

White Paper

Die Anlagestrategie des boerse.de-Weltfonds: Konzeption und Funktionsweise

Stand: 20.11.2024



Bibliothek „Haus der Börse“

Priv.-Doz. Dr. Hubert Dichtl
und Thomas Müller

Einleitung

Für den Initiator eines Investmentfonds gibt es kaum Erstrebenswerteres als Fondsanleger, die ein größtmögliches Vertrauen in die zugrundeliegende Anlagestrategie haben. Wir sind der festen Überzeugung, dass hierzu eine tiefgehende Transparenz bezüglich des zugrundeliegenden Konzepts und der konkreten Ausgestaltung eines Investmentfonds erforderlich ist. Um dies zu gewährleisten, publizieren wir sogenannte White Paper, in denen die jeweiligen Fondskonzepte und die zugrundeliegenden Investmentstrategien dezidiert in einem populärwissenschaftlichen Schreibstil umfassend beschrieben werden. Während übliche Fondsbroschüren und Werbematerialien nur an der Oberfläche kratzen, dringen unsere White Paper bis tief ins Innere der jeweils beschriebenen Investmentlösung vor.

Das vorliegende White Paper widmet sich dem boerse.de-Weltfonds. Wie auch bei allen drei weiteren boerse.de-Fonds (dem boerse.de-Aktienfonds, dem boerse.de-Technologiefonds und dem boerse.de-Dividendenfonds) liegt sein Fokus auf Qualitätswerten, den sogenannten Champions-Aktien. Konkret bilden die jeweils 100 aktuellen Champions-Aktien das Anlageuniversum, aus dem die Investments des boerse.de-Weltfonds selektiert werden.

Gegenüber den drei weiteren boerse.de-Fonds weist der boerse.de-Weltfonds eine spezifische Besonderheit auf. Während es sich beim boerse.de-Aktienfonds, beim boerse.de-Technologiefonds und beim boerse.de-Dividendenfonds um „reinrassige“ Aktienfonds handelt (die jeweils zu 100% in Aktien investiert sind), kann die Investitionsquote beim boerse.de-Weltfonds zwischen 50% und 100% Aktienanteil schwanken. Das nicht in Aktien angelegte Kapital wird in Cash bzw. kurzlaufenden Anleihen gehalten, weshalb es sich beim boerse.de-Weltfonds um einen sogenannten Mischfonds handelt.

Aufgrund der großen Schwankungsbreite der Aktienquote sowie dem Umstand, dass der Aktienanteil auch auf 100% anwachsen kann, wird der Weltfonds bei branchenüblichen Fondsvergleichen bzw. Rankings zumeist unter den Kategorien „offensiv“ und/oder „flexibel“ aufgelistet. Liegt der Aktienanteil des Weltfonds bei 100% Aktien, dann weist der Fonds logischerweise ein Risikoprofil auf wie ein reinrassiger Aktienfonds, bei dem das Risiko in aller Regel deutlich höher ist als bei einem traditionellen Mischfonds mit einem entsprechend hohen Anleiheanteil.

Trotz des temporär höheren Risikos des boerse.de-Weltfonds (z.B. gemessen anhand der Volatilität), ist der Fonds mit einem intelligenten, wissenschaftlich fundierten vierstufigen Konzept zur Risikoreduktion ausgestattet. Dieser Algorithmus soll insbesondere bei „großen“ Aktienmarktrückgängen (z.B. Crash-Phasen) zu einer deutlichen Verlustreduktion führen. Das Ziel besteht bewusst nicht darin, jeden kleinen oder auch mittleren Kursrücksetzer abzufedern. Wie zahlreiche wissenschaftliche Studien und praktische Erfahrungen zeigen, gehen mit der systematischen Vermeidung von kleinen bzw. überschaubaren Verlusten überdurchschnittlich hohe Absicherungskosten einher. Um große Verluste zu vermeiden, haben wir proprietär ein vierstufiges Risikoreduktionskonzept entwickelt, dessen Anwendung beim boerse.de-Weltfonds einzigartig sein dürfte, weshalb es den Schwerpunkt dieses White Papers bildet.

Warum die Vermeidung von „großen“ Verlusten wichtig ist

Die Bedeutung der Vermeidung von großen Verlusten lässt sich am besten mithilfe eines kleinen Zahlenbeispiels veranschaulichen. Ausgangsbasis sei ein Anlagebetrag von 100 Euro. Nach einem Verlust von 50% werden aus den 100 Euro nur noch 50 Euro. Um nun nach dem hohen 50%-Verlust wieder auf den ursprünglichen Kapitaleinsatz von 100 Euro zu kommen, ist eine Verdoppelung erforderlich, was einem Gewinn von 100% entspricht.

Gewinne und Verluste wirken also asymmetrisch. Um diese Asymmetrie näher zu veranschaulichen, sind in der nachfolgenden Grafik Verluste und die zugehörigen Gewinne, die für einen vollständigen Verlustausgleich erforderlich sind, aufgeführt.

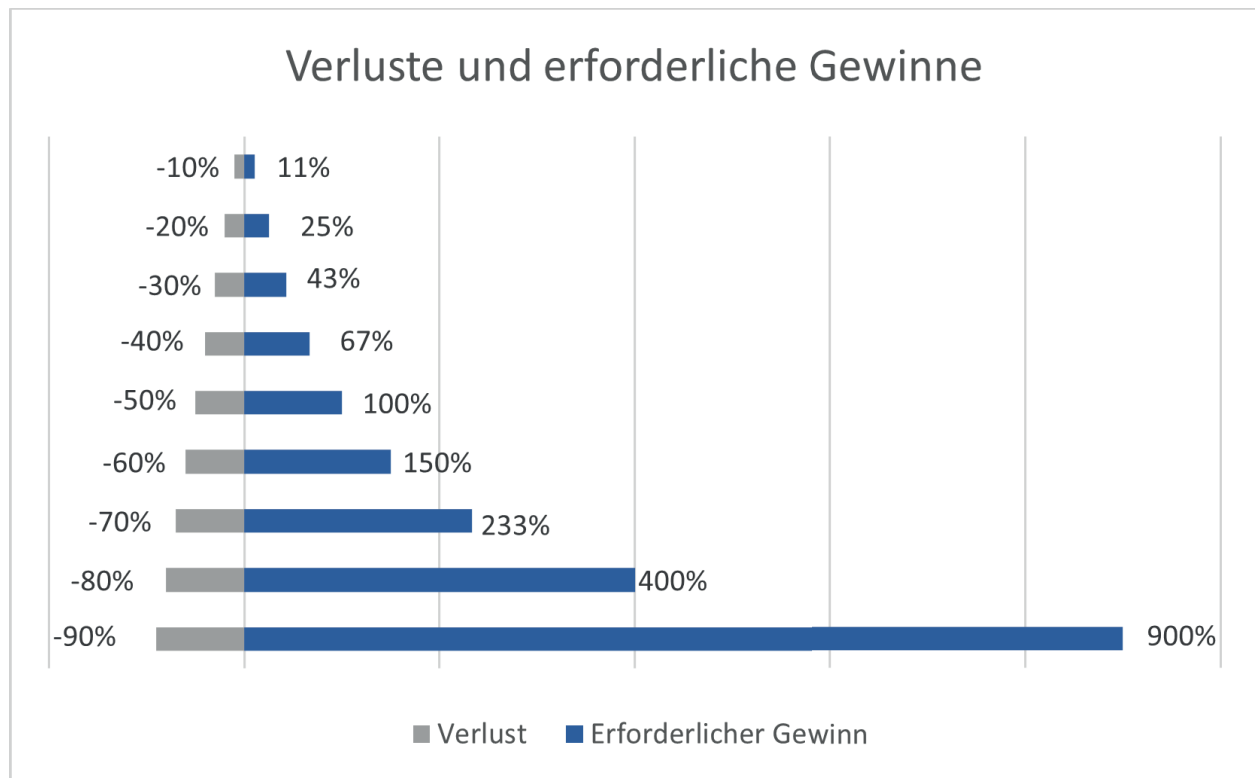


Abbildung 1: Asymmetrische Wirkung von Gewinnen und Verlusten

Wie die Abbildung zeigt, erfordert ein Verlust von 10% einen Gewinn von ca. 11%, um den Verlust wieder auszugleichen. Aus der Grafik lässt sich auch klar die Asymmetrie erkennen. So ist beispielsweise bei einem Rückgang von 40% bereits ein Gewinn von 67% für den Verlustausgleich erforderlich. Und interessant wird die Sache jenseits eines 50%igen Verlusts. So ist bei einem Kurssturz von 60% bereits ein Gewinn von 150% zur Erreichung der Estandskurse erforderlich, und bei 70% sind es gar 233%. Die asymmetrische Wirkung von Gewinnen und Verlusten sollten Anleger stets im Hinterkopf behalten.

Wann die Vermeidung von großen Verlusten besonders wichtig ist

Die Vergangenheit hat gezeigt, dass jegliche Verluste am Aktienmarkt immer wieder aufgeholt wurden. Entscheidend ist nur, über welche Zeitspanne sich die Verlustaufholung erstreckt. Wenn man sich vor Augen führt, dass bei einem Verlust von 50% ein Gewinn von 100% bzw. bei einem Rückgang von 60% eine Wertaufholung von 150% benötigt werden, dann ist davon auszugehen, dass mit hoher Wahrscheinlichkeit ein dementsprechend langer Zeitraum für die Wiedererreichung der Einstandskurse erforderlich ist. Vor diesem Hintergrund dürfte ein überschaubarer Anlagehorizont für den ein oder anderen Anleger im fortgeschrittenen Alter durchaus ein wichtiger Aspekt der Kapitalanlage sein.

Jedoch ist ein zeitlich überschaubarer Anlagehorizont nicht nur für ältere Anleger relevant. Die Gründe für einen zeitlich begrenzten Anlagezeitraum und die daraus resultierende Präferenz zur Vermeidung hoher Verluste sind vielschichtig und können unterschiedlichster Natur sein. So kann sich die analoge Situation auch dann ergeben, wenn das investierte Kapital in absehbarer Zeit für eine größere Anschaffung (z.B. Immobilienerwerb) vorgesehen ist.

5
30

Was sind „große“ Verluste?

Hier drängt sich natürlich die naheliegende Frage auf, wie realistisch denn Verluste in Höhe von 60% oder gar 70% für Aktienanleger sind. Zur Beantwortung betrachten wir zunächst die historische Kursentwicklung des deutschen Aktienindex Dax seit 31.12.1999 (bis zum 01.11.2024). Beim Dax handelt es sich um „das“ Anlagebarometer für den deutschen Aktienmarkt. Da der Stand dieses Aktienindex permanent im TV, im Internet und in nahezu allen wichtigen Finanz- und Tageszeitungen kommuniziert wird, sind deutsche Aktienanleger mit dieser Messlatte für den heimischen Markt zumeist bestens vertraut. Und da der Dax auch

mithilfe von ETFs (Exchange Traded Funds) einfach erworben werden kann, befindet er sich in vielen Depots deutscher Investoren.

