

Aktives versus passives Portfoliomanagement

Prognosekompetenz als wichtigste Determinante
der Auswahlentscheidung

Markus Spiwoks

Sofia-Diskussionsbeiträge
zur Institutionenanalyse
Nr. 01-2

ISSN 1437-126X

ISBN 3-933795-30-3

Markus Spiwoks: Aktives versus passives Portfoliomanagement,
Prognosekompetenz als wichtigste Determinante der Auswahl-
entscheidung, Sofia-Diskussionsbeiträge zur Institutionen-
analyse Nr. 01-2, Darmstadt 2001.

Inhaltsverzeichnis

1	Einführung	3
2	Aktive Portfoliomanagement-Strategie	5
3	Passive Portfoliomanagement-Strategie	11
4	Auswahlentscheidung zwischen aktiver und passiver Portfoliomanagement-Strategie	13
5	Zusammenfassung und Ausblick	16
	Literatur	18

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1:	Geglückte aktive Portfoliomanagement-Strategie am Beispiel der Entwicklung des Performanceindex des Deutschen Rentenmarktes mit 10jähriger Restlaufzeit (REXP/10J) von Januar 1992 bis Dezember 1996	7
Abbildung 2:	Geglückte aktive Portfoliomanagement-Strategie am Beispiel der Entwicklung des Deutschen Aktienindex (DAX) von Januar 1997 bis Dezember 1998	9
Abbildung 3:	Mißglückte aktive Portfoliomanagement-Strategie am Beispiel der Entwicklung des Deutschen Aktienindex (DAX) von Januar 1997 bis Dezember 1998	12

1

Einführung

Die Entscheidung zwischen einer aktiven und einer passiven Ausrichtung des Portfoliomanagements¹ kann als die wichtigste Grundentscheidung im Investmentprozeß angesehen werden. Diesen beiden Grundausrichtungen liegen unterschiedliche Voraussetzungen zugrunde. Sie bergen komplementäre Chancen und Risiken.

Häufig werden diese beiden alternativen Formen des Portfoliomanagements jedoch nicht nüchtern gegeneinander abgewogen, um zu einer begründeten Auswahlentscheidung vorzudringen. Statt dessen stehen sich Befürworter aktiver und Verfechter passiver Portfoliomanagement-Strategien häufig wie Kontrahenten gegenüber, die sich zu unterschiedlichen Weltanschauungen bekennen.

Für diese Form der Auseinandersetzung zeichnet zu einem Gutteil die Faszination, die für viele Menschen von aktiven Portfoliomanagement-Strategien ausgeht, verantwortlich: Mit der richtigen Entscheidung zur richtigen Zeit lassen sich die eingesetzten Vermögenswerte schwunghaft vermehren.²

Die Verheißungen aktiver Portfoliomanagement-Strategien können sich jedoch nur dann erfüllen, wenn es gelingt, verlässliche Zukunftserwartungen zu generieren. Ist es hingegen nicht möglich, die zukünftigen Kapitalmarktentwicklungen abzuschätzen, sind passive Portfoliomanagement-Strategien ihrem aktiven Pendant zumindest auf lange Sicht stets überlegen. Dieser schlichte Zusammenhang ist es, der zu den erbitterten Auseinandersetzungen um die Hypothese informationseffizienter Kapitalmärkte geführt hat. In den letzten 30 Jahren wurden Hunderte von Studien zur Überprüfung der Effizienzhyppo-

1

Die Bezeichnung „aktive“ bzw. „passive“ Portfoliomanagement-Strategie ist insofern problematisch, weil „aktiv“ ein eher positiv und „passiv“ ein eher negativ konnotierter Begriff ist und somit zu einer unbewußten Parteinahme zugunsten aktiver Portfoliomanagement-Strategien beitragen kann. Da diese Begrifflichkeit aber bereits Anfang der 1970er Jahre von TREYNOR und BLACK in die wissenschaftliche Diskussion eingeführt wurde und sich inzwischen fest etabliert hat, wird auch in der vorliegenden Untersuchung darauf zurückgegriffen. Daß diese Begrifflichkeit zu Mißverständnissen führen kann, haben auch BRUNS und MEYER-BULLERDIEK moniert. Vgl. TREYNOR, J. L. / BLACK, F., *How to Use Security Analysis* (Journal of Business 1973), S. 66-86; BRUNS, C. / MEYER-BULLERDIEK, F., *Professionelles Portfolio-Management* (1996), S. 80.

2

Nicht zuletzt diese Faszination hat auch dazu beigetragen, daß in den zurückliegenden Jahren die Börsenberichterstattung sowohl im Fernsehen als auch im Internet und in den Print-Medien ständig an Bedeutung gewonnen hat.

these erarbeitet.³ Ein übereinstimmendes Meinungsbild hat sich dabei jedoch bisher nicht herauskristallisiert.⁴ Befürworter und Gegner der Effizienzhypothese stehen sich nach wie vor so unversöhnlich gegenüber wie die Verfechter aktiver und die Anhänger passiver Portfoliomanagement-Strategien.

Lange Zeit haben aktive Portfoliomanagement-Strategien sowohl bei Banken, Versicherungen, Pensionsfonds und Vermögensverwaltern als auch bei Privatanlegern klar dominiert. Seit Beginn der 1990er Jahre gewinnt das passive Portfoliomanagement jedoch zunehmend an Gewicht. Vor allem in den USA und in Großbritannien zeigen sich bereits deutliche Tendenzen der Umorientierung.⁵ Nicht nur die als kritisch und kostenbewußt geltenden institutionellen Investoren, sondern auch Privatanleger setzen dort seit einigen Jahren verstärkt auf passive Portfoliomanagement-Strategien.⁶

Vor dem Hintergrund der zum Teil hitzig geführten Debatte um die Ausrichtung des Portfoliomanagements erscheint es sinnvoll und nötig, die beiden Grundalternativen nüchtern gegenüberzustellen, ohne dabei für eine der beiden Alternativen Stellung zu beziehen. Der vorliegende Diskussionsbeitrag widmet sich dabei insbesondere der Fragestellung, unter welchen Umständen eine aktive Ausrichtung des Investmentprozesses einer passiven Ausrichtung über- beziehungsweise unterlegen ist (Kapitel 4). Zuvor ist es jedoch erforderlich, die Grundstrukturen aktiver und passiver Portfoliomanagement-Strate-

3

Vgl. PODDIG, T., *Kursprognose* (1999), S. 80; ZIMMERMANN, H., *Die moderne ‚Finance‘* (1999), S. 11; SAPUSEK, A., *Informationseffizienz auf Kapitalmärkten* (1998), S. VII.

4

Vgl. OERTMANN, P., *Lassen sich Aktienkurse prognostizieren?* (1999), S. 31; BLÜMEL, R., *Passives Portfolio-Management* (1999), S. 36; REHKUGLER, H., *Kurs- und Renditeprognosesysteme* (1995), S. 385; PODDIG, T., *Kursprognose* (1999), S. 80.

5

Anfang 1998 wurden in den USA bereits rund eine Billion US-Dollar passiv verwaltet. Vgl. HÜBSCHER, M., *Indexfonds* (Finanz und Wirtschaft 18.04.1998), S. 27. Anfang 1999 flossen in den USA bereits rund 20% neuer Anlagebeträge in passive Anlageinstrumente. Vgl. PFEIFFER, H., *Markt schlägt Mensch* (Die Zeit 29.04.1999), S. 34.

6

MARTIN GRUBER weist darauf hin, daß die größten US-Pensionsfonds rund die Hälfte ihrer Mittel passiv verwalten. Vgl. NARAT, I., *Der Professor liebt den Index* (Handelsblatt 26.05.1998), S. 53. LUTTMER schätzt, daß inzwischen rund 20 bis 30 Prozent der US-amerikanischen und britischen Investment-Beträge in Index-Produkte fließen. Vgl. LUTTMER, M., *Indexanteile übertreffen Durchschnitt der Aktienfonds* (Financial Times Deutschland 06.03.2000), S. 33. MÜLLER sieht bei US-amerikanischen Privatinvestoren eine „rasch ansteigende Tendenz“, Mittel passiv zu investieren. Vgl. MÜLLER, MARIO, *Besser als die meisten Profis* (Die Zeit 24.09.1998), S. 46.

gien darzulegen (Kapitel 2 und 3). Abschließend werden die wichtigsten Ergebnisse zusammengefaßt (Kapitel 5).

2 Aktive Portfoliomanagement-Strategie

Überdurchschnittliche Anlageerfolge⁷ sind nur mit aktiven Portfoliomanagement-Strategien möglich.⁸ Sie zielen darauf ab, „den Markt zu schlagen“,⁹ das heißt, innerhalb eines bestimmten Anlagesegments eine höhere Performance¹⁰ zu erzielen, als es das gesamte Anlagesegment in diesem Zeitraum

7

Im Sinne der Rentabilität des gemanagten Depots.

8

Vgl. bspw. GALASSO, G., *Retention Marketing im Private Banking* (1999), S. 75.

9

Vgl. SCHLENGER, C., *Aktives Management von Aktienportfolios* (1998), S. 89; KLEEBERG, J. M. / SCHLENGER, C., *Aktienportfoliomanagement* (1995), S. 451.

