

# Schluss mit dem Affentheater!

August 2017

In der Welt des Investmentmanagements geistert eine Idee umher: Affen mit verbundenen Augen werfen mit Dartpfeilen auf Seiten mit Börsennotierungen. So können sie Portfolios auswählen, die sich genauso gut – wenn nicht sogar besser – wie der Markt und auch das Durchschnittsportfolio entwickeln, welches von professionellen Vermögensverwaltern aufgebaut wurde. Falls das tatsächlich wahr ist – wie kann das möglich sein?

## DIE DARTSCHEIBE

**Abbildung 1** zeigt die Positionen im Russell 3000 Index (der als guter Repräsentant des US-Aktienmarktes gilt, dem größten der Welt) per 31. Dezember 2016. Jede Aktie des Index ist durch ein Kästchen dargestellt und die Größe jedes Kästchens verdeutlicht die Marktkapitalisierung der jeweiligen Aktie (Aktienpreis multipliziert mit ausstehenden Aktien). Apple (AAPL), zum Beispiel, hat das größte Kästchen, da das Unternehmen in dieser Gruppe die größte Marktkapitalisierung hat. Von oben nach unten betrachtet werden die Kästchen immer kleiner; dies repräsentiert die absteigende Marktkapitalisierung der Unternehmen. Zudem sind die Kästchen in vier farblich gekennzeichnete Gruppen eingeteilt, und zwar entsprechend ihrer Marktkapitalisierung und ihrem relativen Preis. Value-Aktien weisen einen niedrigeren relativen Preis auf (etwa nach dem Kurs-

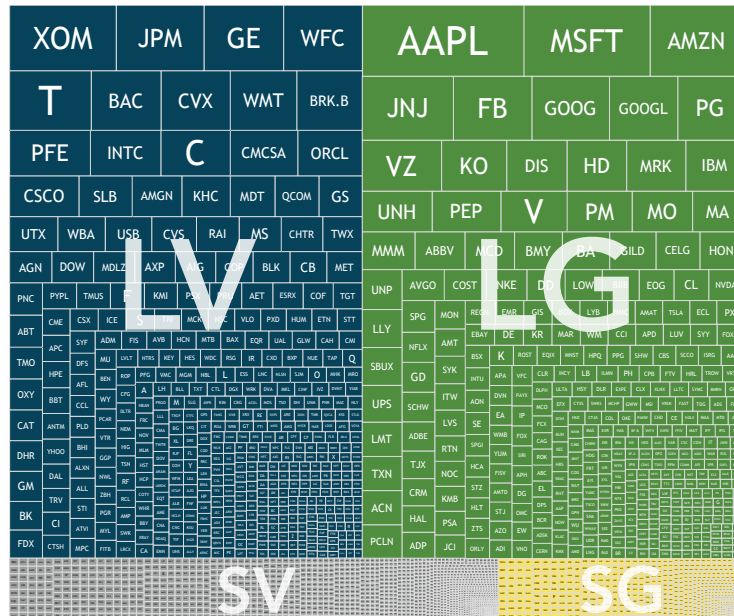
Die willkürliche Auswahl von Aktien durch das Werfen von Dartpfeilen ist kein effizientes oder zuverlässiges Anlageverfahren.

Buchwert-Verhältnis gemessen)<sup>1</sup>, Growth-Aktien haben in der Regel einen höheren relativen Preis. In der Abbildung steht Blau für Large-Cap-Value-Aktien (LV), Grün für Large-Cap-Growth-Aktien (LG), Grau für Small-Cap-Value-Aktien (SV) und Gelb für Small-Cap-Growth-Aktien (SG).

Entsprechend können Sie sich Abbildung 1 als Analogie zum allgemeinen US-Aktienmarkt vorstellen. Sie ähnelt somit einem Portfolio, das professionelle Assetmanager zusammengenommen halten müssen, um gegenüber ihren „affenartigen“ Mitbewerbern bestehen zu können. Für jeden Anleger, der eine Übergewichtung in einer bestimmten Aktie hält (im Vergleich zur Gewichtung ihrer Marktkapitalisierung), muss es auch einen Anleger geben,

1. Das Verhältnis des Marktwertes eines Unternehmens zu seinem Buchwert, wobei der Marktwert als Aktienpreis multipliziert mit ausstehenden Aktien und Buchwert als der Wert des Eigenkapitals, wie in der Bilanz eines Unternehmens ausgewiesen, berechnet wird.