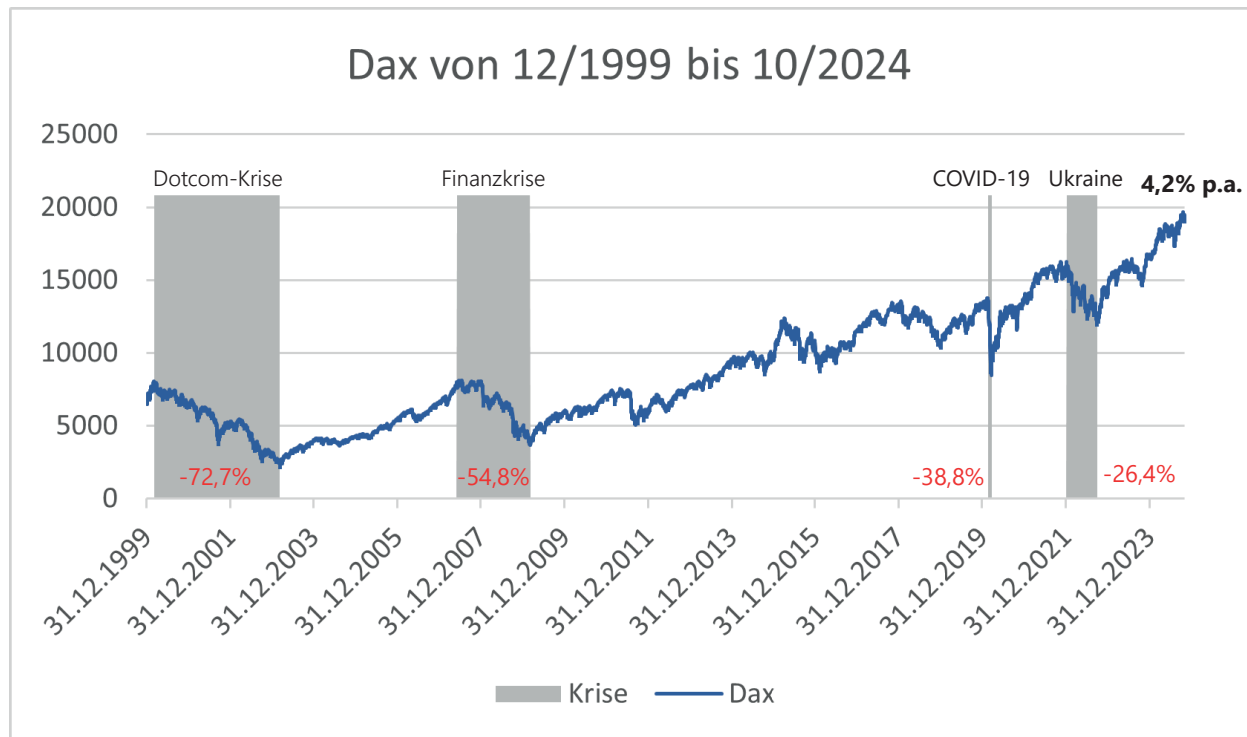


Abbildung 2: „Große“ Verluste beim Deutschen Aktienindex Dax

Wie die Abbildung zeigt, hat der Dax während der Technologiekrise (Platzen der Dotcom-Bubble) zwischen Januar 2000 und März 2003 sage und schreibe über 70% an Wert eingebüßt. Wer also Anfang 2000 in den Dax investiert hatte, benötigte anschließend einen Gewinn von circa 233%, nur um diesen Kursrückgang wieder auszugleichen.

Als diese Verluste im Juni 2007 wieder aufgeholt waren, kam es im Januar 2008 zum nächsten Aktienmarkteinbruch. Die Finanzmarktkrise führte zu einem Börsen-Crash, der einen knapp 55%igen Kursrückgang beim Dax bewirkte. Im Vergleich hierzu scheinen weitere Rücksetzer, wie beispielsweise während der Ukraine-Krise mit circa minus 26%, noch eher harmlos. Fakt ist, dass historisch im Dax Kursverluste von über 50% bis hin zu 70% durchaus schon zu beobachten waren.

Die gezeigten hohen Rückschläge im Dax haben dazu geführt, dass der Index seit Ende 1999 per Ende Oktober 2024 eine Rendite von gerade mal 4,2% p.a. aufweist. Dies ist die ausgesprochen überschaubare Brutto-Rendite eines Dax-Anlegers über diesen langen Zeitraum. Und hierbei gilt zu berücksichtigen, dass es sich beim Dax um einen sogenannten Performance-Index handelt, bei dem die Dividendenzahlungen (brutto, also ohne Steuerabzug) bereits mit eingerechnet sind.

Kritiker mögen zurecht bemängeln, dass es sich beim Dax um einen rein auf Deutschland fokussierten Index handelt, der noch dazu lediglich 40 kapitalgewichtete Titel umfasst (Anmerkung: Bis Mitte September 2021 waren es sogar nur 30 Aktien). Von einer international breit diversifizierten Anlage, wie sie für viele Anleger optimal sein dürfte, ist man hier also meilenweit entfernt.

Im Gegensatz zum Dax handelt es sich beim MSCI World um einen international diversifizierten Aktienindex, der (per 30. September 2024) 1410 Titel aus 23 entwickelten Ländern umfasst.¹ In der nachfolgenden Abbildung ist die Wertentwicklung des MSCI World Net Return Index notiert in Euro seit 31.12.1999 dargestellt.²

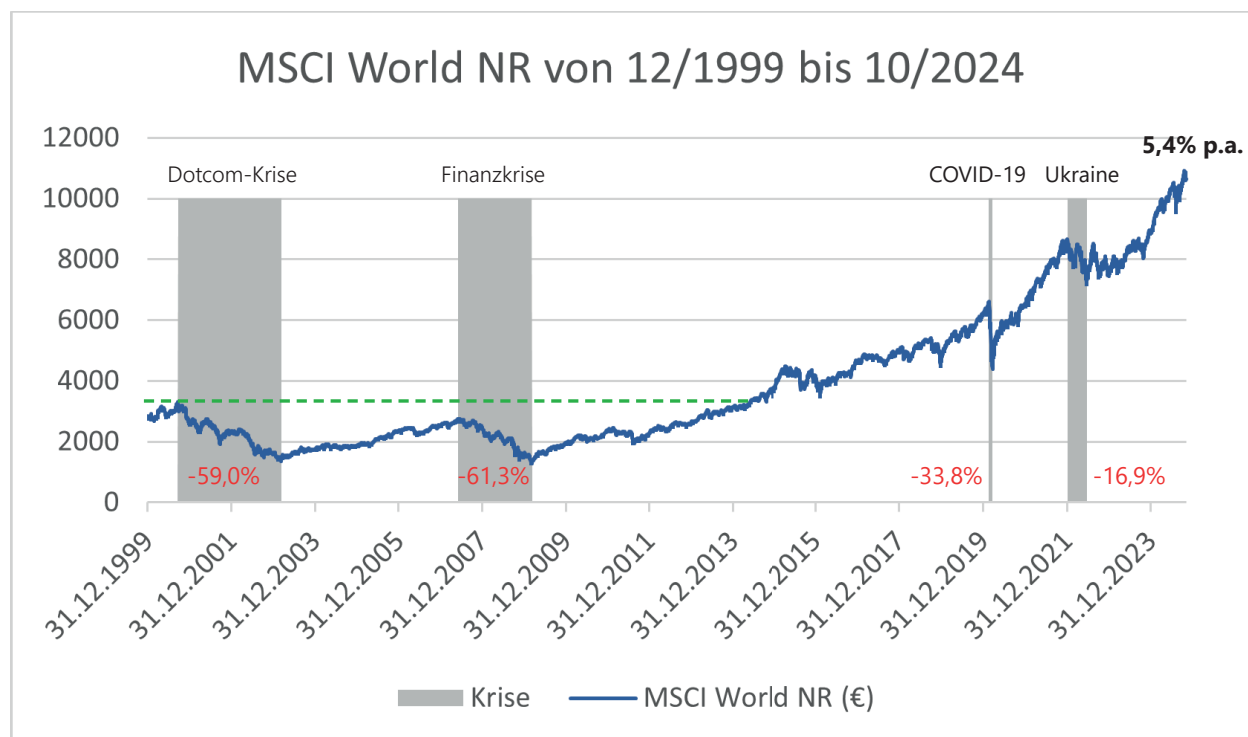


Abbildung 3: „Große“ Verluste beim MSCI World

¹ Siehe hierzu das Factsheet zum MSCI World Index per 30. September 2024.

² Anmerkung: „Net Return“ bedeutet, dass die Dividenden nach Steuerabzug in den Index eingerechnet sind.

Wie aus der Abbildung ersichtlich ist, sind auch bei diesem – auf den ersten Blick – breit diversifizierten Aktienindex Verluste von über 50% und 60% in der Historie schon aufgetreten. Interessant ist dabei, dass der Verlust aus der Dotcom-Krise von 59% noch nicht mal aufgeholt war, bis Anleger mit dem nächsten Kurseinbruch aufgrund der Finanzmarktkrise konfrontiert wurden. Anleger, die im September 2000 in den MSCI World Index investiert hatten, waren über 13 Jahre ununterbrochen in einer Verlustphase, ehe der Einstandspreis im Mai 2014 dann wieder erreicht wurde. Der maximale Verlust (der sogenannte maximale Drawdown) stellte sich am Tiefpunkt der Finanzkrise ein und betrug knapp 62%.

Für das überraschend hoch erscheinende Verlustpotenzial des MSCI World Index gibt es auch plausible Erklärungen. Zum einen führt die Kapitalgewichtung im Index dazu, dass einige wenige Titel einen weit überdurchschnittlichen Einfluss auf die Kursentwicklung ausüben. Darüber hinaus zeigt eine Länderbetrachtung, dass über 71% des Indexkapitals aus den USA stammen, was ein konzentriertes Länder-Exposure bedeutet.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass auch beim international diversifizierten MSCI World Aktienindex in der Historie Rückschläge von über 50% und 60% aufgetreten sind, worauf anschließende Gewinne von 100% bzw. 150% zum Verlustausgleich erforderlich waren. Insofern erscheint es auch bedenklich, wenn ETFs auf den MSCI World – wie häufig der Fall – Anlegern als risikoreduzierte Aktienanlage empfohlen bzw. ins Depot gelegt werden.

In diesem Abschnitt wurde also gezeigt, welche bedeutenden Börsen-Crashes seit dem Jahr 2000 aufgetreten sind und mit welchen Aktienmarktverlusten Anleger dabei konfrontiert wurden. Verluste von über 50% waren dabei keine Seltenheit. Der hier gezeigte Dax-Verlust von über 70% beim Platzen der Dotcom-Bubble 2000 bis März 2003 war dabei noch nicht mal der absolute Top-Wert. So verlor beispielsweise der Nasdaq 100 in dieser Marktphase in der Spitze gar über 80% an Wert. Und wie in dem vorangegangenen Abschnitt „Warum die Vermeidung von großen Verlusten wichtig ist“ gezeigt wurde, sind in solchen Verlustregionen extrem hohe Gewinne erforderlich, nur um diese großen Rückschläge wieder auszugleichen.