10

Die Performance in % (P) entspricht der Summe aller laufender Erträge (LE) (bspw. Dividenden oder Cou-

$$P = \frac{(LE + KG)}{Ka} \cdot 100$$

Die Anlehnung des Performance-Konzeptes an die Berechnung der Kapitalrentabilität ist offensichtlich. Das Konzept wirkt auf den ersten Blick unkompliziert. Die Messung der tatsächlichen Performance eines realen Depots wird jedoch unter anderem durch neutrale Zu- und Abgänge erheblich erschwert. Die finanzwirtschaftliche Forschung hat sich mit Beginn der 1990er Jahre dem Problem der Performance-Messung zugewendet. Vgl. bspw. STEINER, M. / WITTRÖCK, C., *Performance-Messung von Wertpapierportfolios* (1995), Sp. 1514-1526; BÜHLER, W., *Erfolgsanalyse* (1994), S. 15-48; RUDOLPH, B., *Performancemessung im Portfoliomanagement* (1994), S. 7-13; FRANKE, G., *Performancemessung auf der Basis von Mehr-Faktoren-Modellen* (1994), S. 125-143; JUROWSKY, R. / TERHÜRNE, M., *Die Performance von Wertpapierdepots* (1999), S. 329-342; RIESS, M., *Vergleich von Vermögensverwaltern* (FAZ 14.08.2000), S. 34; VALDER, W., *Performance-Messung* (Die Bank 2/1993), S. 99-101; SÖRRIES, B., *Konzepte zur Performancemessung* (Die Bank 11/1992), S. 652-655; WITTRÖCK, C. / FISCHER, B. / LILLA, J., *DVFA Performance Standards* (Die Bank 9/1998), S. 540-542; LILLA, J. / REINHART, H.-J., *Performance-Präsentation* (Die Bank 2/1996), S. 94-96; BEIKE, R. / SCHLÜTZ, J., *Performance-Analyse* (Die Bank 5/1997), S. 276-279; LÜNEBORG, K., *Performancemessung* (Börsen-Zeitung 23.04.1994), S. 18; SCHMIDT-VON RHEIN, A. / ROTH, H., *Performancemessung* (KuK 4/1997), S. 573-604; UHLIR, H., *Performancemessung* (1994), S. 65-74; SPREMANN, K., *Performancemessung* (1994), S. 89-100; JOBELIUS, H., *Performanceanalysen* (1995), S. 337-350.

tut.¹¹ Dazu stehen grundsätzlich zwei Mittel zur Verfügung: Market Timing und Titelselektion.¹²

Das Market Timing basiert auf der Prognose wesentlicher Bewegungen des betreffenden Marktsegmentes.¹³ Wird ein starkes Kurswachstum für ein Marktsegment prognostiziert, gilt es, in diesem Bereich zu investieren und vice versa. Dieser Ansatz läßt sich mit der gängigen Formel „Buy low – sell high“ prägnant charakterisieren.¹⁴

Als erstes Beispiel soll eine Anlage in DM-Staatsanleihen mit zehn Jahren Restlaufzeit betrachtet werden. Der Ertragsverlauf dieses Anlagesegementes wird durch den Performanceindex des Deutschen Rentenmarktes im Spektrum 10jähriger Restlaufzeit (REXP/10J)¹⁵ repräsentiert. In Abbildung 1 ist gut zu erkennen, daß die starke Zinssteigerung im Verlauf des Jahres 1994 durch die damit verbundenen Kursrückgänge zu einem nachhaltigen Einknicken der Ertragsentwicklung beitrug.

Ein gutes Market Timing bei niedriger Umschichtungsfrequenz hätte zu einem Verkauf der Wertpapierposition zu den mit V markierten Zeitpunkten und zu einem Kauf zu den mit K markierten Zeitpunkten geführt.¹⁶ In diesem Fall wä-

11

Vgl. STEINER, M. / TEBROKE, H.-J., *Entwicklung von Anlagestrategien* (1995), S. 316; NEUE ZÜRCHER ZEITUNG, *Aktive und passive Anlagestrategien* (Neue Zürcher Zeitung 21.09.1998), S. 10.

12

Vgl. SCHLENGER, C., *Aktives Management von Aktienportfolios* (1998), S. 90; BOLLINGER, G., *Nicht jede Empfehlung ist eine Anlage wert* (Invest 12/1997), S. 42; RUDOLPH, B., *Anlageplanung* (1995), S. 39; GALASSO, G., *Retention Marketing im Private Banking* (1999), S. 75.

13

Vgl. GALASSO, G., *Retention Marketing im Private Banking* (1999), S. 75.

14

Vgl. MEILI, A., *Verwaltung von Vermögenswerten* (1983), S. 40; BOLLINGER, G., *Nicht jede Empfehlung ist eine Anlage wert* (Invest 12/1997), S. 42.

15

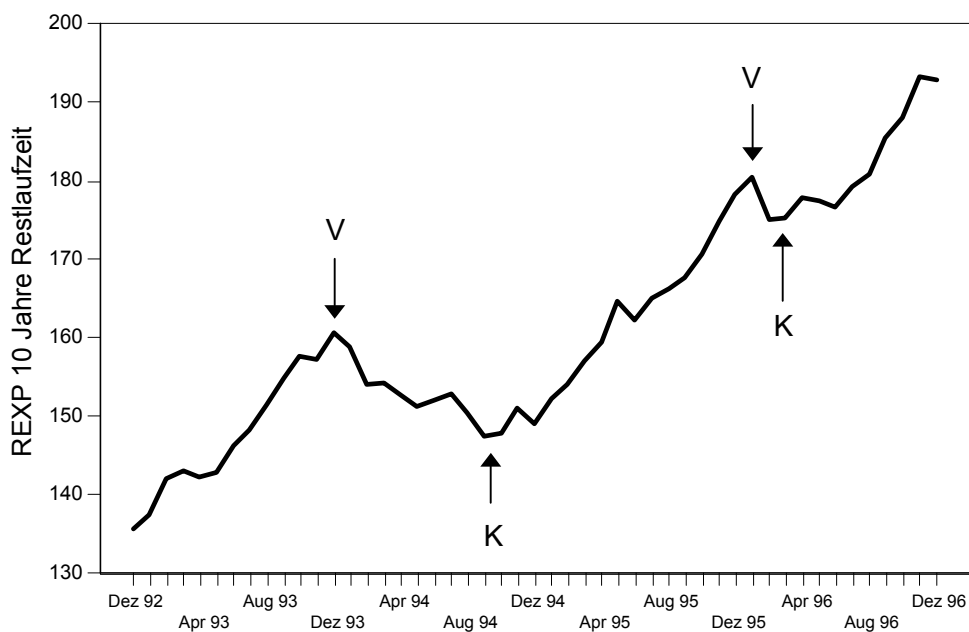
Zum REXP vgl. bspw. WERTSCHULTE, J. F. / SCHALK, M., *Meßlatte für deutsche Rentenportfolios* (Die Bank 6/1992), S. 323-326.

16

In diesem Beispiel sind weitere Möglichkeiten zur Erhöhung des Gesamtertrages durch Kauf und Verkauf der Wertpapierposition vorhanden. Wenn allerdings die der Ertragsschwankung zugrundeliegende Kurschwankung nicht sehr stark ausgeprägt ist, droht der Erfolg der Umschichtung durch die Kosten der Umschichtung (über-) kompensiert zu werden. Der Ertragsverlauf wird in diesem Beispiel auf Monatsdatenbasis dargestellt. Bei einer Darstellung auf Tages- oder gar Stundendatenbasis würden sich gegebenenfalls noch weitere lohnende Möglichkeiten zur Umschichtung ergeben. Im vorliegenden Beispiel wird die Umschichtungshäufigkeit angenommen, die im Vermögensverwaltungsgeschäft mit vermögenden Privatkunden als

re in diesem Marktsegment von Anfang 1992 bis Ende 1996 eine Performance von knapp 60% zu erzielen gewesen.¹⁷ Das Marktsegment hat im selben Zeitraum nur mit rund 42% performed. Somit wäre es gelungen, mit Hilfe der aktiven Portfoliomanagement-Strategie, „den Markt zu schlagen“.

Abbildung 1: Geglückte aktive Portfoliomanagement-Strategie am Beispiel der Entwicklung des Performanceindex des Deutschen Rentenmarktes mit 10jähriger Restlaufzeit (REXP/10J) von Januar 1992 bis Dezember 1996



Quelle: Eigene Darstellung basierend auf DATA STREAM, REXA10Y(RI).

Die Titelselektion beruht auf einer relativen Bewertung einzelner konkreter Anlageinstrumente innerhalb eines Marktes oder eines Marktsegmentes. Es

realistisch angesehen werden kann. Beispielsweise dürfte im Eigenhandel von Kreditinstituten eine sehr viel höhere Umschichtungsfrequenz üblich sein. Für die Darstellung des grundlegenden Prinzips des Market Timings im Rahmen aktiver Portfoliomanagement-Strategien ist die Umschichtungsfrequenz jedoch ohne Belang.

17

Dabei sind die Kosten der Portfolio-Umschichtung vernachlässigt worden.

werden die Titel ermittelt, die relativ zu den übrigen Titeln die beste Kursentwicklung versprechen.¹⁸

Sofern das Adressenausfallrisiko¹⁹ weitgehend ausgeschaltet werden kann (bspw. durch eine Beschränkung auf Titel hoher und bester Bonität²⁰), spielt eine weitere Titelselektion im Anleihenbereich nur eine untergeordnete Rolle.²¹ Zwar wird gelegentlich versucht, durch Abschätzung künftiger Bonitätsänderungen einzelner Emittenten oder der Entwicklung verschiedener Renditespreads (bspw. zwischen Pfandbriefen und Bundesanleihen)²² eine Ertragsoptimierung durch Titelselektion vorzunehmen, doch sind die Ergebnisbeiträge dieser Ansätze im Vergleich zu denen des Market Timing in aller Regel sehr gering.

