



**STEINBEIS-HOCHSCHULE
BERLIN**

Matthias Krautbauer

**Aktive Investmentfonds und
passive Exchange Traded Funds (ETF)
am deutschen Kapitalmarkt**

**Wertentwicklung und Einbindung in das Portfolio-
management aus Sicht institutioneller Investoren**



Steinbeis-Edition

Matthias Krautbauer

**Aktive Investmentfonds und
passive Exchange Traded Funds (ETF)
am deutschen Kapitalmarkt**

**Wertentwicklung und Einbindung in das Portfolio-
management aus Sicht institutioneller Investoren**

Impressum

© 2015 Steinbeis-Edition

Alle Rechte der Verbreitung, auch durch Film, Funk und Fernsehen, fotomechanische Wiedergabe, Tonträger jeder Art, auszugsweisen Nachdruck oder Einspeicherung und Rückgewinnung in Datenverarbeitungsanlagen aller Art, sind vorbehalten.

Matthias Krautbauer

Aktive Investmentfonds und passive Exchange Traded Funds (ETF) am deutschen Kapitalmarkt
Wertentwicklung und Einbindung in das Portfoliomanagement aus Sicht institutioneller Investoren

1. Auflage, 2015 | Steinbeis-Edition, Stuttgart

ISBN 978-3-95663-042-2

Zugl. Steinbeis-Hochschule Berlin, Dissertation 2015

Satz: Steinbeis-Edition

Druck: e. kurz + co druck und medientechnik gmbh, Stuttgart

Steinbeis ist weltweit im unternehmerischen Wissens- und Technologietransfer aktiv. Zum Steinbeis-Verbund gehören derzeit rund 1.000 Unternehmen. Das Dienstleistungsportfolio der fachlich spezialisierten Steinbeis-Unternehmen im Verbund umfasst Forschung und Entwicklung, Beratung und Expertisen sowie Aus- und Weiterbildung für alle Technologie- und Managementfelder. Ihren Sitz haben die Steinbeis-Unternehmen überwiegend an Forschungseinrichtungen, insbesondere Hochschulen, die originäre Wissensquellen für Steinbeis darstellen. Rund 6.000 Experten tragen zum praxisnahen Transfer zwischen Wissenschaft und Wirtschaft bei. Dach des Steinbeis-Verbundes ist die 1971 ins Leben gerufene Steinbeis-Stiftung, die ihren Sitz in Stuttgart hat. Die Steinbeis-Edition verlegt ausgewählte Themen aus dem Steinbeis-Verbund.

177814-2015-05 | www.steinbeis-edition.de

Geleitwort

Die Frage nach Renditeunterschieden zwischen aktiven und passiven Kapitalanlagen und den daraus resultierenden Implikationen für Investoren beschäftigen Wissenschaft und Praxis seit Jahrzehnten. Durch die Einführung von Exchange Traded Funds wurde Investoren ein innovatives Produkt für passive Kapitalanlagen bereitgestellt. Das starke Wachstum dieser Produkte weltweit, aber auch in Europa und Deutschland, spricht für eine hohe Akzeptanz dieser Produkte bei Investoren.

Die Dissertationsschrift von Herrn Krautbauer setzt an der Fragestellung nach den Renditeunterschieden zwischen am deutschen Markt zum Vertrieb zugelassenen aktiven Investmentfonds und passiven Exchange Traded Funds in unterschiedlichen Aktienmärkten an. Im Rahmen der Untersuchung erfolgt dabei erstmalig ein umfassender Vergleich unterschiedlicher tatsächlich investierbarer aktiver und passiver Anlagen über einen langen Zeitraum. Die Ergebnisse der Analyse zeigen, dass kein aktiver Fonds dauerhaft in der Lage ist, eine Outperformance gegenüber dem Markt zu generieren. Vielmehr schwanken die Renditen der aktiven Fonds stark. Exchange Traded Funds bieten den Investoren dagegen, durch die gute Nachbildungsgenauigkeit, die Option effektiv an der Entwicklung eines Marktindex zu partizipieren.

