

Aktive vs. passive Anlagephilosophie...

...und einige psychologische Fallstricke bei der Bewertung

Martin Weber
Universität Mannheim

ARERO trifft Investoren 2015
Schloss Mannheim



© Peter Smola / www.pixelio.de



© sokaiko / www.pixelio.de

1 Aktive vs. passive Anlagephilosophie: Definition

2 Skill vs. Luck: Psychologische Fallstricke bei der Bewertung aktiver Fonds

Wahrnehmungsverzerrung durch Fondswerbung
durch soziales Umfeld
durch Survivorship Bias
durch Risikobewertung

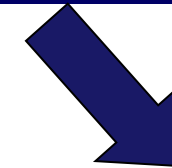
3 Weitere ausgewählte Aspekte bei der Bewertung aktiver Fonds

Und nicht (wie z.B. im Vortrag 2013):

- Theorie (z.B. Effizienzmarkthypothese)
- Andere Facetten des aktiven Investierens (z.B. Handelsstrategien)
- Vertiefte Darstellung des passiven Investierens (z.B. Diversifikation)



„Was ist der erfolgversprechendste Weg, Kapital anzulegen?“



Aktive Anlage-Philosophie

Ziel: Den Markt schlagen

Mittel: Prognose zukünftiger Erträge von Einzeltiteln/Anlageklassen und darauf aufbauende Portfolioumschichtungen

⇒ Aktiv verwaltete Fonds, Analysten,...

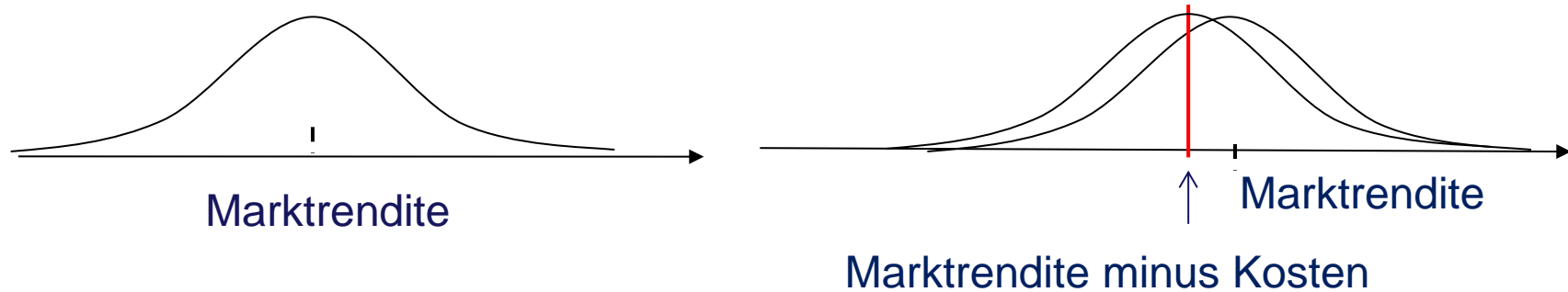
Passive Anlage-Philosophie

Ziel: Den Markt abbilden

Mittel: Günstig + breit gestreut anlegen, halten, regelmäßig rebalancieren

⇒ ETFs, Indexfonds, Arero ...

Aktives Investieren ist ein Nullsummenspiel



Kenneth French, Presidential Address 2008

“Under reasonable assumptions, the typical investor would increase his average annual return by 67 basis points over the 1980–2006 period if he switched to a passive market portfolio.”

➔ “Why do active investors continue to play a negative sum game?”

Bogle (2008): “The direct costs of the [U.S.] mutual fund system (largely management fees and operating and marketing expenses) are currently running at some \$100 billion a year.”

1

Aktive vs. passive Anlagephilosophie: Definition

2

Skill vs. Luck: Psychologische Fallstricke bei der Bewertung aktiver Fonds

Wahrnehmungsverzerrung durch Fondswerbung

durch soziales Umfeld

durch Survivorship Bias

durch Risikobewertung

3

Weitere ausgewählte Aspekte bei der Bewertung aktiver Fonds

Und nicht (wie z.B. im Vortrag 2013):

- Theorie (z.B. Effizienzmarkthypothese)
- Andere Facetten des aktiven Investierens (z.B. Handelsstrategien)
- Vertiefte Darstellung des passiven Investierens (z.B. Diversifikation)

Ein Gedankenexperiment: Die Macht des Zufalls

- 5.000 Fonds, 10 Jahre Anlagezeitraum
- Performance wird im Experiment allein durch Zufall bestimmt (kein Können, nur Glück!)

Zahl = Outperformance im Jahr

Kopf = Underperformance im Jahr

➔ Wie sieht das Ergebnis nach 10 Jahren womöglich aus?

5 49 220 586 1.025 1.230 1.025 586 220 49 5

5 Fonds
haben den Markt
nie geschlagen

5 Fonds
haben den Markt
immer geschlagen

0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10

Wahrscheinlichkeit, dass mindestens einer der Fonds den Markt immer schlägt: >99%



➤ „Bestenlisten“ oder Fondswerbung in diesem Gedankenexperiment sind sinnlos

- Performance wird nur durch Münzwurf/Glück bestimmt
- Der durchschnittliche Fonds schlägt den Markt nicht
- Vergangenheit sagt nichts über Zukunft aus



➔ Aber wie sieht die Realität aus?

Realität: Der durchschnittliche Fonds schlägt den Markt nicht

Studie	Zeitraum	Ergebnisse
Jensen (1968)	1945 -1964	Underperformance 1,1% p.a. vor Kosten
Gruber (1996)	1985 - 1994	Geringe Outperformance vor Kosten, Underperformance 1,9% p.a. nach Kosten
Carhart (1997)	1962 - 1993	Keine Evidenz für Performance Persistenz nach Kontrolle für den Momentumeffekt bei Aktien, Kosten zentraler Prädiktor für Rendite
Blake und Morey (2000)	1992 - 1997	Geringe Prognosekraft des Morningstar Ratings, Fonds mit hohem Rating sind nicht in der Lage, ihre Benchmark zu schlagen
Fama und French (2010)	1984 - 2006	Underperformance 1,1% nach Kosten, keine Evidenz für Performance Persistenz

Empirische Evidenz USA (und Deutschland): Teilweise geringe Outperformance vor Kosten, aber **Underperformance *nach* Kosten!**

