln:

$$\text{Gesamtkosten} = \text{Tracking Difference} + \text{Makler Gebühren} + \text{Geld-/Briefspanne}$$

Betrachtet man für jeweils ausgewählte ETFs die durchschnittliche Abweichung vom Index über die Zeit („Tracking Difference“), so steigt diese mit dem Komplexitätsgrad und sinkt mit dem Liquiditätsgrad des zugrundeliegenden Benchmarks (Tabelle 5). Außerdem ist sie in den allermeisten Fällen größer als die angegebene Gesamtkostenquote.

Tabelle 5 „Tracking Difference“ und „Total Expense Ratio“ (TER) für an ausgewählten Indices orientierten ETFs, von 2010 bis 2012

Benchmark	Ø Tracking Difference p.a. ^(a)	Ø TER
DAX	0,23%	0,15%
MSCI WORLD ^(b)	0,26%	0,43%
FTSE100	0,46%	0,32%
MSCI EM	0,95%	0,59%

^(a) Ertrag des Index minus Ertrag des ETF

^(b) Beim MSCI World liegt die Tracking Difference unter der Total Expense Ratio, was bedeutet, dass die entsprechenden ETFs den Index vor Kosten im Durchschnitt übertreffen. Dies kann darauf zurückzuführen sein, dass durch die Wahl eines Niedrigsteuerlandes als Fondsdomizil weniger Steuern auf Dividenden gezahlt werden müssen als bei der Indexberechnung unterstellt wurde. Es ist auch möglich, dass sich die Fonds über Wertpapierleihe zusätzliche Einnahmen beschaffen, die im Index nicht berücksichtigt werden können.

Quelle: Ben Johnson, Hortense Bioy, Alastair Kellett und Lee Davidson, „On The Right Track: Measuring Tracking Efficiency in ETFs“. Morningstar ETF Research, September 2013, Tabellen 11, 12, 14 und 15, S. 17–19, eigene Berechnungen.

Auch die Größenordnungen der Geld-/Briefspanne sind vom Produkt selbst und seiner Komplexität abhängig. Typischerweise liegen sie bei Aktienfonds zwischen 0,3% und 0,7%, erhöhen also bei 5-jähriger Haltedauer die

⁽¹¹⁾ Vgl. Martijn Cremers, Miguel A. Ferreira, Pedro Matos und Laura Starks, „The Mutual Fund Industry Worldwide: Explicit and Closet Indexing, Fees, and Performance“. Working Paper, November 2014, Tabelle 1, S. 34 f.

Anteilseignerkosten um ca. 0,2% p.a., wenn man einen An- und Verkauf in dieser Periode unterstellt.⁽¹²⁾ Vergleicht man des Weiteren die Maklergebühren anhand einer Beispielrechnung ergeben sich die in Tabelle 6 angegebenen Kosten für eine einmalige Transaktion.

Tabelle 6 **Maklergebühren für Kauf bzw. Verkauf von ETF-Anteilen über XETRA⁽¹³⁾**

Anlagebetrag	Median-Gebühren	in % vom Anlagebetrag
2.000 €	9,90 €	0,50%
5.000 €	14,50 €	0,29%
10.000 €	26,53 €	0,27%
50.000 €	39,45 €	0,08%

Quelle: Preis- und Leistungsverzeichnisse von 15 deutschen Online-Brokern (Stand: November 2014), eigene Berechnungen

Bei An- und Verkauf und fünfjähriger Haltedauer entspricht dies also weiteren Kosten in Höhe von 0,03% bis 0,20% p.a. Entscheidet man sich dafür, einen ETF in einer Bankfiliale zu kaufen, so können die Gebühren empfindlich ansteigen. Ein namhafter Anbieter verlangt zum Beispiel eine Pauschale in Höhe von 13 Euro zusätzlich zu den Ordergebühren, die

online anfallen würden. Bei einem anderen Anbieter verdoppelt sich die proportionale Gebühr auf 0,5%. Tabelle 7 zeigt anhand einer Beispielrechnung, wie sich die drei Kostenkomponenten zu den tatsächlichen Gesamtkosten für ausgewählte ETFs aufaddieren.

