

## Kommentar zur Vermögensanlage - Juli 2013

### Vermögensverwaltungsansatz von Asset Concepts. Teil 2: Vernunft statt Hoffnung

*„Der durchschnittliche aktive Fonds wird zwangsläufig eine geringere Rendite erwirtschaften als ein durchschnittlicher passiver Fonds (Indexfonds). Empirische Performancetests, die zu einem anderen Ergebnis gelangen, basieren auf einem Messfehler.“  
William F. Sharpe: *The Arithmetic of Active Management*, *Financial Analysts Journal* 1991 (sinngemäß übersetzt)*

Auf die Frage „Fahren Sie besser Auto als der Durchschnitt?“ antwortet die weit überwindende Mehrheit von Befragten regelmäßig mit „Ja“. Nicht anders verhalten sich Fondsmanager bei der vergleichbaren Frage: „Besitzen Sie die Fähigkeit eine Zusatzrendite gegenüber dem „Markt“<sup>1</sup>, also dem Durchschnitt, zu erzielen?“ Dabei liegt es auf der Hand, dass die Mehrheit nicht besser als der Durchschnitt sein kann.

Das Phänomen der Selbstüberschätzung oder Overconfidence ist aus der Verhaltenspsychologie bekannt und wird im Rahmen der Behavioral Finance auch auf dem Gebiet der Finanzmärkte untersucht. Zahlreiche empirische Studien belegen, dass die Selbsteinschätzung von Fondsmanagern mit deren tatsächlichen Anlageergebnissen nicht in Einklang steht. Im Gegenteil: Über einen Zeitraum von 3 Jahren und länger sind regelmäßig mehr als 80% der Fondsmanager nicht in der Lage, ihren Markt „zu schlagen“.

In seinem oben erwähnten, vielzitierten Aufsatz hat William Sharpe, Nobelpreisträger und einer der geistigen Väter der Modernen Kapitalmarkttheorie, bereits vor mehr als 20 Jahren die Gründe hierfür dargelegt: Alle Anleger zusammen erzielen im Durchschnitt die sogenannte Marktrendite. Der überdurchschnittlichen Performance eines einzelnen Anlegers

<sup>1</sup> Die Marktrendite lässt sich dabei anhand der Wertentwicklung eines repräsentativen (Markt)Index berechnen, der das Anlageuniversum des jeweiligen Fondsmanagers abdeckt, wie beispielsweise des DAX im Falle von Aktienfonds, deren Anlageuniversum die 30 größten deutschen Standardwerte umfasst.

steht demzufolge immer eine unterdurchschnittliche Performance eines anderen gegenüber. „Wo immer jemand einen Dollar über dem Durchschnitt verdient, muss jemand anderes einen Dollar verlieren!“ Vor Kosten ist Fondsmanagement damit als Ganzes - relativ zum Marktergebnis - ein Nullsummenspiel. Unter Einbeziehung von Kosten wird aus dem Nullsummenspiel allerdings ein Negativsummenspiel!

Da die jährlichen Kosten eines (passiven) Indexfonds in der Anlagepraxis deutlich geringer sind als die eines aktiven Fonds<sup>2</sup>, wird der Indexfonds im Zeitablauf zwangsläufig den aktiven Durchschnitts-Fonds schlagen. Da der kumulierte Kostenvorteil des Indexfonds von Jahr zu Jahr immer größer wird, wird er sogar mit der Zeit, nicht nur einen zunehmend höheren Prozentsatz von aktiven Fonds hinter sich lassen, sondern auch eine zunehmend höhere Mehrrendite gegenüber dem aktiven Durchschnitts-Fonds erzielen.