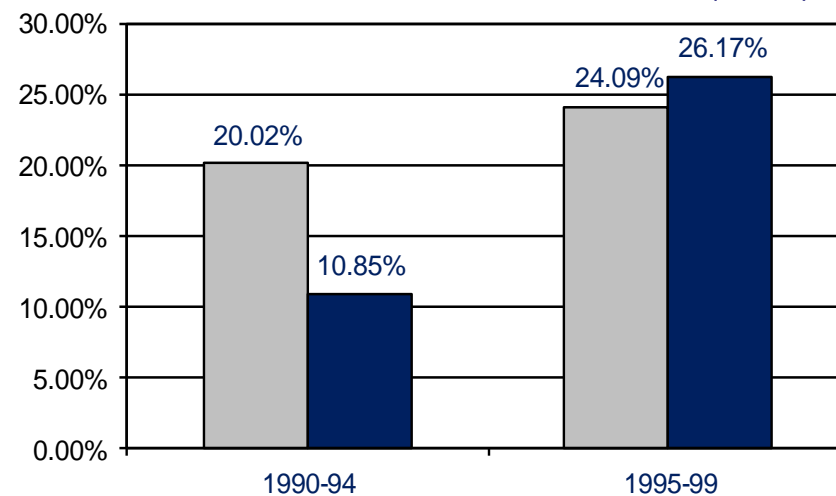
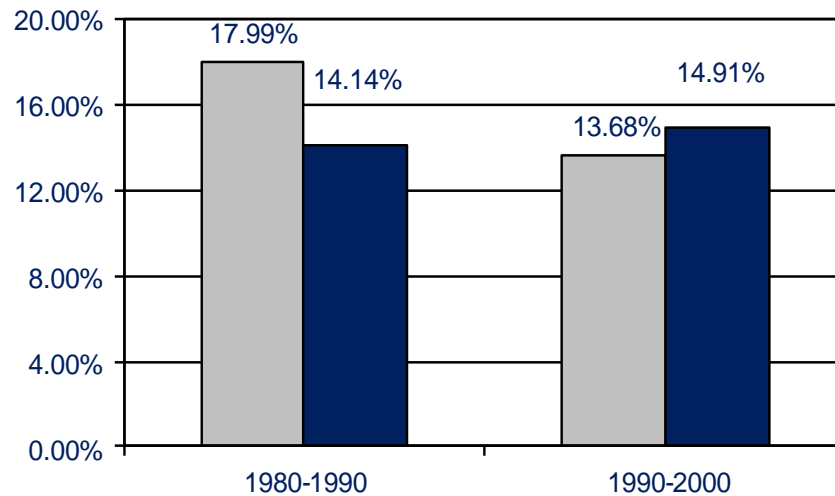
(Aber: Es gibt auch Hoffnung, z.B. „active share“ etc.)

Realität: Vergangene Performance sagt wenig über zukünftige Performance aus

Durchschnittliche zukünftige Rendite p.a. der 20 besten Aktienfonds* der Vergangenheit im Vergleich zum Markt



Quelle: Malkiel (2003)



■ Aktive Fonds ■ S&P 500

*Top 20 der weltweiten Aktienfonds in den 1980ern bzw. in der ersten Hälfte der 1990er gemäß der Nettorendite p.a.

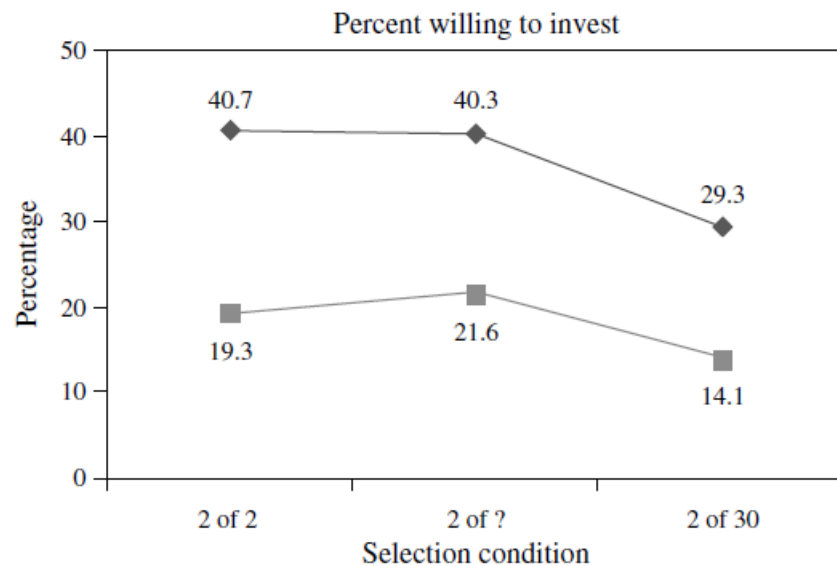
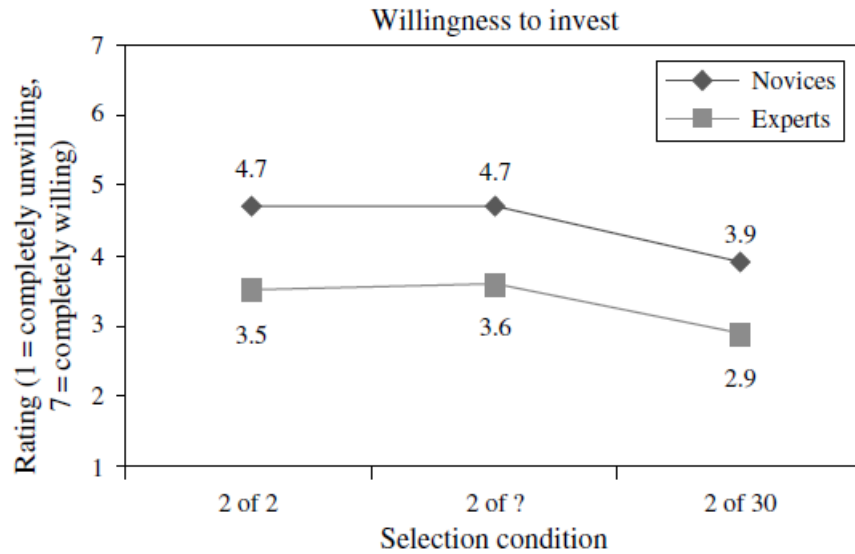
➔ Die Gewinner von heute sind auch in der Realität sehr selten die Stars von morgen!