Auf Basis der zudem durchgeführten empirischen Befragungen gelingt es Herrn Krautbauer, die Entscheidungsprozesse institutioneller Investoren detailliert herauszuarbeiten. Hierbei zeigt sich, dass die Investoren die Faktenlage im Hinblick auf die tatsächlich mit aktiven Fonds und passiven Exchange Traded Funds zu erzielenden Renditen in der Praxis nicht entsprechend würdigen.

Herrn Krautbauer gelingt es, seine umfangreichen empirischen Untersuchungen zu einem Gesamtkonzept zusammenzuführen und Optimierungsansätze für die Kapitalanlage abzuleiten. Damit leistet die Arbeit einen wichtigen Erkenntnisgewinn für Wissenschaft und Praxis.

Professor Dr. Jens Kleine
München, im März 2015

Vorwort

Die vorliegende Dissertationsschrift ist während meiner Zeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter am Steinbeis Research Center for Financial Services entstanden und wurde im Jahr 2014 an der Steinbeis-Hochschule Berlin angenommen. An dieser Stelle möchte ich die Gelegenheit nutzen, allen, die auf unterschiedlichem Wege zum Gelingen der vorliegenden Arbeit beigetragen haben zu danken.

Mein erster Dank gilt meinem Doktorvater Professor Dr. Jens Kleine, der mich in den Jahren während der Erstellung meiner Dissertationsschrift motivierte und der in wissenschaftlichen, aber auch beruflichen, Fragestellungen mit zahlreichen Ratschlägen und Diskussionen wertvoll Impulse liefern konnte. Darüber gilt mein Dank Herrn Professor Dr. Niklas Wagner für die zeitnahe Zweitbegutachtung meiner Arbeit.

Der Steinbeis-Hochschule Berlin und insbesondere Herrn Professor Dr. Dr. h.c. mult. Johann Lohn möchte ich für die Annahme meines Forschungsprojektes sowie die zahlreichen Anregungen im Rahmen der Projektkolloquien danken.

Darüber hinaus gilt mein besonderer Dank meinen Lehrstuhlkollegen der ersten und zweiten Stunde Alessandro, Max, Martin und Tim, mit denen es, neben dem fachlichen Austausch und der täglichen Arbeit, stets gelungen ist auch die notwendige freundschaftliche und witzige Atmosphäre beizubehalten. Einfach nur Danke Jungs!

Schließlich möchte ich meiner Mutter und meinen Geschwistern, aber auch insbesondere meiner Lebensgefährtin Cathérine für das Verständnis, die moralische und praktische Unterstützung sowie das beständige Zutrauen in mein Tun danken – ihnen sei diese Arbeit gewidmet.

Matthias Krautbauer
München, im März 2015

Kurzfassung

Die über Jahre und Jahrzehnte etablierten Anlagestrategien institutioneller Investoren befinden sich im Wandel. Insbesondere die Vorteile aktiver Anlagestrategien werden zunehmend hinterfragt. Dagegen finden passive Anlagen immer häufiger Verwendung. Dennoch besteht bei den Investoren die Ansicht, dass es durch die Selektion der besten aktiven Manager möglich ist, den Markt outzuperformen. Um die tatsächlichen Renditeunterschiede zwischen aktiven und passiven Anlagen zu analysieren, ist es das Ziel dieser Arbeit die Wertentwicklung dieser beiden unterschiedlichen Anlagemöglichkeiten zu untersuchen. Als Datengrundlage werden hierfür unterschiedliche, am deutschen Markt zugelassene, aktive Investmentfonds und passive Exchange Traded Funds genutzt. Hierbei wird auf verschiedene Aktienmärkte eingegangen, wobei ein langer Analysezeitraum zugrunde liegt. Darüber hinaus erfolgt eine Analyse der bisherigen Einbindung von passiven Anlagen und speziell ETF in die Portfolien der institutionellen Investoren sowie der Entscheidungsprozesse bei der Selektion von aktiven und passiven Anlagen.

