

## Diversifikation

# Passiv ist der richtige Weg

Zwei zentrale Fragen sind für eine passende Investitionsentscheidung zu klären: Wie soll erstens die Vermögensaufteilung erfolgen und welche Anlagephilosophie – passiv oder aktiv – soll zweitens dabei angewandt werden? Auch oder sogar insbesondere für Genossenschaftsbanken mit vielfältigen Anlagemöglichkeiten lassen sich aus der Wissenschaft klare Empfehlungen für eine Erfolg versprechende Asset Allokation ableiten.

## Maximilian Germann und Martin Weber

**C**hampions League gibt es zurzeit in Thüringen nicht live zu sehen. Dennoch wurde einer der großen Namen im europäischen Fussball, Atletico Madrid, zuletzt medial öfter mit Thüringen in Verbindung gebracht: Vor Kurzem wurde bekannt, dass eine dort ansässige, regional ausgerichtete Bank einen

Kredit in zweistelliger Millionenhöhe an den spanischen Topklub vergeben hat.

Gehen wir davon aus, der Kredit sei mit den vereinbarten Konditionen aus Sicht der Bank lohnenswert. Dann blieben dennoch potenziell Bedenken, insbesondere im Hinblick auf das Risiko, das der Kredit zum Gesamtportfolio der Bank beiträgt. Zum einen könnte die Bank, sofern der Kredit einen Großteil des Gesamtportfolios ausmachen sollte, ein Klumpenrisiko eingehen. Damit dies in der Praxis nicht geschieht, wirkt Regulierung und Gesetzgebung durch Großkreditvorschriften entgegen. Zum anderen bindet sich die Bank an Risikofaktoren, die sie nicht beeinflussen kann. Auf unterster Ebene zum Beispiel an das Risiko, dass es sportlich nicht mehr so rund läuft und wichtige Wettbewerbseinnahmen oder Transfererlöse ausbleiben. Auf mittlerer Ebene etwa an das Risiko,

dass der spanische Fussball seine internationale Stellung einbüßt und weniger Mannschaften in lukrative, internationale Wettbewerbe schicken kann. Und auf höchster Ebene beispielsweise an das Risiko, dass sich die spanische Wirtschaftslage verschlechtert und Fans und Zuschauer sich die Unterstützung ihres Vereins nicht mehr leisten können oder wollen.

Dass die thüringische Bank jedoch laut mancher Quellen nicht ausschließlich auf Atletico Madrid setzt, sondern auch anderen Fussballvereinen Finanzmittel bereitstellt, ist daher aus finanztheoretischer Sicht erfreulich. Denn Diversifizierung – also die Streuung von Risiken – ist das zentrale Mantra der Finanztheorie.