Koehler, J. und M. Mercer (2009): Selection Neglect in Mutual Fund Advertisements, *Management Science*, 55,1107-1121

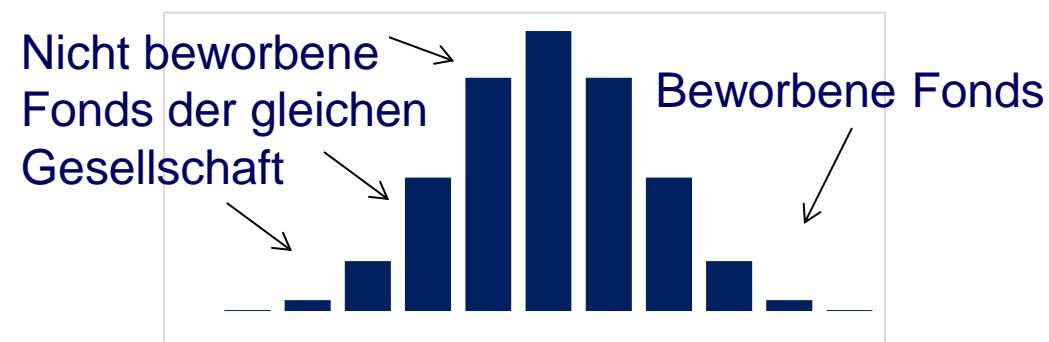
Datensatz und Zielsetzung:

- Experiment mit Privatanlegern und Finanzmarktexperten
- Analyse des Einflusses von Fondswerbung einer hypothetischen Fondsgesellschaft auf die Anlagebereitschaft von Investoren
- Fondswerbung bezog sich auf 2 Fonds mit überdurchschnittlicher Rendite in der Vergangenheit; grafischer Vergleich der Fonds mit einer passiven Anlage
- 3 Experimentalgruppen (siehe nächste Folie)

Verzerrte Wahrnehmung (Beispiel 1): Werbung für aktiv gemanagte Fonds



- Fondsgesellschaften bewerben in der Regel nur ihre Fonds mit der besten Performance
- Anleger verhalten sich jedoch so, als wäre die beworbene Performance repräsentativ für die Grundgesamtheit aller Fonds der Gesellschaft
- Nur wenn Anleger auf den potentiellen Selektionsfehler hingewiesen werden, berücksichtigen sie diesen bei ihrer Anlageentscheidung

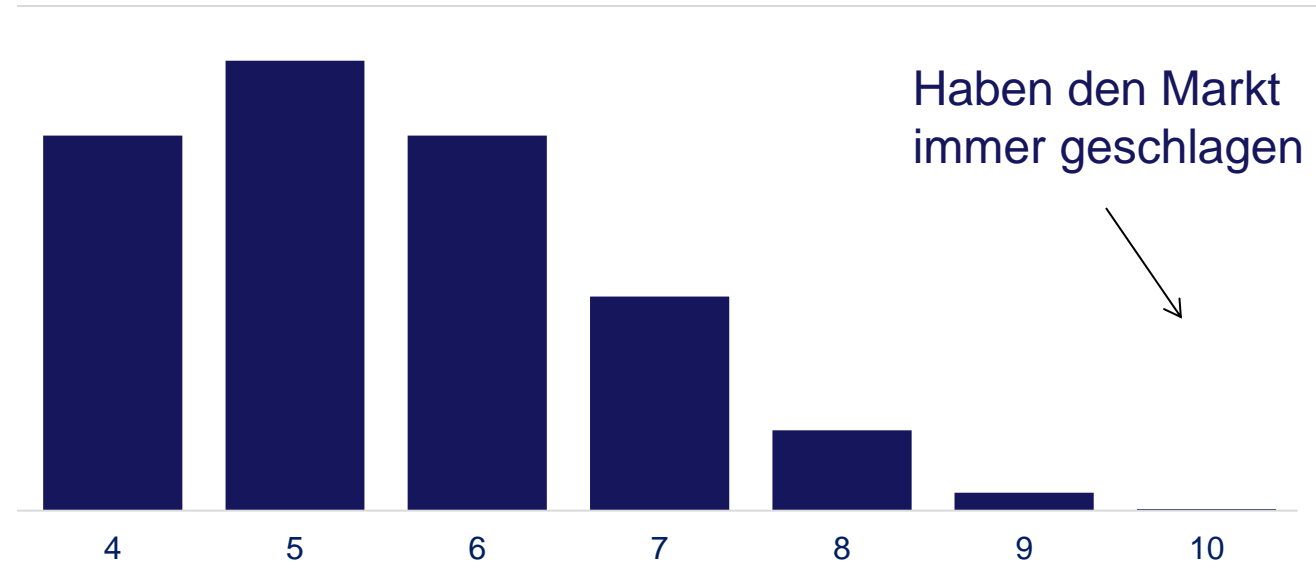


Nicht nur in der Fondswerbung, sondern z.B. auch im Bekanntenkreis gilt:

Man erzählt lieber von persönlichen Erfolgen als von Niederlagen....