Zumeist werden Market Timing und Titelselektion miteinander kombiniert. Hat auf beiden Entscheidungsebenen die zutreffende Zukunftsschau vorgeherrscht, resultiert daraus die optimale Investmententscheidung. Der Gesamterfolg wird jedoch in der Regel vor allem durch die Qualität der Market Timing-Entscheidung determiniert.

Analog stellt sich eine aktive Portfoliomanagement-Strategie bei Aktieninvestments dar. Beispielhaft sei hier die Entwicklung des Deutschen Aktienindex (DAX) von Januar 1997 bis Dezember 1998 betrachtet (Abb. 2).

Neben drei Phasen nachhaltiger Wertsteigerung (Jan. bis Juli 1997, Nov. 1997 bis Juli 1998 und Okt. bis Dez. 1998) sind zwei Phasen deutlicher Kursrückgänge zu erkennen (Aug. bis Nov. 1997, Juli bis Okt. 1998). Ein gutes Market Timing bei niedriger Umschichtungsfrequenz hätte zu einem Verkauf der

18

Vgl. BOLLINGER, G., *Nicht jede Empfehlung ist eine Anlage wert* (Invest 12/1997), S. 42; METZLER, F. VON, *Asset-Allocation-Entscheidungen* (1995), S. 335; GALASSO, G., *Retention Marketing im Private Banking* (1999), S. 75.

19

Zum Adressenausfallrisiko vgl. bspw. HARTMANN-WENDELS, T. / PFINGSTEN, A. / WEBER, M., *Bankbetriebslehre* (1998), S. 347-348; BANK-VERLAG, *Basisinformationen über Vermögensanlagen in Wertpapieren* (1994), S. 85-86; SCHIERENBECK, H., *Controlling* (1993), S. 923-926.

20

Zur Bonitätsbewertung vgl. bspw. STEINER, M. / BRUNS, C., *Wertpapiermanagement* (2000), S. 177-179; BANK-VERLAG, *Basisinformationen über Vermögensanlagen in Wertpapieren* (1994), S. 86-88.

21

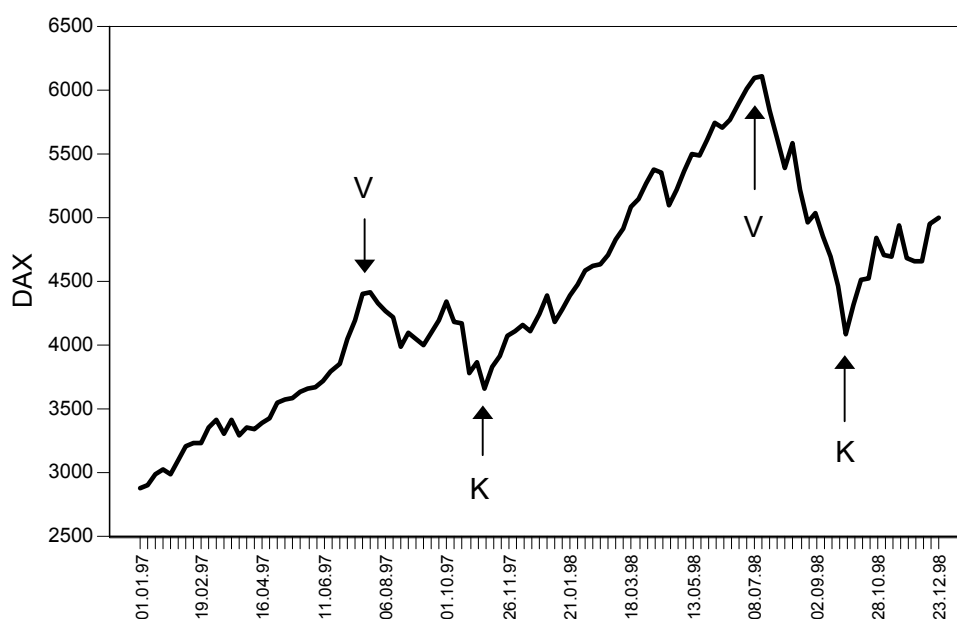
Vgl. METZLER, F. VON, *Asset-Allocation-Entscheidungen* (1995), S. 327-328.

22

Vgl. BENKNER, A.-G., *Bond Portfolio Management* (1995), S. 403.

Wertpapierposition zu den mit V markierten Zeitpunkten und zu einem Kauf zu den mit K markierten Zeitpunkten geführt.²³

Abbildung 2: Geglückte aktive Portfoliomangement-Strategie am Beispiel der Entwicklung des Deutschen Aktienindex (DAX) von Januar 1997 bis Dezember 1998



Quelle: Eigene Darstellung basierend auf DATA STREAM, DAXINDEX.

Bei Realisierung des hier dargestellten Market Timings konnte von Anfang 1997 bis Ende 1998 eine Gesamtperformance in Höhe von rund 296% erzielt

23

In diesem Beispiel sind weitere Möglichkeiten zur Erhöhung des Gesamtertrages durch Kauf und Verkauf der Wertpapierposition vorhanden. Wenn allerdings die Kursschwankung nicht sehr stark ausgeprägt ist, droht der Erfolg der Umschichtung durch die Kosten der Umschichtung (über-) kompensiert zu werden. Der Ertragsverlauf wird in diesem Beispiel auf Wochendatenbasis dargestellt. Bei einer Darstellung auf Tages-, Stunden- oder gar Minutendatenbasis würden sich gegebenenfalls noch weitere lohnende Möglichkeiten zur Umschichtung ergeben. Im vorliegenden Beispiel wird die Umschichtungshäufigkeit angenommen, die im Vermögensverwaltungsgeschäft mit vermögenden Privatkunden als realistisch angesehen werden kann. Beispielsweise dürfte im Eigenhandel von Kreditinstituten eine sehr viel höhere Umschichtungs-frequenz üblich sein. Für die Darstellung des grundlegenden Prinzips des Market Timings im Rahmen aktiver Portfoliomangement-Strategien ist die Umschichtungs-frequenz jedoch ohne Belang.

werden. Der DAX erreichte im selben Zeitraum lediglich eine Performance von rund 73%. Somit hätte die aktive Portfoliomanagement-Strategie die Ertragsmöglichkeiten bei durchgehendem Verbleib im DAX ebenfalls weit übertroffen.²⁴

Im Aktienbereich wird der Titelselektion sehr große Aufmerksamkeit gewidmet. Bei Betrachtung beispielsweise des Kursrückganges vom 20. Juli bis 8. Oktober 1998 wird jedoch deutlich, daß auch im Aktienbereich das Market Timing die Titelselektion dominiert.²⁵ In dieser Phase verlor der DAX rund 38%. Nehmen wir an, man würde das Market Timing vernachlässigen und die ganze Aufmerksamkeit der Titelselektion zuwenden: Ein exzellenter Automobilaktien-Analyst hätte im Vorfeld möglicherweise erkennen können, daß Daimler/Chrysler besser abschneiden würde als Volkswagen und BMW. In diesem Fall hätte man „nur“ eine Kurseinbuße in Höhe von -38,5% hinnehmen müssen (Volkswagen -47,5%; BMW -52%). Ein sehr guter Bankaktien-Analyst hätte vielleicht ermitteln können, daß die HypoVereinsbank bessere Aussichten als die Commerbank, die Dresdner Bank und die Deutsche Bank hat. Dann wäre lediglich eine Kurseinbuße in Höhe von -41% generiert worden (Commerzbank -42,5%, Dresdner Bank -45%, Deutsche Bank -46,5%). Aus Sicht der Titelselektion wären dies klare Erfolge. Aus Sicht des gesamten Anlageprozesses wäre dies jedoch kaum als zufriedenstellend zu bewerten.

Werden Aktien unterschiedlicher Branchen in die Einzeltitelauswahl einbezogen, verschwimmt die Grenze zwischen Market Timing und Einzeltitelauswahl. Denn Branchen lassen sich in eher offensive und eher defensive Investmentbereiche einteilen. Defensive Titel (beispielsweise Chemieaktien) steigen in guten Börsenphasen in der Regel unterdurchschnittlich, sie fallen jedoch in negativen Marktphasen zumeist ebenfalls unterdurchschnittlich. Offensive Titel (beispielsweise Soft Ware-Aktien) steigen oftmals im steigenden Markt überdurchschnittlich, sie fallen jedoch in einer negativen Marktphase häufig auch überdurchschnittlich. Eine Einzeltitelauswahlentscheidung beispielsweise zwischen der BASF-Aktie und der SAP-Aktie beinhaltet somit stets auch eine Annahme über die künftige Marktentwicklung und tangiert damit zwangsläufig auch den Bereich des Market Timing.

Auch im Aktienbereich wird in aller Regel eine Kombination von Market Timing und Titelselektion vorgenommen. Dennoch bleibt festzuhalten: Das Market Timing ist im Rahmen aktiver Portfoliomanagement-Strategien bei Aktien-Investments in aller Regel ebenso dominierend wie in anderen Anlage-

24

Ein ähnliches Beispiel findet sich bei CORNIOLEY, C., *Die Kunst des Market Timing* (Invest 4/1999), S. 23.

25

Vgl. METZLER, F. VON, *Asset-Allocation-Entscheidungen* (1995), S. 327-328. SORENSEN / MILLER / SAMAK sehen hingegen das Stock Picking als die wesentliche Komponente aktiver Portfoliomanagement-Strategien im Aktienbereich. Vgl. SORENSEN, E. H. / MILLER, K. L. / SAMAK, V., *Active and Passive Management* (Financial Analysts Journal 9-10/1998), S. 18-31.

segmenten. Zumeist kann sich der Erfolg einer guten Titelselektion nur dann entfalten, wenn gleichzeitig die Market Timing-Entscheidung erfolgreich ist. Im vorliegenden Aufsatz wird daher insbesondere der Aspekt der Market Timing-Entscheidung hervorgehoben. Der Einzeltitelauswahl kommt gleichwohl eine wichtige Rolle innerhalb aktiver Portfoliomanagement-Strategien zu.

