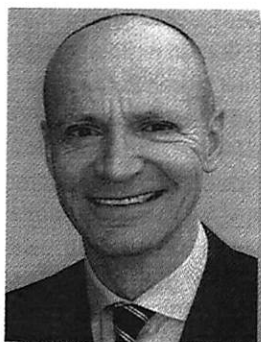

Der „Weltportfolioansatz“ für Privatanleger

Über den Autor



Dr. Gerd Kommer, LL.M. ist Geschäftsführer der Gerd Kommer Invest GmbH, München. Das Unternehmen berät vermögende Privatkunden und Family Offices in Finanzangelegenheiten. Zuvor war er knapp 25 Jahre bei europäischen Großbanken und Asset Managern tätig. Zuletzt als Leiter der Niederlassung London und Global Head of Infrastructure & Asset Finance der FMS Wertmanagement. In dieser Position verantwortete er ein Portfolio aus strukturierten Krediten und Anleihen im Volumen von 16 Mrd. Euro. Kommer hat mehrere Bücher zu Investmentthemen veröffentlicht. Er studierte BWL, Steuerrecht und Politikwissenschaft in Deutschland, USA und Liechtenstein.

Aus: "Jahrbuch Treasury und
Private Banking 2017/2018"
herausgegeben von
Roland Eller und Markus Heinrich
Roland Eller Training GmbH
Potsdam 2017

Einleitung

In der empirischen Kapitalmarktforschung besteht seit einigen Jahren weitgehend Konsens darüber, dass aktives Management für die Mehrheit aller Anleger gemessen an einer adäquat ausgewählten, passiven Benchmark schlechtere Rendite produziert. „Adäquat ausgewählte Benchmark“ bedeutet bei Berücksichtigung von Kosten, Steuern und Risiko. Anders formuliert: (a) Die Mehrheit aktiv gemanagter Investmentportfolios über die wesentlichen Asset-Klassen und Vertriebskanäle für Anlegerkapital¹ hinweg unterperformt ihre passive Benchmark. Die Unterrendite des durchschnittlichen aktiven Portfolios nimmt mit der Länge des Messzeitraums tendenziell zu. (b) Die Minderheit aktiver Investmentportfolios, die in einer gegebenen Periode ihre Benchmark schlägt, wechselt ihre Zusammensetzung von Periode zu Periode praktisch zufällig. „Gewinner-Portfolios“ sind ex ante nicht zuverlässig identifizierbar. Für den größten Teil dieser Gewinnerminderheit kann zudem nicht ausgeschlossen werden, dass ihre Überrendite zufallsbedingt ist (Barras 2009, Fama/French 2010). Dies deswegen, weil ihre Überrendite zu gering, zu kurzzeitig oder zu volatil ist.

Zu den besonders bekannten Studien, die diese seit Jahrzehnten immer wieder bestätigten Feststellungen belegen, gehören Sharpe 1966, Jensen 1968, Malkiel 1995, Gruber 1996, Carhart 1997, Goyal/Sunil 2008. Seit etwa zehn Jahren veröffentlicht Standard & Poor's halbjährlich aktualisierte, viel beachtete Performance- und Performance-Persistence-Studien zu Publikumsfonds für verschiedene globale Regionen („SPIVA Scorecards“, siehe z. B. Fußnote 2). Auch hier weisen die Ergebnisse regelmäßig auf Unterrenditen von bis zu über 90% aller Fonds hin. Bei privaten Direktanlegern dürften diese Unterrenditen eher noch deutlicher sein (Barber/Odean 2011). Ferner wurde gezeigt, dass Anlageberatung durch Banken nach Kosten durchschnittlich zu einer schlechteren Performance bei Privatkunden führt als die Abwesenheit von Beratung (Hackethal et al. 2012).

Nicht nur bei der Rendite, auch beim Risiko (Volatilität) schneidet die Mehrzahl aktiv gemanagter Portfolios schlechter ab als ihre passive Benchmark (Edwards et al. 2016). Ein konsistent wirksamer Drawdown-Schutz durch aktives Management in extremen Crash-Situationen ist ebenfalls nicht nachweisbar. Bspw. untersuchte S&P die Renditen aller US-Aktienfonds mit inländischem Anlage-schwerpunkt in den Kalenderjahren (a) 2000 bis 2002 (Dot-Com-Crash) und (b) 2008 (2008 war das schlechteste Börsenjahr in den USA seit 1931). Im Durchschnitt der neun Fondskategorien lagen für den Crash-Zeitraum 2000 bis 2002 etwa 66% aller aktiven Fonds unter der passiven Benchmark und für 2008 etwa 70%.²

Seit vor etwa fünfzig Jahren begonnen wurde empirische Evidenz zum relativen Versagen aktiven Portfolio-Managements zu sammeln, scheint sich das Ausmaß des Versagens (negatives Alpha) eher noch verstärkt zu haben. Hierfür dürfte eine Kombination von Entwicklungen ursächlich sein: Die Erhöhung der Informationseffizienz der Kapitalmärkte aufgrund technologischer Innovationen wie etwa des Internets, Fortschritte in der Finanzmarktforschung, eine stärkere Bekämpfung von Insider-Handel durch den Staat sowie die weitgehende Weigerung des Asset Management-Sektors, Gebühren für aktiv gemanagte Portfolios zu senken.

1 Damit sind bspw. gemeint: UCITS-Fonds (Publikumsfonds), Hedge-Fonds, Private-Equity-Fonds, Pensionsvermögen, Sovereign Wealth-Fonds, andere Spezialfonds und Direktanlagen in Wertpapiere.

2 Standard & Poor's Indices Versus Active Funds (SPIVA) US Scorecard, Year-End 2008.

Die Befürworter passiver Investmentansätze, zu denen der Autor gehört, verweisen auf die durchschnittlich höheren risikoadjustierten Renditen, die wissenschaftlich basiertes, passives Investieren erzeugt. Bei korrekter Messung gilt ohnehin, dass die durchschnittliche passiv investierte Geldeinheit sowohl innerhalb einer Asset-Klasse als auch für die Gesamtheit aller Asset-Klassen mit mathematischer Notwendigkeit eine höhere Rendite aufweisen muss als die durchschnittliche aktiv investierte Geldeinheit (Sharpe 1991).

Passives Investieren besitzt außerdem eine strukturell geringere Anfälligkeit für renditeschädliche Principal-Agent-Risiken (Interessenkonflikte). Diese haben das Potenzial, Black-Swan-artige Verluste auszulösen, also Verluste, die nicht auf „normalen“ Investmentfehlern basieren. Man denke hierbei an Hedge-Fonds-Betrugsfälle wie Bernie Madoff (USA) oder Florian Homm (Deutschland) oder das nun schon zehn Jahre währende Investmentdesaster deutscher geschlossener Fonds (Stiftung Warentest, ohne Autor 2015).

Insgesamt hat eine nicht mehr überblickbare Anzahl von Skandalen in den Finanzbranchen vieler Staaten seit dem Dot-Com-Crash (2000 bis 2002) bis in die jüngste Vergangenheit inzwischen zu einem vielleicht beispiellosen Einbruch des Vertrauens von Privatanlegern in die „Experten“ geführt. Diese Skandale hängen mit strukturellen Interessenkonflikten in der Branche aber auch regulatorischen Fehlsteuerungen zusammen. Strukturell sind die Interessenkonflikte deshalb, weil sie ein integraler Bestandteil des dominierenden Geschäftsmodells sind. Hierzu gehören der provisionsbasierte Vertrieb von Finanzprodukten, die fehlende Trennung zwischen Beratung und Verkauf und die ebenfalls fehlende Trennung zwischen Produktherstellern und Produktverkäufern.