Verzerrte Wahrnehmung (Beispiel 3): Survivorship Bias im Gedankenexperiment

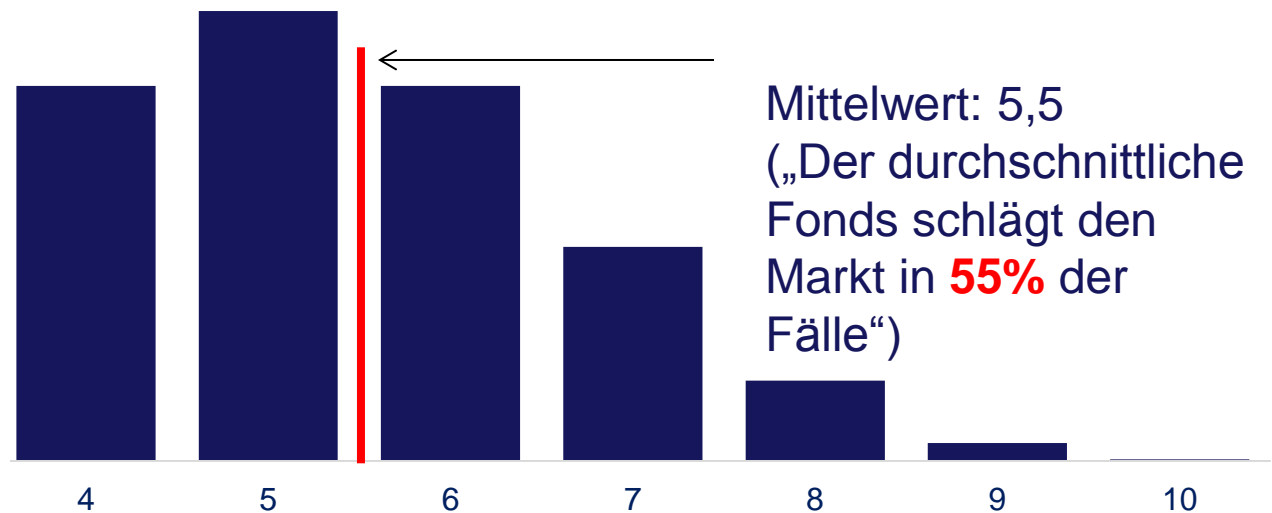
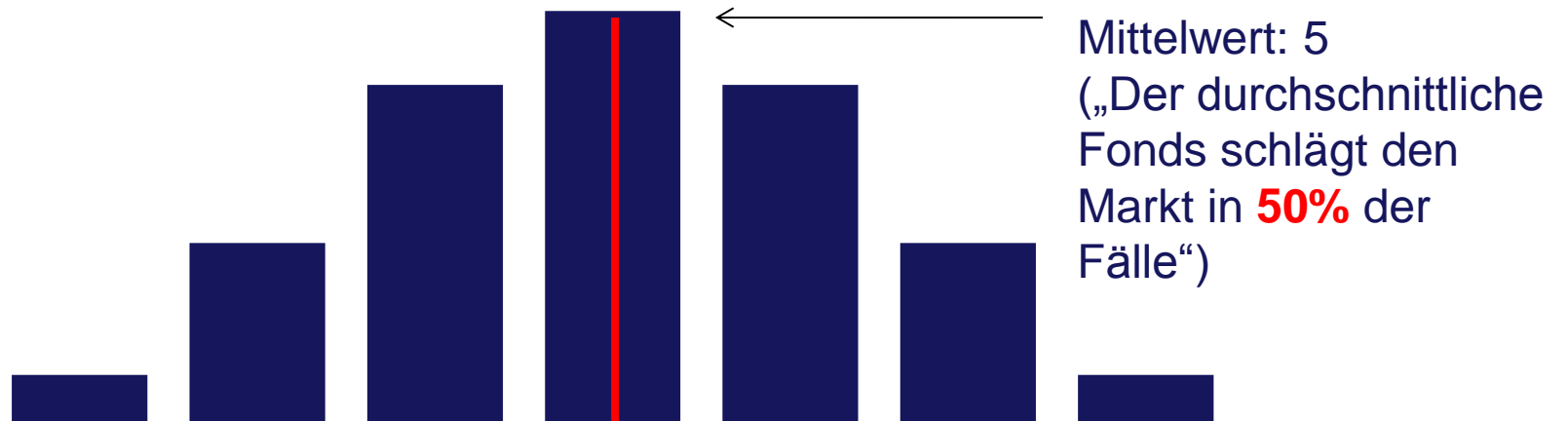
- Vermutlich „überleben“ nicht alle Fonds 10 Jahre lang
- Fonds mit schlechter Performance ziehen weniger Investorengelder an
- Sie werden daher mit höherer Wahrscheinlichkeit geschlossen / verschmolzen etc.
- Beispiel: Fonds, die den Markt in 10 Jahren ≥ 7 mal underperfornt haben, verschwinden



➔ Konsequenzen?

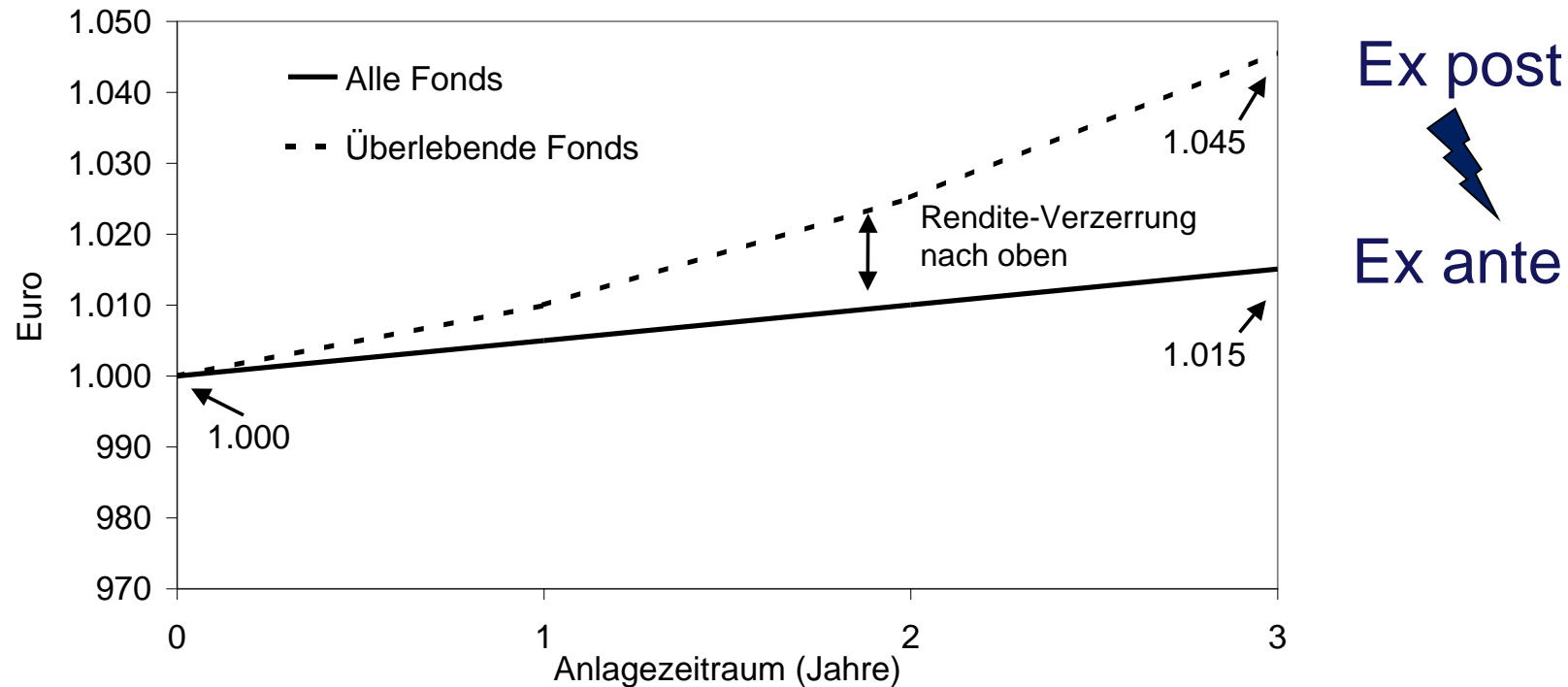
Verzerrte Wahrnehmung (Beispiel 3): Survivorship Bias im Gedankenexperiment