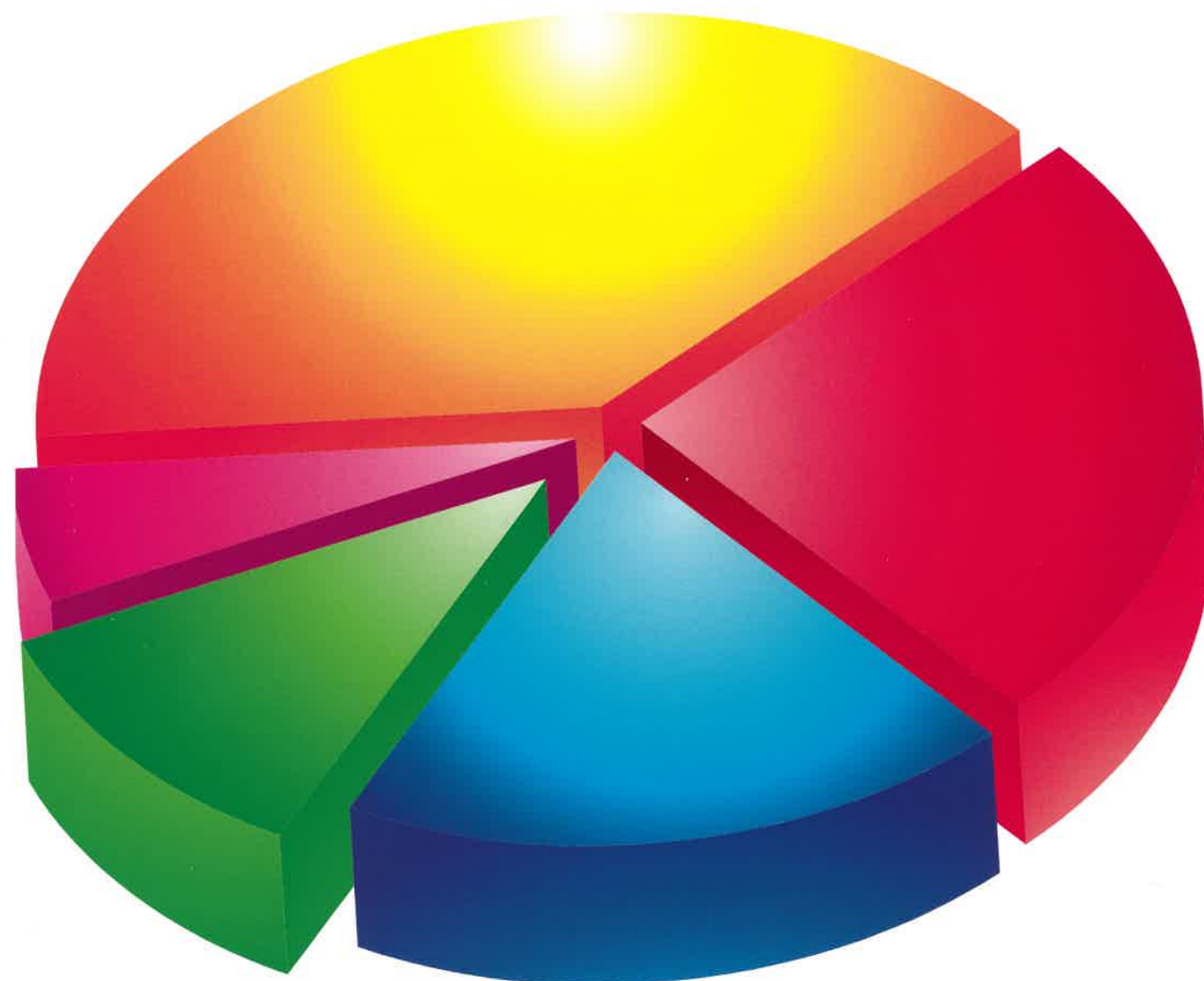
Die Verantwortlichen der thüringischen Bank könnten daher überlegt haben, einem Konkurrenten, der von einer sportlichen Misere von Atletico Madrid direkt profitieren würde, ebenfalls fi-



*Dr. Maximilian Germann ist wissenschaftlicher Mitarbeiter an der Universität Mannheim.  
E-Mail: germann@bank.bwl.uni-mannheim.de*



*Prof. Dr. Dr. h.c. Martin Weber lehrt Betriebswirtschaftslehre an der Universität Mannheim.  
E-Mail: weber@bank.bwl.uni-mannheim.de*



nanzielle Mittel zur Verfügung zu stellen. Etwas weitsichtiger wäre sogar die Entscheidung, auch Vereinen aus anderen Ligen, etwa der 1. Bundesliga, Kredite zu gewähren. Und ist man schon an diesem Punkt angelangt, dann müsste der Vorstand sich auch fragen, ob nicht sogar eine Streuung der Kredite auf Vereine anderer Sportarten sinnvoll wäre. Doch selbst dann gibt es noch Spielraum, um von Diversifizierung zu profitieren.