Der Überlegenheitsanspruch passiven Investierens bezogen auf risikoadjustierte Rendite wurde durch inzwischen wohl Tausende von Untersuchungen unabhängiger, akademischer Forscher untermauert. Die empirische Unterrendite aktiven Investierens und die erwähnten Vertrauensdefizite haben in den vergangenen zwei Jahrzehnten einen bemerkenswerten Marktanteilsanstieg passiven Investierens bewirkt.³

1. Grundprinzipien des Weltportfolio-Investmentansatzes

Aus den eingangs zusammengefassten Feststellungen und einigen weiteren etablierten Erkenntnissen der wissenschaftlichen Finanzökonomie lässt sich ein für Privatanleger selbständig oder mit Unterstützung eines Fee-Only-Beraters (Honorarberaters) relativ leicht umsetzbarer, voll integrierter, passiver Investmentansatz herleiten. Er vermeidet die zahlreichen Nachteile und Risiken aktiven Investierens. Der Ansatz wird in den Veröffentlichungen des Autors als „Weltportfoliokonzept“ bezeichnet.⁴ Wie jeder gute Investmentansatz für Privathaushalte berücksichtigt er den Gesamtvermö-

³ Allerdings wird der inzwischen erreichte „Passiv-Marktanteil“ vielfach überschätzt (siehe hierzu Kommer 2016c).

⁴ Der Autor hat diese Bezeichnung und wesentliche konzeptionelle Element dieses Ansatzes bereits 2002 in Deutschland eingeführt. Der Terminus „Weltportfolio“ wurde verschiedentlich in der Branche aufgegriffen und zum Teil auf abweichende Investmentansätze angewendet. Eine umfassende Darstellung des Weltportfolioansatzes findet sich in Kommer 2012 und, etwas kürzer, in Kommer 2015.

genshintergrund des Haushaltes einschließlich Humankapital. Er lässt sich sowohl in der Portfolioaufbau- als auch der Verbrauchsphase anwenden. Auf der konzeptionellen Ebene kann man das Weltportfoliokonzept folgendermaßen zusammenfassen:

Es handelt sich um eine pragmatische, preisgünstige, doch zugleich auch streng mechanische Umsetzung zentraler Elemente der modernen Portfoliotheorie in der Form eines passiven, global diversifizierten Kapitalmarktportfolios. Weitere wesentliche Grundprinzipien sind: (a) radikales Buy-and-Hold, (b) kein Anstreben von Überrendite (Alpha), (c) die Betrachtung von Rendite als Kompensation für erwartetes Risiko (nicht als Belohnung für angenommenes „Können“), (d) die Forderung nach einer laufenden wissenschaftlich-evidenzbasierten Validierung von Investmentansatz und -prozess, (e) das Voraussetzen eines hohen Maßes von Disziplin beim Anleger, (f) Prognosefreiheit, (g) ein sehr hoher Stellenwert für die Minimierung von Kosten und Steuern, (h) die „puristische (Vermeidung)“ von Interessenkonflikten, (i) das Anstreben maximaler Transparenz für den Anleger (kein proprietäres Blackbox-Investing), (j) eine dezidiert langfristige Orientierung, typischerweise mehrere Jahrzehnte.

Es wird der Anspruch erhoben, dass bei konsequenter Umsetzung dieses Ansatzes über einen langjährigen Zeitraum eine hohe Wahrscheinlichkeit besteht, im obersten Renditedezil oder -quintil aller vergleichbaren Anleger zu landen. Wie oben erwähnt, ist die Erzielung eines zumindest überdurchschnittlichen Investmentergebnisses mathematisch garantiert (Sharpe 1991). Aufgrund der in den Ansatz „eingebauten“ Eliminierung von Überrendite-Erwartungen dürfte auf lange Sicht zudem mehr „Seelenfrieden“ beim Anleger als bei einem aktiven Investmentansatz resultieren.

2. Erläuterung ausgewählter Elemente des Ansatzes

Aufgrund der Kürze dieses Aufsatzes können nachfolgend nur einige besonders wichtige Struktur- und Umsetzungselemente des Weltportfolio-Ansatzes kursorisch dargestellt werden. Eine ausführliche Darstellung findet sich in Kommer 2012 und (stärker zusammengefasst) in Kommer 2015.

2.1 Portfolioaufteilung in einen risikofreien und einen risikobehafteten Teil

Die Aufteilung des Portfolios in einen risikofreien und einen risikobehafteten Portfolioteil ergibt sich aus dem Separation Theorem von Tobin (Tobin 1958). Der risikobehaftete Portfolioteil ist – konzeptionell – für jeden Anleger identisch, wenngleich hier in der Praxis oft einzelfallspezifische Abweichungen von Anlegern gewünscht werden. Lediglich die quotale Aufteilung zwischen dem risikofreien und risikobehafteten Teil ist anlegerspezifisch. Sie richtet sich nach der in einem einfachen Verfahren gemessenen Risikotragekapazität des Anlegerhaushaltes.

Der risikofreie Portfolioteil hat im Gesamtportfolio primär die Aufgabe der Risikosteuerung (Risikoanker) und ausdrücklich nicht die Erzeugung von Rendite. In diesem Kontext hat sich in Deutschland

in 2015 und 2016 eine fehlgeleitete Diskussion um den so genannten „Anlagenotstand“ bei zinstragenden Anlagen entwickelt. Dieser „Notstand“ existiert in Wirklichkeit nicht. Aus Platzgründen kann dieser Aspekt hier jedoch nicht vertieft werden; es wird auf Kommer 2016b verwiesen.⁵

In Bezug auf den in der Finanzökonomie etablierten Terminus „risikofrei“ (riskfree) für kurzlaufende Staatsanleihen mit AAA oder AA+ Rating versteht es sich, dass vollkommen risikofreie Investments nicht existieren. Gemeint ist vielmehr die risikoärmste Asset-Klasse und auch das nur gemessen an bestimmten Risikokennzahlen (z. B. Volatilität), nicht notwendigerweise an allen relevanten Risikokennzahlen oder Risikokonzepten. Da sich die eigentlich falsche Bezeichnung „risikofrei“ jedoch seit Jahrzehnten eingebürgert hat, wird sie auch hier benutzt, auch wenn sie ambivalent ist.

2.2 Diversifikation im risikobehafteten Portfolioteil

Ebenfalls auf das Tobin Separation Theorem und weiteren Forschungen in den 60er Jahren, die zum Capital Asset Pricing Model führten (Markowitz, Sharpe, Lintner, Treynor), ergibt sich, dass das „Marktportfolio“ für alle Anleger das „optimale Portfolio“ darstellt. Das Marktportfolio enthält definitionsgemäß alle globalen Investmentopportunitäten und vermeidet als einziges Portfolio jeden Rest wegdiversifizierbaren Risikos (unsystematisches oder idiosynkratisches Risiko). Diese Vermeidung erscheint sinnvoll, denn idiosynkratisches Risiko wird vom Markt nicht durch erwartete Rendite vergütet.