- Die Performance der übrig gebliebenen Fonds ist nach oben verzerrt („Survivorship Bias“)!



Verzerrte Wahrnehmung (Beispiel 3): Survivorship Bias in der Praxis

- „Survivorship Bias“ umso bedeutender, je länger der Betrachtungszeitraum ist
- Beispiel: Investition von 1.000 Euro in 10 Fonds (Renditen 5%,4%,...-4%) für drei Jahre
- Jedes Jahr „verschwindet“ der Fonds mit der schlechtesten Performance



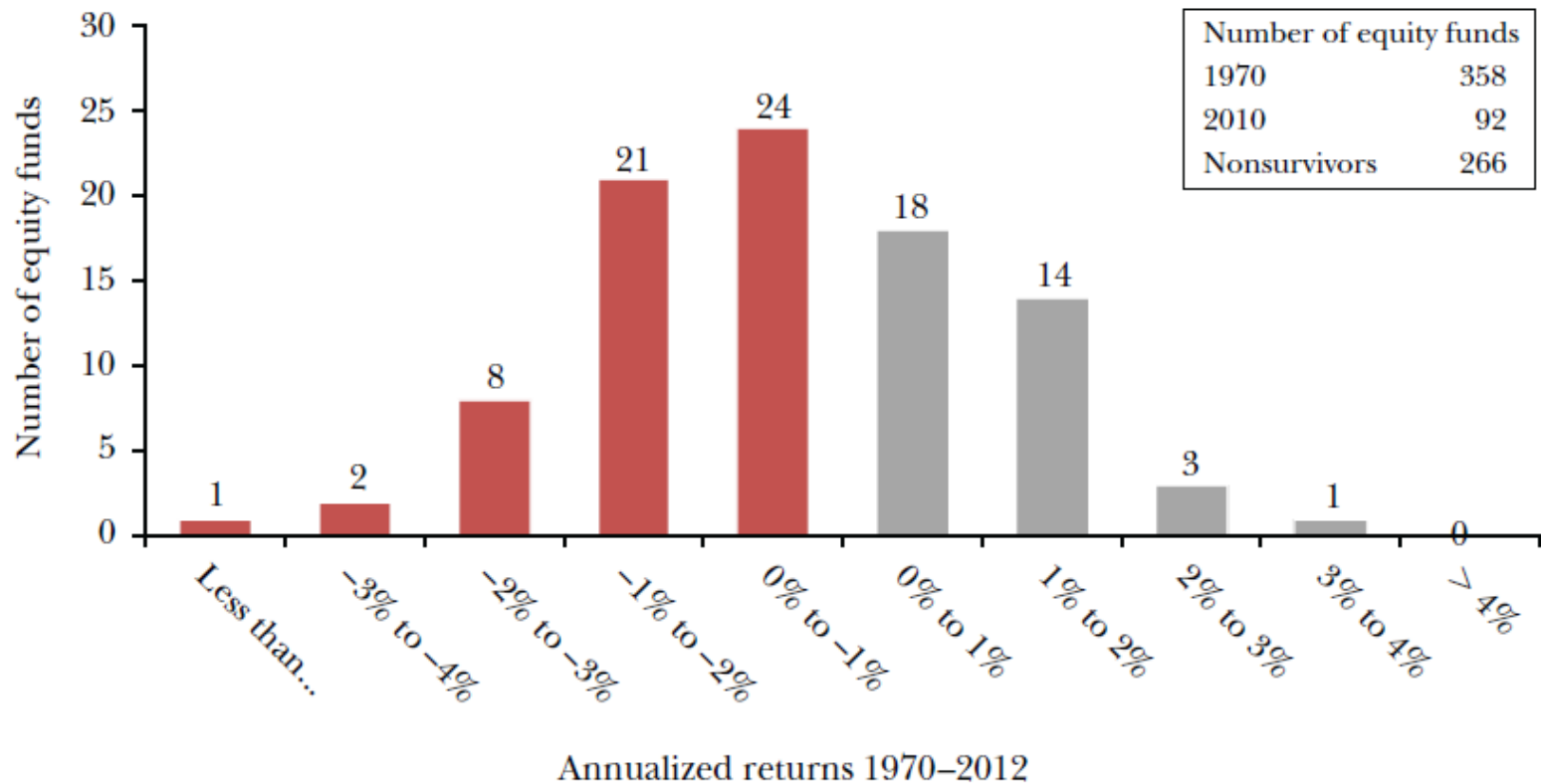
➔ Realität Deutschland: Überschätzung um ca. 0,4% p.a.! (Griese/Kempf 2003)

➔ Realität USA: Überschätzung um ca. 0,2-1,5% p.a.! (Rohleder et al. 2011)