Risikoreduktion mithilfe von Anleihen – keine Alternative für den boerse.de-Weltfonds

Der übliche Weg von traditionellen Mischfonds besteht darin, dem Fonds eine bestimmte Mindestquote von Anleihen beizumischen, um damit das Verlustpotenzial zu reduzieren. Im Vergleich zu Aktien weisen Anleihen von (vermeintlich) sicheren Ländern – wie beispielsweise der Bundesrepublik Deutschland – deutlich geringere Kursschwankungen auf, was sich auch in einem spürbar geringeren Verlustpotenzial widerspiegelt. Der Rex-Index repräsentiert die Kursentwicklung von 30 idealtypischen Bundesanleihen mit drei verschiedenen Kupons im Laufzeitensegment zwischen ein und zehn Jahren. Im Gegensatz zum Kursindex Rex sind beim Performance-Index Rexp neben den Kursentwicklungen auch Preisänderungen und Zinserträge miteingerechnet. Die nachfolgende Abbildung zeigt die Wertentwicklung des MSCI World Net Return Index (in Euro) im Vergleich zum Rexp-Index von Q1/2022 bis Q3/2022.

9
30

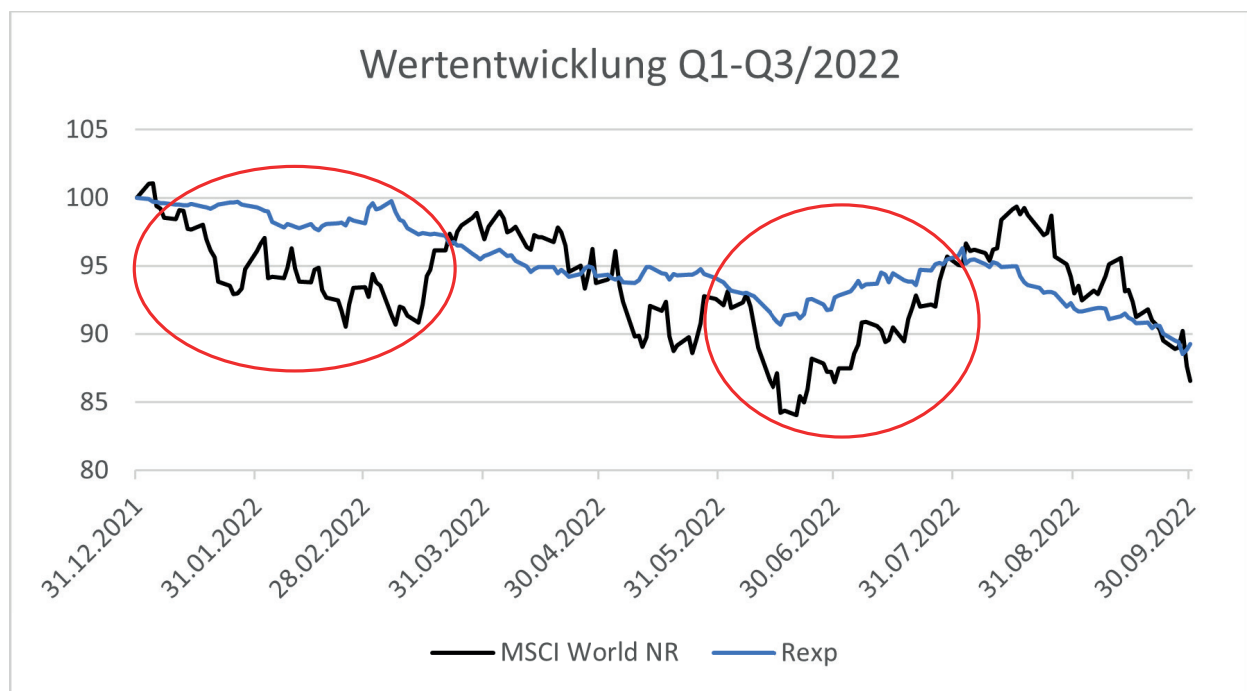


Abbildung 4: Wertentwicklung des MSCI World Net Return Index im Vergleich zum Rexp

Wie aus der Abbildung ersichtlich ist, hat auch der Rexp-Index vor dem Hintergrund des Ukraine-Konflikts, der steigenden Inflation und des Zinsanstiegsszenarios seit Anfang des Jahres 2022 an Wert eingebüßt. Verglichen mit den großen Rücksetzern des breit diversifizierten Aktienindex MSCI World (siehe die beiden roten Markierungen) sind die Kursrückgänge innerhalb der ersten drei Quartale in 2022 jedoch vergleichsweise moderat ausgefallen. Genau dies ist der Grund, weshalb bei Mischfonds Aktien und Anleihen in einem Portfolio kombiniert werden.

Die Risikoreduktion beim klassischen Mischfonds basiert also in der Regel auf einer zu meist weitgehend statischen Beimischung von Anleihen, die ein geringeres Kurschwankungs- und somit Verlustpotenzial verglichen mit Aktien aufweisen. Je nach dem Grad der Anleihen-Beimischung werden Mischfonds typischerweise in die drei Kategorien „defensiv/konservativ“ (hoher Anleihen-Anteil), „offensiv/dynamisch“ (geringer Anleihen-Anteil) und „ausgewogen“ (in etwa gleicher Anleihen- und Aktienanteil) unterschieden. Aufgrund ihres geringeren Verlustpotenzials verglichen mit reinrassigen Aktienfonds erfreuen sich Mischfonds insbesondere bei Privatanlegern großer Beliebtheit.

Weshalb der boerse.de-Weltfonds auf eine statische Beimischung von Anleihen zur Risikoreduktion komplett verzichtet und stattdessen einen komplett anderen Weg beschreitet, soll nachfolgend erklärt werden. In der folgenden Abbildung sind die Jahresrenditen (Total Return) des Rexp-Index von 2013 startend bis 2023 grafisch dargestellt.

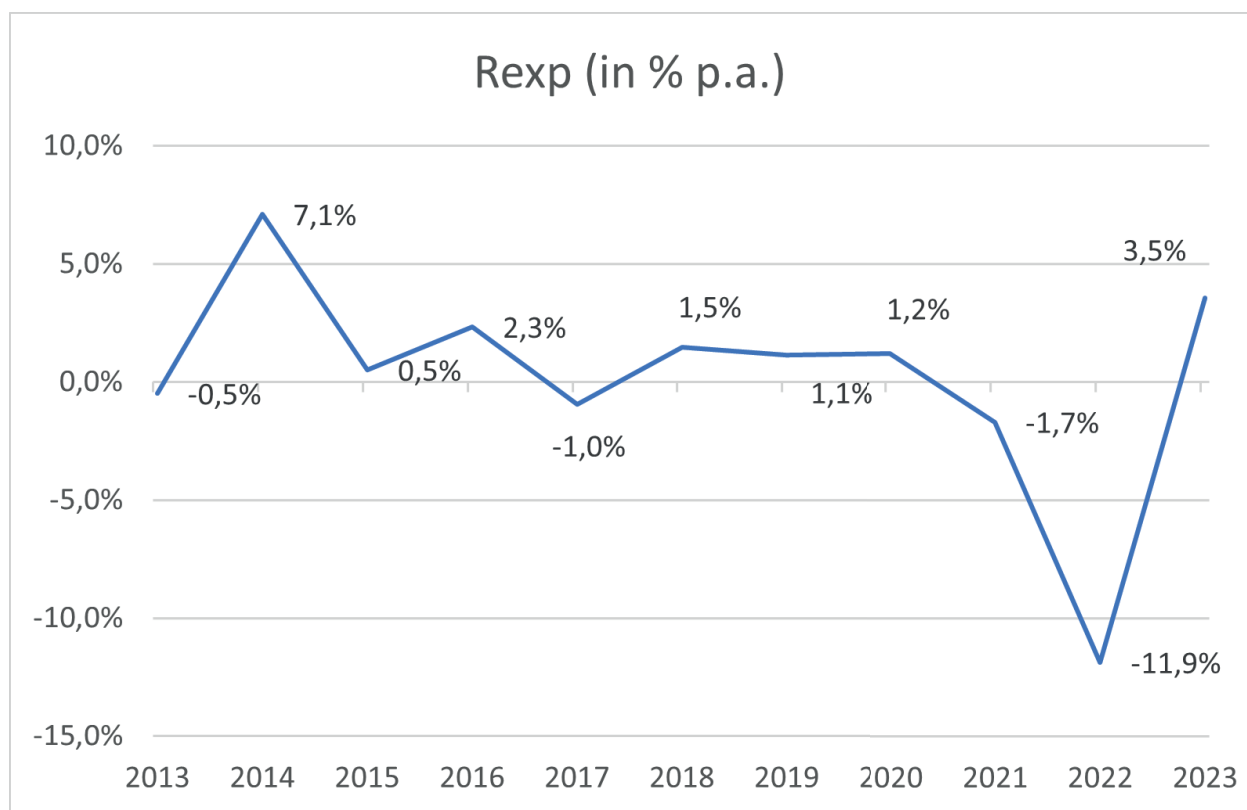
10
30

Abbildung 5: Jahresrenditen des Rexp von 2013 bis 2023

Wie der Chart zeigt, erwirtschaftete der Rexp im Jahre 2014 mit 7,1% noch eine vergleichsweise gute Rendite. Die Jahre danach fielen aber deutlich ernüchternder aus. So variierte die Jahresrendite zwischen -11,9% (im Jahre 2022) und 3,5% (2023). Der arithmetische Durchschnitt der Jahresrenditen des Rexp von 2013 bis 2023 – also elf Jahre – lag bei gerade einmal 0,2%.

Der Rexp-Index beinhaltet Anleihen im Laufzeitenband von ein bis zehn Jahren. Zinserhöhungen führen insbesondere bei langen Laufzeiten zu spürbaren Kursverlusten, wie dies beispielsweise 2022 mit einer Jahresrendite von -11,9% zu beobachten war. Aus diesem Grund selektieren Mischfonds häufig Anleihen mit einer kürzeren Laufzeit, oder wie die Investment-Profis sagen, „Anleihen mit einer kurzen Duration“.

In der nachfolgenden Abbildung sind die Jahresrenditen des Rexp 3 Years abgebildet, der – wie der Name schon zum Ausdruck bringt – Anleihen mit einer Laufzeit von drei Jahren beinhaltet.