Während auch die tatsächlichen Anteilseignerkosten von passiven Fonds nur selten 1% pro Jahr übersteigen, fallen diese Kosten bei den aktiven Fonds so gut wie nie unter diese Marke. Tabelle 8 auf der nächsten Seite zeigt die laufenden Verwaltungskosten und den einmaligen Ausgabeaufschlag von 2222 deutschen Publikumsfonds. Unter der Annahme einer fünfjährigen Haltedauer zeigt die Tabelle die entsprechenden Anteilseignerkosten. Mit im Schnitt 2,2% für Aktienfonds und knapp 2% über alle Fondstypen sind die Anteilseignerkosten der aktiv verwalteten Fonds mindestens doppelt so hoch. Dabei sind die Kosten von in

⁽¹²⁾ Vgl. Hortense Bioy und Jose Garcia-Zarate, „Every Little Helps: Comparing the Costs of Investing in ETPs versus Index Funds“. Morningstar ETF Research, September 2013, Darstellung 7, S. 25.

⁽¹³⁾ Sonderaktionen und -rabatte wurden zwecks späterer Vergleichbarkeit nicht berücksichtigt. Lagen keine gesonderten Informationen bzgl. der Börsengebühr vor, so wurden pauschal 1,5 Euro angesetzt, was dem Mittelwert über die übrigen Anbieter entspricht.

Tabelle 7 **Beispielrechnung für einen Anlagebetrag: 10.000 Euro mit 5 Jahre Haltedauer für die durchschnittlichen, gesamten Anteilseignerkosten von ETFs für verschiedene Indices**

Benchmark	Tracking Difference p.a. ^(a)	Marktrendite p.a. ^(b)	ETF Rendite p.a.	Bid-Ask-Spread p.a. ^(c)	Brokergebühren p.a. ^(d)	Rendite p.a. ^(e)	Tatsächliche Anteilseignerkosten, p.a.	Gesamtkostenquote
DAX	0,23%	11,67%	11,44%	0,30%	0,27%	11,19%	0,48%	0,15%
MSCI WORLD	0,26%	10,75%	10,49%	0,50%	0,27%	10,15%	0,60%	0,43%
FTSE100	0,46%	9,35%	8,89%	0,30%	0,27%	8,64%	0,71%	0,32%
MSCI EM	0,95%	3,27%	2,32%	0,63%	0,27%	1,95%	1,32%	0,59%

^(a) Quelle: Ben Johnson, Hortense Bioy, Alastair Kellett und Lee Davidson (op.cit.), eigene Berechnungen, Daten von 2010 bis 2012.

^(b) Quelle: Thomson Reuters, eigene Berechnungen, Daten von 2009 bis 2014, Marktrendite bei DAX und FTSE100 ohne Steuerkorrektur.

^(c) Quelle: Hortense Bioy und Jose Garcia-Zarate (op.cit.).

^(d) Quelle: Preis- und Leistungsverzeichnisse von 15 deutschen Online-Brokern (Stand: Nov. 2014), eigene Berechnungen.

^(e) Ergibt sich als $\sqrt[5]{[1 - (BG + BA)]^2 (1 + R)^5}$, wobei BG: Brokergebühren, BA: Bid-Ask-Spread und R: ETF Rendite p.a., alle jeweils in Prozent.

Tabelle 8 Durchschnittliche Kosten von BVI-Publikumsfonds deutscher Provenienz ⁽¹⁴⁾

Fondsart	Anzahl	TER ^(a)	Ausgabeaufschlag ^(b)	Ausgabeaufschlag p.a. ^(c)	Anteilseignerkosten p.a. ^(d)
Aktienfonds	890	1,58%	3,12%	0,62%	2,20%
Mischfonds	762	1,61%	3,21%	0,64%	2,25%
Rentenfonds	557	0,85%	1,71%	0,34%	1,19%
Gesamt	2222	1,41%	2,82%	0,56%	1,97%

^(a) „Total Expense Ratio“ (Gesamtkostenquote).

^(b) Für die Berechnung des durchschn. Ausgabeaufschlags standen insgesamt 2932 Datenpunkte zur Verfügung.

^(c) Unterstellt 5-jährige Halteperiode.

^(d) Die Anteilseignerkosten beinhalten die Gesamtkostenquote („Total Expense Ratio“) sowie den Ausgabeaufschlag p.a.

Quelle: BVI Bundesverband Investment und Asset Management, eigene Berechnungen. Daten im Dezember 2014 erhoben.

Deutschland verkauften versteckt-passiven Aktienfonds in etwa gleich hoch wie die der verkauften tatsächlich-aktiven Fonds. ⁽¹⁵⁾

Der Nutzen einer passiven Anlage für den Investor besteht im Erhalt des Ertrags des jeweiligen Index. Der Anleger wird sich deshalb für einen Fonds entscheiden, der mit minimalem Risiko in der Nachbildung des gewählten Index die niedrigsten Anteilseignerkosten aufweist. Die Suche nach Fonds, die diese Kriterien erfüllen, ist nicht trivial aber auch nicht so schwierig, dass sie nur von Experten bewerkstelligt werden könnte. Die Suchkosten sind moderat, da die benötigte Information unentgeltlich relativ einfach beschafft werden kann.