Abbildung 1: US-Aktien gemessen nach Marktkapitalisierung



Nur zu Illustrationszwecken. Die Illustration enthält Bestandteile des Russell 3000 Index per 31. Dezember 2016 auf einer marktkapitalisierungsgewichteten Basis, die in Large Value, Large Growth, Small Value und Small Growth segmentiert wurde. Quelle: Frank Russell Company ist die Quelle und Besitzer der Marken, Dienstleistungsmarken und Urheberrechte im Zusammenhang in Bezug auf Russell Indizes. Weitere Informationen finden Sie im Anhang.

der in derselben Aktie untergewichtet ist. Dies bedeutet, dass der durchschnittlich investierte US-Dollar ein Portfolio hält, das dem allgemeinen Markt entspricht.<sup>2</sup>

**Abbildung 2**, wiederum zeigt die „Dartscheibe“, die die nach Zufallsprinzip agierenden Affen verwenden. Hier besteht der Index aus denselben Komponenten wie in Abbildung 1. Statt einer Gewichtung der jeweiligen Unternehmen nach Marktkapitalisierung sind jedoch alle Unternehmen gleich gewichtet. Das Kästchen von Apple ist beispielsweise genauso groß wie die Kästchen aller anderen Unternehmen im Index – unabhängig von der Marktkapitalisierung. Würde man Zeitungsseiten mit Börsennotierungen an die Wand hängen und Dartpfeile darauf werfen, würde Abbildung 2 dem Ziel wesentlich stärker entsprechen.

Werden Abbildungen 1 und 2 nebeneinander betrachtet, wird klar, dass diese sich erheblich voneinander unterscheiden. In Abbildung 1 wird die Fläche von Large-Cap-Value- und Large-Cap-Growth-Aktien (blau und grün) beherrscht. In Abbildung 2 dominieren jedoch

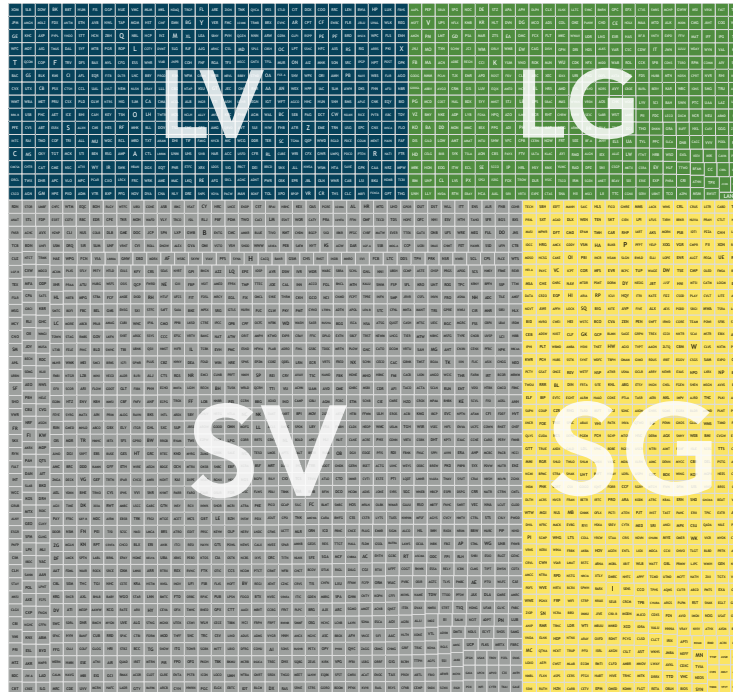
Small-Cap-Value-Aktien (grau). Warum ist das von Bedeutung? Forschungsergebnisse haben gezeigt, dass Aktien kleiner Unternehmen in der Vergangenheit im Vergleich zu Aktien großer Unternehmen höhere Renditen erzielten. Forschungsergebnisse haben außerdem gezeigt, dass Value-Aktien (bzw. Aktien mit niedrigem relativem Preis) in der Vergangenheit im Vergleich zu Growth-Aktien (bzw. Aktien mit hohem relativen Preis) höhere Renditen erzielten. In Abbildung 2 weisen Small-Cap-Value-Aktien anteilmäßig eine größere Fläche auf. Daher ist es wahrscheinlicher, dass ein Portfolio mit Aktien, die durch das Werfen von Dartpfeilen willkürlich ausgewählt wurden, schließlich eine höhere Gewichtung hin zu Quellen höherer erwarteter Renditen aufweist als der Markt.

