

Wissenschaftlicher Fortschritt und praktische Anlagestrategie: Ein Plädoyer für passive Investments

Martin T. Bohl

Lehrstuhl für Volkswirtschaftslehre, insbesondere Monetäre Ökonomie

Wissenschaftliche Erkenntnisse (I)

- Funktion wissenschaftlicher Erkenntnisse:
 - Normalerweise Erweiterung des Handlungsspielraums von Menschen
 - Erkennung und Diagnose von Problemen, deren Existenz vorher unbekannt war
 - Lösung von Problemen, deren Beherrschbarkeit vorher nicht möglich war
 - Trifft in besonderem Maß auf wissenschaftliche Erkenntnisse in den Natur- und Ingenieurwissenschaften sowie der Medizin zu

Wissenschaftliche Erkenntnisse (II)

- Wissenschaftliche Erkenntnisse fördern auch bittere Einsichten zutage:
 - Vermeintliche Handlungsspielräume des Menschen verengen sich, erweisen sich als Trugschlüsse und bestehen nicht
 - Vorstellung der Beherrschbarkeit von Problemen basiert auf einer Illusion
 - Wissenschaftlicher Erkenntnisfortschritt: Handlungsalternativen für Menschen bestehen nicht

Empirische Kapitalmarktforschung

- Fazit der Forschungsergebnisse der letzten 40 Jahre:
 - Resultate auf dem Gebiet der empirischen Kapitalmarktforschung sind eher der zweiten Kategorie zuzuordnen
 - Begrenzte Möglichkeiten der zuverlässigen Identifikation künftig ertragreicher Wertpapiere und Prognose von Marktentwicklungen
 - Begrenzte Selektions- und Timingfähigkeiten entziehen die wesentliche Grundlage für aktives Portfoliomanagement
 - Konsequenz: Anlage in passive Investments als Empfehlung, Erzielung der Marktrendite

Theoretische Grundpfeiler passiver Investments (I)

- Portfoliodiversifikation:
 - Markowitz-Diversifikation: Investition in breit gestreute Portfolios zur Senkung unsystematischer Risiken
 - Ausschöpfung internationaler Anlagemöglichkeiten mit Renditeentwicklungen, die geringe Korrelation oder gegenläufige Entwicklungen aufweisen
 - Kein Konflikt zwischen aktivem und passivem Portfoliomanagement

Theoretische Grundpfeiler passiver Investments (II)

- Effiziente Kapitalmärkte:
 - Auf effizienten Kapitalmärkten spiegeln sich in Kursen zu jedem Zeitpunkt alle verfügbaren Informationen vollständig wider
 - Halbstreng effiziente Kapitalmärkte verarbeiten vergangene Kursinformationen und öffentlich verfügbare Informationen
 - Stichhaltige Prognosen künftiger Wertpapierkurse sind auf Grundlage dieser Informationen nicht möglich
 - Konsequenz: Professionellen Portfoliomanagern gelingt es nicht, den Markt zu schlagen und eine Outperformance zu erzielen

Theoretische Grundpfeiler passiver Investments (III)

- Implikationen der Theorie effizienter Kapitalmärkte:
 - Liefert Begründung für die eingangs diskutierten bitteren Einsichten wissenschaftlicher Auseinandersetzung mit Kapitalmärkten
 - Anstelle einer Erweiterung der Handlungsalternativen schränken wissenschaftliche Erkenntnisse den Handlungsspielraum auf eine passive Kapitalanlage ein
 - Anleger erwirtschaften lediglich eine Marktrendite und werden für die Übernahme von Risiken durch eine höhere Rendite entlohnt

Theoretische Grundpfeiler passiver Investments (IV)

- Implikationen der Theorie effizienter Kapitalmärkte (Fortsetzung):
 - Passive anstelle einer aktiven Portfoliostrategie: Nachbildung eines Index mit geringem Nachbildungsfehler
 - Vorteile: Niedrige Kosten (keine Ausgabeaufschläge, niedrige Verwaltungsgebühren, keine erfolgsabhängige Managementgebühr, keine Research-Abteilungen)
 - Weitere Vorteile: Diversifikation von Portfolios, Erzielung der Marktrendite
 - ... und keine verzerrte Investitionsentscheidung durch Manager

Empirische Stichhaltigkeit der Theorie effizienter Märkte (I)

- Zweifel an der Theorie effizienter Märkte durch Anomalienmuster:
 - Unter der Voraussetzung effizienter Märkte folgen Renditen einem Zufallsprozess
 - Weicht die Dynamik von Renditen vom Zufallsprozess ab, können dafür Anomalien verantwortlich sein
 - Anomalien auf Finanzmärkten können einen Ansatzpunkt zur Prognose künftiger Kurse darstellen
 - Prognosen sind das Rückgrad des aktiven Portfoliomanagements

Empirische Stichhaltigkeit der Theorie effizienter Märkte (II)