Ziel der Arbeit ist es, valide Aussagen über die Performanceunterschiede aktiver Investmentfonds und passiver Exchange Traded Funds am deutschen Markt treffen zu können und dadurch eine Grundlage für eine sinnvolle Einbindung dieser beiden Instrumente in die Portfolien institutioneller Investoren zu schaffen. Zudem soll die Übertragbarkeit der bereits vorhandenen Ergebnisse wissenschaftlicher Untersuchungen, zur Wertentwicklung von aktiven und passiven Kapitalanlagen auf den deutschen Markt und auch speziell das Produkt ETF, geprüft werden.

Zur Erarbeitung der Forschungsinhalte werden, auf Basis unterschiedlicher theoretischer Grundlagen, vorwiegend empirische Analysen durchgeführt. Die Arbeit ist inhaltlich dem Bereich der Kapitalmarktforschung zuzuordnen. Dabei soll sowohl ein Beitrag für die Wissenschaft, als auch ein unmittelbarer Nutzen für die Praxis gestiftet werden.

Die Ergebnisse der Arbeit zeigen, dass die Investoren die Möglichkeiten aktiver Investmentfonds gegenwärtig überschätzen und folglich auch erst vergleichsweise wenige passive Anlagen und speziell ETF im Portfolio allokiert haben. Eine stärkere Nutzung von ETF wäre jedoch, aufgrund der Renditevorteile im Vergleich zu aktiven Fonds, sinnvoll. Denn die Renditen der aktiven Fonds schwanken deutlich, wobei keine dauerhaft überdurchschnittlichen Manager existieren und eine ex ante Selektion der temporären Outperformer nicht valide möglich ist.

Summary

Institutional Investor's investment strategies, which have been established for years or even decades, are changing. Especially the advantages of active investment strategies have been questioned more and more. In contrast passive investments are gaining momentum. However many investors still believe that it is possible to outperform the market by selecting the best active fund managers.

To proof the real differences in the returns of active and passive investments the dissertation aims to analyse the performance of both investment possibilities. Therefore various active funds and passive Exchange Traded Funds, notified for sale on the German market, were used as data basis. In this context various stock markets have been analysed, at which long analysis periods were taken as basis. Besides that an analysis of the integration of passive investments and especially Exchange Traded Funds in the institutional investor's portfolios and the decision processes selecting active and passive investments takes place.

The objective of this dissertation is to provide valid evidence of the differences in the returns of active investment funds and passive Exchange Traded Funds on the German market to be able to provide a solid basis for decision making regarding an effective integration in institutional investor's portfolios. Moreover, the transferability of the existing scientific evidence on active and passive investments, on the practical situation on the German market, and especially the product ETF, shall be proven.

For the development of the research content, mainly empirical methods are used, adapted from different theoretical basics. The dissertation relates to the field of capital markets. The motivation is to provide a scientific contribution as well as a direct benefit for the business practice.

The results show that the possibilities of active investment funds are currently overestimated by the institutional investors, therefore the allocation of passive investments and especially ETF is limited up to now. But a stronger utilization of ETF would make sense, according to the revenue benefits compared to active investment funds. The returns of the active investment funds are fluctuating strongly at which no steadily above average manager exists and an ex-ante selection of the temporary outperformers is impossible on a valid basis.