#### Diversifizierung für optimales Rendite-Risiko-Verhältnis

„Diversification is the only free lunch in investment“. Diese Erkenntnis von Nobelpreisträger Harry M. Markowitz ist das Fundament der Finanzmarktforschung. Die Idee der Diversifizierung besagt, dass durch Aufteilung des Kapitals in Vermögenswerte, deren Renditen sich nicht gleichläufig, womöglich sogar gegenläufig entwickeln, ein Portfolio mit geringerem Risiko als das Durchschnittsrisiko der Einzelwerte geschaffen werden kann.

Wird die Aufteilung des Kapitals überlegt vorgenommen, so lässt sich das Portfolio mit dem optimalen Rendite-Risiko-Verhältnis konstruieren. Dieses Portfolio bietet die höchste Rendite bei gegebenem Risiko oder alternativ das geringste Risiko bei gegebener Rendite. Obwohl Diversifizierung in der Finanzwirtschaft allgegenwärtig ist, wird sie in der Praxis – auch bei Volksbanken und Raiffeisenbanken – immer noch nicht ausreichend umgesetzt.

Für die Anlageentscheidung ist von großer Bedeutung, Korrelationen auch zwischen Anlageklassen übergreifend zu berücksichtigen. Eine Bank sollte daher Nutzen aus ihrem Marktzugang ziehen und über eine Vielzahl von An-

lageklassen, wie Aktien, Staats- und Unternehmensanleihen, Rohstoffen und (nicht selbstgenutzten) Immobilien, hinweg diversifizieren.

Bei der Frage nach der optimalen Diversifizierung bietet die Finanzforschung einige Lösungsansätze. In vielen Ansätzen werden stochastische Renditeabhängigkeiten geschätzt, Anlegerpräferenzen als Nebenbedingungen berücksichtigt oder institutionelle Limitierungen (beispielsweise keine Leerverkäufe) aufgegriffen, um das Rendite-Risiko-Verhältnis zu jedem Zeitpunkt zu optimieren.

In der Praxis obliegt es der Bank abzuwägen, inwiefern Komplexität und Transaktionskosten den Einsatz von komplizierten Diversifizierungsansätzen rechtfertigen. Eine bekannte Studie der Wirtschaftswissenschaftler DeMiguel, Garlappi und Uppal (2009) zeigt allerdings, dass selbst naive Diversifizierung – das gleichmäßige Aufteilen von Kapital auf  $n$  Anlagen – von komplexen Diversifizierungsansätzen nicht substantiell geschlagen wird. Zu einem ähnlichen Ergebnis kommen auch Jacobs, Müller und Weber (2014) bei einer Untersuchung einfacher Anlage-Daumenregeln.

Für das Kreditinstitut kommt es also weniger auf die detaillierte Umsetzung als auf die Tatsache der Diversifizierung an. Denn da Diversifizierung von jedem Investor betrieben werden sollte, werden Risiken, die dadurch vermieden werden könnten, am Kapitalmarkt gar nicht erst mit Rendite belohnt.

#### Passiv vs. aktiv: Welchem Ansatz folgen?

Nachdem die bestmögliche Vermögensaufteilung auf Anlageklassen bestimmt ist, stellt sich eine weitere Grundsatzfrage: Soll die Investition durch aktive oder

passive Produkte umgesetzt werden? Bei der passiven Anlagephilosophie ist das primäre Ziel, möglichst kostengünstig und exakt die Wertentwicklung des vollständigen Markts abzubilden. Dieses Ziel kann in der Praxis durch Exchange Traded Funds (ETFs) oder Indexfonds umgesetzt werden. Beide Möglichkeiten bieten gewisse Vor- und Nachteile, die später noch kurz beleuchtet werden.

In Konkurrenz zur passiven Anlagephilosophie steht die aktive Anlagephilosophie. Einfach ausgedrückt ist es das Ziel dieser Anlagephilosophie, den Markt zu schlagen. Hierfür formulieren Fondsmanager spezielle Anlagestrategien, von denen sie sich ein dauerhaft höheres Rendite-Risiko-Verhältnis als das des Markts erhoffen. Gelingt ihnen das, so generieren sie das viel beworbene und versprochene „Alpha“. Im Konkreten versuchen Fondsmanager, gezielt einzelne Titel („Stock-Picking“), Industrien oder andere Faktoren („Factor-Investing“) zu unter- oder übergewichten. Für gewöhnlich wird auch die Zeitkomponente berücksichtigt, in der das aktive Management den Ein- oder Ausstieg in Investitionen je nach Beurteilung der aktuellen Preise vornimmt („Market-Timing“).