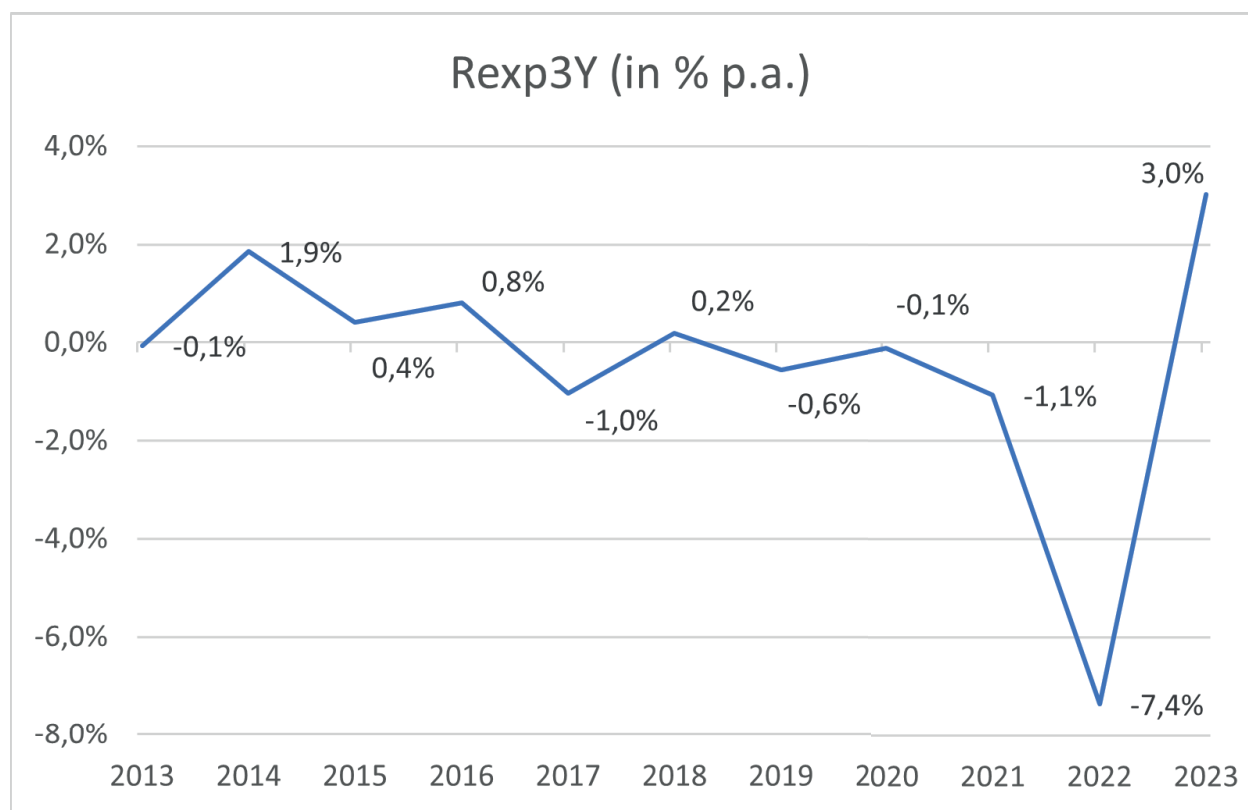


Abbildung 6: Jahresrenditen des Rexp 3Y von 2013 bis 2023

Die Abbildung zeigt, dass der Verlust 2022 im Vergleich zum Rexp mit -7,4% deutlich geringer ausfällt. Jedoch liegen die Renditen in den Jahren zuvor deutlich hinter denen des Rexp. So weist der Rexp 3 Years zwischen 2013 und 2023 eine arithmetische Durchschnittsrendite von -0,4% auf.

Und genau das ist der Grund, weshalb der boerse.de-Weltfonds auf eine strategische Beimischung von Anleihen zur Risikoreduktion verzichtet. Denn die Risikoreduktion ist zwar ein sehr wichtiger Aspekt, aber halt auch nur eine Seite der Medaille. Die zweite Seite betrifft die Renditeperspektive, da Anleger letztendlich deshalb investieren, um eine hinreichend auskömmliche Rendite zu erwirtschaften. Und wie die Ausführungen in diesem Abschnitt zeigen, war dies mit Bundesanleihen über einen langen Zeitraum nicht möglich. Wird der Fakt berücksichtigt, dass bei einem Fonds auch Kosten anfallen, dann sieht die Renditebilanz von Anleihen noch deutlich düsterer aus. Auch im aktuellen Zinsumfeld ist es nicht möglich, mit konservativen Bundesanleihen eine auskömmliche Rendite für die Anleger zu erzielen. Dies gilt sowohl für die Nominalrendite, aber insbesondere auch für die inflationsbereinigte Realrendite.

Stufe 1 zur Risikoreduktion: Fokussierung auf Qualitäts- bzw. Champions-Aktien

12
30

Im vorangegangenen Abschnitt wurde umfassend erläutert, warum im boerse.de-Weltfonds keine Anleihen statisch beigemischt werden, um damit das Verlustpotenzial zu reduzieren. Im weiteren Verlauf geht es nun darum, jene vier Stufen zur Risikoreduktion vorzustellen, die konkret im boerse.de-Weltfonds eingesetzt werden. Die ersten Stufe widmet sich dem Thema Fokussierung auf Qualitäts- bzw. Champions-Aktien.

Während sich die wissenschaftliche Entwicklung vieler Themen im Finanzbereich ziemlich konkret nachvollziehen lässt, trifft dies für den Bereich Quality Investing leider nicht zu. Das Kernproblem besteht darin, dass es keine einheitliche Definition dafür gibt, was Qualitätsaktien auszeichnet. Vielmehr werden verschiedene Kriterien herangezogen, um Qualitätsaktien von Nicht-Qualitätsaktien zu unterscheiden.³

³ Siehe hierzu auch den Beitrag von Hsu et al. mit dem Titel „What is Quality?“, erschienen 2019 im renommierten Financial Analysts Journal.

Der klassische Weg zur Identifizierung von Qualitätsaktien läuft über diverse Finanz- und Bilanzkennzahlen, wobei eben mal die einen und mal die anderen herangezogen werden. So gelten beispielsweise eine hohe Profitabilität, ein konstantes Gewinnwachstum, ein geringer Investitionsbedarf oder auch ein geringer Verschuldungsgrad als wichtige Kriterien, um Qualitätsaktien zu selektieren.

Einen komplett anderen Weg beschreiten Jagannathan und Zhang in ihrem Working Paper aus dem Jahre 2020 mit dem Titel „A Return Based Measure of Firm Quality“. Sie zeigen, dass sich Qualitätsaktien auch daran erkennen lassen, dass sie in historischen Stress-Phasen am Aktienmarkt eine bessere Renditeentwicklung aufweisen als ihre Peergroup.

Wie in diversen wissenschaftlichen Studien nachgewiesen wurde, eignen sich Qualitätsaktien sehr gut zur Risikoreduktion in Stress-Phasen. Hierzu gehört beispielsweise die Studie von Asness et al. mit dem Titel „Quality minus junk“, in der gezeigt wird, dass Qualitätsaktien in Krisenphasen von einem „Flight to quality“-Verhalten der Anleger – also einer Flucht in Qualitätstitel – profitieren.⁴

Interessant ist in diesem Kontext auch die Studie von Harvey et al., die unter dem prägnanten Titel „The Best of Strategies for the Worst of Times: Can Portfolios be Crisis Proofed?“ erschienen ist.⁵ In dieser Studie werden verschiedene Ansätze zur Portfolioabsicherung in Krisen- bzw. Crash-Phasen miteinander verglichen, wie beispielsweise der Einsatz von Put-Optionen, Gold, Anleihen, Trendstrategien und Qualitätsaktien, wobei sich neben den Trendstrategien auch die „Quality Stock“-Strategie als überlegen herausgestellt hat.

Anwendung im boerse.de-Weltfonds

Bereits im Jahre 2002 wurde von Thomas Müller und Jochen Appeltauer (dem Chefredakteur des boerse.de-Aktienbriefs) die boerse.de-Performance-Analyse entwickelt, mit der seit diesem Zeitpunkt rein regelbasiert die sogenannten „Champions-Aktien“ selektiert werden. Die Performance-Analyse basiert auf der Auswertung einer Ertrags- und einer Risikokennziffer (berechnet anhand der Kurshistorie über die letzten zehn Jahre), die das historische Rendite- und Verlustpotenzial einer Aktie spezifizieren.⁶ Die jeweils 100 attraktivsten Werte gemessen anhand der Kennzahlen repräsentieren die 100 Champions-Aktien, wobei die Zusammensetzung quartalsweise überprüft wird. Wie unsere Forschungsarbeiten im boerse.de Institut zeigen, finden sich die mithilfe der Performance-Analyse selektierten Champions-Aktien häufig auch in anderen Portfolios, deren Anlageschwerpunkt Qualitätsaktien bilden. Da bei der Selektion von Champions-Aktien mittels der Performance-Analyse ebenfalls ausschließlich historische Renditen ausgewertet werden, lässt sich dieser Ansatz sehr gut mit der Methodik von Jagannathan und Zhang vergleichen.

⁴ Vgl. Asness et al. (2019).

⁵ Vgl. Harvey et al. (2019).

⁶ Siehe hierzu umfassend Dichtl et al. (2024) oder auch Müller und Appeltauer (2024).

Vor diesem Hintergrund dürfte die Selektion der Champions-Aktien mit der boerse.de-Performance-Analyse die älteste Form eines systematischen, rein regelgebundenen Quality Investments darstellen. Aufgrund der positiven Risikoreduktionseigenschaft von Qualitätsaktien in besonders schwierigen Marktphasen, besteht das Anlageuniversum des boerse.de-Weltfonds ausschließlich aus den 100 jeweils aktuellsten Champions-Aktien.

Stufe 2 zur Risikoreduktion: Diversifikation

Im vorangegangenen Abschnitt geht es um das Thema „Risikoreduktion mithilfe von Qualitätsaktien“. Hierbei handelt es sich um die erste Stufe der Risikoreduktion beim boerse.de-Weltfonds. In diesem Abschnitt geht es nun um die nächste Stufe, nämlich der Risikoreduktion durch Diversifikation.

14
30

Der Grundgedanke der Diversifikation wird häufig sehr plakativ mit einem einzigen Satz umschrieben: „Don’t put all your eggs in one basket“ – also dem Ratschlag, nicht „alle Eier in einen Korb zu legen“. Die Empfehlungen zur Risikostreuung sind dabei schon steinalt. So hat laut Duchin und Levy der Babylonier Talmud bereits vor über 1500 Jahren den Rat erteilt, dass ein Mann sein Vermögen je zu einem Drittel in Land, in Güter und Geld aufteilen soll.⁷

Die Anwendung der Diversifikation im Rahmen der Kapitalanlage ist mit einem Namen unzertrennlich verbunden: Harry M. Markowitz. In seinem bahnbrechenden Aufsatz aus dem Jahre 1952 mit dem Titel „Portfolio Selection“ ist auch die Motivation für seine Arbeit klar erläutert. In der Finanzierungslehre wurde bis zu diesem Zeitpunkt unterstellt, dass ein Investor seine Renditeerwartungen maximiert, was jedoch im Widerspruch zur bereits damals gängigen Anlagepraxis steht, dass Anleger ihr Kapital auf verschiedene Investments aufteilen.