3 Passive Portfoliomanagement-Strategie

In der retrospektiven Betrachtung erscheint ein perfektes Market Timing stets sehr einfach,²⁶ und aktive Portfoliomanagement-Strategien wirken daher ihrem passiven Pendant weit überlegen. In der prospektiven Marktbetrachtung stellt sich die Market Timing-Entscheidung hingegen zumeist diffiziler dar. Gelingt die Zukunftseinschätzung nicht so gut wie in den Beispielen des 2. Kapitels, ist auch beispielsweise eine Situation, wie in Abbildung 3 dargestellt, denkbar:

Erst nachdem der Aufwärtstrend für einige Wochen unterbrochen war, geht das Vertrauen in die weitere Entwicklung des DAX verloren, und es folgt der Verkauf zum mit V gekennzeichneten Zeitpunkt. Das erneute Einschwenken des DAX auf einen klaren Wachstumskurs wird zunächst mit Argwohn betrachtet und veranlaßt erst nach einigen Monaten (zum mit K gekennzeichneten Zeitpunkt) zu einem erneuten Kauf. Als einige Wochen später der DAX wiederum fällt, greift die Erinnerung an den letzten Verkauf, der kurz vor Beginn einer Phase erneut steigender Kurse durchgeführt wurde. Der gleiche Fehler soll diesmal vermieden werden, und so wird auf einen neuerlichen Verkauf verzichtet.²⁷ Damit schlägt der gesamte Abschwung des DAX von Juli bis Oktober 1998 voll zu Buche. In diesem Beispiel einer weniger geglückten aktiven Portfoliomanagement-Strategie im Zeitraum von Januar 1997 bis Dezember 1998 wird eine Gesamtperformance von knapp 39% erreicht.²⁸ Der DAX hat im selben Zeitraum einen Wertzuwachs von rund 73% erzielt. Unter sol-

26

Wenn die historischen Kursverläufe bereits vorliegen, bereitet es keine Schwierigkeiten mehr einzuschätzen, wo günstige Kauf- bzw. Verkaufgelegenheiten bestanden haben.

27

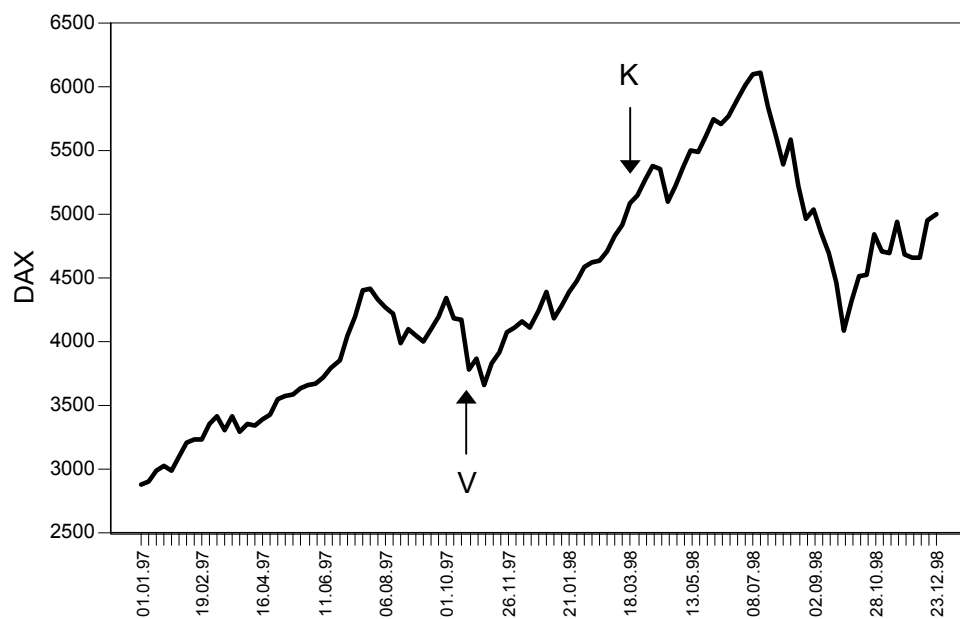
Derartige psychologische Prognosezyklen sind in der Praxis häufig zu beobachten. Vgl. RAMM, U., *Kapitalmarktprognosen* (Der Langfristige Kredit 6/1998), S. 194.

28

Unter Vernachlässigung der Kosten für die Portfolio-Umschichtung.

chen Umständen wird es erklärlich, warum passive Portfoliomanagement-Strategien eine attraktive Alternative darstellen können.²⁹

Abbildung 3: Mißglückte aktive Portfoliomanagement-Strategie am Beispiel der Entwicklung des Deutschen Aktienindex (DAX) von Januar 1997 bis Dezember 1998



Quelle: Eigene Darstellung basierend auf DATA STREAM, DAXINDEX.

Passive Portfoliomanagement-Strategien basieren auf der Vorstellung, daß künftige Marktentwicklungen nicht hinreichend zuverlässig prognostiziert werden können.³⁰ Sie zielen deshalb lediglich darauf ab, die Performance eines Marktes oder Marktsegmentes so weitreichend wie möglich auch im ei-

29

Bestritten wird dies bspw. von CRAMER. Er ist der Auffassung, daß mit einer Buy-and-hold-Strategie im Vergleich zu einem aktiven Portfoliomanagement viel Geld verloren gehe. Vgl. CRAMER, J. E., *Professionelle Vermögensverwaltung* (1995), S. 9.

30

Vgl. SCHLENGER, C., *Aktives Management von Aktienportfolios* (1998), S. 110; STAUBLI, M. / PALIT, O., *Schweizer Pensionskassen* (1995), S. 96; METZLER, F. VON, *Asset-Allocation-Entscheidungen* (1995), S. 326.

genen Portfolio zu realisieren.³¹ Beschränkt sich beispielsweise das Investment-Universum auf den DAX, bestünde ein indexorientiertes passives Investment darin, den gesamten Investmentbetrag in die DAX-Titel zu investieren und zwar in der Gewichtung, die auch dem DAX zugrunde liegt.³² Dann wird dieses Portfolio gehalten, bis eine etwaige Readjustierung des DAX³³ auch eine Anpassung des Portfolios erforderlich macht.³⁴ Durch die geringen Kosten einer solchen „Buy and hold“-Strategie kann nahezu die Performance des DAX realisiert werden.³⁵

4

Auswahlentscheidung zwischen aktiver und passiver Portfoliomanagement-Strategie

Die gelungene Umsetzung aktiver Portfoliomanagement-Strategien bringt erhebliche Ertragspotentiale mit sich. Im Anleihenmarktbeispiel ließen sich knapp 60% (statt rund 42%) und im Aktienmarktbeispiel sogar rund 296% (statt rund 73%) erzielen. Diese Perspektive ist es, von der die Faszination aktiver Portfoliomanagement-Strategien ausgeht.³⁶ Sofern die Möglichkeit be-

31

Vgl. BLÜMEL, R., *Passives Portfolio-Management* (1999), S. 38-40; RUDOLPH, B., *Anlageplanung* (1995), S. 39; STEINER, M. / TEBROKE, H.-J., *Entwicklung von Anlagestrategien* (1995), S. 315; BLACK, F., *Implications of the Random Walk Hypothesis* (Financial Analysts Journal 3-4/1971), S. 22.

32

Vgl. METZLER, F. VON, *Asset-Allocation-Entscheidungen* (1995), S. 326. Alternativ könnte ein passiv gemanageter DAX-Fonds oder ein DAX-Zertifikat erworben werden. Zu diesen und weiteren Möglichkeiten, den DAX abzubilden, vgl. BLÜMEL, R., *Passives Portfolio-Management* (1999), S. 40-68; TAIBER, W., *Index-Zertifikate* (Börsen-Zeitung 05.09.1998), S. B4; WAGNER, N. F., *Tracking des DAX* (Die Bank 11/1996), S. 684-688.

33

Alle ein bis zwei Jahre wird darüber entschieden, ob ein oder mehrere Titel neu in den DAX aufgenommen werden, wofür gleichzeitig andere ausscheiden müssen.

34

Vgl. BLÜMEL, R., *Passives Portfolio-Management* (1999), S. 37.

35

Vgl. BLÜMEL, R., *Passives Portfolio-Management* (1999), S. 36-38; RUDOLPH, B., *Anlageplanung* (1995), S. 38.

36

Nicht zuletzt deshalb wird gelegentlich der Vergleich von Finanzanalysten und Alchimisten bemüht. Im Investmentgeschäft besteht zumindest scheinbar die Möglichkeit, „aus Blei Gold zu machen“, das heißt, aus einer geschickten Anlagestrategie erhebliche Überrenditen zu schöpfen. Vgl. GERKE, W., *Börsenpsychologie* (DBW 4/1997), S. 455.

steht, aktive Portfoliomanagement-Strategien dauerhaft erfolgreich umzusetzen, spricht alles dafür, diese Möglichkeit auch entschlossen zu ergreifen.³⁷

Aus den oben angeführten Beispielen ist jedoch auch deutlich geworden, daß der Erfolg aktiver Portfoliomanagement-Strategien von einer erfolgreichen Einschätzung der künftigen Marktentwicklung abhängt.³⁸ Nur wenn es gelingt, rechtzeitig und zuverlässig abzuschätzen, welchen Verlauf das Marktgeschehen nehmen wird, ist es möglich, zu günstigen Zeitpunkten Investmentpositionen auf- und auch wieder abzubauen. Es ist nicht erforderlich, daß jede Prognose hundertprozentig zutrifft oder daß stets der optimale Transaktionszeitpunkt ermittelt wird.³⁹ Aber die Prognosen müssen zumindest eine signifikant höhere Güte aufweisen als eine Zufallsprognose oder eine naive Prognose.⁴⁰ Wie schnell auch Ertragspotentiale verloren gehen können, wenn die Einschätzung der künftigen Marktentwicklung nicht in ausreichendem Maße gelingt, wurde im Beispiel des 3. Kapitels deutlich.