Dennoch finden wissenschaftliche Untersuchungen immer wieder, dass die Portfolios von Privatanlegern dramatisch unterdiversifiziert sind. Eine bekannte Ausprägung dieser Unterdiversifikation sind zu geringe Aktienquoten und der ausgeprägte Home Bias über praktisch alle Asset-Klassen hinweg (Goetzmann/Kumar 2008). Dieser Home Bias führt langfristig zu einem unnötig schlechten Risk-Return-Trade-off. Ein einfaches Beispiel: Der MSCI Germany (deutsche Large und Mid Caps) produzierte von 1970 bis 2015 (46 Jahre) eine reale Rendite in Euro bzw. DM von 5,1% p.a. Durch die Reduzierung des Home Bias im Wege einer denkbar simplen Beimischung einer 20%-Komponente MSCI USA wäre die Rendite des Portfolios um 80 Basispunkte auf 5,9% p.a. gestiegen. Zugleich wären Volatilität und maximaler Drawdown minimal zurückgegangen (Sharpe Ratio 0,24 vorher versus 0,27 nachher).

Inzwischen werden in Deutschland UCITS-Indexfonds vertrieben, die eine gute und preisgünstige Annäherung an das von der modernen Portfoliotheorie empfohlene globale „Marktportfolio“ darstellen. Im einfachsten und für den Anleger bequemsten Fall könnte dies bspw. über einen ETF, der den MSCI All Country World Index IMI abbildet, umgesetzt werden. Dieser Aktienindex deckt 99% der globalen Aktienmarktkapitalisierung ab (einschließlich Schwellenländer). Die Gesamtkostenquote

5 Von 1927 und 2015 (89 Jahre) betrug die inflationsbereinigte Rendite einmonatiger US-Staatsanleihen bei Berücksichtigung eines (wohl zu niedrig angenommenen) Steuersatzes von 20% und laufenden Kosten von 0,3% p.a. negative 0,5% p.a. Fast die Hälfte aller realen Jahresrenditen in diesen fast neun Dekaden waren sogar schon vor Kosten negativ. Mit anderen Worten, negative Realrenditen bei der „risikofreien“ Anlage sind bei korrekter Berechnung „normal“. Für Deutschland lägen diese Werte, würde man sie ab 1927 berechnen, wegen der zweimaligen Währungsschnitte noch schlechter. Der geschichtlich wohl einmalige Bond Bull Market in den vergangenen fast 30 Jahren hat hier bei Anlegern und ihren Beratern völlig unrealistische Erwartungen entstehen lassen. Dass die Diskussion um den Anlagenotstand konzeptionell irrig ist, ließe sich auch noch mit anderen Argumenten zeigen.

eines solchen ETFs, der in Deutschland an Privatanleger vertrieben wird, beträgt derzeit 0,40 p.a., und es ist davon auszugehen, dass diese Kostenquote in den nächsten Jahren weiter sinken wird.

2.3 Asset-Allokation

Das Weltportfoliokonzept basiert auf einer simplen, statischen Asset-Allokation in Bezug auf die Aufteilung zwischen risikobehaftetem und risikofreiem Portfolioteil, sowie innerhalb des risikobehafteten Teils.⁶ Diese Allokation wird aus einfachen heuristischen Regeln abgeleitet, z. B. historischen Drawdown-Messungen mit konservativem Sicherheitspuffer und regionalen Anteilen am globalen Bruttoinlandsprodukt.

Forschungen zeigen, dass heuristische Allokationsregeln komplexeren Optimierungsverfahren wie beispielsweise der Mean Variance Optimisation („Markowitz-Methode“) mindestens ebenbürtig und in manchen Fällen offenbar überlegen sind.⁷ Außerdem sind heuristische Herleitungen für den Anleger transparenter sowie deutlich preisgünstiger in der Implementierung. Erwähnenswert sind in diesem Zusammenhang auch eine Reihe von konzeptionellen Schwächen, die anspruchsvolle mathematische Optimierungsverfahren bei nüchterner Betrachtung besitzen, z. B. die kaum überwindbare Schätzfehlerproblematik oder die Notwendigkeit aggressiver Annahmen, welche in der Realität kaum bestätigt werden könnten (Clark 2004, Steinman 2012, Kommer 2012, S. 239 ff.).

2.4 Faktor-Exposure

Anfang der 80er Jahre begann die wissenschaftliche Finanzökonomie systematische Renditetreiber im Aktienmarkt zu erforschen, die – so die Forschungshypothese – in Ergänzung zum allgemeinen Equity Premium existieren (Aktienrendite minus Rendite der risikofreien Anlage). In der Literatur kursiert eine Vielzahl unterschiedlicher Bezeichnungen für diese Renditetreiber, die aber letztlich alle das Gleiche meinen: Return Factors, Risk Factors, Factor Premia, Risk Premia oder (Return) Anomalies („Smart Beta Investing“).⁸ Inzwischen ist diese Forschung weit fortgeschritten und es wird bereits von einem regelrechten „Factor Zoo“ gesprochen (Chochrane 2011), weil jährlich neue, echte oder scheinbare Faktorprämien identifiziert werden.

Aus der Sicht dieses Autors lohnt es sich, die in der Forschung am besten belegten Faktorprämien in einem konkreten Weltportfolioansatz zu berücksichtigen. Hiermit lässt sich die erwartete Rendite des risikobehafteten Teils des Portfolios um einen bis zwei Prozentpunkte steigern – bei etwa gleichbleibendem Risiko gemessen an der Portfoliovolatilität. Zu den bekanntesten Faktorprämien bei Aktien gehören die folgenden:

⁶ Asset-Allokation als ein Kernelement eines Investmentansatzes hat – neben Kosten und Steuern – den größten einzelnen Einfluss auf Risiko und Rendite, insbesondere hat sie einen größeren Einfluss als die beiden Grundprozesse aktiven Investierens, Market Timing und Asset Selection (Stock Picking) – siehe hierzu Ibbotson/Kaplan 2000 und Balsamo 2016.

⁷ Siehe z. B. Tu/Zhou 2008, DeMiguel et al. 2009 sowie Jacobs et al. 2010.

⁸ Hierzu zusammenfassend Berkin/Swedroe 2016. Auf die beiden wesentlichen Faktorprämien im Anleihenbereich (Laufzeit und Kreditqualität) geht dieser Aufsatz aus Raumgründen nicht ein. Political Risk ist eine Prämie, die sowohl im Anleihe- als auch Aktienbereich existiert.

-
- Equity Premium (Equity Risk Premium)
 - Value Premium (Low Relative Price Premium)
 - Small Size Premium
 - Political Risk Premium
 - Profitability Premium (Quality Premium)
 - Momentum Premium
 - Illiquidity Premium
 - Dividend Yield Premium
 - Low Volatility Premium
 - Low Beta Premium
 - Low Investment Premium (Low Capex Premium)

Aus der Sicht des Autors ist es empfehlenswert, sich auf die in der Forschung am wenigsten umstrittenen Faktoren zu beschränken. Dieses Kriterium trifft vorwiegend auf die ersten drei genannten zu, etwas weniger, aber immer noch hinreichend gut auch auf die zweiten drei. Bei der Momentum-Prämie ist, trotz viel Forschung, umstritten, ob sie nach ihren beträchtlichen Transaktionskosten und – je nach Steuerregime – ihren negativen Steuereffekten profitabel ausgebeutet werden kann. Die Dividend-Yield-Prämie ist vermutlich keine eigenständige Prämie, obwohl sie von der Finanzbranche und Journalisten immer wieder als solche „verkauft“ wird. Sie wird praktisch vollständig durch andere originäre Prämien, vor allem die Value- und die Profitability-Prämien, verursacht.