⁷ Vgl. hierzu Duchin und Levy (2009).

Wäre die Maximierung der Renditeerwartung tatsächlich das einzige Ziel eines Investors, so würde er seinen gesamten Anlagebetrag in jenes Asset investieren, das ihm den höchsten zukünftigen Ertrag verspricht. In diesem Falle wäre eine Aufteilung des Anlagebetrags auf verschiedene Anlagen, also die Diversifikation, keine rationale Entscheidung, weil damit zwangsläufig auch in geringer rentierende Anlagen investiert wird. Eine Aufteilung auf verschiedene Investments ergibt nur dann Sinn, wenn Anleger risikoavers sind und daher das Risiko der zukunftsgerichteten – und insofern auch unsicheren – Renditeerwartungen in ihren Anlageentscheidungen miteinfließen lassen.

Ein zentraler Baustein der Arbeit von Markowitz (der übrigens im Jahre 1990 für seine Leistungen mit dem Wirtschaftsnobelpreis ausgezeichnet wurde) besteht darin, dass er neben der Renditeerwartung auch das Risiko im Rahmen der Kapitalanlageentscheidung mitberücksichtigt. Als Risikomaß hat er in seiner Originalarbeit aus dem Jahre 1952 die Volatilität bzw. Standardabweichung der Renditen gewählt. Der springende Punkt besteht nun darin, dass die Volatilität eines Portfolios in aller Regel geringer ist als die Summe der anteilsgewichteten Volatilitäten der einzelnen Aktien. „In aller Regel“ bedeutet dabei, dass dieser Effekt dann zu beobachten ist, wenn sich die einzelnen Wertpapiere im Portfolio nicht perfekt gleichgerichtet bewegen, was auch der Standardfall ist. Die Risikoreduktion – der sogenannte Diversifikationseffekt – ist dabei umso höher, je unterschiedlicher die Wertentwicklungen der einzelnen Portfoliotitel ausfallen.

15
30

Wenngleich Markowitz die mathematischen Grundlagen zur exakten Berechnung des Risikoreduktions- bzw. Diversifikationseffekts geliefert hat, so lässt sich dessen Potenzial durch einfache Überlegungen auch grob abschätzen. Es sei zunächst unterstellt, dass ein Anleger eine BMW-Aktie besitzt und eine zweite erwirbt. Der Risikoreduktionseffekt ist in diesem Falle null, weil sich beide BMW-Aktien perfekt gleichgerichtet bewegen.

Erwirbt der Anleger anstatt der zweiten BMW-Aktie einen Titel der Mercedes-Benz Group, so kommt es zu einem positiven Diversifikationseffekt, weil beide Titel garantiert keine exakt gleiche Kursentwicklung aufweisen werden. Das geht aber noch besser. Da beide Titel aus der Automobilbranche entstammen, weisen sie auch das gleiche Branchenrisiko auf. Diese Risikoquelle lässt sich ausschalten, indem statt auf die Mercedes-Benz-Aktie auf einen Titel des IT-Sektors – z.B. SAP – zurückgegriffen wird.

Nun besteht aber noch das Problem, dass es sich bei beiden Aktien um deutsche Werte handelt, die auch im Dax enthalten sind. Während das Branchenrisiko bereits eliminiert ist, verbleibt noch das Länderrisiko. Und es ist naheliegend, wie sich auch diese Risikoquelle noch eliminieren lässt: Wird die deutsche SAP-Aktie durch ein amerikanisches IT-Unternehmen ersetzt, wie beispielsweise Apple oder Microsoft, so ist auch das Länderrisiko diversifiziert.

Exkurs: Der Korrelationskoeffizient

Für einen Privatanleger ist ein intuitives Verständnis der Diversifikation völlig ausreichend. Gleichwohl soll an dieser Stelle eine häufig kommunizierte Kennzahl kurz vorgestellt werden, die für die Abschätzung des Risikoreduktionspotenzials maßgeblich ist. Hierbei handelt es sich um den sogenannten Korrelationskoeffizienten, mit dem sich der (lineare) Gleichlauf zwischen zwei Wertpapieren messen lässt. Diese Metrik kann Werte zwischen den beiden Extremen +1 und –1 annehmen. Bei einem Wert von +1 wird von einer perfekten Korrelation gesprochen, die sich beispielsweise bei zwei BMW-Aktien aufgrund ihrer völlig identischen Renditeentwicklungen ergibt. Je geringer der Korrelationskoeffizient ist, umso höher ist der Risikoreduktionseffekt. So lässt sich bei einem Wert von nahe null (was als Unkorreliertheit bezeichnet wird) schon eine spürbare Senkung des Risikos erreichen. Wären zwei unterschiedliche Wertpapiere mit –1 perfekt negativ korreliert (was sich so in der Praxis nicht beobachten lässt), dann ließe sich damit die Portfoliovolatilität sogar auf null senken.⁸

Anwendung im boerse.de-Weltfonds

Nach der Vermittlung von Grundlagenwissen über die Diversifikation soll in einem nächsten Schritt die Risikostreuung im boerse.de-Weltfonds näher betrachtet werden. Ausgangsbasis für den Weltfonds ist der jeweils aktuelle Pool an Champions-Aktien, der 100 Titel aus unterschiedlichen Ländern und Branchen umfasst. Per Oktober 2024 beinhaltet das 100-Champions-Universum Titel aus neun verschiedenen Ländern, wobei die USA aufgrund der zentralen Stellung des US-amerikanischen Aktienmarktes logischerweise am prominentesten vertreten ist. Die 100 Champions stammen aus sieben verschiedenen Branchen mit einer klaren Dominanz des Technologiesektors. Aufgrund seiner heterogenen Zusammensetzung bietet der Pool aus 100 Champions-Aktien per se ein entsprechendes Diversifikationspotenzial.

Ein weiteres Diversifikationspotenzial ergibt sich aus der spezifischen Konstruktion des Weltfonds. Denn der Weltfonds besteht aus zwei Teilportfolios – bezeichnet als Basis- und Aufbauinvestment – die jeweils zu Jahresbeginn mit 50:50 gewichtet werden.⁹ Das Basisinvestment-Portfolio umfasst 15 Top-Champions, die losgelöst von der aktuellen Marktphase dauerhaft im Portfolio bleiben. Beim Aufbauinvestment-Portfolio wird in die bis zu 15 trendstärksten Champions-Titel investiert, sofern sich diese in einem deutlichen Aufwärtstrend befinden. Die Trendanalyse im Aufbauinvestment-Portfolio erfolgt auf monatlicher Basis, wodurch sich dessen Zusammensetzung von Monat zu Monat ändern kann.

⁸ Anmerkung: Wird eine bestimmte Aktie als Long- und gleichzeitig als Short-Position gehalten, so weist dieses Portfolio eine perfekt negative Korrelation auf, was aber an dieser Stelle nicht weiter vertieft werden soll.

⁹ Wird innerhalb des Jahres das Basisinvestment-Portfolio verändert (was sehr selten der Fall ist), dann wird zusätzlich auch ein 50:50-Rebalancing durchgeführt. Zum Rebalancing vgl. Dichtl et al. (2014, 2016).

Während sich also die Länder- und Branchenzusammensetzung im Aufbauinvestment-Portfolio monatlich ändert, ist diese im Basisinvestment-Portfolio sehr konstant. Aufgrund der großen Attraktivität von vielen US-amerikanischen Firmen, dominieren auch hier Champions aus den USA in Bezug auf ihren Portfolioanteil. Nichtsdestotrotz finden sich aktuell im Basisinvestment-Portfolio auch Titel aus der Schweiz, Dänemark, Frankreich und den Niederlanden. Was das Thema Branchendiversifikation betrifft, so sind in diesem Teilportfolio die Segmente Technologie, Handel & Konsum, Nahrungs- & Genussmittel, Chemie, Pharma, Bio- & Medizintechnik, Finanzen sowie „sonstige Branchen“ vertreten – also eine gut diversifizierte Mischung.

Wichtig sind in diesem Zusammenhang jedoch nicht nur die Diversifikationseffekte innerhalb der beiden Teilportfolios, sondern auch jener Risikoreduktionseffekt, der sich durch ihre Kombination ergibt. In der nachfolgenden Abbildung ist die Korrelation zwischen dem Basisinvestment- und Aufbauinvestment-Portfolio im Zeitablauf dargestellt (rollierende Berechnung anhand der jeweils aktuellsten 36-Monats-Renditen).

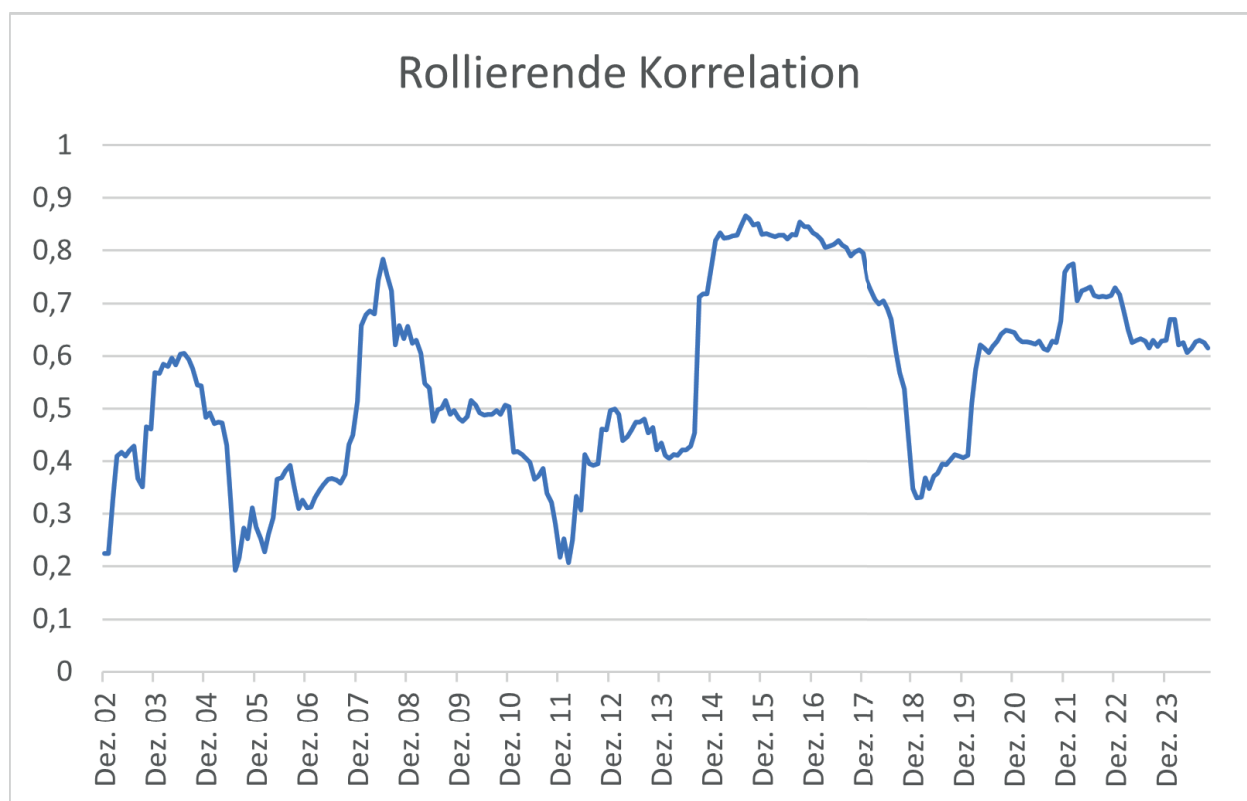


Abbildung 7: Rollierende 36-Monats-Korrelationen zwischen den Renditen des Basisinvestment- und des Aufbauinvestment-Portfolios

Wie die Abbildung zeigt, schwankt die Korrelation (also der Gleichlauf der beiden Portfolios) im Zeitablauf, was auch völlig normal ist. Entscheidend ist jedoch, dass die Korrelation zwischen den beiden Teilportfolios zumeist deutlich kleiner als eins ausfällt, was zu einer spür-

baren Risikoreduktion im boerse.de-Weltfonds führt. Dies bestätigt auch die durchschnittliche Korrelation berechnet über alle rollierenden 36-Monats-Zeiträume, die mit 0,55 einen moderaten Wert annimmt. Wie diese Ausführungen zeigen, besitzt die Diversifikation eine große Bedeutung zur Risikoreduktion im Weltfonds.