**ALSO...RAN AN DIE DARTPFEILE?**

Dies bedeutet jedoch nicht, dass die willkürliche Auswahl von Aktien durch das Werfen von Dartpfeilen ein effizientes oder zuverlässiges Anlageverfahren ist. Dabei werden die Komplexitäten ausgeblendet, die auf wettbewerbsorientierten Märkten bestehen.

2. Weiteres über dieses Konzept finden Sie in "The Arithmetic of Active Management" von William Sharpe auf <https://web.stanford.edu/~wfs Sharpe/art/active/active.htm>

Abbildung 2: US-Aktien gleichgewichtet



*Nur zu Illustrationszwecken. Die Illustration enthält Bestandteile des Russell 3000 Index per 31. Dezember 2016 auf einer gleichgewichteten Basis, die in Large Value, Large Growth, Small Value und Small Growth segmentiert ist. Quelle: Frank Russell Company ist die Quelle und Besitzer der Marken, Dienstleistungsmarken und Urheberrechte im Zusammenhang mit den Russell Indizes. Weitere Informationen finden Sie im Anhang.*

Betrachten Sie als Beispiel etwas ganz einfaches wie die Strategie, jede Aktie im Russell 3000 Index gleich gewichtet zu halten (dies entspricht dem Kauf der gesamten Dartscheibe in Abbildung 2). Um eine gleiche Gewichtung aller 3.000 Wertpapiere aufrechtzuerhalten, müsste ein Anleger häufige Rebalancierungen dieser Positionen durchführen: Er müsste Aktien von Unternehmen kaufen, deren Preis gesunken ist, und Aktien verkaufen, deren Preis gestiegen ist. Grund dafür ist, dass sich bei Preisänderungen auch die jeweilige Gewichtung der einzelnen Position im Portfolio ändert. Ohne die Berücksichtigung darauf, ob diese häufigen Transaktionen einen Wert schaffen, der die dadurch entstehenden Kosten übersteigt, nehmen Anleger in Kauf, dass ein unerwünschtes Ergebnis eintreten könnte.

Wenn es jedoch bekannte Treiber gibt, die die Unterschiede in erwarteten Renditen zwischen Aktien erklären, kann ein systematischer und zielgerichteter Ansatz, der die realen Einschränkungen berücksichtigt, die Chancen auf einen Anlageerfolg deutlich steigern. Bei einem solchen

Ansatz müssen bestimmte Aspekte bedacht werden. So z.B. ein Verständnis für die Renditetreiber und dafür, ein Portfolio gezielt auf sie auszurichten. Zudem sind auch eine ausreichende Diversifizierung, angemessenes Rebalancieren und die Bewältigung der daraus entstehenden Kosten von Bedeutung.

#### **EIN LANGES SPIEL**

Schließlich kann nicht genug betont werden, wie wichtig es ist, eine Assetallokation zu haben, die auf die Ziele und Risikobereitschaft der Anleger zugeschnitten ist, und die langfristigen Ziele nicht aus den Augen verliert. Sogar wohl durchdachte Portfolios, die höhere erwartete Renditen anstreben, werden Phasen mit enttäuschenden Ergebnissen erleben. Ein Finanzberater kann einem Anleger dabei helfen, sich für eine geeignete Assetallokation zu entscheiden, in Phasen mit enttäuschenden Ergebnissen durchzuhalten und die oben erwähnten Aspekte sorgfältig zu überdenken, um ihm bei der Entscheidung zu helfen, ob eine bestimmte Anlagestrategie die richtige für ihn ist.

**FAZIT**

Welche Erkenntnisse können Anleger nun aus dieser Analyse gewinnen? Erstens: Durch die Übergewichtung eines Portfolios hin zu zuverlässigen Quellen mit höheren erwarteten Renditen können Anleger den Markt möglicherweise übertreffen, ohne die Marktpreise vorhersagen zu müssen. Zweitens: Implementierung und Geduld sind von zentraler Bedeutung. Wenn höhere erwartete Renditen angestrebt werden, sollte dies auf kostengünstige Art und Weise und vor dem Hintergrund der langfristigen Ziele des Anlegers geschehen.

**APPENDIX**

Large Cap ist definiert als obere 90% der Marktkapitalisierung (Small Cap als die unteren 10%), während Value als 50% der Marktkapitalisierung der niedrigsten relativen Preisaktien definiert ist (Growth ist 50% der Marktkapitalisierung der höchsten relativen Preisaktien). Dies dient ausschließlich für Bildungs- und Informationszwecke und es stellt keine Empfehlung einzelner Wertpapiere dar. Die Bestimmungen von Large Value, Large Growth, Small Value und Small Growth stellen keine Entscheidungen darüber dar, die Dimensional bei der Beurteilung der dargestellten Wertpapiere übernimmt.