Grundsätzlich sind drei Ursachentypen für Faktorprämien denkbar: (a) Sie sind eine Kompensation für zusätzliches Risiko⁹, (b) sie resultieren aus irrationalen Verhalten eines hinreichend großen Teils der Anlegergemeinschaft (Mispricings) und/oder (c) sie resultieren aus Arbitrage-Hemmnissen (Limits to Arbitrage) im Kapitalmarkt. Diese Hemmnisse können wiederum durch Transaktionskosten, Steuern, rechtliche, regulatorische Beschränkungen oder marktstrukturelle Faktoren bedingt sein. Ein marktstruktureller Faktor ist bspw. die de-facto-Unmöglichkeit von Leerverkäufen in bestimmten Marktsegmenten mit geringer Liquidität. Aus der Sicht des Autors ist eine Kombination dieser Argumente vielfach die überzeugendste Erklärung.

Nicht auszuschließen ist, dass diese Faktorprämien – soweit sie nicht Risikokompensationen darstellen – nach ihrer Entdeckung (also in Zukunft) allmählich geringer werden, d.h. wegarbitriert werden. In der Tat sind die meisten Prämien nach ihrer akademischen Entdeckung offenbar schwächer geworden aber offenbar immer noch hinreichend attraktiv (Berkin/Swedroe 2016, S. 155 ff.).

Zu bemerken ist ferner: (a) Die Volatilität von Faktorprämien lässt sich über globale Diversifikation und einen Multifaktoransatz (Kombination mehrerer Faktoren im Portfolio) reduzieren und die Zuverlässigkeit der Upside damit erhöhen. (b) Manche Faktoren sollte man kombinieren, weil sie

⁹ Risiko sollte nicht nur im Sinne von Volatilität (Standardabweichung oder Varianz der Renditen) betrachtet werden, auch wenn diese Kennzahl am meisten verbreitet ist. Eine Evaluierung alleine auf der Basis einer einzelnen Risikokennzahl wird regelmäßig zu fragwürdigen Schlussfolgerungen führen.

durch Kombination stärker werden, z. B. Small Size und Value sowie Profitability und Value. (b) Faktorprämien sind jedoch nicht additiv, weil sie sich zum Teil überschneiden und sich in bestimmten Fällen sogar gegenseitig aufheben können. (c) In einem Long-Only-Portfolio wird jeweils nur etwa die halbe der in der Literatur ermittelten Faktorprämie realisiert.¹⁰ (d) Ein und derselbe Faktor kann unterschiedlich definiert (konstruiert) werden, was Auswirkungen auf seine erwartete und realisierte Höhe haben wird.

Es ist letztlich die Entscheidung des Anlegers inwieweit er in der Implementierung eines konkreten Weltportfolios Faktorprämien berücksichtigen will. Dabei muss klar sein, dass jede Berücksichtigung einer Faktorprämie (a) zusätzliche Kosten verursacht und (b) eine zumindest partielle Abweichung vom marktneutralen Gewichtungsprinzip der Marktkapitalisierung bedeutet.¹¹ Wer z. B. von der Small Cap-Prämie profitieren will, der muss Small Caps in seinem Portfolio höher gewichten, als es der Markt tut. Wenn ein Anleger (a) und (b) nicht akzeptieren will, kann er das Weltportfolio ohne Faktorprämien realisieren.

Häufig ist der Einwand zu hören, Factor Investing (Smart Beta Investing) sei in Wirklichkeit kein „passives“ Investieren mehr – tatsächlich sei es aktives Investieren. Aus meiner Sicht ist dieser Einwand mindestens teilweise berechtigt. Andererseits sind terminologische Auseinandersetzungen in der Sache oft eher nutzlos. Darüber hinaus ist die Bezeichnung „passiv investieren“ ohnehin ambivalent, denn auch jeder passive Investor muss im Zeitablauf eine Vielzahl aktiver Entscheidungen treffen (wenngleich viel weniger als ein aktiver Investor). Im Übrigen ist „nichts tun“ zu einem gegebenen Zeitpunkt (z. B. einer vermeintlichen oder tatsächlichen Crash-Situation) eine „aktive“ Entscheidung, obwohl das typischerweise als „passiver“ Ansatz gilt.

2.5 Minimierung von Kosten

Die hohen Transaktions- und andere Kosten, die aktives Management zwangsläufig verursacht, sind hauptverantwortlich für dessen durchschnittlich um etwa einen bis zwei Prozentpunkte schlechtere Performance gegenüber passivem Investieren (hierbei sind negative Performance-Chasing-Aspekte noch nicht berücksichtigt – siehe weiter unten). Der Beitrag anderer Aspekte aktiven Investierens zum negativen Alpha ist geringer.

Bekanntlich verursachen optisch vergleichsweise geringe Renditeunterschiede zwischen zwei Investments A und B aufgrund des Zinseszins-effektes auf lange Sicht enorme Unterschiede beim Vermögensendwert. Unterstellt man reale Aktienrenditen in normalen historischen Größenordnungen, dann bewirkt ein Renditeunterschied von einem Prozentpunkt bei zwei Investments A und B nach 40 Jahren einen Vorsprung des besser rentierenden Investments um etwa 60%. Der Anlagehorizont eines durchschnittlichen Privathaushaltes dürfte in der Mehrzahl der Fälle diese Länge erreichen

10 Faktorprämien werden typischerweise nach dem „High minus Low-Prinzip“ (HML) berechnet. Das sei am Beispiel des Value-Premiums illustriert: $\text{Value Premium} = \text{Return Value Stocks} - \text{Return Growth Stocks}$. Will man diese Definition in einem Portfolio umsetzen, müssen Growth Stocks geshortet werden (Leerverkauf). Das ist in einem typischen Long-Only-Portfolio (und dazu gehören auch alle UCITS-Fonds) nicht möglich. Somit ist die realisierte Prämie nur etwa halb so groß wie die Prämie nach HML-Definition.

11 Die einzige offensichtliche Ausnahme hiervon wäre die Berücksichtigung von Schwellenländeraktien genau im Umfang ihres Anteils an der Marktkapitalisierung des weltweiten Aktienmarktes. Dieser Anteil beträgt derzeit etwa 10%.

oder überschreiten. Fängt ein Haushalt oder eine Einzelperson im Alter von 30 Jahren an Altersvorsorge zu betreiben (zu sparen), dann beträgt dessen Anlagehorizont, eine normale Restlebenserwartung unterstellt, vermutlich über 40 Jahre, weil auch die Vermögensverbrauchsphase zu berücksichtigen ist. Institutionelle Anleger haben in der Regel einen unendlichen Anlagehorizont.

Aufgrund des stark negativen Endvermögenseffekts von Kosten verfolgt das Weltportfoliokonzept einen radikalen Kostenminimierungsansatz – sowohl auf der Produkt- als auch auf der Anlegerebene (Vermeidung von teuren Wealth Management-Mandaten und kontraproduktivem Trading). Je nach spezifischer Asset-Allokation dürften die Kosten des Weltportfolioansatzes lediglich ein Drittel eines im Hinblick auf die investierten Asset-Klassen vergleichbaren aktiven Ansatzes betragen. Sofern der Investor keinen Honorarberater nutzt, dürfte der Kostenvorteil noch höher sein, wenngleich dieser Verzicht in der Regel andere Nachteile hat.