In seinem jüngsten Aufsatz hat William Sharpe genau diesen Zusammenhang zwischen dem Kostenvorteil von Indexfonds und dem daraus resultierenden, langfristigen Endvermögensvorteil noch einmal eingehend untersucht und kommt zu folgender Schlussfolgerung:

*„Unter plausiblen Annahmen wird eine Person, die für ihren Ruhestand anspart, mit kostengünstigen (Index)Fonds einen um 20% höheren Lebensstandard erzielen als mit einem durchschnittlichen aktiven Fonds.“  
William F. Sharpe: *The Arithmetic of Investment Expenses*, *Financial Analysts Journal* 2013 (sinngemäß übersetzt)*

<sup>2</sup> Während Indexfonds lediglich darauf abzielen, den Marktindex möglichst kostengünstig nachzubilden, versuchen aktive Fonds, den Marktindex zu übertreffen. Aufgrund des dafür notwendigen Analyseaufwands und der höheren Handelsaktivität fallen dabei deutlich höhere Kosten an. Unter Berücksichtigung aller relevanten Fondskosten (Vertrieb, Administration, Handel) beträgt der Kostennachteil aktiver Aktienfonds durchschnittlich mehr als 2% p.a., der von Rentenfonds durchschnittlich 1% p.a. gegenüber vergleichbaren Indexfonds.

Ein Anleger, der vor der Entscheidung für einen aktiven oder einen Indexfonds steht, sieht sich deshalb letztlich folgenden Alternativen gegenüber:

- **Prinzip Hoffnung:** Mit der Wahl eines aktiven Fonds hat er zwar eine Chance, den Markt und damit auch den Indexfonds „zu schlagen“. Die Wahrscheinlichkeit, dass ihm dies gelingt, ist aber gering und umso geringer, je länger sein Anlagezeitraum ist. Erwartungsgemäß wird er mit dem aktiven Fonds deutlich schlechter abschneiden als mit dem Indexfonds und sein Endvermögensnachteil wird mit der Anlagedauer immer weiter zunehmen.
- **Prinzip Vernunft:** Mit der Wahl eines Indexfonds wird er mit einer hohen Wahrscheinlichkeit besser abschneiden als mit einem aktiven Fonds. Die Wahrscheinlichkeit hierfür und sein Endvermögensvorteil nehmen mit der Länge seines Anlagezeitraums sogar immer weiter zu.

Abschließend sei auf einen wichtigen Punkt in diesem Zusammenhang noch hingewiesen. Entscheidend für die Auswahlentscheidung ist nicht die (banale) Erkenntnis, dass aus ex post Sicht, also im nachhinein, einzelne aktive Fonds in der Lage waren, den Index zu schlagen. Ausschlaggebend ist allein, ob solche überlegenen Fonds auch ex-ante, also im vorhinein, identifizierbar sind. Ob hier die in der Vergangenheit erzielte Performance ein verlässlicher Indikator ist, wie dies die zunehmende Anzahl von Fonds-Ranglisten in den Finanzzeitschriften suggeriert, ist mehr als fraglich. Jedenfalls kommen zahlreiche empirische Studien zu einem ganz anderen Ergebnis: Von einer Nachhaltigkeit der Fondsperformance im Sinne von „Die Top-Performer von gestern werden auch die Top-Performer von morgen sein“ kann nicht gesprochen werden.

Unter Berücksichtigung der Sharpe'schen Argumente und den vielen empirischen Belegen für deren Richtigkeit sowie unserem Leitbild als „verantwortungsvoller“ Verwalter Ihres Vermögens haben wir für uns beschlossen, dem Prinzip Vernunft und nicht dem Prinzip

Hoffnung zu folgen. Entsprechend finden Sie auch in Ihren, von uns verwalteten Depots ausschließlich (börsengehandelte) Indexfonds. Dass wir dabei, wie das nachfolgende Zitat belegt, sogar Unterstützung von ungewohnter, weil aktiver, Seite bekommen, bestärkt uns umso mehr in unserem Vorgehen.

*„Die meisten Anleger, institutionelle wie private, werden herausfinden, dass der beste Weg, um in Aktien zu investieren, über einen Indexfonds mit minimalen Gebühren führt.“  
Warren Buffett, Berkshire Hathaway, Annual Report 1996 (sinngemäß übersetzt)*

### Ihre Asset Concepts