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	XI
Diagrammverzeichnis	XIII
Abkürzungsverzeichnis	XVII
1 Einleitung.....	1
1.1 Übergeordneter Zusammenhang.....	1
1.2 Forschungsfrage und Zielsetzung	3
1.3 Forschungsmethodik und -design	7
1.4 Stand der Forschung.....	9
1.5 Aufbau der Arbeit	14
2 Einordnung aktiver und passiver Kapitalanlagen.....	16
2.1 Begriffsbestimmung und Abgrenzung.....	16
2.2 Relevanz des Benchmarkkonzeptes	21
2.3 Grundlagen des Konzepts der passiven Kapitalanlage.....	28
2.3.1 Effizienzmarkthypothese.....	28
2.3.2 Capital Asset Pricing Modell (CAPM).....	33
3 Exchange Traded Funds als Instrument der passiven Kapitalanlage.....	45
3.1 Entwicklung des Angebots und Begriffsherkunft.....	45
3.2 Produkteigenschaften.....	51
3.2.1 Methoden des Indextrackings.....	51
3.2.2 Handel und Preisbildung.....	56
3.2.3 Kostenstrukturen.....	64
3.3 Vergleich mit anderen passiven Kapitalanlageprodukten	77
3.3.1 Fonds	78
3.3.2 Derivate	83
3.3.3 Zusammenfassung.....	86
4 Performancevergleich aktiver Investmentfonds und passiver Exchange Traded Funds am Aktienmarkt im Zeitraum 2000 bis 2010	88
4.1 Forschungsmethodik.....	88
4.1.1 Untersuchungsdesign und Vorgehensweise	88
4.1.2 Hypothesen	98

4.2	Untersuchung der Wertentwicklung von aktiven Investmentfonds und Exchange Traded Funds im Vergleich zum Referenzindex in unterschiedlichen Aktienmärkten	100
4.2.1	Globale Indizes (Benchmark MSCI World)	100
4.2.2	Regionale Indizes.....	114
4.2.3	Länderindizes	126
4.2.4	Länder Nebenwertindizes	139
4.2.5	Emerging Markets Indizes (Benchmark MSCI Emerging Markets).....	149
4.3	Zusammenfassung und Diskussion der Hypothesenprüfung.....	155
5	Empirische Ergebnisse zum Portfoliomanagement, dem Fondsselektionsprozess und der Einbindung von ETF bei institutionellen Investoren	165
5.1	Forschungsmethodik und -design	165
5.1.1	Untersuchungsdesign und Vorgehensweise	165
5.1.2	Stichprobengröße und -struktur	168
5.2	Portfoliomanagement	172
5.2.1	Asset Allocation.....	172
5.2.2	Eigengemanagte und ausgelagerte Assetklassen	177
5.2.3	Fondsselektionsprozess	182
5.2.4	Verbreitung passiver Anlagen nach Assetklassen.....	199
5.2.5	Anteil und Struktur der passiven Kapitalanlagen	203
5.3	Einbindung von Exchange Traded Funds.....	206
5.3.1	Chancen und Risiken einer Anlage	206
5.3.2	Assetklassenspezifische Attraktivität als Ersatz für aktive Fonds....	209
5.3.3	Einsatzzwecke bei der Nutzung	211
5.3.4	Erschlossene Märkte.....	216
6	Implikationen der Ergebnisse.....	221
6.1	Performance aktiver und passiver Anlagen sowie Selektionsfähigkeiten bei der Fondsauswahl	221
6.2	Optimierungspotentiale mittels ETF und operative Umsetzungsmöglichkeiten	225
7	Schlussbetrachtung und Ausblick.....	229
	Anhang.....	231
	Literaturverzeichnis	262