2.6 Minimierung von Steuern

Passives Investieren auf Buy-and-Hold-Basis besitzt einen vielfach übersehenen oder unterschätzten „eingebauten“ Steuervorteil gegenüber aktivem Investieren. Dieser Vorteil besteht in der Besteuerung von Kursgewinnen bei Aktien erst bei Realisierung – der bekannte Barwertvorteil aus nachgelagerter Besteuerung. In Tabelle 1 wird dieser Vorteil beispielhaft quantifiziert. Es liegen die folgenden Annahmen zugrunde: Anfängliches Einmalinvestment von 100 Euro in Aktien, Kursrendite 6% p.a., Dividendenrendite 2,5% (Gesamtrendite 8,5% p.a.). Der Buy-and-Hold-Anleger realisiert Kursgewinne erst am Ende der angegebenen Anlageperiode, der aktive Anleger realisiert Kursgewinne einmal im Jahr. Die Dividendeneinkünfte werden in beiden Fällen jährlich besteuert. Der Steuersatz beträgt 27,995% (Abgeltungsteuer + Solidaritätszuschlag + Kirchensteuer von 9%).

	nach 1 Jahr	nach 10 Jahren	nach 20 Jahren	nach 30 Jahren	nach 40 Jahren
Vorsteuerrendite für beide Anlegertypen	8,5% pa	8,5% pa	8,5% pa	8,5% pa	8,5% pa
VEW (*) nach Steuer aktiver Anleger	€ 106	€ 181	€ 328	€ 594	€ 1.076
VEW (*) nach Steuer B&H-Anleger	€ 106	€ 188	€ 374	€ 768	€ 1.604
Vorsprung Endvermögen B&H-Anleger	0%	+4%	+14%	+29%	+49%
Effektiver Steuersatz aktiver Anleger	27,995%	27,995%	27,995%	27,995%	27,995%
Effektiver Steuersatz B&H-Anleger	27,995%	23,5%	19,8%	17,3%	15,5%
Nachsteuerrendite aktiver Anleger	6,1% p.a.	6,1% p.a.	6,1% p.a.	6,1% p.a.	6,1% p.a.
Nachsteuerrendite B&H-Anleger	6,1% p.a.	6,5% p.a.	6,8% p.a.	7,0% p.a.	7,2% p.a.

Tabelle 1: Barwertvorteil (Senkung des effektiven Abgeltungssteuersatzes) bei Aktienanlagen durch Buy-and-Hold (B&H)
→ (*) VEW = Vermögensendwert. → Zugrundeliegende Annahmen siehe laufender Text.

Tabelle 1 illustriert, dass durch konsequentes Buy-and-Hold unter dem deutschen Abgeltungsteuerregime bei einem Anlagehorizont von 30 Jahren ein Renditevorteil von ca. einem Prozentpunkt erzielt werden kann – dies wohlgermerkt durch „Nichtstun“. In Wirklichkeit dürfte der zu erwartende Endwertvorsprung des Buy-and-Hold-Anlegers bei langen Anlageperioden größer sein als in Tabelle

1 angegeben, denn die Berechnung in Tabelle 1 unterstellt eine identische Vorsteuerrendite für die beiden Anlegertypen. Tatsächlich ist die Vorsteuer- und Nachkostenrendite des durchschnittlichen passiven Anlegers jedoch höher als die des aktiven Anlegers.

Traditionelle Anlageberatung bei Banken und konventionellen Vermögensberatern mit traditionellem Geschäftsmodell werden diesen beträchtlichen, sehr einfach zu realisierenden Steuervorteil deswegen nicht herausstellen und anstreben, weil er letztlich für diese Institutionen ertragsschädigend ist. Der Vorteil unterstellt zwingend, dass der Anleger nicht tradet, also während der Anlageperiode rigoros Käufe und Verkäufe vermeidet. Mit diesem Ansatz geht jedoch traditionellen Interessenkonfliktbehafteten Beratern eine ihrer Haupteinnahmequellen verloren: Produktprovisionen, die beim Kauf anfallen und Trading-Gebühren sowohl bei Kauf- als auch bei Verkauf.

2.7 Minimierung von Performance Chasing

Ein in der Forschung erst in jüngerer Vergangenheit hinreichend identifiziertes empirisches Anleger-Performance-Problem (das in den Medien leider immer noch kaum rezipiert wird) wird mit der Bezeichnung Performance Chasing umschrieben, auch als „Dumb Money Effect“ bezeichnet (Frazzini/Lamont 2008). Gemeint ist, dass Privatanleger, die in aktive Fonds investieren, im Durchschnitt eine schlechtere Rendite realisieren als die offiziell vom Fonds ausgewiesene, im Internet oder in den Medien genannte Fondsrendite.¹² Diese Performance-Lücke entsteht durch nachteiliges Market Timing der Privatanleger. Ihr Cash-Flow-Timing (Cash-Zuführungen in die von ihnen ausgewählten Fonds und Cash-Entnahmen aus diesen Fonds heraus) ist prozyklisch und durchschnittlich schädlich. Performance Chasing ist „Rückspiegelinvestieren“, will heißen, zu spät einsteigen und zu spät aussteigen. Die Anleger lassen sich vom positiven oder negativen Fonds-Track Record in den vergangenen drei bis fünf Jahren zu ungünstigen Cash-Flow-Entscheidungen verleiten, weil sie falsch annehmen, dass die vergangenen drei bis fünf Jahre indikativ für die zukünftige Rendite des Fonds seien (Recency Bias).¹³

Pakula et al. (2014) stellten für den Zeitraum von 2003 bis 2014 (10 Jahre) einen negativen Performance Chasing-Effekt für Anleger in amerikanischen Publikumsfonds von 2,5 Prozentpunkten p.a. fest. Auch die Sharpe Ratio der Anleger war deutlich schlechter als die Buy-and-Hold-Sharpe-Ratio (das ist die Sharpe Ratio des Fonds selbst bzw. die Ratio, die ein Buy-and-Hold-Anleger in dem Fonds erzielt hätte). Andere Studien kommen für andere Zeiträume und andere Länder naturgemäß zu etwas abweichenden Ergebnissen (weitere Literaturhinweise in Kommer 2015, S. 20). Vielleicht überraschend ist, dass auch die Mehrheit aller ETF-(Privat-)Anleger Performance-Chasing betreiben und ihre Rendite gegenüber einer durch Nichts-Tun erzielbaren Buy-and-Hold-Rendite (der aus-

12 Die vom Fonds publizierte Rendite ist aus Anlegerperspektive eine Buy-and-Hold-Rendite. Das heißt der Renditeberechnung liegt die Fiktion eines anfänglichen Einmalinvestments ohne weitere Anleger-Cash-Flows im Betrachtungszeitraum zugrunde. Diese Fiktion wird für vermutlich 99 % aller Fondsanleger während des Betrachtungszeitraums nicht mit ihren tatsächlichen Investment-Cash-Flows in den Fonds und aus dem Fonds übereinstimmen. In Kanada ist die Nennung der durchschnittlichen Anlegerrenditen (in Abgrenzung zur konventionellen Fondsrendite) in den „Anlegerinformationsblättern“ seit Anfang 2017 regulatorisch vorgeschrieben. Die Anlegerrendite ist der interne Zinsfuß der Anleger-Cash-Flows.

13 Die gängigen Fonds-Ratings z.B. von Morningstar oder der Stiftung Warentest basieren überwiegend auf Alpha in der jüngeren Vergangenheit. Soweit sich Investoren an diesen Ratings orientieren, begehen sie den gleichen Fehler.

gewiesenen ETF-Rendite) spürbar verschlechtern (Bhattacharya et al. 2016).¹⁴ Ursächlich dürften hierfür Recency Bias und Overconfidence Bias sein.