Stufe 3 zur Risikoreduktion: Einsatz von Momentum- und Trendfolgestrategien

Im Jahre 2007 veröffentlichte Mebane T. Faber auf der Research-Paper-Plattform SSRN und im Journal of Wealth Management eine Studie mit dem Titel „A Quantitative Approach to Tactical Asset Allocation“. In der dort durchgeführten Analyse hat der Autor den häufig in der Investmentpraxis herangezogenen 200-Tage-GD-Indikator (GD steht dabei für „gleitenden Durchschnitt“) zur regelgebundenen Steuerung einer taktischen Asset Allocation über verschiedene Anlageklassen überprüft. Da in der Studie nicht mit Tagesdaten, sondern mit Monatsdaten gearbeitet wurde, kam alternativ der Zehn-Monats-GD als entsprechendes Pendant zur Anwendung.

Die analysierte Anlagestrategie funktioniert wie folgt: Liegt der aktuelle Monatsschlusskurs eines Assets über seinem Zehn-Monats-GD, so wird von einem Aufwärtstrend ausgegangen und das entsprechende Asset gekauft bzw. weiter im Portfolio gehalten. Befindet sich der aktuelle Monatsschlusskurs hingegen unter seinem Zehn-Monats-GD, so wird der Titel verkauft und eine entsprechende Position in Cash gehalten. Als Ergebnis zeigte sich in der Studie, dass die einfache Trendfolgestrategie eine deutliche Reduktion des Risikos bewirkt, was wiederum zu einer überlegenen risiko-adjustierten Performance führte.

In der nachfolgenden Abbildung ist die Wertentwicklung des deutschen Aktienindex Dax auf Monatsschlusskursbasis von Juni 2019 bis Juni 2023 dargestellt, womit dieser Zeitraum sowohl den Covid-19- als auch den Ukraine-Einbruch abdeckt. Zusätzlich ist in der Abbildung das Zehn-Monats-GD-Signal eingetragen, das Werte von 1 (aktueller Kurs liegt über Zehn-Monats-GD) und 0 (aktueller Kurs liegt unter Zehn-Monats-GD) annehmen kann.

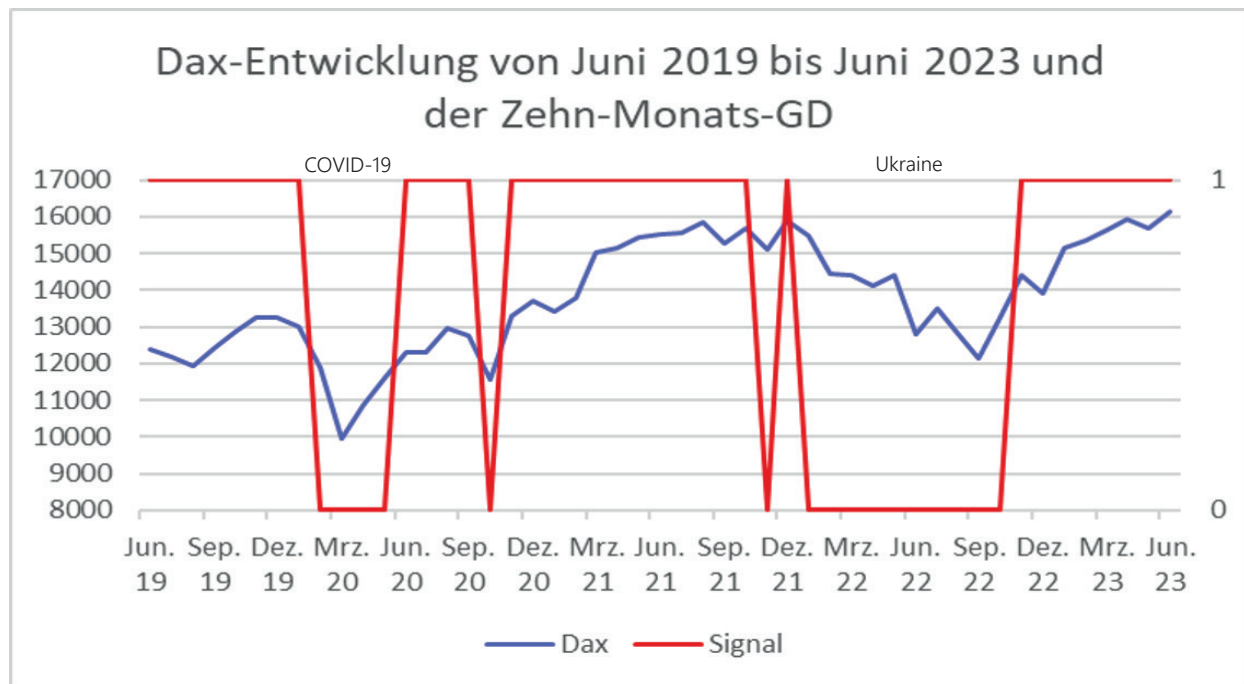


Abbildung 8: Grafische Darstellung der Wertentwicklung des Dax und des Zehn-Monats-GD-Signals

Wie aus der Grafik ersichtlich ist, hat der einfache Indikator auch in der jüngsten Vergangenheit gute Dienste geleistet. So ist das Signal zu Beginn des Corona-Einbruchs (Anfang 2020) ziemlich zügig von der Kauf- bzw. Halten-Phase (Indikatorwert von eins) in die Desinvestment-Phase (Wert von null) gewechselt. Im Anschluss an den Corona-Rückgang kam es zu einer deutlichen Wertaufholung im Dax, wobei hier der Indikator überwiegend den richtigen Wert von eins aufgewiesen hat (bis auf einen kurzen Rücksetzer). Zu Beginn des Jahres 2022 kam es aufgrund des Ukraine-Konflikts sowie des Inflations- und Zinsanstiegsszenarios zu einem deutlichen Wertrückgang im Dax. Und wie die Abbildung zeigt, hat der Indikator auch in dieser Phase überwiegend den richtigen Wert von null aufgewiesen.

Die einfach gehaltene Studie von Meb Faber wurde mittlerweile mehrmals einem Zahlen-Update unterzogen und erfreut sich auch heute noch großer Popularität.¹⁰ So belegt das Paper mit 271.913 Downloads per 20. November 2024 bei SSRN den zweiten Platz unter den All-Time-Top-Downloads.

Mittlerweile existieren diverse weitere Studien, die das Risikoreduktionspotenzial von Trendfolge- und Momentum-Strategien eindrucksvoll dokumentieren. Zu nennen ist hier insbesondere der Beitrag „The Best of Strategies for the Worst of Times: Can Portfolios be Crisis Proofed?“, veröffentlicht von dem renommierten Finanzprofessor und Berater Campbell Harvey zusammen mit seinem Autoren-Team.¹¹ Aber auch die Studien von Clare et al. (2016), Hurst et al. (2017) und Dichtl (2020) belegen das Potenzial von Trendfolge- und Momentum-Strategien zur Reduktion von Risiken.

¹⁰ So z.B. in Faber (2017).

¹¹ Vgl. Harvey et al. (2019).

Seit geraumer Zeit liegen auch diverse wissenschaftliche Analysen aus der Behavioral-Finance-Forschung vor, die das Zustandekommen von Trends plausibel erklären können, was wichtig ist, damit auch zukünftig von einer wirksamen Risikoreduktion durch den Einsatz von Trendfolgestrategien ausgegangen werden kann.¹²

Anwendung im boerse.de-Weltfonds

Wie im vorangehenden Abschnitt „Stufe 2 zur Risikoreduktion: Diversifikation“ beschrieben ist, besteht das Weltfondsportfolio aus einem Basisinvestment- und einem Aufbauinvestment-Teilportfolio, die regelmäßig auf eine 50:50-Gleichgewichtung rebalanced werden. Während im Basisinvestment-Portfolio die 15 Favoriten-Champions-Aktien von Thomas Müller durchgängig gehalten werden, erfolgt beim Aufbauinvestment-Portfolio eine regelgebundene Selektion der trendstärksten Werte aus dem Pool der 100 Champions-Aktien. Die Aktienauswahl wird dabei vollkommen automatisiert mithilfe des BOTSI®-Anlageroboters vorgenommen, wobei BOTSI für „Best-of-Trends-System-Investment“ steht. Wie aus der Bezeichnung ersichtlich ist, werden bei der Anlagestrategie „Champions-BOTSI“ die zu investierenden Champions-Aktien mithilfe wissenschaftlich fundierter Trendindikatoren ausgewählt. Dieser Algorithmus wird nachfolgend detailliert erläutert.

Der vorangehend beschriebene 200-Tage- bzw. Zehn-Monats-GD ist ein möglicher Indikator, um einen Aufwärtstrend zu identifizieren. Alternativ wird zur Erkennung von Trends auch der 260-Tage-Momentum-Indikator herangezogen (siehe Moskowitz et al., 2012). Hier wird einfach die absolute oder prozentuale Differenz des aktuellen Kurses zum Kurs von vor 260 Tagen berechnet, was letztendlich der Jahresrendite entspricht. Ist diese positiv, so wird von einem weiteren Kursanstieg ausgegangen. Ist sie negativ, so wird hingegen eine weiter negative Kursentwicklung unterstellt.