Tabelle 9 Erträge von Fokusinvestoren und dem jeweiligen Marktumfeld

Manager	Zeitraum	Ertrag (% p.a.)	Markt (% p.a.)
Keynes (Chest Fund)	1928 – 1945	13,3	-0,5
Buffet (Partnership)	1957 – 1969	30,4	8,6
Munger (Partnership)	1962 – 1975	24,3	6,4
Sequoia Fund	1971 – 1997	19,6	14,5
Simpson (GEICO)	1980 – 1996	24,7	17,8
Berkshire Hathaway	1965 – 2013	19,8	9,8

Quelle: Hagstrom (op.cit.), Berkshire Hathaway, Annual Report 2013.

Der Nutzen einer aktiven Anlage besteht darin, dass diese nach Kosten einen angemessenen Ertrag abwirft, der die Erträge der entsprechenden passiven Pendanten übersteigt. In den finanzwissenschaftlichen Lehrbüchern wird bestritten, dass ein solcher Mehrertrag dauerhaft möglich ist. Praktiker wenden dagegen ein, dass dies doch erreicht werden kann, und verweisen auf das Konzept des Focus Investment (Tabelle 9).

Entwicklungen in der jüngeren Vergangenheit

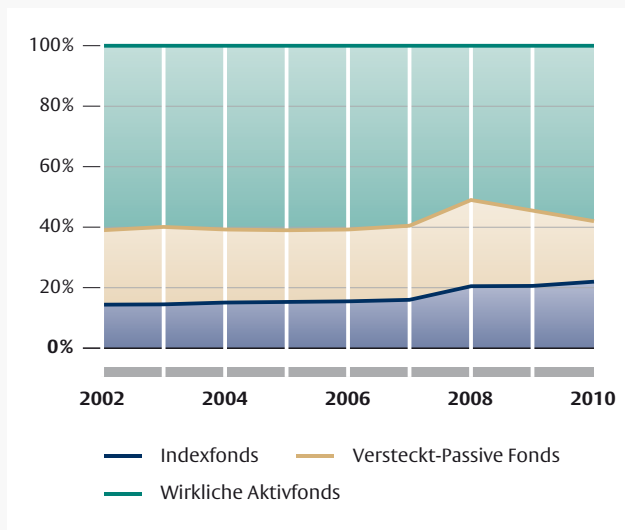
Legt man die auf einer Stichprobe aller Fonds basierenden Studie von Martijn Cremers et al. (op. cit.) zugrunde, sieht man, dass trotz der Popularisierung durch die Presse der Anteil von Indexfonds am gesamten globalen Fondsvermögen immer noch bescheiden ist (Grafik 4 auf der folgenden Seite).

⁽¹⁴⁾ Ähnlich wie in Tabelle 6 werden hier Sonderaktionen und -rabatte sowie performance-abhängige Gebühren nicht berücksichtigt. Tatsächlich verkaufen jedoch viele Online-Broker ausgewählte Aktivfonds ohne oder nur mit geringem Ausgabeaufschlag. Laut dem Investment Company Institute lag in den USA bspw. der tatsächlich gezahlte Ausgabeaufschlag für Aktien- und Mischfonds im Mittelwert bei 1%, während gleichzeitig der durchschnittliche max. Ausgabeaufschlag bei ca. 5,2% lag.

⁽¹⁵⁾ Vgl. Martijn Cremers, Miguel A. Ferreira, Pedro Matos und Laura Starks (op.cit.).

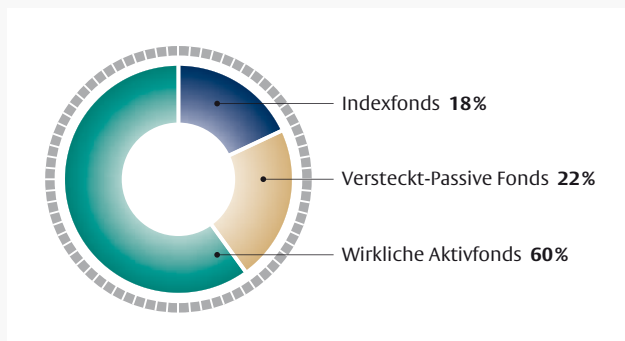
Auf globaler Ebene machen Indexfonds in der Stichprobe gerade mal 18% des gesamten Fondsvermögens aus und sind damit noch kleiner als die versteckten Passivfonds, die den Anleger zwar mehr kosten aber im Schnitt keine dauerhaften Mehrerträge gegenüber Indexfonds erzielen (Grafik 5). In Deutschland ist der Größenunterschied zwischen Indexfonds und versteckten Passivfonds gemäß der Stichprobe noch größer als auf der globalen Ebene (Grafik 6).