Verzerrte Wahrnehmung (Beispiel 3): Survivorship Bias in der Praxis

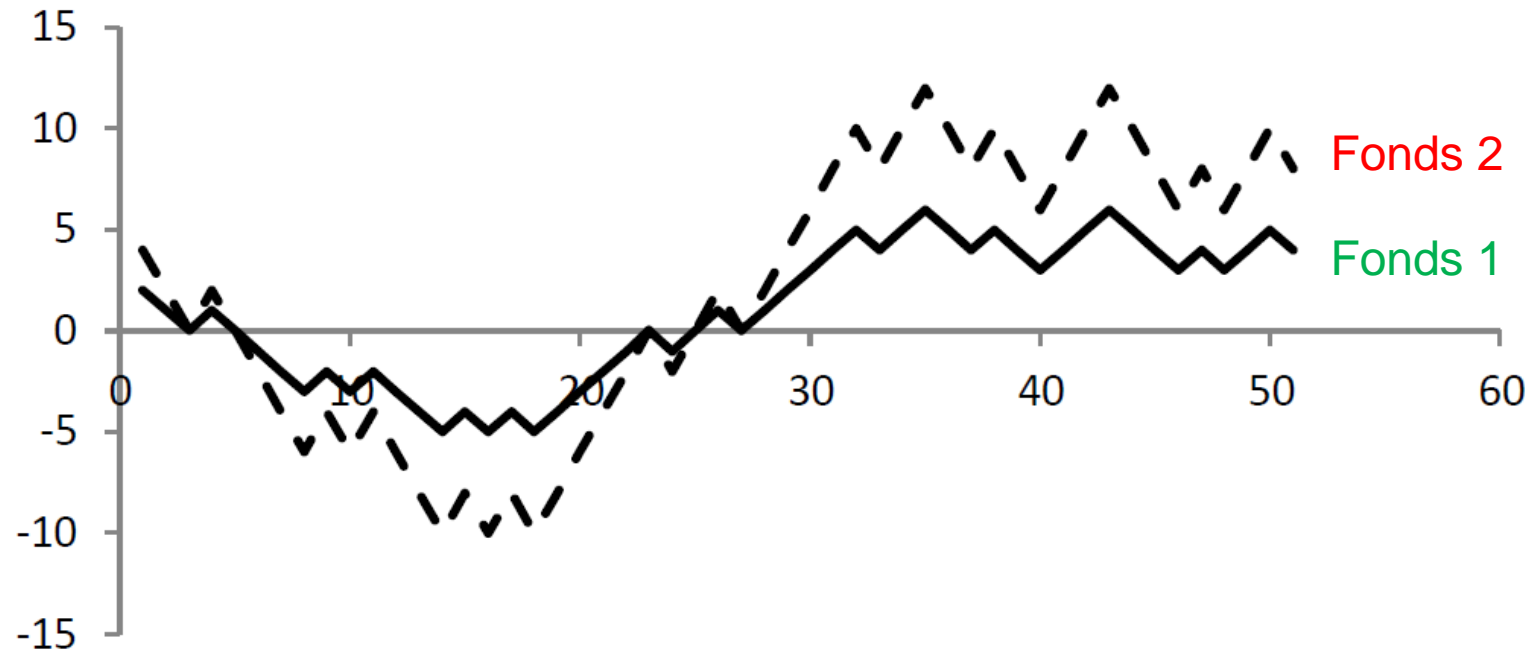
- Malkiel (2013): Nur **25,7%** der Fonds aus dem Jahr 1970 existieren noch in 2010 (und selbst deren Performance ist nicht überragend)...

Returns of Surviving Funds: Mutual Funds 1970 to 2012, Compared with S&P Returns



Verzerrte Wahrnehmung (Beispiel 4): Risiko

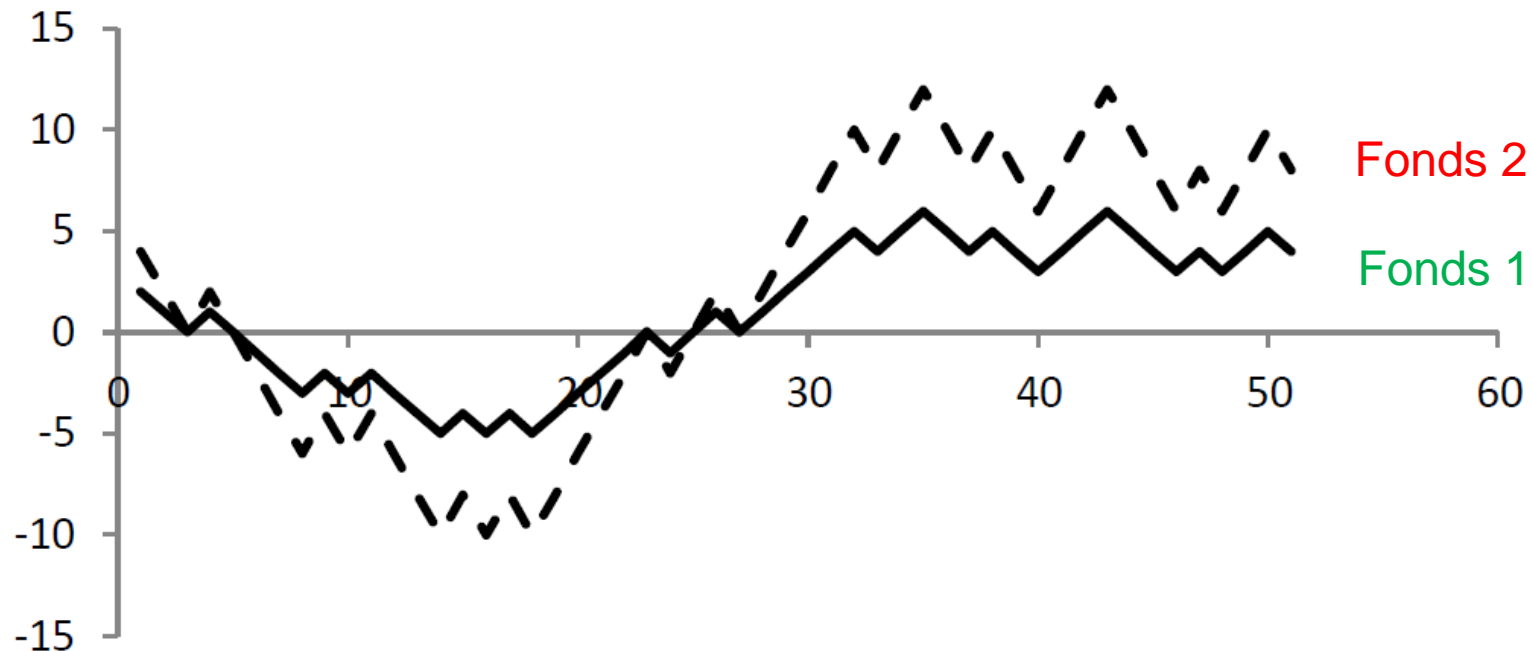
- Welcher der beiden Fondsmanager ist besser?
- Welcher der beiden Fonds kann eher die vergangene Performance wiederholen?