Darüber hinaus gilt es zu bedenken, daß die Umsetzung aktiver Portfoliomanagement-Strategien mit verhältnismäßig hohen Kosten verbunden ist.⁴¹

- Es muß ein unter Umständen aufwendiges Research unterhalten werden, um die erforderlichen Prognosen generieren zu können.⁴²

37

Vgl. REHKUGLER, H., *Kurs- und Renditeprognosesysteme* (1995), S. 384.

38

Vgl. auch GRINOLD, R. C. / KAHN, R. N., *Active Portfolio Management* (1995), S. 217; TOBLER, J., *Prognoserisiko* (Finanz und Wirtschaft 13.05.1998), S. 4; BALLOCCI, G., *Die statistische Evaluation von Finanzmarktprognosen* (1998), S. 23; SCHRÖDER, M., *Prognose von Rentenmarkt-Renditen* (Risk & Reward – Methodik 1994), S. 48; RUDOLPH, B., *Anlageplanung* (1995), S. 39; RUDOLPH, B., *Wahl zwischen aktivem und passivem Management* (Handelsblatt 12.08.1993), S. 23.

39

Vgl. BALLOCCI, G., *Die statistische Evaluation von Finanzmarktprognosen* (1998), S. 23.

40

Zur Beurteilung von Prognosen mit Hilfe von statistischen Prognosegütemaßen vgl. Kapitel 3.2.

41

Vgl. BLÜMEL, R., *Passives Portfolio-Management* (1999), S. 36-38; BLACK, F., *Implications of the Random Walk Hypothesis* (Financial Analysts Journal 3-4/1971), S. 22.

42

Vgl. BRAUN, R., *Internationales Indexmanagement* (Österreichisches Bankarchiv 7/1990), S. 534-535; BLÜMEL, R., *Passives Portfolio-Management* (1999), S. 37; SCHMIDT, REINHARD H., *Grundprobleme der Wertpapieranalyse* (Beiträge zur Aktienanalyse 17/1978), S. 19; STEINER, M. / TEBROKE, H.-J., *Entwicklung von Anlagestrategien* (1995), S. 315; MAIER, GERHARD, *Heimlich abgezweigt* (Die Zeit 31.10.1997), S. 31; NEUE ZÜRCHER ZEITUNG, *Vernachlässigte Index-Fonds* (Neue Zürcher Zeitung 13.07.1998), S. 8; HANDELSBLATT, *Vertrauen in*

- Durch die relativ häufigen Portfolioumschichtungen entstehen Kosten (Gebühren und Spesen für Wertpapierkäufe und -verkäufe⁴³), die einen erheblichen Umfang erreichen können.⁴⁴
- Durch die Veräußerung von Titeln, die sich erst kurze Zeit⁴⁵ im Portfolio befinden, jedoch schon Kursgewinne aufweisen, werden diese Kursgewinne steuerpflichtig.⁴⁶

Die erfolgreiche Umsetzung aktiver Portfoliomanagement-Strategien kann diese Kosten leicht überkompensieren. Gelingt die Zukunftsschau jedoch nicht in erforderlichem Maße, dann sind es genau diese Kosten, die langfristig den Nachteil aktiver gegenüber passiver Portfoliomanagement-Strategien ausmachen.⁴⁷ Gelingt es nicht, eine Prognosegüte zu erreichen, die die systematische Erzielung von Überrenditen⁴⁸ ermöglicht, dann halten sich günstige und un-

Index-Fonds wächst (Handelsblatt 17.09.1998), S. 49; NARAT, I., *Langweilig, aber erfolgreich* (Handelsblatt 16.07.1997), S. 25; HÜBSCHER, M., *Indexfonds* (Finanz und Wirtschaft 18.04.1998), S. 27.

43

Diese werden in der Bankpraxis als Transaktionskosten bezeichnet. Da dieser Begriff in der ökonomischen Theorie erheblich weiter gefaßt ist, wird er hier bewußt umgangen. Zum Begriff der Transaktionskosten vgl. bspw. RICHTER, R. / FURUBOTN, E. G., *Neue Institutionenökonomik* (1999), S. 49-61.

44

Vgl. BRAUN, R., *Internationales Indexmanagement* (Österreichisches Bankarchiv 7/1990), S. 535; BLÜMEL, R., *Passives Portfolio-Management* (1999), S. 37; STEINER, M. / TEBROKE, H.-J., *Entwicklung von Anlagestrategien* (1995), S. 315; PFEIFFER, H., *Markt schlägt Mensch* (Die Zeit 29.04.1999), S. 34; HANDELSBLATT, *Häufiges Umschichten schmälert Rendite* (Handelsblatt 16.06.1998), S. 49; NEUE ZÜRCHER ZEITUNG, *Vernachlässigte Index-Fonds* (Neue Zürcher Zeitung 13.07.1998), S. 8; NEUE ZÜRCHER ZEITUNG, *Aktive und passive Anlagestrategien* (Neue Zürcher Zeitung 21.09.1998), S. 10; NARAT, I., *Anti-Helden* (Handelsblatt 16.07.1997), S. 25; HÜBSCHER, M., *Indexfonds* (Finanz und Wirtschaft 18.04.1998), S. 27.

45

Nach momentaner Rechtslage: kürzer als ein Jahr.

46

Dies trifft in der Regel bei Privatinvestoren zu. Für institutionelle Investoren spielt dieser steuerliche Gesichtspunkt hingegen zumeist keine Rolle, da sie, von Ausnahmen abgesehen, unabhängig von der Dauer des Investments auch auf ihre Kursgewinne Steuern zahlen müssen. Für Privatinvestoren gewinnt dieser Aspekt jedoch unter Umständen ganz erhebliche Bedeutung. Vgl. BLÜMEL, R., *Passives Portfolio-Management* (1999), S. 37-38.

47

Vgl. BANZ, R., *Anlage-Strategie* (Financial Times Deutschland 21.02.2000), S. 42.

48

Eine systematische Überrendite ist „eine über der Marktrendite liegende Verzinsung (Extragewinn) der Kapi-

günstige Entscheidungen auf lange Sicht die Waage, so daß zumeist ungefähr derselbe Bruttoertrag generiert werden dürfte wie bei passiven Portfoliomanagement-Strategien.⁴⁹ Die höheren Kosten für das Research, die Umschichtungen und etwaige Steuerzahlungen lassen dann jedoch den Nettoertrag spürbar geringer ausfallen als bei der Umsetzung passiver Portfoliomanagement-Strategien.⁵⁰

Die Auswahlentscheidung zwischen einer aktiven oder einer passiven Ausrichtung der Portfoliomanagement-Strategie hängt somit von der vorhandenen Prognosekompetenz ab.⁵¹ Reicht diese aus, um dauerhaft systematische Überrenditen generieren zu können, dann sind aktive Portfoliomanagement-Strategien erste Wahl und vice versa.⁵²

5

Zusammenfassung und Ausblick

Aktive Portfoliomanagement-Strategien zielen darauf ab, „den Markt“ durch ein geschicktes Market Timing und eine günstige Titelselektion „zu schlagen“. Der Erfolg dieser Bemühungen hängt allein davon ab, ob es gelingt, die künftige Marktentwicklung hinreichend genau vorherzusagen. Mit Hilfe einer ausreichenden Prognosekompetenz können aktive Portfoliomanagement-Strategien zu zum Teil erheblich höheren Performances führen, als sie bei Umsetzung passiver Portfoliomanagement-Strategien erreichbar wären.

Liegt die erforderliche Prognosekompetenz hingegen nicht vor, dann ist eine passive Portfoliomanagement-Strategie dem aktiven Pendant zumindest auf

„talanlage“, die „auch nachhaltig erzielbar ist und nicht auf reinen Zufälligkeiten beruht“. Vgl. REHKUGLER, H., *Kurs- und Renditeprognosesysteme* (1995), S. 384.

49

Vgl. NARAT, I., *Der Index-Lockruf für Spezialfonds* (Handelsblatt 11.11.1998), S. 37.

50

Vgl. NARAT, I., *Der Index-Lockruf für Spezialfonds* (Handelsblatt 11.11.1998), S. 37.

51

TREYNOR kommt zu einer etwas anderen Einschätzung. Er vermutet, daß der Erfolg bzw. Mißerfolg aktiver Portfoliomanagement-Strategien davon abhängt, wie sich die relative Analysekompetenz im Vergleich zum Transaktionspartner bzw. Marktkontrahenten darstellt. Vgl. TREYNOR, J., *Zero Sum* (Financial Analysts Journal 1-2/1999), S. 8-12.

52

Damit ist klar, daß aktive Portfoliomanagement-Strategien auf der Annahme nicht gegebener Informations-effizienz an den Kapitalmärkten beruht. Vgl. BRUNS, C. / MEYER-BULLERDIEK, F., *Professionelles Portfolio-Management* (1996), S. 80; HERI, E. W., *Moderne Finanz- und Anlagetheorien* (1991), S. 153.