Grafik 4 Globale Entwicklung der Marktanteile von Aktiv- und Passivfonds, von 2002 bis 2010



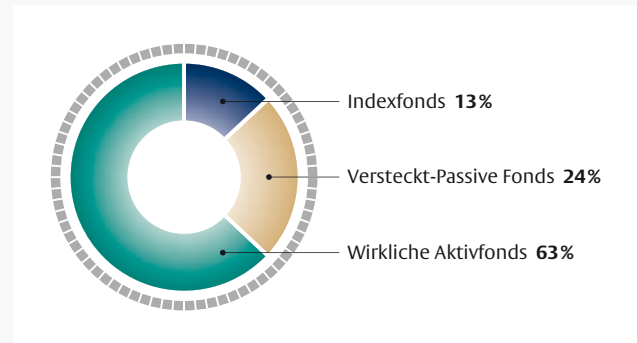
Quelle: Martijn Cremers, Miguel A. Ferreira, Pedro Matos und Laura Starks, "The Mutual Fund Industry Worldwide: Explicit and Closet Indexing, Fees, and Performance". Working Paper, November 2014, Grafik 2, S. 45.

Grafik 5 Globale Anteile verschiedener Fondsarten, 2010



Quelle: Martijn Cremers, Miguel A. Ferreira, Pedro Matos und Laura Starks, "The Mutual Fund Industry Worldwide: Explicit and Closet Indexing, Fees, and Performance". Working Paper, November 2014, Tabelle 1, S. 34 f.

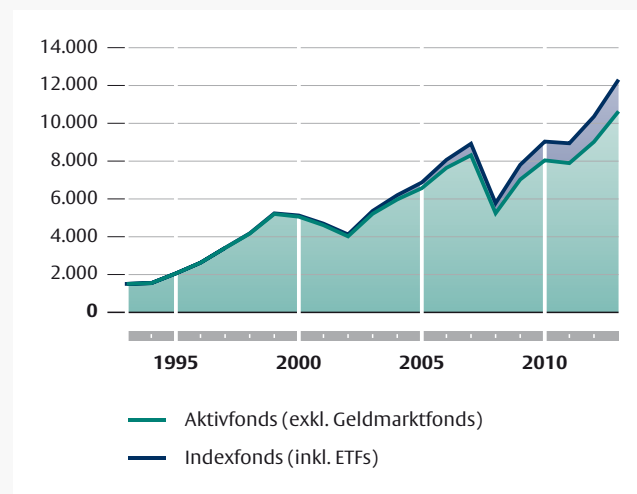
Grafik 6 Anteile verschiedener Fondsarten in Deutschland, 2010



Quelle: Martijn Cremers, Miguel A. Ferreira, Pedro Matos und Laura Starks (op.cit.)

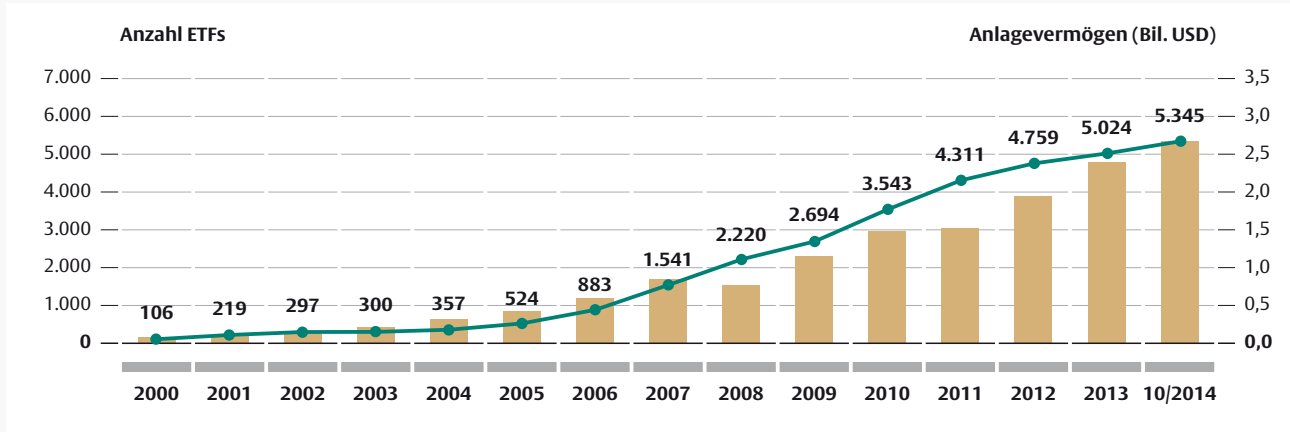
Im gesamten US Markt haben die passiven Fonds sogar noch einen geringeren Marktanteil als in der Stichprobe (Grafik 7). Allerdings wachsen die passiven Produkte seit Mitte der 1990er Jahre mit zum Teil dreistelligen Raten. Innerhalb der passiven Fonds sind vor allem über die Börse gehandelte Produkte (ETFs) auf dem Vormarsch. Seit dem Jahr 2000 ist das in diesen Fonds global verwaltete Vermögen von etwas mehr als 100 Milliarden US Dollar auf mehr als 2,5 Billionen US Dollar gestiegen (Grafik 8 auf der folgenden Seite).