Insgesamt kann man also sagen: Aktive Fondsanleger leiden an zwei Performance-Lücken: Performance-Lücke 1 ist die Unterrendite des durchschnittlichen Fonds relativ zu einer adäquaten Markt-Benchmark (Benchmark-Rendite vs. Fondsrendite). Performance-Lücke 2 ist die Unterrendite des durchschnittlichen Fondsanlegers aufgrund seines persönlichen Performance-Chasing-Verhaltens relativ zur ausgewiesenen, offiziellen Fondsrendite (Fondsrendite vs. Anlegerrendite). Wichtig: Die Performance-Lücke 2 ist in den typischen Studien zur Unterrendite aktiver Fonds, wie sie regelmäßig in den Medien berichtet werden, nicht enthalten.

Spekulative Elemente im Sinne von Market Timing, um schlechte Marktphasen (z.B. vorgebliche Überbewertungen eines Marktsegmentes) zu vermeiden, werden mithin abgelehnt. Sie werden abgelehnt, weil die empirische Forschung eine kaum noch überschaubare Summe von Belegen für die Schädlichkeit von Market Timing geliefert hat. Auch für regelbasiertes Market Timing auf der Basis von Bewertungskennzahlen, z.B. dem bekannten Shiller-PE, auch CAPE genannt, fehlen eindeutige wissenschaftliche Erfolgsbelege.¹⁵ Schlussendlich gilt: Die negativen Konsequenzen von Market Timing im Hinblick auf Kosten und Steuern sind Gewissheit, die positiven Konsequenzen einer erhöhten Bruttorendite sind indes unsicher.

2.8 Buy-and-Hold-Prinzip

Die Befolgung eines konsequenten Buy-and-Hold-Prinzips als zentralem Element des Weltportfolioansatzes lässt sich aus mehreren zum Teil schon angeführten Argumenten ableiten:

- Aktives Investieren (das ex definitione kein Buy-and-Hold sein kann) produziert im Durchschnitt Unterrendite und die Minderheit der Outperformer basiert vermutlich auf Zufall. Eine Abweichung vom Buy-and-Hold-Prinzip erhöht jedoch Kosten und würde damit den empirischen und erwarteten Performance-Vorteil passiven Investierens senken.
- Buy-and-Hold generiert einen Steuervorteil relativ zu aktivem Investieren (siehe oben). Dieser Vorteil ist insofern als „zusätzlich“ zu betrachten, als die wissenschaftlichen Untersuchungen, die regelmäßig den Performance-Vorsprung passiven Investierens zeigen, diesen Steuervorteil praktisch nie enthalten.
- Buy-and-Hold verhindert Performance-Chasing auf der Anlegerebene und dessen negative Folgen. Auch Performance-Chasing ist nicht in den publizierten durchschnittlichen Unter-Renditen von Fonds (einschließlich Hedge-Fonds und Private Equity-Fonds) enthalten.

¹⁴ Investieren mit ETFs stellt für sich genommen noch kein passives Investieren dar. Das Buy-and-Hold-Element muss zwingend hinzukommen. Market Timing mit ETFs ist aktives Investieren.

¹⁵ Aus offensichtlichen Gründen sind „Beweise“ für Erfolge aktiver Strategien, soweit sie von Vertretern der Finanzbranche selbst kommen, a priori entweder zu ignorieren oder mindestens als nicht hinreichend zu qualifizieren. Niemand würde eine Studie über den gesundheitsfördernden Effekt von Hundefleisch ernst nehmen, wenn sie vom chinesischen Gastronomieverband produziert oder finanziert wurde.

- Langfristiges Buy-and-Hold begünstigt Anlegervorteile, die aus Time Diversification herrühren. Time Diversification besagt, dass das Risiko von Aktien mit der Länge der Halteperiode abnimmt. Je länger der (objektive) Anlagehorizont, desto höher kann daher die Aktienquote sein, und desto höher wird somit auch das erwartete Endvermögen.¹⁶

Generell ist anzumerken, dass der Markt selbst ein Buy-and-Hold-Konzept ist (der Markt kann nicht kaufen und verkaufen, jeder Kauf und Verkauf ist aus der Sicht des Marktes ein Linke-Tasche-rechte-Tasche-Vorgang). Wer den Markt replizieren will, kann das nur korrekt im Wege von Buy-and-Hold tun.

2.9 Eliminierung von Interessenkonflikten

Principal-Agent-Probleme sind jedem aktiven Investmentansatz strukturell immanent, sofern nicht alle Investmententscheidungen zu 100% und dauerhaft allein durch den Investor selbst getroffen werden. Interessenkonflikte sind die wichtigste Ausprägung von Principal-Agent-Problemen. Wer Interessenkonflikte – wie der Autor – als für die langfristige Finanzgesundheit von Anlegern hochgefährlich betrachtet, wird zu dem Schluss kommen müssen, dass auch eine nur gelegentliche oder nur selektive „Unterstützung“ durch Vertreter des „traditionellen“ Beratungsmodells grundsätzlich abzulehnen ist (dazu erhellend: Ellis 2014). „Traditionell“ heißt hier, dass die Vergütung des „Beraters“ oder „Betreuers“ direkt oder indirekt mit dem Verkauf spezifischer Investmentprodukte oder spezifischer Verkaufskanäle variiert. Eine bloße Offenlegung von Provisionen und Kickbacks, wie sie der deutsche Gesetzgeber in jüngerer Vergangenheit halbherzig und unvollständig vorgeschrieben hat, ist keine überzeugende Alternative. Staaten wie Großbritannien, Holland und Kanada sind dem deutschen Gesetzgeber hier um Jahre voraus.

Selbst ein großer Teil der Unterrendite, die scheinbar aus Anlegerirrationalität herrührt,¹⁷ dürfte bei genauerer Analyse mehrheitlich auf Interessenkonflikte in der Finanzbranche zurückgehen. Denn hätte die Finanzbranche die Beseitigung dieser seit Jahrzehnten bestehenden fundamentalen Strukturdefizite irgendwann vorgenommen, würde es ihr heute beinahe selbstverständlich gelingen, die meisten irrationalen Investmententscheidungen ihrer Kunden abzuwenden.

Weil die Nachteile und Risiken von Interessenkonflikten als gravierend eingestuft werden, ist ihre konsequente, puristische Vermeidung ein konstitutives Element des Weltportfolioansatzes.

Zuweilen ist von der traditionellen Investmentbranche das wenig überzeugende Argument zu hören, dass auch ein Fee-Only-Berater (Honorarberater) einem Interessenkonflikt unterliege, denn er wolle ja schließlich seine Assets Under Management gegenüber Investments, die er nicht manage (man denke an Immobilien) maximieren. Das mag so sein, doch geht dieser sophistische Einwand letztlich an der Sache vorbei. Ziel muss es sein, Interessenkonflikte so weit wie irgend möglich zu minimieren.

16 Blanchett et al. (2013) bieten eine gute Zusammenfassung dieses historisch kontrovers diskutierten, in der Anlagepraxis sehr wichtigen Themas. Die Autoren bejahen den risikosenkenden Effekt von Time Diversification. Gleichwohl sind einige von Banken und Beratern seit Jahrzehnten vorgebrachte Pro-Time-Diversification-Argumente falsch.