Eng verwandt mit dem 260-Tage-Momentum ist das sogenannte Cross-Sectional-Momentum von Jegadeesh und Titman (1993).¹³ Hier wird ebenfalls die Jahresrendite ausgewertet, wobei der jüngste Monat von der Berechnung ausgeschlossen ist. Konkret wird also die absolute bzw. prozentuale Differenz des Kurses von vor einem Monat zum Kurs von vor zwölf Monaten berechnet. Diese spezifische Form zur Renditeberechnung ist auf die Studie von Jegadeesh (1990) zurückzuführen, bei der ein sogenanntes Short-Term-Reversal bis zu einem Monat nachgewiesen wurde.¹⁴ Gemäß dieses Effekts führt eine negative Monatsrendite dazu, dass die unmittelbar folgende Monatsrendite mit einer höheren Wahrscheinlichkeit positiv ausfällt. Dementsprechend folgt auf eine positive Monatsrendite mit einer höheren Wahr-

¹² Siehe hierzu beispielsweise Hurst et al. (2013).

¹³ Das Erfolgspotenzial von allen hier diskutierten Momentum-Indikatoren wurde in diversen wissenschaftlichen Untersuchungen nachgewiesen. Siehe hierzu den Anhang A2: „Wissenschaftliche Fundierung“ in Dichtl und Müller (2024).

¹⁴ Weitere Studien die diesen Effekt bestätigen sind in Asness et al. (2013), S. 936 aufgeführt.

scheinlichkeit eine negative. Um diesen (dem Momentum entgegengesetzten) Effekt bei der Momentum-Berechnung nicht zu berücksichtigen, wird die jüngste Monatsrendite von der Berechnung ausgeschlossen.¹⁵ Beim Momentum nach Jegadeesh und Titman (1993) handelt es sich um ein sogenanntes Cross-Sectional-Momentum. Dies bedeutet, dass der Momentum-Indikator für eine Vielzahl an Aktien berechnet wird, wobei dann ausschließlich in jene (z.B. 10% oder 20%) Werte investiert wird, die den höchsten Momentum-Indikator aufweisen.¹⁶

Im Aufbauinvestment-Teilportfolio des boerse.de-Weltfonds kommt der Cross-Sectional-Momentum-Indikator von Jegadeesh und Titman (1993) in der Weise zur Anwendung, dass von den jeweils 100 aktuellen Champions-Aktien auf Monatsbasis die jeweils 15 trendstärksten Titel identifiziert werden. Hierbei gilt zu berücksichtigen, dass sich immer die 15 trendstärksten Aktien identifizieren lassen, auch wenn sich diese in einem Abwärtstrend befinden (z.B. während eines massiven Aktienmarkt-Crashes). Um sicherzustellen, dass nur in Aktien investiert wird, die einen deutlichen Aufwärtstrend aufweisen, wird für jeden einzelnen Wert (aus den 15 vorselektierten) geprüft, ob sein aktueller Kurs über seinem 200-Tage-GD inklusive eines bestimmten Sicherheitsabstands liegt. Erst wenn dies gewährleistet ist, erfolgt ein Investment in den jeweiligen Titel. Lassen sich keine 15 Werte mit einem nachhaltigen Aufwärtstrend identifizieren, sondern z.B. nur 14, 13, 12, ... oder auch keiner, so werden die nichtinvestierten Mittel temporär im Geldmarkt angelegt.

Während also das Basisinvestment-Teilportfolio bestehend aus den 15 Top-Champions-Aktien von Thomas Müller stets voll investiert ist, schwankt der Investitionsgrad im Aufbauinvestment-Portfolio zwischen null und 15 Champions-Aktien. Je nach Marktphase, umfasst der boerse.de-Weltfonds also zwischen 15 und 30 Einzeltitel, wobei bei einer Anzahl von unter 30 Werten die entsprechenden Mittel im Geldmarkt zwischengeparkt werden. Prozentual betrachtet bewegt sich die Aktienquote im Weltfonds somit zwischen 50% und 100%, weshalb der Fonds auch als „flexibler bzw. offensiver Mischfonds“ eingestuft werden kann.

¹⁵ Siehe hierzu auch die Ausführungen in Asness et al. (2013), S. 936.

¹⁶ In der Originalstudie von Jegadeesh und Titman (1993) werden die x% Werte mit dem geringsten Momentum sogar leerverkauft, wodurch ein dollar-neutrales Long-Short-Portfolio entsteht. Leerverkäufe werden im boerse.de-Weltfonds jedoch nicht getätigt.

Stufe 4 zur Risikoreduktion: Die Stop-Loss- bzw. Sicherheitsverkaufs-Strategie

Zur Vermeidung bzw. Begrenzung von Wertverlusten stehen verschiedene Absicherungsstrategien zu Verfügung, die sich in Bezug auf ihre Leistungsfähigkeit, ihre Kosten und auch hinsichtlich ihrer Komplexität unterscheiden.¹⁷ Die mit Abstand einfachste Wertsicherungsstrategie ist die Stop-Loss-Strategie. Bei dieser Absicherungsstrategie definiert der Anleger einen maximalen Verlust für eine Aktie oder auch ein Portfolio, der nicht überschritten werden soll. Erreicht der aktuelle Kurs nun diese Wertuntergrenze bzw. unterschreitet er diese, dann wird die Aktie bzw. das Portfolio unmittelbar verkauft, und die freiwerdenden Mittel werden in den Geldmarkt oder in kurzlaufende Anleihen umgeschichtet.

Einfacher kann eine Absicherungsstrategie nicht funktionieren. Dies ist wahrscheinlich auch der Hauptgrund dafür, dass nahezu alle Anleger diese Strategie kennen und sie sich großer Popularität erfreut. Ein wichtiges Beurteilungskriterium für eine Wertsicherungsstrategie ist ihre Leistungsfähigkeit bzw. Zuverlässigkeit. Es geht also um die Frage, wie sicher Verluste vermieden bzw. auf ein vorgegebenes Niveau begrenzt werden können. Aufgrund der nahezu trivialen Funktionsweise der Stop-Loss-Strategie ist sichergestellt, dass sie auch genau das macht, was sie soll.

Ein Problem muss jedoch noch beachtet werden. Liegt der aktuelle Kurs knapp über der akzeptierten Wertuntergrenze und fällt dann abrupt weit unter diese Schwelle, dann hat man auch bei einem sofortigen Verkauf den gewünschten Mindestwert nicht eingehalten und eine entsprechende Wertminderung realisiert. Da dieses Problem insbesondere auch über Nacht besteht (Vortagesschlusskurs liegt noch knapp über der Wertuntergrenze und der tagesaktuelle Eröffnungskurs dann weit darunter), wird dieses Phänomen in der wissenschaftlichen Literatur auch unter der Bezeichnung „Overnight risk“ diskutiert.

Die Zuverlässigkeit einer Absicherungsstrategie ist jedoch nur eine Seite der Medaille. Die zweite Seite sind die Kosten, die mit einer Absicherungsstrategie einhergehen. Bei den Kosten lassen sich direkte und indirekte Kosten unterscheiden.

¹⁷ Siehe z.B. Dichtl et al. (2017).

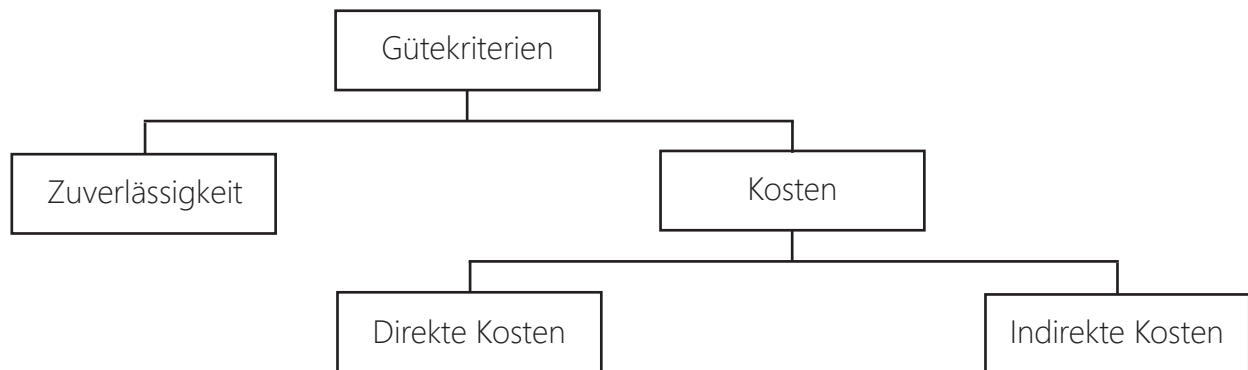


Abbildung 9: Gütekriterien für Absicherungsstrategien

Wie der Name bereits zum Ausdruck bringt, fallen direkte Kosten explizit an. Ein Beispiel hierfür sind Optionskosten. Ein Anleger kann eine Aktie erwerben und gleichzeitig eine zugehörige Verkaufsoption, die es dem Anleger erlaubt, die Aktie zu einem vorab festgelegten Preis (dem sogenannten Basispreis) zu verkaufen. Eine solche Option weist einen gewissen Preis auf, der unmittelbar bei deren Erwerb zu entrichten ist.

Im Gegensatz zu den direkten Kosten existieren auch indirekte, die eben nicht unmittelbar in Form einer Direktzahlung zu entrichten sind und die daher häufig nicht bzw. kaum beachtet werden. Hierbei handelt es sich um entgangene Gewinne, die sogenannten Opportunitätskosten, die durch den Einsatz von Absicherungsstrategien entstehen.

23
30

Viele Anleger haben den Irrglauben, dass sie langfristig ihre Anlagegewinne durch den Einsatz von Absicherungsstrategien steigern können, was in aller Regel aufgrund von Opportunitätskosten nicht zutrifft. Dies wird auch durch eine Vielzahl an wissenschaftlichen Studien klar belegt. Absicherungsstrategien können zwar kurz- und mittelfristig Verluste begrenzen, langfristig weisen sie aber gegenüber einer ungesicherten Anlagestrategie zumeist Renditeeinbußen auf, die eben als Opportunitätskosten bezeichnet werden. Nachfolgend sollen zwei Zahlenbeispiele betrachtet werden.

Zahlenbeispiel 1: Die nachfolgende Abbildung zeigt die Wertentwicklung des MSCI World Net Return Index (notiert in Euro) im Jahr 2003, in dem es zur Aufwärtstrendwende nach dem Platzen der Dotcom-Bubble kam.