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Kernforschungsfragen des Forschungsprojektes	4
Abbildung 2: Übersicht über das Gesamtforschungsdesign	8
Abbildung 3: Stand der Forschung: Renditeunterschiede aktiver und passiver Kapitalanlagen	12
Abbildung 4: Übersicht über mögliche Anlagestrategien bei aktiven und passiven Kapitalanlagen	17
Abbildung 5: Auswirkungen der unterschiedlichen Korrelationen auf den Diversifikationseffekt	34
Abbildung 6: Stabilität des Investmentstils und Effizienz von Indizes	39
Abbildung 7: Entwicklungsphasen von ETF in Deutschland	48
Abbildung 8: ETF-Volumen und Anzahl weltweit und Europa sowie Anzahl der in Deutschland zum Vertrieb zugelassenen Produkte	50
Abbildung 9: Creation Redemption-Prozess bei klassischer Nachbildung	61
Abbildung 10: Creation Redemption-Prozess bei derivativer Nachbildung mittels Swaps	62
Abbildung 11: Kostenbestandteile bei ETF	64
Abbildung 12: Zusammensetzung der Total Cost of Ownership und der Total Expense Ratio bei Full Replication ETF am Beispiel des Euro Stoxx 50 (exemplarische Darstellung)	76
Abbildung 13: Übersicht passiver Kapitalanlageprodukte	78
Abbildung 14: Übersicht über die Charakteristik unterschiedlicher passiver Kapitalanlageprodukte	86
Abbildung 15: Übersicht über die Ergebnisse der Hypothesenprüfung	161
Abbildung 16: Anzahl geführter Befragungen nach Befragungsklustern	170
Abbildung 17: Durchschnittliche Portfoliostruktur der institutionellen Investoren	174
Abbildung 18: Übersicht über die direkt gemanagten Assetklassen und diejenigen mit ausgelagertem Management	179
Abbildung 19: Gründe für eine stärkere Nutzung passiver Anlagen	187
Abbildung 20: Berücksichtigte Selektionskriterien bei aktiven Fonds	194
Abbildung 21: Berücksichtigte Selektionskriterien bei passiven Exchange Traded Funds	197
Abbildung 22: Einsatzort passiver Anlagen	200
Abbildung 23: Prozentualer Anteil unterschiedlicher passiver Anlageinstrumente an den gesamten passiven Anlagen	204

Abbildung 24: Nutzungshäufigkeit unterschiedlicher passiver Anlageinstrumente.....	205
Abbildung 25: Gründe, die gegen Investitionen in ETF sprechen.....	208
Abbildung 26: Assetklassenspezifische Attraktivität von ETF als Ersatz für aktive Fonds.....	209
Abbildung 27: Einsatzzwecke von ETF	212
Abbildung 28: Investitionsbereitschaft in ETF – Underlying Aktien	216
Abbildung 29: Investitionsbereitschaft in ETF – Underlyings Anleihen, Geldmarkt, Rohstoffe	219

Diagrammverzeichnis

Diagramm 1: Performancevergleich aktiver Fonds und ihrer Benchmark am Beispiel des MSCI World in den Jahren 2000 bis 2010.....	103
Diagramm 2: Risikoadjustierter Performancevergleich aktiver Fonds und ihrer Benchmark, basierend auf der Sharpe Ratio, am Beispiel des MSCI World in den Jahren 2000 bis 2010	104
Diagramm 3: Lineare Regression (quadratische Regression) der Anzahl der verfügbaren Betrachtungsperioden (ein Jahr) eines aktiven Fonds und dem Anteil der Betrachtungsperioden, in denen die Fondsrendite die Rendite der Benchmark übertroffen hat, am Beispiel des MSCI World in den Jahren 2000 bis 2010	105
Diagramm 4: Lineare Regression (quadratische Regression) der Anzahl der verfügbaren Betrachtungsperioden (ein Jahr) eines aktiven Fonds und dem Anteil der Betrachtungsperioden, in denen die Sharpe Ratio des Fonds die der Benchmark übertroffen hat, am Beispiel des MSCI World in den Jahren 2000 bis 2010	106
Diagramm 5: Lineare Regression der jährlichen Rendite im Vergleich zur Benchmark und der jährlichen Volatilität (Standardabweichung) aktiver Fonds am Beispiel des MSCI World in den Jahren 2000 bis 2010	107
Diagramm 6: Lineare Regression der jährlichen Rendite in Vergleich zur Benchmark und dem Fondsvolumen aktiver Fonds am Beispiel des MSCI World in den Jahren 2000 bis 2010	108
Diagramm 7: Lineare Regression der jährlichen Rendite im Vergleich zur Benchmark und der Total Expense Ratio aktiver Fonds am Beispiel des MSCI World in den Jahren 2000 bis 2010.....	109
Diagramm 8: Lineare Regression des jährlichen Tracking Errors und dem Fondsvolumen aktiver Fonds am Beispiel des MSCI World in den Jahren 2000 bis 2010.....	110
Diagramm 9: Performancevergleich von aktiven Fonds und Exchange Traded Funds am Beispiel des MSCI World in den Jahren 2003 bis 2010	111
Diagramm 10: Tracking Error von ETF auf den MSCI World in den Jahren 2007 bis 2010.....	113
Diagramm 11: Performancevergleich aktiver Fonds und ihrer Benchmark am Beispiel des MSCI Europe in den Jahren 2000 bis 2010	115