17 Die Behavioural Finance-Forschung hat diese kognitiven Fehlsteuerungen bei Anlegern umfassend dokumentiert.

Ziel kann es hingegen nicht sein, auf die vermeidbare Beseitigung von „95 %“ aller Interessenkonflikte zu verzichten, weil eine Beseitigung der letzten 5 % nicht gelingt.

Aus dem in diesem Abschnitt Gesagten ergibt sich, dass Anleger den Weltportfolio-Ansatz entweder in Eigenregie umsetzen müssen oder – realistischer – sich dabei durch einen Fee-Only-Berater unterstützen lassen. Dabei liegt es auf der Hand, dass ein guter Fee-Only-Berater mehr Added Value bieten muss, als nur bei der Produktauswahl und anschließenden Implementierung eines Investmentportfolios nach dem Weltportfolio-Konzept zu helfen.

2.10 Verhalten „im Crash“

Wie in den vorhergehenden Ausführungen bereits indirekt dargelegt, erfolgt im Weltportfolio-Konzept auch in so genannten Crash-Situationen, wie auch immer definiert, keine Reduktion des Exposures zum risikobehafteten Portfolioteil. (Eine denkbare aber wohl seltene Ausnahme wäre die durch den Crash ausgelöste Erkenntnis beim Anleger, dass er zuvor seine Risikotragekapazität überschätzte.) Eine Crash-induzierte Exposure-Reduktion wäre deswegen unsinnig, weil aktives Management keine rational gerechtfertigte Aussicht auf wirksame Downside Protection bietet (siehe Kommer, 2012, S. 113 ff.) und weil die erwartete Rendite der betreffenden Asset-Klasse gerade nach einem deutlichen Marktabschwung ansteigt. Die konkreten Erfahrungen seit dem Jahr 2000 (Dot-Com-Crash, Große Finanzmarktkrise) haben diese Sichtweise bestätigt.

3. Historische Performance des Weltportfolio-Ansatzes im Vergleich

Tabelle 2 zeigt die historische Performance des Weltportfolios und stellt sie einigen ausgewählten Asset-Klassen gegenüber sowie zwei Indizes, die aktive Investmentstrategien abbilden (Hedge-Fonds und Private Equity). Der Weltportfolioansatz basiert auf den in diesem Aufsatz stark zusammengefassten Grundprinzipien und einigen weiteren einfachen Strukturierungsmerkmalen, die hier aus Platzgründen nicht dargestellt werden konnten.

Die Tabelle enthält keine Daten für den durchschnittlichen aktiv gemanagten Publikumsfonds (UCITS-Fonds). Es ist jedoch davon auszugehen, dass der durchschnittliche in Deutschland domizilierte UCITS-Aktienfonds, der z. B. im weltweiten Large Cap- und Mid Cap-Universum investiert, ein bis zwei Prozentpunkte unterhalb des hier gezeigten Renditewerte für den MSCI World liegt.

Nachteilige Renditeeffekte auf Anlegerebene aus Performance-Chasing oder Nicht-Nutzung des steuerlichen Barwertvorteils von Buy-and-Hold sind – wie erwähnt – in solchen Fondsrenditen noch nicht enthalten. Die Fußnoten zu Tabelle 2 beinhalten Erläuterungen, die für das angemessene Verständnis der gezeigten Daten hilfreich sind.

Real in EUR	100/0 Weltport- folio [1]	60/40 Weltport- folio [2]	MSCI World Standard	Dax	Hedge- Fonds [3]	Private Equity [4]	Gold	Deutsche Haus- preise [5]
Rendite								
1975 – 2015 (41 Jahre)	10,1% p.a.	7,9% p.a.	7,5% p.a.	7,7% p.a.	---	---	1,1% p.a.	-0,3% p.a.
1975 – 1993 (19 Jahre)	14,7% p.a.	10,0% p.a.	9,5% p.a.	9,5% p.a.	---	---	-1,4% p.a.	-0,1% p.a.
1994 – 2015 (22 Jahre)	6,3% p.a.	5,4% p.a.	5,8% p.a.	6,2% p.a.	5,3% p.a.	6,6% p.a.	3,3% p.a.	-0,5% p.a.
Risiko								
Volatilität [6]	21,5%	12,5%	19,9%	24,1%	16,3%	44,2%	15,1%	--- [7]
Maximaler Drawdown	-55% (02-2009)	-35% (02-2009)	-60% (02-2009)	-70% (02-2003)	-40% (12-2008)	-71% (02-2009)	-76% (07-1999)	--- [7]

Tabelle 2: Vergleich inflationsbereinigter historischer Renditen und Risikokennzahlen des Weltportfolios mit ausgewählten anderen Asset-Klassen und Investmentformen (ohne Kosten und Steuern)

→ Renditen sind geometrische Durchschnitte in Euro (DM) ohne Kosten und Steuern. → Datenquellen: MSCI, Bloomberg, Bulwiengesa, Europace, Deutsches Aktieninstitut, Hedge Fund Research (HFR), Deutsche Bundesbank, Statistisches Bundesamt. → Die hier gezeigten spezifischen Zeiträume wurden aus Datenverfügbarkeitsgründen gewählt (z.B. beginnt die verfügbare Private Equity-Datenreihe ab 1994). → [1] Weltportfolio aus 100% risikobehaftetem Portfolioteil (keine risikofreie Beimischung). Die genaue Zusammensetzung des Weltportfolios wird in Kommer 2015, S. 273 ff. dargestellt. → [2] Weltportfolio aus 60% risikobehaftetem und 40% risikofreiem Portfolioteil (siehe auch Tabellenfußnote 1. → [3] HFRI-Index bis 1998, danach HFRX-Index (www.hedgefundresearch.com). Die angegebene Rendite könnte überhöht sein, weil die zugrundeliegenden Daten vermutlich durch Survivorship Bias nach oben verzerrt sind. → [4] LPX50-Index (Listed Private Equity Index). → [5] Bis 2005 Bulwiengesa Kaufpreisindex für neue ETW und Reihenhäuser, danach Europace EPX-Gesamtindex. N.B.: In den gezeigten Wertsteigerungsdaten ist die Nettomietrendite (Bruttomietrendite abzgl. Instandhaltungskosten) wie auch etwaige Kreditfinanzierungseffekte nicht berücksichtigt. Die Nettomietrendite kann durchschnittlich mit etwa 2,5% p.a. angenommen werden (Kommer 2016a). → [6] Standardabweichung der Jahresrenditen von 1994 bis 2015. → [6] Volatilität: Standardabweichung der Jahresrenditen. → [7] Der Bulwiengesa Hauspreisindex zeigt konstruktionsbedingt nur stark geglättete Wertschwankungen an. Eine Berechnung der hier gezeigten Risikokennzahlen würde daher zu nicht aussagefähigen Werten führen.