Grafik 7 In Aktiv- und Passivfonds verwaltetes Vermögen in den USA, von 1993 bis 2013



Quelle: Investment Company Institute, "2014 Investment Company Fact Book – A Review of Trends and Activities in the U.S. Investment Company Industry", 2014, Tabellen 1 und 13, S. 160 und 172, eigene Berechnungen.

Grafik 8 Globale Entwicklung von ETFs, von 2000 bis 2014



Quelle: BlackRock, „ETP Landscape – Industry Highlights“, Oktober 2014, Grafik „Global ETP Assets & Number of ETPs by Year“, S. 9.

Wie eingangs erwähnt fußt passives Anlegen auf der Idee, sich vom Markt “treiben” zu lassen. Dies ist jedoch nur möglich, wenn jemand die Richtung vorgibt. Solange aktive Manager den gesamten Markt dominieren, wie es heute noch der Fall ist, ist diese Voraussetzung für passives Anlegen gegeben. Je größer jedoch das Volumen passiver Anlagen relativ zum gesamten verwalteten Vermögen wird, desto mehr hängt die Marktentwicklung von den Entscheidungen einiger weniger aktiver Manager ab. Wenn passive Anlagen das gesamte verwaltete Vermögen dominieren, dann kann die Marktentwicklung von wenigen aktiven Managern bestimmt, im schlimmsten Fall sogar manipuliert werden. Es ist möglich, dass es dazu erst kommen muss, bevor die Gesamtheit der Anleger die Bedeutung aktiver Manager erkennt. Dann wird das Pendel wieder zu den aktiven Managern zurück schwingen. Vorausschauende Anleger können sich aber schon jetzt dafür positionieren, indem sie versuchen, eine für sie optimale Aufteilung ihres Vermögens in passive und aktive Verwaltung zu bestimmen.

Eine aktiv-passiv Strategie für den privaten Anleger

Nachdem wir die Begriffe und ihre Herkunft geklärt, Kosten und Nutzen identifiziert und die Entwicklungen in der jüngeren Vergangenheit beleuchtet haben, wollen wir einen Ansatz diskutieren, der es dem privaten Anleger erleichtern

kann, sich zwischen aktiven und passiven Anlagestrategien zu entscheiden. Dabei gehen wir davon aus, dass der Anleger nicht in Einzelwerte sondern in Fonds investieren will, und wir unterscheiden zwischen traditionellen und gesamt-aktiven und gesamt-passiven Anlagestrategien.

In der traditionellen Strategie muss sich der Anleger aktiv für eine Vermögensklasse bzw. Region und Währung entscheiden. Dann muss er sich entscheiden, welchen Anteil seiner Mittel er in einen Indexfonds und einen aktiv verwalteten Fonds investiert. Wie die vorangegangene Diskussion gezeigt hat, kann er bei einem aktiven Fonds einen Mehrertrag nach Kosten relativ zu einem Indexfonds nur erwarten, wenn der Manager gewillt ist, von seinem Benchmark abzuweichen. Die Aussicht darauf ist am besten, wenn der Manager dem Konzept des Focus Investments folgt. Hat der Anleger den Stil des Managers identifiziert, muss er sich eine Meinung darüber bilden, wie wahrscheinlich es ist, dass der Manager mit diesem Stil den erwarteten Mehrertrag erzielt. Gemäß der Höhe dieser Wahrscheinlichkeit kann er dann den Anteil seiner Anlage in den aktiven Fonds bestimmen.

Will der Anleger die Entscheidungen über Vermögensstruktur, Regionen, Währungen und Cash-Management nicht selbst treffen, kann er sich zwischen einem gesamt-passiven Produkt in Form eines über Indexfonds gestalteten Portfolios und einem gesamt-aktiven Produkt in Form eines Mischfonds entscheiden.