Diagramm 12: Risikoadjustierter Performancevergleich aktiver Fonds und ihrer Benchmark, basierend auf der Sharpe Ratio, am Beispiel des MSCI Europe in den Jahren 2000 bis 2010.....	116
Diagramm 13: Lineare Regression (quadratische Regression) der Anzahl der verfügbaren Betrachtungsperioden (ein Jahr) eines aktiven Fonds und dem Anteil der Betrachtungsperioden, in denen die Fondsrendite die Rendite der Benchmark übertroffen hat, am Beispiel des MSCI Europe in den Jahren 2000 bis 2010	117
Diagramm 14: Performancevergleich von aktiven Fonds und Exchange Traded Funds am Beispiel des MSCI Europe in den Jahren 2004 bis 2010.....	119
Diagramm 15: Performancevergleich aktiver Fonds und ihrer Benchmark am Beispiel des Euro Stoxx 50 in den Jahren 2001 bis 2010	121
Diagramm 16: Risikoadjustierter Performancevergleich aktiver Fonds und ihrer Benchmark, basierend auf der Sharpe Ratio, am Beispiel des Euro Stoxx in den Jahren 2001 bis 2010.....	122
Diagramm 17: Lineare Regression (quadratische Regression) der Anzahl der verfügbaren Betrachtungsperioden (ein Jahr) eines aktiven Fonds und dem Anteil der Betrachtungsperioden, in denen die Fondsrendite die Rendite der Benchmark übertroffen hat, am Beispiel des Euro Stoxx in den Jahren 2001 bis 2010.....	123
Diagramm 18: Performancevergleich von aktiven Fonds und Exchange Traded Funds am Beispiel des Euro Stoxx 50 in den Jahren 2001 bis 2010.....	125
Diagramm 19: Performancevergleich aktiver Fonds und ihrer Benchmark am Beispiel des S&P 500 in den Jahren 2000 bis 2010.....	128
Diagramm 20: Risikoadjustierter Performancevergleich aktiver Fonds und ihrer Benchmark, basierend auf der Sharpe Ratio, am Beispiel des S&P 500 in den Jahren 2000 bis 2010	129
Diagramm 21: Lineare Regression (quadratische Regression) der Anzahl der verfügbaren Betrachtungsperioden (ein Jahr) eines aktiven Fonds und dem Anteil der Betrachtungsperioden, in denen die Fondsrendite die Rendite der Benchmark übertroffen hat, am Beispiel des S&P 500 in den Jahren 2000 bis 2010.....	130
Diagramm 22: Performancevergleich von aktiven Fonds und Exchange Traded Funds am Beispiel des S&P 500 in den Jahren 2000 bis 2010	131
Diagramm 23: Performancevergleich aktiver Fonds und ihrer Benchmark am Beispiel des Euro DAX in den Jahren 2000 bis 2010	134