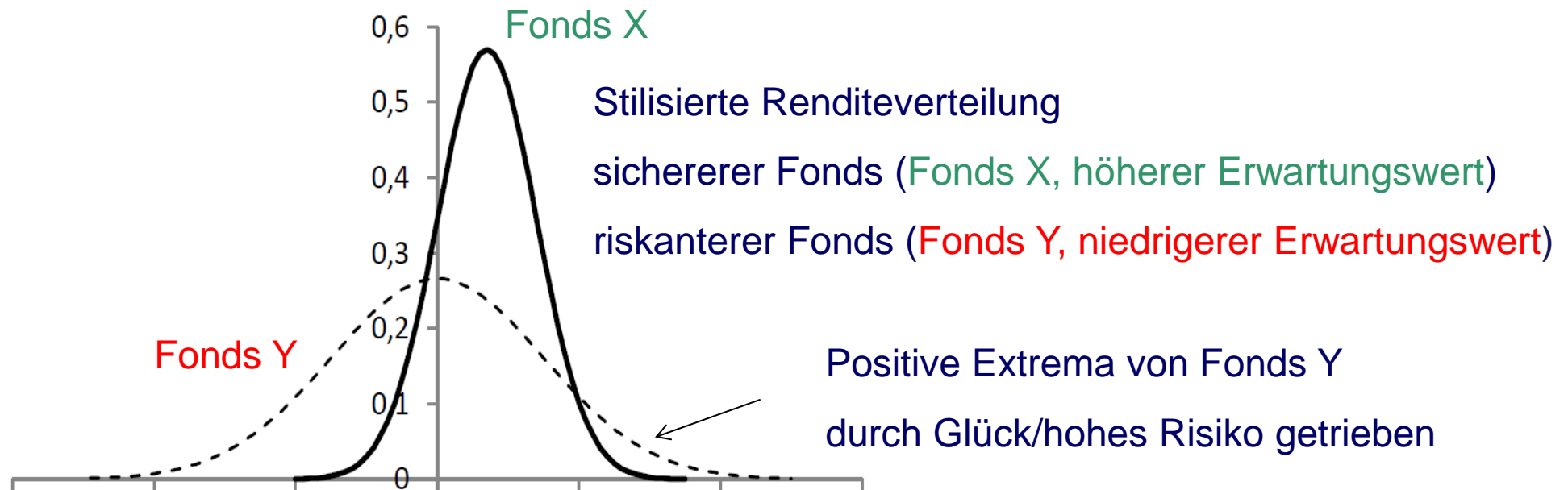
- Mehrheit der Befragten entscheidet sich klar für **Fonds 2** (Heuer/Merkle/Weber (2014))

Verzerrte Wahrnehmung (Beispiel 4): Risiko

- Aber: Im Beispiel hat keiner der Fondsmanager besondere Fähigkeiten
- Beide verfolgen dieselbe Strategie, nur **Fonds 2** geht größere Risiken ein:
 - **Fonds 1** setzt beim Münzwurf 1 Euro auf Zahl
 - **Fonds 2** setzt beim Münzwurf 2 Euro auf Zahl



- Investoren scheinen das durch den Fonds eingegangene Risiko nicht richtig zu bewerten



- Vergangenes Fondsrisiko kann zwei unterschiedliche Informationen beinhalten:
 - Aussagekraft für zukünftige Fondsrisiken (falls Risiko persistent ist)
 - Aussagekraft, ob vergangene Renditen eher durch Glück oder Können zu Stande gekommen sind (ggf. Indikator für zukünftige Renditen)
 - Aber: Crash risk (z.B. Momentum-Strategie, Geldmarktfonds)!

1

Aktive vs. passive Anlagephilosophie: Definition

2

Skill vs. Luck: Psychologische Fallstricke bei der Bewertung aktiver Fonds

Wahrnehmungsverzerrung durch Fondswerbung
durch soziales Umfeld
durch Survivorship Bias
durch Risikobewertung

3

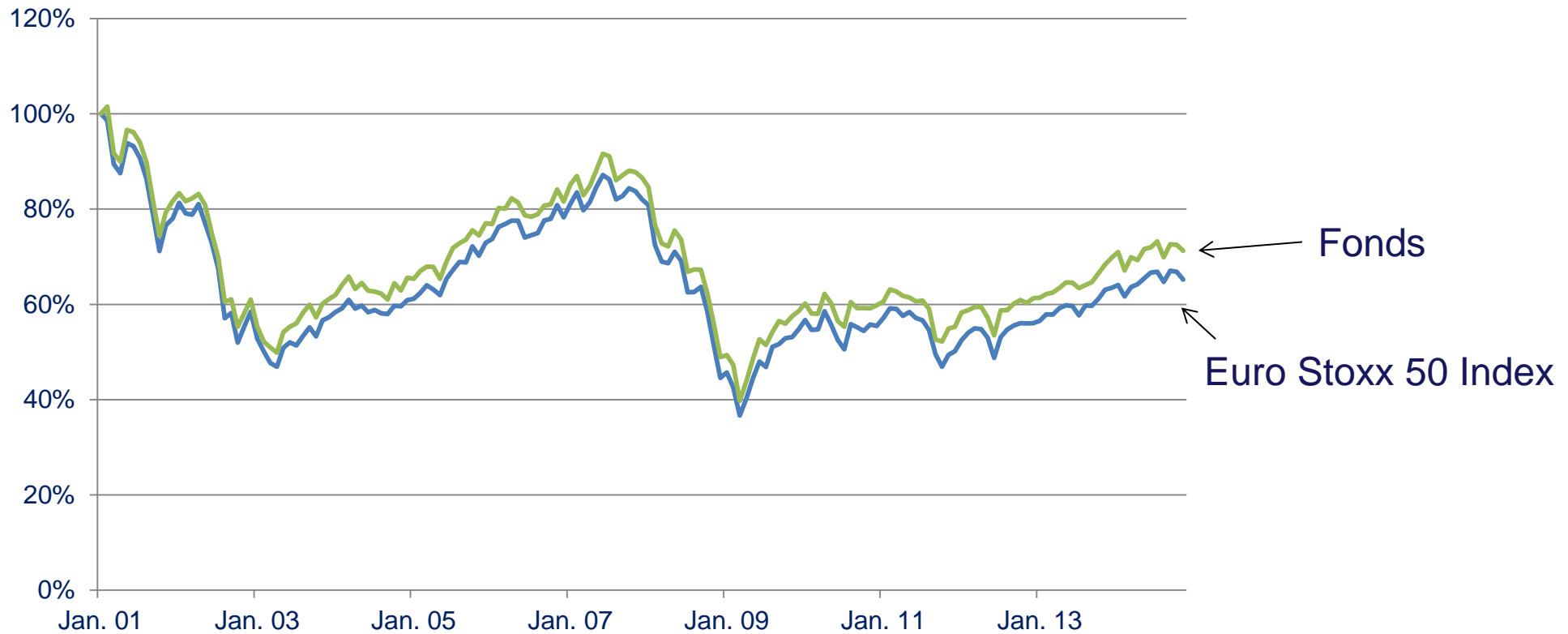
Weitere ausgewählte Aspekte bei der Bewertung aktiver Fonds