Dauer überlegen. Dabei spielen die verhältnismäßig hohen Kosten der Umsetzung aktiver Portfoliomanagement-Strategien eine wesentliche Rolle.

Eine rationale Auswahlentscheidung zwischen diesen beiden Grundausrichtungen des Portfoliomanagements basiert dementsprechend allein auf der vorhandenen Prognosekompetenz.

Vor diesem Hintergrund ist die erhebliche Bedeutung der statistischen Prognosegütemessung zu sehen.⁵³ Allein die Zuversicht oder die Hoffnung, die künftige Marktentwicklung hinreichend exakt einschätzen zu können, reicht noch nicht aus, um mit aktiven Portfoliomanagement-Strategien dauerhaft Erfolg haben zu können. Nur die kritische Beurteilung der Prognoseleistung der Vergangenheit kann eine begründete Annahme über die zu erwartende Prognoseleistung der Zukunft vermitteln.⁵⁴

53

Einen breiten Überblick über Verfahren der statistischen Prognosegütemessung geben ANDRES, P. / SPIWOKS, M., *Prognosegütemaße* (2000).

54

Zwar ist eine befriedigende Prognoseleistung der Vergangenheit keine Garantie für eine hinreichend zuverlässige Prognoseleistung in der Zukunft, doch kann eine schonungslose Analyse der Prognoseleistung der Vergangenheit eine gegebenenfalls unbegründete Zuversicht erheblich relativieren.

Literatur

- ANDRES, P. / SPIWOKS, M. (Prognosegütemaße), Prognosegütemaße, State of the Art der statistischen Ex-post-Beurteilung von Prognosen, Sofia-Studien zur Institutionenanalyse, Nr. 00-1, Darmstadt 2000.
- BALLOCCI, G. (Die statistische Evaluation von Finanzmarktprognosen), Die statistische Evaluation von Finanzmarktprognosen, in: KUTSCHER, C. / SCHWARZ, G. (Hrsg.), Aktives Portfolio Management, Der Anlageentscheidungsprozeß von der Prognose bis zum Portfolio, Zürich 1998, S. 23-49.
- BANK-VERLAG (Basisinformationen über Vermögensanlagen in Wertpapieren), Basisinformationen über Vermögensanlagen in Wertpapieren, Köln 1994.
- BANZ, R. (Anlage-Strategie), Wenn Fondsmanager über die richtige Anlage-Strategie streiten, in: Financial Times Deutschland, 21.02.2000, S. 42.
- BEIKE, R. / SCHLÜTZ, J. (Performance-Analyse), Performance-Analyse mit LoovMarks, in: Die Bank, H. 5, 1997, S. 276-279.
- BENKNER, A.-G. (Bond Portfolio Management), Moderne Techniken im Bond Portfolio Management, in: CRAMER, J. / RUDOLPH, B. (Hrsg.), Handbuch BLÜMEL, R. (Passives Portfolio-Management), Aktienindizes als Basisinstrumente für das passive Portfolio-Management, 2. Aufl., Stuttgart 1999.
- BLACK, F. (Implications of the Random Walk Hypothesis), Implications of the Random Walk Hypothesis for Portfolio Management, in: Financial Analysts Journal, 3-4/1971, S. 16-22.
- BLÜMEL, R. (Passives Portfolio-Management), Aktienindizes als Basisinstrumente für das passive Portfolio-Management, 2. Aufl., Stuttgart 1999.
- BOLLINGER, G. (Nicht jede Empfehlung ist eine Anlage wert), Nicht jede Empfehlung ist eine Anlage wert, in: Invest, Magazin der Finanz und Wirtschaft, H. 12, 1997, S. 42-43.
- BRAUN, R. (Internationales Indexmanagement), Internationales Indexmanagement für Aktien, in: Österreichisches Bankarchiv, H. 7, 1990, S. 528-535.
- BRUNS, C. / MEYER-BULLERDIEK, F. (Professionelles Portfolio-Management), Professionelles Portfolio-Management, Aufbau, Umsetzung und Erfolgskontrolle strukturierter Anlagestrategien, Stuttgart 1996.

- BÜHLER, W. (Erfolgsanalyse), Grundprobleme der Erfolgsanalyse im Portfolio-Management, in: GEBAUER, W. / RUDOLPH, B. (Hrsg.), Erfolgsmessung und Erfolgsanalyse im Portfolio-Management, Schriftenreihe des Instituts für Kapitalmarktforschung an der J. W. Goethe-Universität Frankfurt, Kolloquien-Beiträge, Bd. 36, Frankfurt/M 1994, S. 15-48.
- CORNIOLEY, C. (Die Kunst des Market Timing), Längst nicht alle Fondsmanger beherrschen die Kunst des Market Timing, in: Invest, Magazin der Finanz und Wirtschaft, H. 4, 1999, S. 23-24.
- CRAMER, J. E. (Professionelle Vermögensverwaltung), Anforderungen an eine professionelle Anlageberatung und Vermögensverwaltung, in: CRAMER, J. / RUDOLPH, B. (Hrsg.), Handbuch für Anlageberatung und Vermögensverwaltung, Methoden und Instrumente des Portfoliomanagements, Frankfurt/M 1995, S. 3-24.
- FRANKE, G. (Performancemessung auf der Basis von Mehr-Faktoren-Modellen), Performancemessung auf der Basis von Mehr-Faktoren-Modellen, in: GEBAUER, W. / RUDOLPH, B. (Hrsg.), Erfolgsmessung und Erfolgsanalyse im Portfolio-Management, Schriftenreihe des Instituts für Kapitalmarktforschung an der J. W. Goethe-Universität Frankfurt, Kolloquien-Beiträge, Bd. 36, Frankfurt/M 1994, S. 125-143.
- GALASSO, G. (Retention Marketing im Private Banking), Retention Marketing im Private Banking, Bern u.a. 1999.
- GERKE, W. (Börsenpsychologie), Börsenpsychologie und die sechs Schritte zur Schaffung eines psychologischen Börsenindikators, in: DBW - Die Betriebswirtschaft, H. 4, 1997, S. 455-458.
- GRINOLD, R. C. / KAHN, R. N. (Active Portfolio Management), Active Portfolio Management, Chicago 1995.
- HANDELSBLATT (Häufiges Umschichten schmälert Rendite), Häufiges Umschichten schmälert Rendite, in: Handelsblatt, 16.06.1998, S. 49.
- HANDELSBLATT (Vertrauen in Index-Fonds wächst), Vertrauen in Index-Fonds wächst, Passives Management ist kostengünstiger, in: Handelsblatt, 17.09.1998, S. 49.
- HARTMANN-WENDELS, T. / PFINGSTEN, A. / WEBER, M. (Bankbetriebslehre), Bankbetriebslehre, Berlin u.a. 1998.
- HERI, E. W. (Moderne Finanz- und Anlagetheorien), Was Anleger eigentlich wissen sollten, Ein Querschnitt durch die Grundlagen moderner Finanz- und Anlagetheorien, Basel/Frankfurt 1991.
- HÜBSCHER, M. (Indexfonds), Die Vorurteile gegen die Indexfonds sind nicht gerechtfertigt, in: Finanz und Wirtschaft, 18.04.1998, S. 27.

- JOBELIUS, H. (Performanceanalysen), Reporting und Performanceanalysen, in: CRAMER, J. / RUDOLPH, B. (Hrsg.), Handbuch für Anlageberatung und Vermögensverwaltung, Methoden und Instrumente des Portfoliomanagements, Frankfurt/M 1995, S. 337-350.
- JUROWSKY, R. / TERHÜRNE, M. (Die Performance von Wertpapierdepots), Die Performance von Wertpapierdepots – Berechnung und Beurteilung unter Risikogesichtspunkten, in: WARTH & KLEIN (Hrsg.), Professionelle Vermögensverwaltung, Finanzplanung – Steuergestaltung – EDV-Lösungen, Stuttgart 1999, S. 329-342.
- KLEEBERG, J. M. / SCHLENGER, C. (Aktienportfoliomanagement), Unterstützung des Aktienportfoliomanagements durch den Einsatz von Computersoftware, in: CRAMER, J. / RUDOLPH, B. (Hrsg.), Handbuch für Anlageberatung und Vermögensverwaltung, Methoden und Instrumente des Portfoliomanagements, Frankfurt/M 1995, S. 441-458.
- LILLA, J. / REINHART, H.-J. (Performance-Präsentation), Composites: Qualitätsmerkmale in der Performance-Präsentation, in: Die Bank, H. 2, 1996, S. 94-96.
- LÜNEBORG, K. (Performancemessung), Performancemessung, Analyse und Reporting, in: Börsen-Zeitung, 23.04.1994, S. 18.
- LUTTMER, M. (Indexanteile übertreffen Durchschnitt der Aktienfonds), Indexanteile übertreffen Durchschnitt der Aktienfonds, in: Financial Times Deutschland, 06.03.2000, S. 33.
- MAIER, GERHARD (Heimlich abgezweigt), Heimlich abgezweigt, in: Die Zeit, 31.10.1997, S. 31.
- MEILI, A. (Verwaltung von Vermögenswerten), Anlage und Verwaltung von Vermögenswerten, 2. Aufl., Uesslingen 1983.
- METZLER, F. VON (Asset-Allocation-Entscheidungen), Asset-Allocation-Entscheidungen, in: CRAMER, J. / RUDOLPH, B. (Hrsg.), Handbuch für Anlageberatung und Vermögensverwaltung, Methoden und Instrumente des Portfoliomanagements, Frankfurt/M 1995, S. 325-336.
- MÜLLER, MARIO (Besser als die meisten Profis), Besser als die meisten Profis, in: Die Zeit, 24.09.1998, S. 46.
- NARAT, I. (Langweilig, aber erfolgreich), Langweilig, aber erfolgreich, in: Handelsblatt, 16.07.1997, S. 25.
- NARAT, I. (Anti-Helden), Die Anti-Helden, in: Handelsblatt, 16.07.1997, S. 25.
- NARAT, I. (Der Professor liebt den Index), Der Professor liebt den Index, in: Handelsblatt, 26.05.1998, S. 53.