Diagramm 24: Risikoadjustierter Performancevergleich aktiver Fonds und ihrer Benchmark, basierend auf der Sharpe Ratio, am Beispiel des DAX in den Jahren 2000 bis 2010.....	135
Diagramm 25: Lineare Regression (quadratische Regression) der Anzahl der verfügbaren Betrachtungsperioden (ein Jahr) eines aktiven Fonds und dem Anteil der Betrachtungsperioden, in denen die Fondsrendite die Rendite der Benchmark übertroffen hat, am Beispiel des DAX in den Jahren 2000 bis 2010	136
Diagramm 26: Performancevergleich von aktiven Fonds und Exchange Traded Funds am Beispiel des DAX in den Jahren 2001 bis 2010	138
Diagramm 27: Performancevergleich aktiver Fonds und ihrer Benchmark am Beispiel des Russell 2000 in den Jahren 2000 bis 2010	140
Diagramm 28: Risikoadjustierter Performancevergleich aktiver Fonds und ihrer Benchmark, basierend auf der Sharpe Ratio, am Beispiel des Russell 2000 in den Jahren 2000 bis 2010	141
Diagramm 29: Performancevergleich von aktiven Fonds und Exchange Traded Funds am Beispiel des Russell 2000 in den Jahren 2009 bis 2010	143
Diagramm 30: Performancevergleich aktiver Fonds und ihrer Benchmark am Beispiel des MDAX in den Jahren 2000 bis 2010	145
Diagramm 31: Risikoadjustierter Performancevergleich aktiver Fonds und ihrer Benchmark, basierend auf der Sharpe Ratio, am Beispiel des MDAX in den Jahren 2000 bis 2010	147
Diagramm 32: Performancevergleich von aktiven Fonds und Exchange Traded Funds am Beispiel des MDAX in den Jahren 2002 bis 2010.....	148
Diagramm 33: Performancevergleich aktiver Fonds und ihrer Benchmark am Beispiel des MSCI Emerging Markets in den Jahren 2000 bis 2010	150
Diagramm 34: Risikoadjustierter Performancevergleich aktiver Fonds und ihrer Benchmark, basierend auf der Sharpe Ratio, am Beispiel des MSCI Emerging Markets in den Jahren 2000 bis 2010	151
Diagramm 35: Lineare Regression (quadratische Regression) der Anzahl der verfügbaren Betrachtungsperioden (ein Jahr) eines aktiven Fonds und dem Anteil der Betrachtungsperioden, in denen die Fondsrendite die Rendite der Benchmark übertroffen hat, am Beispiel des MSCI Emerging Markets in den Jahren 2000 bis 2010	152

Diagramm 36: Performancevergleich von aktiven Fonds und Exchange Traded Funds am Beispiel des MSCI Emerging Markets in den Jahren 2006 bis 2010.....	154
--	-----

Abkürzungsverzeichnis

\$	US-Dollar
€	Euro
Abb.	Abbildung
AIG	American International Group
Allg.	allgemein
AMEX	American Stock Exchange
AuM	Assets under Management
BaFin	Bundesaufsichtsamt für Finanzdienstleistungen
BGI	Barclays Global Investors
BP	Basispunkte
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CIP	Cash Index Partizipations
CSA	Core-Satellite-Ansatz
d. h.	das heißt
etc.	et cetera
DAX	Deutscher Aktienindex
EFTA-Staat	Europäische Freihandelsassoziation
EMT	Efficient Market Theorie
EPRA	European Platform of Regulatory Authorities
ETF	Exchange Traded Funds
ETP	Exchange Traded Product
FTSE	Financial Times Stock Exchange
ggf.	gegebenenfalls
GSCI	Goldman Sachs Commodity Index
Hrsg.	Herausgeber
i.S.	im Sinne
i. V. m.	in Verbindung mit
i. d. R.	in der Regel
i.H.v.	in Höhe von
IFRS	International Financial Reporting Standards
iNAV	indikativer Nettoinventarwert
IPS	Index Partizipation Shares
Jg.	Jahrgang