- Einige jüngere Anomalienmuster:
 - Halloween Effekt: Aktienrenditen sind in den Monaten zwischen Mai und September durchschnittlich niedriger im Vergleich zu den restlichen Monaten des Jahres
 - Phänomen ist empirisch gut belegt: Halloween Effekt wird für unterschiedliche Länder und Perioden sehr oft bestätigt
 - Widerspruch zur Markteffizienzhypothese in Folge systematischer Abhängigkeit der Aktienrenditen von Kalenderperiode

Empirische Stichhaltigkeit der Theorie effizienter Märkte (III)

- Einige jüngere Anomalienmuster (Fortsetzung):
 - Regierungseffekt: In Abhängigkeit der politischen Orientierung der Regierung (links versus rechts) unterschiedliche Renditen
 - Für die USA ist ein Democratic Premium bestätigt, für andere Länder ist die Evidenz gemischt
 - Wahlzykluseffekt: Innerhalb einer Legislaturperiode unterscheiden sich Aktienrenditen
 - Durchschnittlich höhere Renditen in der zweiten Hälfte der Legislaturperiode in den USA, gemischte Evidenz für andere Länder

Empirische Stichhaltigkeit der Theorie effizienter Märkte (IV)

- Zentrale Frage:
 - Lassen sich Aktienmarktanomalien für aktives Portfoliomanagement ausbeuten?
 - Vermutung: Ja, da systematische Muster in Renditen die Basis für Prognosen bieten
 - Daher können Anomalien der Ausgangspunkt für Handelsstrategien sein

Empirische Stichhaltigkeit der Theorie effizienter Märkte (V)

- Ausbeutbarkeit von Anomalien im Portfoliomanagement:
 - Empirische Analysen zu Anomalien basieren auf Informationen, die in dem gesamten Stützbereich enthalten sind
 - Spiegelt nicht die Informationssituation des Anlegers wider
 - Erstens treten Anomalien nicht deterministisch auf, sondern haben stochastischen Charakter, Investition unter Unsicherheit
 - Zweitens trifft Anleger eine Investitionsentscheidung in Echtzeit auf der Grundlage vergangener und aktueller Informationen
 - Künftige Informationen stehen naturgemäß nicht zur Verfügung

Empirische Stichhaltigkeit der Theorie effizienter Märkte (VI)

- Ausbeutbarkeit von Anomalien im Portfoliomanagement (Fortsetzung):
 - Empirische Analysen verwenden auch Informationen, die dem Anleger nicht zur Verfügung stehen
 - Wird im empirischen Ansatz der spezifischen Informationssituation des Anlegers Rechnung getragen, sind Anomalien für eine Investitionsstrategie nicht gewinnbringend ausbeutbar
 - Damit wird erneut ein Handlungsspielraum eingeschränkt, Anomalienmuster stellen keine Prognosegrundlage dar

Beschränkte Erfolge des aktiven Portfoliomanagements

- Resultate zur Performance aktiv gemanagter Fonds:
 - Lediglich 10 – 15% der aktiv gemanagten Fonds schlagen den Markt
 - Langfristig ist eine dauerhafte Outperformance nicht feststellbar, kurzfristig gelingt es einigen Managern, den Markt zu schlagen
- Ursachen für Resultate:
 - Effiziente Kapitalmärkte: Outperformance ist pures Glück
 - Anreizinduziertes Verhalten von Portfoliomanagern

Anreize und aktives Portfoliomanagement (I)

- Portfoliomanager unterliegen einem Moral Hazard:
 - Neigung zu Investitionen mit erhöhtem Risiko, da mit steigenden Portfoliorenditen Erfolgsprämien steigen
 - Dürfte insbesondere bei Managern mit Underperformance festzustellen sein
 - Renditeerfolge werden honoriert, Einbußen von Portfoliomanagern bei Misserfolgen der Hochrisikostrategie jedoch begrenzt
 - Empirische Anhaltspunkt durch ein höhere Portfoliorisiko während Non-Reporting Perioden

Anreize und aktives Portfoliomanagement (II)

- Entlohnung erfolgreicher Portfoliomanager:
 - Schlägt ein Portfoliomanager den Markt, steigt die Wahrscheinlichkeit eines Wechsels zu einer Fondsgesellschaft bei höherer Entlohnung
 - Wechsel erfolgreicher Manager verhindert einen dauerhaften Erfolg eines Fonds und erklärt die nur 10 – 15% Outperformer
 - Betrachtung des Wechsels von Portfoliomanagern und der Entlohnungsschemata anstelle der Fonds
 - Wissenschaftliche Lücken mit Forschungsbedarf

Fazit

- Resümee aus wissenschaftlichen Erkenntnissen:
 - Portfoliodiversifikation, effiziente Kapitalmärkte und Kosten von Finanzanlagen legen passive Investitionsstrategie nahe
- Ermutigende Implikationen:
 - Vermögensanlage benötigt vergleichsweise wenig Know-How
 - Künftige Kursentwicklungen nicht prognostizierbar, so dass immer ein guter Zeitpunkt für eine passive Anlage ist