Die Frage, welche der beiden Anlagephilosophien rentabler ist, wurde bereits in zahlreichen robusten Studien analysiert. Sowohl aus theoretischer als auch aus empirischer Sicht fällt das Urteil für die aktive Anlagephilosophie ernüchternd aus (siehe „Genial Einfach Investieren“, 2007, für eine Übersicht). Das Urteil muss nicht verwundern, wenn man die prägnante Aussage von Kenneth French, ehemaliger Präsident der American Finance Association, versteht: „Active investing is still a negative sum game. Every dollar

## MEIN PLUS: BESONDERER SCHUTZ FÜR MEINE WELT.

Die R+V-PrivatPolice –  
Versichern, was mir wichtig ist.



So individuell wie das Leben sind auch die Anforderungen an die private Absicherung. Mit der R+V-PrivatPolice können Sie sich Ihren persönlichen Versicherungsschutz so zusammenstellen, dass er genau zu Ihrer Welt passt. Kombinieren Sie dabei verschiedene Versicherungen und sparen Sie bis zu 15 %. Erfahren Sie mehr in allen Volksbanken Raiffeisenbanken, R+V-Agenturen oder auf [www.ruv.de](http://www.ruv.de)

a superior investor earns must increase the aggregate losses of all other active investors" (Journal of Finance, 2008).

Studien für Aktien-, Anleihen-, und Devisenmärkte unterstützen die Aussage empirisch. So gelingt es dem durchschnittlichen aktiven Fonds nicht, seinen passiven Benchmark zu schlagen. Nach Berücksichtigung der generell höheren Kosten der aktiven Anlage schlussfolgern einige Studien sogar, dass der durchschnittliche aktive Fonds gegenüber seinem passiven Benchmark nachhaltig schlechter abschneidet.

Warum aber einen durchschnittlichen Fonds wählen, wenn man auch die Fonds wählen kann, die Spitzenrenditen eingefahren haben? Diese Logik ist ein Trugschluss, denn solche Fonds lassen sich nicht im Vorhinein (ex-ante), sondern lediglich im Nachhinein (ex-post) bestimmen, wie unter anderem eine Studie von Nobelpreisträger Eugene Fama und Kenneth French untersuchte (2010).

#### Markteffizienz – die Basis für passives Investieren

Dass aktives Investieren wenig Erfolg versprechend ist, liegt an der Effizienz der Märkte. Sie hat zur Konsequenz, dass Preise von Finanztiteln stets „richtig“ sind und der heutige Preis der beste Anhaltspunkt für den morgigen Preis ist. Diese fundamentale Erkenntnis der Finanzwissenschaft hat weitreichende Implikationen. Die Begründung der Erkenntnis liegt im starken Wettbewerb, dem die Vielzahl von (professionellen) Marktteilnehmern ausgesetzt ist. Kontinuierlich werden Informationen unterschiedlichster Form gesammelt und auf ihre Bedeutung für Marktpreise hin evaluiert. Durch das kollektive und kontinuierliche Einpreisen dieser

Informationen bilden Marktpreise die aggregierten Erwartungen der Marktteilnehmer zu jedem Zeitpunkt akkurat ab. Signifikante Abweichungen vom „fairen“ Preis haben nicht lange Bestand, denn Finanzakteure betreiben in diesem Fall Arbitrage: Sie realisieren weitgehend risikofreien Profit, aber sorgen auch für Preisdruck hin zum fairen Preis. Daraus folgt, dass dauerhafte Änderungen der Marktpreise nur noch durch neue – und per Definition unvorhersehbare – Informationen herrühren können. Da kein Investor die Zukunft vorher sagen kann, ergibt sich daraus die theoretische Grundlage für die Nachteile der aktiven Anlagephilosophie.