---

**SO FERN SIE EIN KLEINANLEGER SIND, WURDE IHNEN DIESES DOKUMENT VON EINEM FINANZBERATER ZUR VERFÜGUNG GESTELLT, DER IHNEN DIE DARIN ENTHALTENEN KONZEPTE NÄHER ERKLÄREN KANN.**

Diese Unterlagen werden herausgegeben von Dimensional Fund Advisors Ltd. (DFAL), Geschäftsanschrift 20 Triton Street, Regent's Place, London, NW1 3BF, Unternehmensidentifikationsnummer 02569601, zugelassen und beaufsichtigt von der britischen Finanzaufsichtsbehörde (Financial Conduct Authority, FCA) - Firmenregisternummer 150100 sowie berechtigt, ihre regulierten Finanzdienstleistungen auf Grundlage eines Europäischen Passes grenzüberschreitend nach Deutschland unter der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zu erbringen – BaFin-Registernummer 120215.

Dimensional Fund Advisors Ltd. (DFAL) bietet keine Finanzberatung. Es liegt in Ihrer Verantwortung zu entscheiden, ob ein Investment für Ihre persönlichen Verhältnisse geeignet ist. Wir empfehlen Ihnen, diese Entscheidung mithilfe eines Finanzberaters zu treffen. **Anlagen beinhalten Risiken. Der angelegte Kapitalwert sowie die daraus erzielte Kapitalrendite unterliegen Schwankungen, sodass der Wert der Fondsanteile bei Rückgabe über oder unter dem Erwerbkurs liegen kann.**

Das Material dient Informationszwecken und ist nur für Ihren Gebrauch bestimmt. Es stellt keine Empfehlung und kein Angebot zur Zeichnung oder zum Kauf von hier genannten Produkten oder Dienstleistungen dar. Es liegt in der Verantwortung eines am Erwerb interessierten Investors, sich selbst zu informieren und alle anwendbaren Gesetze und Regeln zu beachten. Jede Gesellschaft, die für das Weiterleiten dieses Materials an andere Personen verantwortlich ist, trägt die Verantwortung für die Einhaltung sämtlicher Gesetze und Regelungen über Werbung für Finanzprodukte. Die zur Verfügung gestellten Informationen stellen keine ausreichende Grundlage für Anlageentscheidungen dar. Informationen und Meinungen in diesem Material stammen aus Quellen, die DFAL für verlässlich hält. Dennoch übernimmt DFAL keine Gewähr für deren Richtigkeit oder Vollständigkeit. DFAL übernimmt keine Haftung für Verluste, die sich aus der Verwendung der Informationen in diesem Dokument ergeben. **Die Wertentwicklung in der Vergangenheit stellt keine Garantie für zukünftige Entwicklungen dar. Es gibt keine Garantie dafür, dass Strategien erfolgreich sind.**

„Dimensional“ bezieht sich auf die Gesellschaften aus der Dimensional-Unternehmensgruppe im Allgemeinen und nicht auf eine bestimmte Dimensional-Gesellschaft. Zu den Gesellschaften der Dimensional-Unternehmensgruppe gehören Dimensional Fund Advisors LP, Dimensional Fund Advisors Ltd. (einschließlich ihrer deutschen Niederlassung), DFA Australia Limited, Dimensional Fund Advisors Canada ULC, Dimensional Fund Advisors Pte. Ltd. und Dimensional Japan Ltd.

Daten, die in Zeiträumen vor der Indexauflegung angegeben werden, stellen keine tatsächlichen Renditen des jeweiligen Index dar. Andere ausgewählte Zeiträume können unterschiedliche Ergebnisse aufweisen, inklusive Verluste. Historische, rückwirkend berechnete Indexwertentwicklung ist hypothetisch und wird nur zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt, um die historische Wertentwicklung anzuzeigen, wenn es den Index über die relevanten Zeiträume gegeben hätte. Rückwirkend berechnete Wertentwicklung bezieht die Reinvestition von Dividenden und von sonstigen Erträgen mit ein. Ken French und Eugene Fama sind beratend für ein Tochterunternehmen von Dimensional Fund Advisors Ltd. tätig und sind zudem Vorstandsmitglieder eines Tochterunternehmens von Dimensional Fund Advisors Ltd.