- NARAT, I. (Der Index-Lockruf für Spezialfonds), Der Index-Lockruf für Spezialfonds, in: Handelsblatt, 11.11.1998, S. 37.
- NEUE ZÜRCHER ZEITUNG (Vernachlässigte Index-Fonds), Zu Unrecht vernachlässigte Index-Fonds, in: Neue Zürcher Zeitung, Internationale Ausgabe, 13.07.1998, S. 8.
- NEUE ZÜRCHER ZEITUNG (Aktive und passive Anlagestrategien), Eine erfolgversprechende Mixtur, Aktive und passive Anlagestrategien richtig kombinieren, in: Neue Zürcher Zeitung, Internationale Ausgabe, 21.09.1998, S. 10.
- OERTMANN, P. (Lassen sich Aktienkurse prognostizieren?), Lassen sich Aktienkurse prognostizieren?, in: GEHRIG, B. / ZIMMERMANN, H., Fit for Finance, Theorie und Praxis der Kapitalanlage, Frankfurt/M 1999, S. 23-38.
- PFEIFFER, H. (Markt schlägt Mensch), Markt schlägt Mensch, in: Die Zeit, 29.04.1999, S. 34.
- PODDIG, T. (Kursprognose), Handbuch Kursprognose, Quantitative Methoden im Asset Management, Bad Soden/Ts. 1999.
- RAMM, U. (Kapitalmarktprognosen), Zins 2000 – Instrument und Ergebnis von Kapitalmarktprognosen für die Euro-Zeit, in: Der Langfristige Kredit, H. 6, 1998, S. 194-198.
- REHKUGLER, H. (Kurs- und Renditeprognosesysteme), Kurs- und Renditeprognosesysteme, in: CRAMER, J. / RUDOLPH, B. (Hrsg.), Handbuch für Anlageberatung und Vermögensverwaltung, Methoden und Instrumente des Portfoliomanagements, Frankfurt/M 1995, S. 384-393.
- RICHTER, R. / FURUBOTN, E. G. (Neue Institutionenökonomik), Neue Institutionenökonomik, Eine Einführung und kritische Würdigung, 2. durchgesehene und erg. Aufl., Tübingen 1999.
- RIESS, M. (Vergleich von Vermögensverwaltern), GIPS – Standards für den globalen Vergleich von Vermögensverwaltern, in: FAZ – Frankfurter Allgemeine Zeitung, 14.08.2000, S. 34.
- RUDOLPH, B. (Wahl zwischen aktivem und passivem Management), Wahl zwischen aktivem und passivem Management, in: Handelsblatt, 12.08.1993, S. 23.
- RUDOLPH, B. (Performancemessung im Portfolio-Management), Performancemessung im Portfolio-Management, in: GEBAUER, W. / RUDOLPH, B. (Hrsg.), Erfolgsmessung und Erfolgsanalyse im Portfolio-Management, Schriftenreihe des Instituts für Kapitalmarktforschung an der J. W. Goethe-Universität Frankfurt, Kolloquien-Beiträge, Bd. 36, Frankfurt/M 1994, S. 7-13.

- RUDOLPH, B. (Anlageplanung), Theoretische Ansätze und Umsetzung der Anlageplanung, in: CRAMER, J. / RUDOLPH, B. (Hrsg.), Handbuch für Anlageberatung und Vermögensverwaltung, Methoden und Instrumente des Portfoliomanagements, Frankfurt/M 1995, S. 25-42.
- SAPUSEK, A. (Informationseffizienz auf Kapitalmärkten), Informationseffizienz auf Kapitalmärkten, Konzepte und empirische Ergebnisse, Wiesbaden 1998.
- SCHIERENBECK, H. (Controlling), Controlling, in: KLOTEN, N. / STEIN, J. H. VON (Hrsg.), Geld-, Bank- und Börsenwesen, Ein Handbuch, 39. völlig neu bearb. Aufl., Stuttgart 1993, S. 911-939.
- SCHLENGER, C. (Aktives Management von Aktienportfolios), Aktives Management von Aktienportfolios, Information, Entscheidung und Erfolg auf der Basis von Aktienalphas, Bad Soden/Ts. 1998.
- SCHMIDT, REINHARD H. (Grundprobleme der Wertpapieranalyse), Grundprobleme der Wertpapieranalyse und der Anlageplanung, in: Beiträge zur Aktienanalyse, H. 17, 1978, S. 5-23.
- SCHMIDT-VON RHEIN, A. / ROTH, H. (Performancemessung), Der Einfluß der Anlegerpräferenzen auf die Performancemessung, in: KuK – Kredit und Kapital, H. 4, 1997, S. 573-604.
- SCHRÖDER, M. (Prognose von Rentenmarkt-Renditen), Prognose von Rentenmarkt-Renditen aus makroökonomischer Sicht, in: Risk & Reward – Methodik, Frankfurt/M 1994, S. 46-50.
- SORENSEN, E. H. / MILLER, K. L. / SAMAK, V. (Active and Passive Management), Allocating between Active and Passive Management, in: Financial Analysts Journal, H. 9-10, 1998, S. 18-31.
- SÖRRIES, B. (Konzepte zur Performancemessung), Konzepte zur Performancemessung, in: Die Bank, H. 11, 1992, S. 652-655.
- SPREMANN, K. (Performancemessung), Performancemessung und langfristige Asset Allocation, in: GEBAUER, W. / RUDOLPH, B. (Hrsg.), Erfolgsmessung und Erfolgsanalyse im Portfolio-Management, Schriftenreihe des Instituts für Kapitalmarktforschung an der J. W. Goethe-Universität Frankfurt, Kolloquien-Beiträge, Bd. 36, Frankfurt/M 1994, S. 89-100.
- STAUBLI, M. / PALIT, O. (Schweizer Pensionskassen), Gründe für Schweizer Pensionskassen in deutsche Anlagen zu investieren, in: CRAMER, J. / RUDOLPH, B. (Hrsg.), Handbuch für Anlageberatung und Vermögensverwaltung, Methoden und Instrumente des Portfoliomanagements, Frankfurt/M 1995, S. 83-99.
- STEINER, M. / BRUNS, C. (Wertpapiermanagement), Wertpapiermanagement, 7. Aufl., Stuttgart 2000.

- STEINER, M. / TEBROKE, H.-J. (Entwicklung von Anlagestrategien), Entwicklung von Anlagestrategien, in: CRAMER, J. / RUDOLPH, B. (Hrsg.), Handbuch für Anlageberatung und Vermögensverwaltung, Methoden und Instrumente des Portfoliomanagements, Frankfurt/M 1995, S. 306-324.
- STEINER, M. / WITTRICK, C. (Timing-Aktivitäten von Aktieninvestmentfonds), Timing-Aktivitäten von Aktieninvestmentfonds und ihre Identifikation im Rahmen der externen Performance-Messung, Eine theoretische und empirische Untersuchung der Leistungen von Investmentfonds, in: ZfB – Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 1994, S. 593-618.
- TAIBER, W. (Index-Zertifikate), Index-Zertifikate – die alternative Anlageform, in: Börsen-Zeitung, 05.09.1998, S. B4.
- TOBLER, J. (Prognoserisiko), Wie sich das Prognoserisiko minimieren läßt, in: Finanz und Wirtschaft, 13.05.1998, S. 4.
- TREYNOR, J. (Zero Sum), Zero Sum, in: Financial Analysts Journal, H. 1-2, 1999, S. 8-12.
- TREYNOR, J. L. / BLACK, F. (How to Use Security Analysis), How to Use Security Analysis to Improve Portfolio Selection, in: Journal of Business, 1973, S. 66-86.
- UHLIR, H. (Performancemessung), Grundsätze ordnungsmäßiger Performancemessung, in: GEBAUER, W. / RUDOLPH, B. (Hrsg.), Erfolgsmessung und Erfolgsanalyse im Portfolio-Management, Schriftenreihe des Instituts für Kapitalmarktforschung an der J. W. Goethe-Universität Frankfurt, Kolloquien-Beiträge, Bd. 36, Frankfurt/M 1994, S. 65-74.
- VALDER, W. (Performance-Messung), Performance-Messung für Spezialfonds, in: Die Bank, H. 2, 1993, S. 99-101.
- WAGNER, N. F. (Tracking des DAX), Optimale Portfolios zum Tracking des DAX, in: Die Bank, H. 11, 1996, S. 684-688.
- WERTSCHULTE, J. F. / SCHALK, M. (Meßplatte für deutsche Rentenportfolios), Meßplatte für deutsche Rentenportfolios, in: Die Bank, H. 6, 1992, S. 323-326.
- WITTRICK, C. / FISCHER, B. / LILLA, J. (DVFA Performance Standards), Neue DVFA Performance Standards (I), in: Die Bank, H. 9, 1998, S. 540-542.
- ZIMMERMANN, H. (Die moderne ‚Finance‘), Die moderne ‚Finance‘, in: GEHRIG, B. / ZIMMERMANN, H., Fit for Finance, Theorie und Praxis der Kapitalanlage, Frankfurt/M 1999, S. 1-21.