Hilfreich für die Entscheidung ist dabei die sogenannte Kelly-Formel, nach der man den optimalen Einsatz bei Wetten mit positiver Gewinnerwartung ermitteln kann.⁽¹⁶⁾ Diese Formel geht auf die von Claude Shannon entwickelte Informationstheorie zurück, mit deren Hilfe es in der Nachrichtentechnik gelang, Datensignale vom Hintergrundrauschen zu trennen. Die von Shannon in den 1930er und 1940er Jahren entwickelte Theorie bereitete den Weg für die spätere digitale Datenspeicherung und -übertragung. John Kelly war ein Physiker und Mitarbeiter Shannons. In den 1950er Jahren wandte er die Informationstheorie auf die Situation eines Spielers an, der zwar gute aber keine vollständig verlässlichen Tipps für seine Pferdewetten bekommt. Wie kann der Spieler seinen durch die Tipps gewonnenen Informationsvorsprung nutzen, ohne sein Spielgeld zu verlieren, wenn Zufallseinflüsse die Richtigkeit der Tipps beeinflussen können? Diese Frage ist ähnlich der, wie man richtige Informationen aus einer Mischung von nützlichen Informationen und Hintergrundrauschen gewinnt. Kelly entwickelte eine Formel, die den optimalen Wetteinsatz des Spielers im Verhältnis zu seinem gesamten Spielgeld bestimmte. Je höher die Wahrscheinlichkeit eines Gewinns, die durch den Informationsvorsprung des Spielers bestimmt wird, und je höher die Gewinnquote, desto größer soll der Anteil des für die Wette eingesetzten Spielgelds am gesamten Spielgeld sein. Wenn p die Wahrscheinlichkeit für einen Gewinn darstellt, dann wird der Einsatz k für die Wette bestimmt durch:

$$k = (q p - 1) / (q - 1),$$

wobei q die Rückzahlungsquote (also das q -fache des Einsatzes) darstellt. Der Wert von p liegt definitionsgemäß zwischen 0 und 1 und q muss größer als 1 sein, damit die Wette Sinn hat.

Um die Formel auf unsere Entscheidung zwischen einem aktiven und passiven Fonds anzuwenden nehmen wir an, dass der aktive Manager im Erfolgsfall den doppelten Ertrag (nach Kosten) des passiven Managers erzielt. Wie Tabelle 8 für eine Reihe von Fokusinvestoren zeigt, ist dies eine eher vorsichtige Annahme. Unser Einsatz ist also der Ertrag des passiven Fonds, unser Gewinn der des aktiven und unsere Gewinnquote 1 (zweimal Ertrag des passiven Fonds minus Einsatz in Form des Ertrags des passiven Fonds). Nun müssen wir abschätzen, wie hoch die Wahrscheinlichkeit ist, dass der

von uns erkorene aktive Manager den erwarteten Gewinn auch erzielt. Sind wir völlig unsicher, dass der aktive Manager den erwarteten Gewinn einfahren kann, dann setzen wir diese Wahrscheinlichkeit auf 50% an und erhalten als Ergebnis aus der Kelly Formel:

$$(2 \times 0,5 - 1) / (2 - 1) = 0.$$

Wir werden also ausschließlich passiv investieren. Haben wir dagegen einen Manager gefunden, von dem wir mit 75% Wahrscheinlichkeit erwarten, dass er den passiven Manager mit der angenommenen Rückzahlungsquote schlägt, dann erhalten wir:

$$(2 \times 0,75 - 1) / (2 - 1) = 0,50.$$

Wir werden demnach 50% unseres Geldes aktiv und den Rest passiv investieren. Sind wir absolut sicher, dass der aktive Manager sich unseres Vertrauens würdig erweisen wird, gibt uns die Formel

$$(2 \times 1 - 1) / (2 - 1) = 1,$$

und wir werden unser gesamtes Geld aktiv investieren.

Ob sich unsere Entscheidung als richtig erweisen wird, hängt natürlich erheblich von der Richtigkeit unserer Schätzung der Rückzahlungsquote und der Erfolgswahrscheinlichkeit des aktiven Managers ab. Aber auch wenn wir dies richtig einschätzen, kann unser mit der Kelly Formel aufs Spiel gesetztes Vermögen über die Zeit erheblich schwanken. Bezogen auf unsere Entscheidung zwischen aktivem und passivem Anlegen heißt dies, dass der Ertrag eines aktiv verwalteten Portfolios über verschiedene Zeitperioden erheblich unter dem eines passiven Portfolios liegen kann. Wenn jedoch unsere positiven Schätzungen für die Rückzahlungsquote und Erfolgswahrscheinlichkeit des aktiven Managers stimmen, dann wird langfristig der Ertrag des aktiven Portfolios über dem des passiven liegen.