Die Tatsache, dass heutige Fondsmanager mit großer Wahrscheinlichkeit mehr Finanzwissen und technische Werkzeuge zur Hand haben als ihre Vorgänger vor 30 Jahren, ist dabei unerheblich. Denn ebenso ist die heutige Konkurrenz fähiger als die Konkurrenz vor 30 Jahren. Somit besteht auf dem Finanzmarkt ein harter Wettbewerb.

Dennoch mag sich die Bank fragen, ob sich nicht einige der von der Finanzwirtschaft gefundenen Marktanomalien oder Faktoren, wie zum Beispiel „Momentum“ oder „Value“, zu ihren Gunsten nutzen ließen. Leider – aus Perspektive der Bank – greift auch hier der Wettbewerb. In einer vielbeachteten Studie untersuchten die Forscher McLean und Pontiff (2016) die Performance von fast 100 der prominentesten Faktoren im US-Aktienmarkt außerhalb des Ursprungszeitraums, für den sie nachgewiesen wurden. Wie sich herausstellt verringerte sich die Performance der Faktoren außerhalb des Ursprungszeitraums („out-of-sample“) deutlich. Inter-

essanter jedoch ist ein weiterer Verfall der Performance nach Bekanntwerden des Faktors. Werden also Marktteilnehmer auf Faktoren aufmerksam, so sorgt ihr aktives Handeln gegen diesen Faktor für eine Korrektur der Preise und somit für niedrigere zukünftige Rendite.

#### Passiv, aber wie?

Entscheidet sich die Bank für passives, kosteneffizientes Investieren, bleibt letztendlich noch die Frage nach dem richtigen Instrument. In den vergangenen Jahren haben Exchange Traded Funds stark an Bedeutung zugenommen. Durch ihre Konstruktion stellen diese eine grundsätzlich liquide Möglichkeit dar, einen breiten Markt abzubilden. Kostengünstig, transparent und einfach handelbar sind sie generell eine gute Wahl für die passive Anlagephilosophie.

Allerdings birgt die hohe Liquidität der ETFs auch mögliche Risiken. Insbesondere in volatilen Marktbedingungen können sich „Authorized Participants“ oder Marktmacher der ETFs zurückziehen und es somit zu höherer Geldbrief-Spanne und stärkerer Abweichung zum Nettoinventarwert kommen (im Extremfall „Flash Crashes“). Die Börsen- und Regulierungsinstitutionen wie die EZB überwachen jedoch bereits die Entwicklung der ETFs und haben erste Schritte eingeleitet, die Anlage in ETFs in Zukunft noch sicherer zu machen.

Der Standpunkt der EZB ist daher pro ETFs, besonders wenn diesen namhafte Indizes zugrunde liegen. Möchte die Bank nicht auf ETFs setzen und kann auf die zusätzliche Ebene der Liquidität bei ETFs verzichten, dann bieten klassische passive Indexfonds eine hervorragende Alternative. ■

LEISTUNG & WERTE

## Vermögensverwaltung für Sie weitergedacht.

Unsere Vermögensverwaltung verbindet Leistung & Werte. Für Leistung sorgt unser Investmentkonzept, das Chancen stärker nutzt und Risiken begrenzt. Mit einer breit diversifizierten Kerninvestition für die Stabilität. Zur Renditeoptimierung schalten unsere Experten sehr agil „Satelliten“ hinzu. Das sind aktiv

gemanagte Themen-Investments. Über allem als Richtschnur unserer Anlagephilosophie die genossenschaftlichen Werte: Partnerschaft, Sicherheit und Stabilität. Weil nicht nur zählt, was zählbar ist. Mehr erfahren Sie bei Ihrem Vertriebsdirektor oder unter [www.dz-privatbank.com](http://www.dz-privatbank.com)

**DZ PRIVATBANK**