KVG	Kapitalverwaltungsgesellschaft
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
MaRisk	Mindestanforderungen an das Risikomanagement
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
Mio.	Million
Mrd.	Milliarde
MSCI	Morgan Stanley Capital International
NAREIT	National Association of Real Estate Investment Trusts
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotation
NAV	Nettoinventarwert
NYSE	New York Stock Exchange
o. V.	ohne Verfasser
OGAW	Organismen für gemeinsame Anlage in Wertpapieren
OPALS	Optimised Portfolio as Listed Shares
OTC	Over the counter
REIT	Real Estate Investment Trust
S&P	Standard & Poor's
S.	Seite
s.u.	siehe unten
SAA	Strategische Asset Allocation
SICAV	Société d'Investissement à Capital Variable
sog.	sogenannte
SPDR	Standard & Poor's Depocitary Receipts
SSgA	State Street Global Advisors
TAA	Taktische Asset Allocation
TE	Tracking Error
TER	Total Expense Ratio
TIP	Toronto Index Partizipation Shares
u. U.	unter Umständen
u. a.	unter anderem
UCITS	Undertakings for collective investments in transferable securities
USD	US-Dollar
VAG	Gesetz über die Beaufsichtigung der Versicherungsunternehmen (Versicherungsaufsichtsgesetz - VAG)
Vgl.	vergleiche
VIP	Value of Index Participants
WEBS	World Equity Benchmark Shares

XLM	Xetra Liquiditätsmaß
z. T.	zum Teil
z. B.	zum Beispiel
zw.	zwischen

1 Einleitung

1.1 Übergeordneter Zusammenhang

In der Kapitalanlage erfolgt eine grundsätzliche Unterteilung zwischen aktiven und passiven Anlagen beziehungsweise aktivem und passivem Management. „*Aktives Management stellt einen strukturierten Investment-Management-Ansatz für beliebige Assetklassen wie Aktien, Anleihen oder Währungen dar, der darauf basiert, dass der aktive Manager marktüberlegene Informationen bzw. Marktineffizienzen in einem, durch Über- bzw. Untergewichtung einzelner Titel oder Branchen, vom Benchmark- bzw. Marktportfolio abweichenden Portfolio umsetzt.*“¹ Im Gegensatz dazu versucht passives Management ausschließlich ein Marktportfolio, in Form von Kapitalmarktindizes, nachzubilden.²

Während der Anlageschwerpunkt in der Vergangenheit eindeutig auf aktivem Management lag, werden passive Anlagen in den letzten Jahren zunehmend in den Portfolios der Investoren allokiert.³ Diese zunehmende Gewichtung passiver Anlagen ist, speziell vor dem Hintergrund der unterschiedlichen Ziele und Ansätze beider Anlagen, interessant.

Der Erfolg aktiven Managements ist von der Existenz von Bewertungseffizienzen an den Finanzmärkten abhängig.⁴ Diese Bewertungseffizienzen lassen sich theoretisch, bei einer überdurchschnittlichen Prognosefähigkeit oder bei Informationsvorteilen, in profitable Transaktionen umsetzen. Unmittelbare Konsequenz aktiver Anlagestrategien ist dadurch eine Abweichung der Gewichtung der Wertpapiere im aktiven Portfolio von ihrer Gewichtung im Benchmarkportfolio beziehungsweise Marktindex.⁵ Um aus diesen Abweichungen einen Mehrwert im Vergleich zum Index generieren zu können, ist jedoch ein hoher Prognose- und Informationsbeschaffungsaufwand notwendig. Durch die regelmäßigen auf die aktuellen Markteinschätzungen des Managements abgestimmten Umschichtungen werden Transaktionskosten verursacht. Zusätzlich werden durch Abweichungen von der Gewichtung der Werte im Index weitere vermeidbare aktive Risiken eingegangen.⁶ Aktive Anlagestrategien erweisen sich demzufolge nur in den

1 Leser/Rudolf (2003), S. 322.

2 Vgl. Fuller et al. (2010), S. 36 f.

3 Vgl. o. V. HM Treasury (Hrsg.) (2002), S. 143 ff i. V. m. Bird et al. (2013), S. 6. i. V. m. Nanigian (2012), S. 73.

4 Bezüglich einer detaillierten Darstellung der theoretischen Hintergründe vgl. hierzu und im Folgenden Kapitel 2.3.

5 Vgl. Sharpe (1992), S. 7 ff.

6 Bezüglich einer detaillierten Darstellung der theoretischen Grundlagen vgl. Kapitel 2.3 i. V. m. Breuer et al. (2010), S. 319 ff. Laut Kapitalmarkttheorie wird zwischen systematischen und unsystematischen Risiken unterschieden.