⁽¹⁶⁾ Siehe hierzu William Poundstone: Die Formel des Glücks. Wie die Mathematik über Las Vegas und die Wall Street triumphierte. Börsenmedien AG, Kulmbach 2007.

Die wesentlichen Parameter in der Formel, p und q , sind unbekannt und müssen subjektiv geschätzt werden. Deshalb kann die Kelly-Formel natürlich nicht mechanisch als Entscheidungskriterium dienen. Die Formel macht jedoch klar, von welchen Parametern die Entscheidung für passives oder aktives Anlegen abhängen sollte. Die Formalisierung des Entscheidungsprozesses hilft, den Einfluss von „Bauchgefühlen“ auf die Entscheidung zurückzudrängen. Wie oben erwähnt wird es umso leichter, einen überlegenen aktiven Manager zu identifizieren, je größer der Anteil passiv verwalteter Vermögen am gesamten Vermögen aller Anleger ist. Denn dann können gute aktive Manager neue Marktentwicklungen identifizieren und davon profitieren, bevor die Masse passiv verwalteter Vermögen dieser Entwicklung folgt.

Schlussfolgerungen

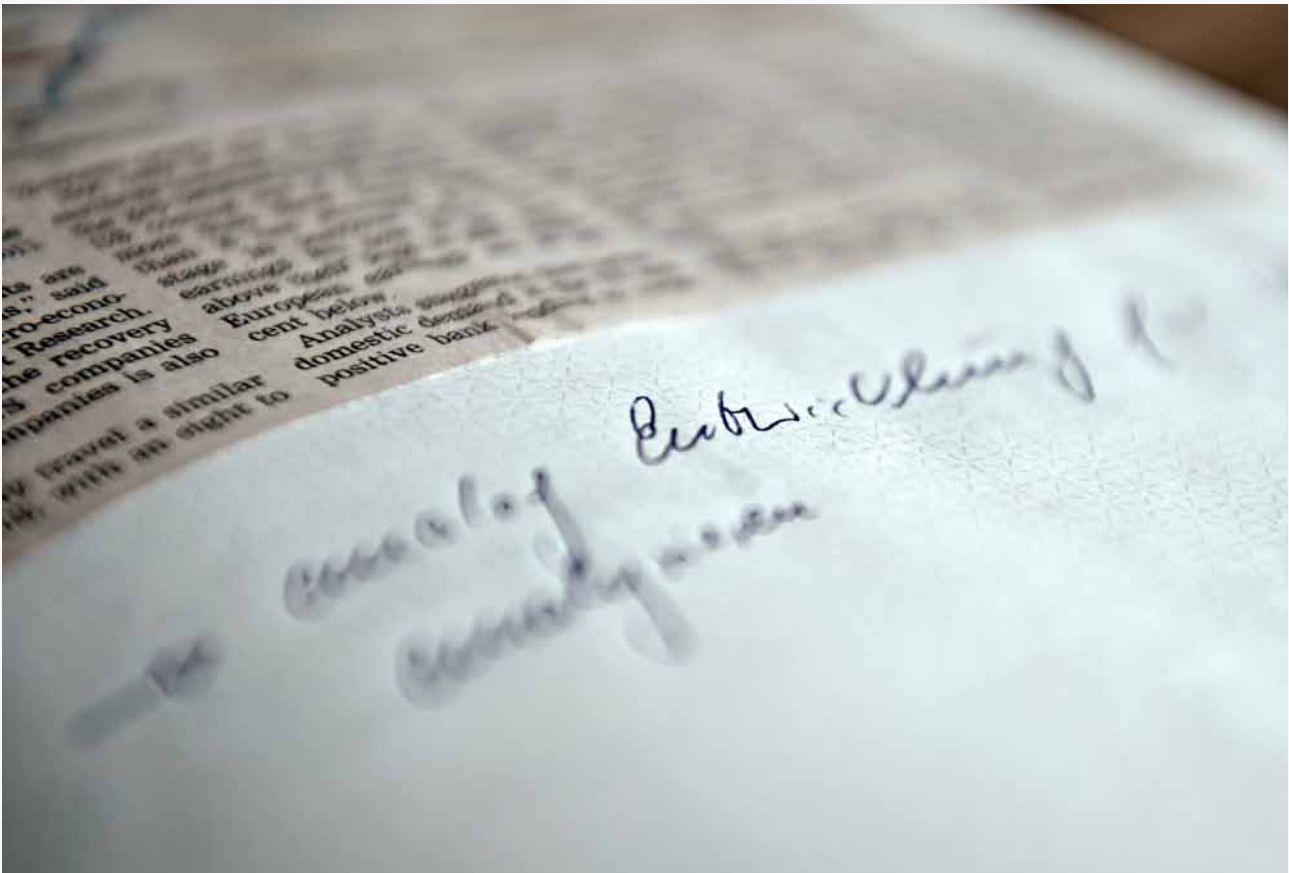
Wie wir in diesem Papier ausgeführt haben, ist auch bei passivem Anlegen eine Reihe von aktiven Entscheidungen erforderlich. Zumindest muss sich der Anleger entsprechend seiner Toleranz für Schwankungen des Portfoliowerts für vorgegebene Portfolios entscheiden, die verschiedene, durch passive Produkte dargestellte Vermögensklassen unterschiedlich gewichten. Will er sich ein Portfolio selbst zusammenstellen, sind weitere aktive Entscheidungen über die Zusammensetzung des Portfolios in Hinsicht auf die gewählten Vermögensklassen, Währungen und Regionen nötig. Für viele Anleger dürften mit der Beschaffung der für diese Entscheidungen notwendigen Informationen das für die Geldanlage aufgebrachte Interesse und die dafür budgetierte Zeit erschöpft sein. Für sie bieten passive Anlageprodukte eine kostengünstige Alternative zu den traditionellen, aktiven Produkten bei der Umsetzung ihrer Entscheidungen.