Und nicht (wie z.B. im Vortrag 2013):

- Theorie (z.B. Effizienzmarkthypothese)
- Andere Facetten des aktiven Investierens (z.B. Handelsstrategien)
- Vertiefte Darstellung des passiven Investierens (z.B. Diversifikation)

Weitere Aspekte: Korrekte Benchmark

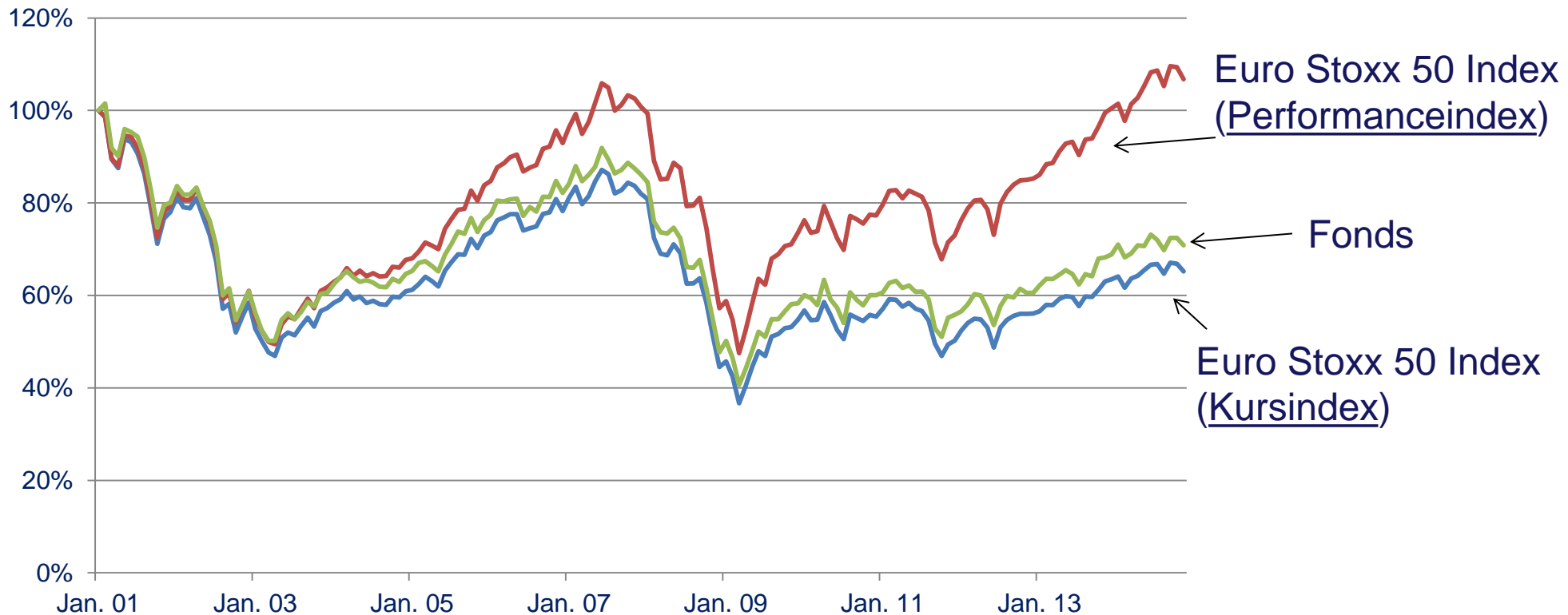
„Fonds XY hat seine Benchmark, den Euro Stoxx 50 Index, um 5% geschlagen“



Weitere Aspekte: Korrekte Benchmark

„Fonds XY hat seine Benchmark, den Euro Stoxx 50 Index, um 5% geschlagen“

Aber: Die populäre Variante des Euro Stoxx 50 Index ist ein Kursindex



„Und was ist mit anderen Anlageklassen?“

„Und was ist mit Krisenzeiten?“

Table 4

Percentage of Fixed Income Funds Outperformed by Benchmarks, Five Years through 2011

<i>Fund category</i>	<i>Comparison index</i>	<i>Percent outperformed</i>
Government long	Barclays Long Government	94%
Government intermediate	Barclays Intermediate Government	67%
Government short	Barclays 1–3 Year Government	67%
Investment-grade long funds	Barclays Long Government/Credit	92%
Investment-grade intermediate funds	Barclays Intermediate Government/Credit	61%
Investment-grade short funds	Barclays 1–3 Year Government/Credit	94%
High-yield funds	Barclays High Yield	96%
Mortgage-backed securities funds	Barclays Mortgage-Backed Securities	75%
Global income funds	Barclays Global Aggregate	72%

Source: Standard & Poor's.

Malkiel (2013)

Fooled by randomness?

- ✓ Lassen Sie sich nicht allzu sehr von vergangenen Top-Performern beeindrucken.
- ✓ Begegnen Sie Fondswerbung mit Skepsis.
- ✓ Lassen Sie sich nicht von Trends in der Presse oder von vergangenen Erfolgsgeschichten aus dem Freundeskreis verführen.
- ✓ Beachten Sie den „Survivorship Bias“.
- ✓ Beachten Sie stets die Schwankungsbreite des Pfades (das Risiko), der/das die vergangene Rendite generiert hat.
- ✓ Achten Sie auf die richtige Benchmark.



“Leaping tall buildings in a single bound is nice, but can you outperform the S&P Index?”

Source: Thomas Cheney for *Barron's*.

Lehnen Sie sich zurück und lassen Sie die Märkte für sich arbeiten!

Vielen Dank!