Literaturverzeichnis

- Balsamo, James et al. (2016): „The global case for strategic asset allocation and an examination of home bias“; Vanguard Research; Sept. 2016; Internet-Fundstelle: <https://personal.vanguard.com/pdf/ISGGAA.pdf>; Zugriff am 18.11.2016.
- Barber, Brad / Terrance Odean (2011): „The Behavior of Individual Investors“; September 2011; Internet-Fundstelle: <http://ssrn.com/abstract=1872211>; Zugriff am 01.10.2016.
- Barras, Laurent / Oliver Scaillet / Russ R. Wermers (2009): „False Discoveries in Mutual Fund Performance: Measuring Luck in Estimated Alphas“; In: Journal of Finance; Vol. 65; No. 1; Feb. 2010; Pages 179–216.
- Berkin, Andrew / Larry Swedroe (2016): „Your Complete Guide to Factor-Based Investing“; BAM Alliance Press; 2016; 358 pages.
- Bhattacharya, Utpal / Benjamin Loos / Steffen Meyer / Andreas Hackethal (2016): „Abusing ETFs“; Internet-Fundstelle: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2022442; Zugriff am 20.11.2016.
- Blanchett, David / Michael Finke / Wade Pfau (2013): „Optimal Portfolios for the Long Run“; Internet-Fundstelle: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2320828; Zugriff am 12.12.2015.
- Bogle, John (2014): „The Arithmetic of ‘All-In’ Investment Expenses“; In: Financial Analysts Journal; Vol. 70; No. 1; pp. 13–21.
- Carhart, Mark (1997): „On Persistence in Mutual Fund Performance“; Journal of Finance; Vol. 52; No. 1; March 1997; pp. 57–82.
- Clark, Truman (2004): „Stop Playing with Your Optimizer“; Dimensional Fund Advisors; www.dfaus.com; unveröffentlichtes Manuskript, Summer 2004.
- Cochrane, John (2011): „Presidential Address: Discount Rates“; Journal of Finance; Vol. LXVI; No. 4; August 2011; pp. 1047–1108.
- Edwards, Tim / Craig J. Lazzara / Luca Ramotti (2016): „The Volatility of Active Management“; Standard& Poor's; September 2016; Unveröffentlichtes Manuskript; 18 Seiten.
- Ellis, Charles (2014): „The Rise and Fall of Performance Investing“; In: Financial Analysts Journal; Vol. 70; No. 4; 2014; pp. 14–23.
- Fama, Eugene / Kenneth French (2010): „Luck vs. Skill in the Cross-Section of Mutual Fund Returns“; In: Journal of Finance; Vol. 65; No. 5; pp. 1915–1947.
- Frazzini, Andrea / Owen Lamont (2008): „Dumb money: Mutual fund flows and the cross section of stock returns“; In: Journal of Financial Economics; Vol. 88; 2008; pp. 299–322.
- Goetzmann, William / Alok Kumar (2008): „Equity Portfolio Diversification“; In: Review of Finance, Vol. 12, Issue 3, pp. 433–463.
- Goyal, Amit / Sunil Wahal (2008): „The Selection and Termination of Investment Management Firms by Plan Sponsors“; In: Journal of Finance; Vol. 63; No. 4; pp. 1805–1848.
- Gruber, Martin (1996): „Another Puzzle: The Growth of Actively Managed Mutual Funds“; In: The Journal of Finance; Vol. 51; No. 3; pp. 783–810.
- Hackethal, Andreas / Michael Haliassos / Tullio Jappelli (2012): „Financial Advisors: A Case of Babysitters?“; In: Journal of Banking and Finance; Vol. 36; No. 2; February 2012; pp. 509–24.

Ibbotson, Roger / Paul Kaplan (2000): „Does Asset Allocation Policy Explain 40, 90, or 100 Percent of Performance?“ In: Financial Analysts Journal; Vol. 56; No. 1; pp. 26–33.

Jensen, Michael (1968): „The Performance of Mutual Funds in the Period 1945–1964“; The Journal of Finance, Vol. 23; No. 2; pp. 389–416.

Kommer, Gerd (2012): „Herleitung und Umsetzung eines passiven Investmentansatzes für Privatanleger in Deutschland. Langfristig anlegen auf wissenschaftlicher Basis;“ Campus Verlage; 2012; 368 Seiten.

Kommer, Gerd (2015): „Souverän Investieren mit Indexfonds und ETFs. Wie Privatanleger das Spiel gegen die Finanzbranche gewinnen“; Campus Verlag; 2015; 371 Seiten.

Kommer, Gerd (2016a): „Kaufen oder mieten. Wie Sie für sich die richtige Entscheidung treffen“; Campus Verlag; 2016; 244 Seiten.

Kommer, Gerd (2016b): „Wo ist der ‘Anlagenotstand’?“ In: Der Neue Finanzberater; Print-Ausgabe; Mai 2016; S. 22–25.

Kommer, Gerd (2016c): „Wie stark ist das ‘Passiv-Lager’ wirklich? In: Der Neue Finanzberater; E-Magazin; Juli 2016; S. 12–14.

Malkiel, Burton (1995). „Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971 to 1991“; In: The Journal of Finance; Vol. 50; No. 2; pp. 549–572.

Pakula, David / Brian Wimmer / Daniel Wallick (2014): Quantifying the impact of chasing fund performance; Vanguard Research Note; July 2014. Internet-Fundstelle: https://pressroom.vanguard.com/nonindexed/Quantifying_the_impact_of_chasing_fund_performance_July_2014.pdf; Zugriff am 22.11.2016.

Sharpe, William (1966): „Mutual Fund Performance“; In: Journal of Business; Vol. 39; Special Supplement; January 1966; pp. 119–138.

Sharpe, William (1991): „The Arithmetic of Active Management“; In: Financial Analysts Journal; Vol. 47; No. 1; Jan.–Feb. 1991; pp. 7–9.

Steinman, Brad (2012), „Stop Playing with your Optimizer! (Revisited)“; Dimensional Fund Advisors; Internet-Fundstelle: http://planvesting.com/wp-content/uploads/2014/04/Stop_Playing_with_Your_Optimizer.pdf; Zugriff am 22.09.2016.

Stiftung Warentest (ohne Autor) (2015): „Schlimme Bilanz. Geschlossene Fonds: Statt Gewinnen bescherten die Beteiligungen an Immobilien, Schiffen, Umwelt- und Medienfonds, Anlegern Milliardenverluste“; Finanztest; Heft 10/2015; S. 43–47.

Tu, Jun / Guofu Zhou (2008): „Markowitz Meets Talmud: A Combination of Sophisticated and Naive Diversification Strategies“; Internet-Fundstelle: https://www.researchgate.net/publication/222522121_Markowitz_meets_Talmud_A_combination_of_sophisticated_and_naive_diversification_strategies; Zugriff am 11.10.2016.

Impressum

re|peat – Jahrbuch Treasury und Private Banking 2017/2018

1. Ausgabe 2017/2018 | 1.500 Exemplare
Roland Eller, Markus Heinrich (Hrsg.)

© 2017, Roland Eller Training GmbH
Alleestraße 13 | 14469 Potsdam
+49 331 28830050
info@rolandeller.de

www.rolandeller.de

Alle Rechte, insbesondere das Recht der Vervielfältigung und Verbreitung sowie der Übersetzung, vorbehalten. Kein Teil des Werkes darf in irgendeiner Form – auch nicht auszugsweise – (durch Fotokopie, Mikrofilm oder ein anderes Verfahren) ohne vorherige schriftliche Genehmigung des Herausgebers reproduziert oder unter Verwendung elektronischer Systeme gespeichert, verarbeitet, vervielfältigt oder verbreitet werden.

Initiator und Chefredaktion | Roland Eller

Redaktion | Dorothea Hill

Gestaltung | a part | Daniela Schott | Karlsruhe | apart-schott@t-online.de

Cover | besondersblond | Regina Krüger & Tina von Wolffersdorff | Radeberg | box@besonders-blond.de

Satz | a part | Daniela Schott | Karlsruhe | apart-schott@t-online.de

Druck und Bindung | Werbedruck GmbH Horst Schreckhase | Spangenberg