Anleger, die bereit und in der Lage sind, mehr Zeit für ihre Anlageentscheidungen aufzuwenden, können aktive Manager identifizieren, die mit relativ hoher Wahrscheinlichkeit in der Lage sind, nach Kosten einen höheren Ertrag als die passiven Produkte zu erwirtschaften. Unserer Einschätzung nach bietet die Strategie des Focus Investments eine realistische Aussicht für einen solchen Mehrertrag. Entsprechend seiner Einschätzung der Rückzahlungsquote und der Wahrscheinlichkeit für Erfolg kann der Anleger den Anteil an aktiv verwalteten Anlagen an seinem Vermögen bestimmen. Dabei

kann er seine Vermögensstruktur selbst wählen, indem er aktive Fonds für einzelne Vermögensklassen erwirbt. Oder er kann die Vermögensstruktur und das Cash Management einem Fondsmanager überlassen, indem er einen Mischfonds erwirbt.

Hilfreich für die Entscheidung zwischen aktivem und passivem Anlegen ist die Kelly-Formel. Natürlich taugt sie nur als Faustregel, da die Einschätzungen der Höhe und Wahrscheinlichkeit eines Mehrertrags des aktiven Managers nur subjektiv gebildet werden können. Je sicherer sich der Anleger seiner Sache ist und eine hohe Allokation für ein aktives Produkt wählt, desto größere Toleranz sollte er für vorübergehende Mindererträge des aktiven Teils des Portfolios relativ zum passiven Teil aufbringen, da er mit solchen Mindererträgen rechnen muss. Je größer der Marktanteil passiv verwalteter Vermögen am gesamten verwalteten Vermögen wird, desto mehr Aussichten haben die verbleibenden aktiven Manager, besser abzuschneiden als der Markt insgesamt.

Allgemein gilt, dass jeder, der Geld nicht mehr als reines Tauschmittel sondern als Mittel zur Wertaufbewahrung und Wertvermehrung betrachtet und damit zum Anleger wird, die Inschrift am Apollotempel von Delphi beherzigen sollte: „Erkenne dich selbst!“ Für den Anleger elementar ist Selbsterkenntnis bezüglich der Tiefe seiner Kenntnisse über das Anlegen von Geld und seiner Toleranz für vorübergehende Schwankungen des Vermögenswerts. Mangelnde Selbsterkenntnis in diesen Bereichen dürfte der wichtigste Grund für enttäuschende Anlageergebnisse sein.



RECHTLICHE HINWEISE Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch AG dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch AG selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch AG. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch AG nicht gestattet. **Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch AG.** © 2014 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

IMPRESSUM Herausgeber Flossbach von Storch AG, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, research@fvsag.com;
Vorstand Dr. Bert Flossbach, Kurt von Storch, Dirk von Velsen; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 30 768 (Amtsgericht Köln);
Zuständige Aufsichtsbehörde Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt | Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, www.bafin.de;
Autor Thomas Mayer, Christopher Thiem; *Redaktionsschluss* 15. Dezember 2014; *Design* Heller & C GmbH

www.fvs-ri.com



for independent thinking