Berichte aus der Forschung

Sofia-Diskussionsbeiträge zur Institutionenanalyse (ISSN 1437-126X)

Die Beiträge sind gegen Rechnung (20 DM) per e-mail [bizer@sofia-darmstadt.de] oder per Post erhältlich [Sofia, Haardtring 100, 64295 Darmstadt]. Die meisten Diskussionsbeiträge sind auch auf der Website von Sofia unter www.sofia-darmstadt.de als pdf-Datei verfügbar.

2001

- Cichorowski, Georg: Lärminderung - Empfehlungen zum kommunalen Vorgehen, Sofia-Diskussionsbeiträge zur Institutionenanalyse, Darmstadt, Nr. 01-1.
- Spiwoks, Markus: Aktives versus passives Portfoliomanagement - Prognosekompetenz als wichtigste Determinante der Auswahlentscheidung. Sofia-Diskussionsbeiträge zur Institutionenanalyse, Darmstadt, Nr. 01-2.
- Lewin, Daniel: Das „Mediationsverfahren“ und das „Regionale Dialogforum Flughafen Frankfurt“ – Bereicherung oder Gefahr für rechtsstaatliche Planung?, Sofia-Diskussionsbeiträge zur Institutionenanalyse, Darmstadt, Nr. 01-3.
- Roller, Gerhard / Steinwachs, Jennifer: Die Aufhebbarkeit von Bannwalderklärungen – Eine Untersuchung aus aktuellem Anlaß, Sofia-Diskussionsbeiträge zur Institutionenanalyse, Darmstadt, Nr. 01-4.

2000

- Martin Führ: Ökonomisches Prinzip und juristische Rationalität - Ein Beitrag zu den Grundlagen interdisziplinärer Verständigung, Sofia-Diskussionsbeiträge zur Institutionenanalyse, Darmstadt, Nr. 00-1.
- Kilian Bizer/Martin Führ: Die Verhältnismäßigkeit emissionsmindernder Maßnahmen für organische Lösemittel in Farben und Lacken, Sofia-Diskussionsbeiträge zur Institutionenanalyse, Darmstadt, Nr. 00-2.
- Martin Führ: Grundlagen juristischer Institutionenanalyse - Das ökonomische Modell menschlichen Verhaltens aus der Perspektive des Rechts, Sofia-Diskussionsbeiträge zur Institutionenanalyse, Darmstadt, Nr. 00-3.

Martin Führ: Gefahrguttransporte - Schnittstellen zu Anlagensicherheit und Arbeitsschutz, Sofia-Diskussionsbeiträge zur Institutionenanalyse, Darmstadt, Nr. 00-4.

Cornelia Becker: Steuerhinterziehung und Habitus, Sofia-Diskussionsbeiträge zur Institutionenanalyse, Nr. 00-5.

Kilian Bizer: Die Integration von Schwerbehinderten in die Arbeitswelt – Eine institutionenökonomische Analyse der Anreizsituation von Akteuren, Sofia - Diskussionsbeiträge zur Institutionenanalyse, Nr. 00-6.

Thomas Albrecht: Zur Eignung professioneller Zinsprognosen als Entscheidungsgrundlage, Ein Vergleich der Zinsprognosen deutscher Banken mit der Zinserwartung „des Marktes“, Sofia-Diskussionsbeiträge zur Institutionenanalyse, Nr. 00-7.

Kilian Bizer: Steuervereinfachung und Steuerhinterziehung – ein Forschungsprogramm, Sofia-Diskussionsbeiträge zur Institutionenanalyse, Nr. 00-8.

1999

Kilian Bizer: Die Ökonomik der Verhältnismäßigkeitsprüfung, Sofia-Diskussionsbeiträge zur Institutionenanalyse, Darmstadt, Nr. 99-1.

Cornelia Becker: Kinder- und Jugendschutz in der Werbung - eine Analyse von 100 Kinderzeitschriften, Sofia-Diskussionsbeiträge zur Institutionenanalyse, Darmstadt, Nr. 99-2.

Markus Riehl: Rechtliche Rahmenbedingungen der Integration Schwerbehinderter in die Arbeitswelt, Sofia-Diskussionsbeiträge zur Institutionenanalyse, Darmstadt, Nr. 99-3.

Martin Führ: Ökonomisches Prinzip und Verfassungsrecht - Eine juristische Sicht Sofia-Diskussionsbeiträge zur Institutionenanalyse, Darmstadt, Nr. 99-4. (*vergriffen - siehe Nr. 00-1*)

Cornelia Nicklas: Die Verwendung von Lösemitteln als Lackbestandteile und in Druckereien, Sofia-Diskussionsbeiträge zur Institutionenanalyse, Darmstadt, Nr. 99-5.

Kilian Bizer: Anreizstrukturen der Akteure beim Kinder- und Jugendschutz in der Werbung, Sofia-Diskussionsbeiträge zur Institutionenanalyse, Darmstadt, Nr. 99-6.

Markus Spiwoks (Hrsg.): Venture Capital (mit Beiträgen von Oliver Hein, John P. McDonough und Markus Spiwoks, Sofia-Diskussionsbeiträge zur Institutionenanalyse, Darmstadt, Nr. 99-7.

1998

- Martin Führ: Das Gebot gegenseitiger Rücksichtnahme – Renaissance eines Rechtsprinzips?, Sofia-Diskussionsbeiträge zur Institutionenanalyse, Darmstadt, Nr. 98-1.
- Martin Führ: Rationale Gesetzgebung - Systematisierung der Anforderungen und exemplarische Anwendung, Sofia-Diskussionsbeiträge zur Institutionenanalyse, Darmstadt, Nr. 98-2.
- Kilian Bizer: Individuelles Verhalten, Institutionen und Responsives Recht, Sofia-Diskussionsbeiträge zur Institutionenanalyse, Darmstadt, Nr. 98-3.
- Markus Spiwoks: Intermediationstheorie der Vermögensverwaltung – Verstärkte Kundenbindung durch Berücksichtigung individueller Transaktionskosten, Sofia-Diskussionsbeiträge zur Institutionenanalyse, Darmstadt, Nr. 98-4.
- Kilian Bizer: Voluntary Agreements - cost-effective or just flexible to fail?, Sofia-Diskussionsbeiträge zur Institutionenanalyse, Darmstadt, Nr. 98-5.

Sofia-Studien zur Institutionenanalyse (ISSN 1439-6874)

Die Studien sind gegen Rechnung (40 DM) per e-mail [bizer@sofia-darmstadt.de] oder per Post erhältlich [Sofia, Haardtring 100, 64295 Darmstadt]. Zusammenfassungen in deutscher und englischer (z.T. auch in französischer) Sprache finden sich auf der Website von sofia unter www.sofia-darmstadt.de

2001

- Bizer, Kilian; Führ, Martin: **Responsive Regulierung für den homo oeconomicus institutionalis – Ökonomische Verhaltenstheorie in der Verhältnismäßigkeitsprüfung**, Sofia-Studien zur Institutionenanalyse Nr. 01-1, Darmstadt 2001, 70 S. (ISBN 3-933795-29-X).
- Führ, Martin; Lewin, Daniel: **Partizipative Verfahren in Zulassungsentscheidungen für raumbedeutsame Vorhaben. Chancen und Risiken einer rechtlichen Verankerung**, Sofia-Studien zur Institutionenanalyse Nr. 01-2, Darmstadt 2001, 64 S. (ISBN 3-933795-31-1).

Dopfer, Jaqui; Peter, Brigitte; Bizer, Kilian: **Online-Journalismus – Konzept für einen Studiengang**, Sofia-Studien zur Institutionenanalyse Nr. 01-3, Darmstadt 2001, 70 S. (ISBN 3-933795-32-X)

2000

Andres, Peter und Markus Spiwoks: **Prognosegütemaße, State of the Art der statistischen Ex-post-Beurteilung von Prognosen**, Sofia-Studien zur Institutionenanalyse Nr. 00-1, Darmstadt 2000, 57 S. (ISBN 3-933795-22-2).

Friedrichs, Stephanie: **Markenstrategien im Privatkundengeschäft von Kreditinstituten**, Sofia-Studien zur Institutionenanalyse Nr. 00-2, Darmstadt 2000, 57 S. (ISBN 3-933795-25-7).

Hülsmann, Michael: **Institution Kommune – Versuch interdisziplinären Begriffsbestimmung**, Sofia-Studien zur Institutionenanalyse Nr. 00-3, Darmstadt 2000, 57 S. (ISBN 3-933795-26-5).

1999

Führ, Martin unter Mitarbeit von Kilian Bizer, Betty Gebers, Gerhard Roller: **Institutionelle Bedingungen zur Förderung proaktiver Strategien - Vergleichende Analyse internationaler Ansätze im Bereich des Umweltverhaltens von Unternehmen**, Sofia-Studien zur Institutionenanalyse Nr. 99-1, Darmstadt 1999, 191 S. (ISBN 3-933795-15-X).

Führ, Martin unter Mitarbeit von Uwe Brendle, Betty Gebers, Gerhard Roller: **Produktbezogene Normen in Europa zwischen Binnenmarkt und Umweltschutz - Reformbedarf aus der Sicht des Verfassungs- und des Europarechts**, Sofia-Studien zur Institutionenanalyse Nr. 99-2, Darmstadt 1999, 146 S. (ISBN 3-933795-14-1).

Sonderforschungsgruppe Institutionenanalyse (sofia), Haardtring 100,
64295 Darmstadt, Fon +49 6151 168735, Fax +49 6151 168925
[mail to: bizer@sofia-darmstadt.de](mailto:bizer@sofia-darmstadt.de); <http://www.sofia-darmstadt.de>