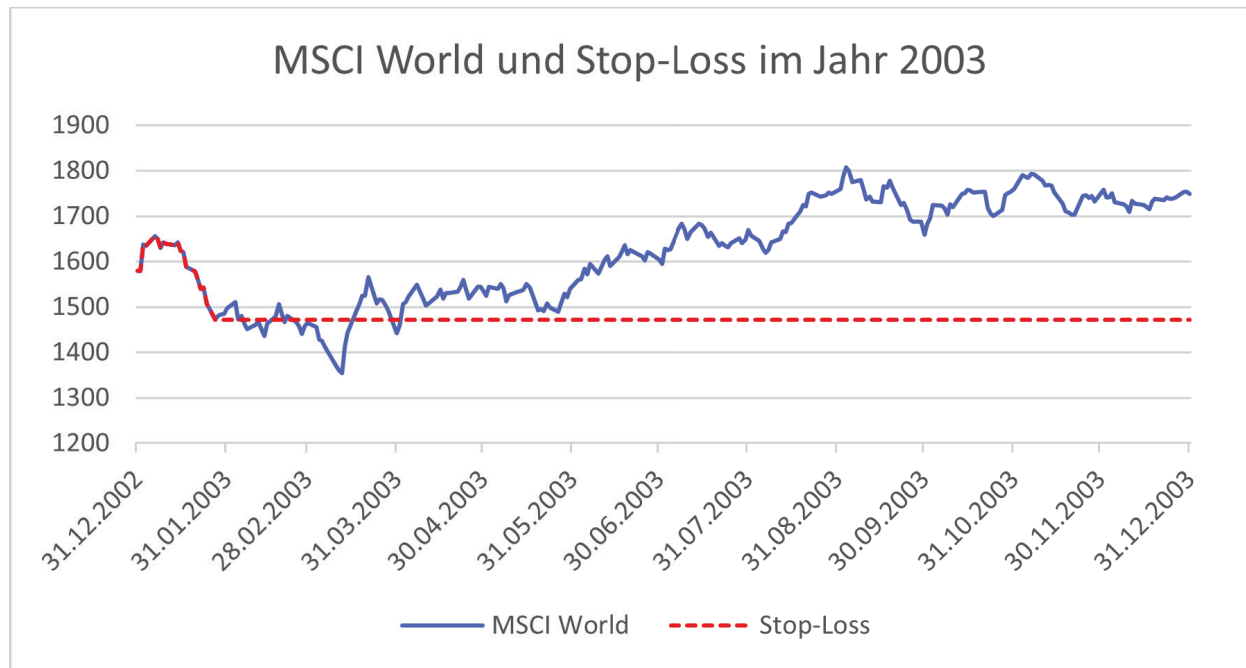


Abbildung 10: Die Stop-Loss-Strategie angewandt auf den MSCI World Index im Jahr 2003

Wie die Wertentwicklung des MSCI World (blaue Linie) zeigt, verlor der Index in den ersten drei Monaten des Jahres 2003 spürbar an Wert, wobei es anschließend zu einer deutlichen Kurserholung kam. Am Ende des Jahres 2003 konnte der MSCI World mit 10,7% eine ordentliche Jahresrendite verzeichnen. Und wie sieht es mit der Stop-Loss-Strategie aus? Die rote Linie zeigt den Wertverlauf bei einem maximal tolerierten Kursverlust von 5%. Ausgehend von einem Indexstand von 1579,7 Punkten per 31.12.2002 ergibt sich bei einem fünfprozentigen Werteinbruch ein kritischer Schwellenwert von 1500,7.

Am 24.01.2003 lag der Kurs mit 1506,2 noch knapp über der kritischen Schwelle und einen Tag später mit 1471,9 deutlich darunter. Zu diesem Indexstand würde man in diesem Zahlenbeispiel dann auch eine Umschichtung in den Geldmarkt vornehmen, bei dem aus Vereinfachungsgründen eine Nullverzinsung unterstellt wird. Der abrupte Kurseinbruch hat dazu geführt, dass die Stop-Loss-Strategie eine Rendite von -6,8% im Jahr 2003 aufwies, also auch den maximal tolerierten Verlust von -5% nicht einhalten konnte. Die Renditedifferenz in Höhe von 17,5 Prozentpunkten zwischen der ungesicherten Buy & Hold- und der Stop-Loss-Strategie (10,7% abzüglich -6,8%) bezieht die Kosten der Absicherung.

Zahlenbeispiel 2: Das Jahr 2003 war sicherlich ein außergewöhnliches Jahr, was die Kosten der Stop-Loss-Strategie betrifft. Dass es sich dabei jedoch um kein unrealistisches Szenario handelte, zeigte beispielsweise auch das Jahr 2009. In der nachfolgenden Abbildung ist die Wertentwicklung des MSCI World Index und der Stop-Loss-Strategie im Jahr 2009 dargestellt.

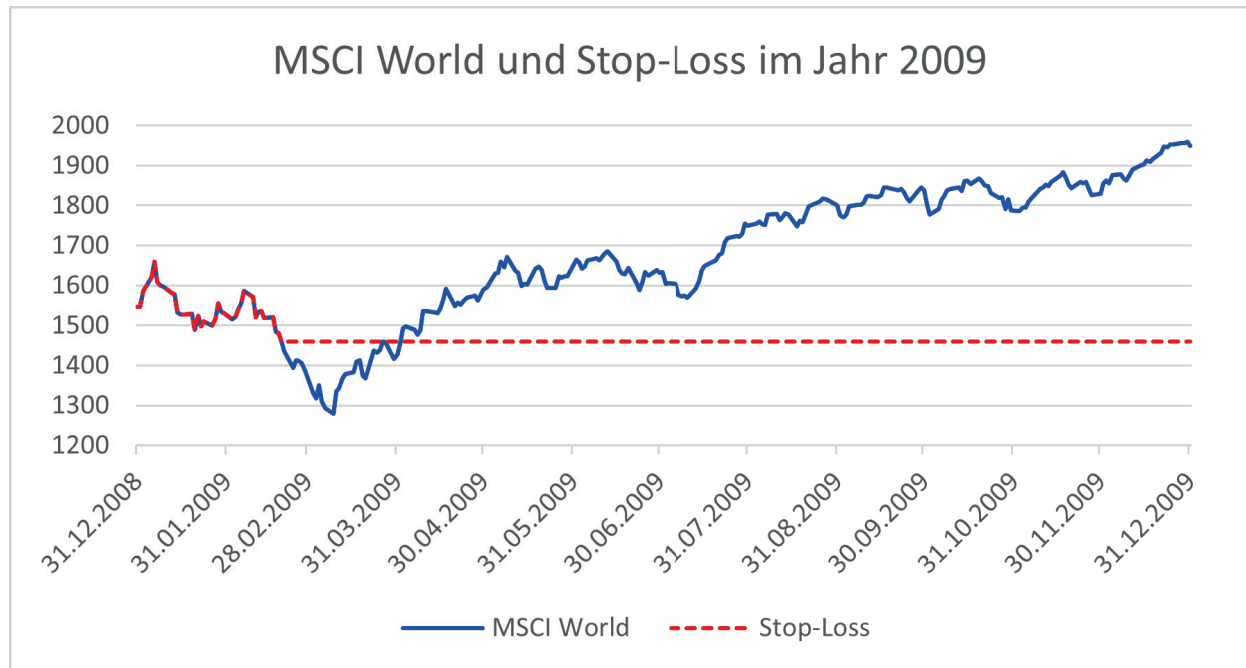


Abbildung 11: Die Stop-Loss-Strategie angewandt auf den MSCI World Index im Jahr 2009

Ohne auf die Details näher einzugehen, bringt die Grafik klar zum Ausdruck, dass sich die Geschichte aus 2003 auch 2009 fast identisch wiederholt hat. Das Resultat im Jahr 2009: Während der MSCI World um 25,9% zulegte, lag die Jahresrendite bei der Stop-Loss-Strategie bei -5,7% (wieder eine Nullverzinsung am Geldmarkt unterstellt). Auch hier spiegelt die Differenz zwischen beiden Jahresrenditen (31,6 Prozentpunkte) die Opportunitätskosten der Stop-Loss-Absicherungsstrategie wider.

25
30

In diesem Kontext ist natürlich auch wichtig und interessant, was die Wissenschaft zu diesem Thema zu sagen hat. Die beiden vorangehend gezeigten Jahre sind sicherlich außergewöhnlich, was die Höhe der Opportunitätskosten bei der Stop-Loss-Strategie betrifft. Dies ist darauf zurückzuführen, dass es sich in beiden Szenarien um die Trendwende nach einem Aktienmarkt-Crash handelt (Dotcom-Bubble in 2003 und Finanzmarktkrise in 2009). Es gibt jedoch eine Vielzahl an wissenschaftlichen Studien, die zeigen, dass viele Absicherungsverfahren – und so auch die Stop-Loss-Strategie – letztendlich Geld kosten.

Im Jahre 1988 hat der US-amerikanische Ökonom Phil Dybvig einen vielbeachteten und häufig zitierten Beitrag mit dem Titel „Inefficient Dynamic Portfolio Strategies or How to Throw Away a Million Dollars in the Stock Market“ im Review of Financial Studies veröffentlicht, in dem er auch die hohen Kosten der Stop-Loss-Strategie thematisiert.¹⁸

¹⁸ Anmerkung: Phil Dybvig wurde 2022 für seine Forschung zu Banken und Finanzkrisen mit dem Wirtschaftsnobelpreis ausgezeichnet.

Anwendung im boerse.de-Weltfonds

Ausgehend von der vorangehenden Diskussion der Stop-Loss-Strategie drängt sich die Frage auf, welche Konsequenzen diese Erkenntnisse für die vierte Stufe zur Risikoreduktion im boerse.de-Weltfonds haben. Die vierte Stufe besteht aus den sogenannten Sicherheitsverkäufen. Wie im vorangegangenen Abschnitt „Stufe 3 zur Risikoreduktion: Einsatz von Momentum- und Trendfolgestrategien“ erläutert wird, werden im Aufbauinvestment-Portfolio des boerse.de-Weltfonds monatlich auf Basis der Monatsschlusskurse Käufe und Verkäufe getätigt. Um jedoch vor dem Hintergrund einer laufenden Risikoüberwachung auch kurzfristig reagieren zu können, wird jeder Titel im Aufbauinvestment-Portfolio börsentäglich regelbasiert hinsichtlich eines massiven Kursverlustes überprüft und ggf. zum Verkauf gestellt. Auch wenn es sich bei dem implementierten Algorithmus um keine reinrassige Stop-Loss-Strategie handelt, so ist die grundlegende Funktionsweise doch weitgehend identisch.

Entgegen der vorangehend gezeigten Nachteile der Stop-Loss-Strategie haben Anleger eine hohe Affinität für ein solch regelbasiertes Absicherungskonzept und erwarten, dass ein entsprechender Mechanismus in einer risikoreduzierenden Anlagestrategie implementiert ist. Vor diesem Hintergrund werden alle Titel des Aufbauinvestment-Teilportfolios auf täglicher Basis hinsichtlich eines gebotenen Sicherheitsverkaufs aufgrund eines überdurchschnittlich hohen Kursverlustes überprüft.

Die nachweislich hohen Opportunitätskosten dieses Absicherungsverfahrens erklären, warum die auslösenden Schwellenwerte bei der Anlagestrategie des boerse.de-Weltfonds so konservativ eingestellt sind, sodass es nur in extremen Ausnahmefällen zu Sicherheitsverkäufen kommt. Dies ist kein Defizit, sondern ein Vorteil der integrierten Risikoreduktionsstrategie. Viele Simulationen im Rahmen der Strategieentwicklung haben gezeigt, dass mit einer intensiven Nutzung der Sicherheitsverkäufe extrem hohe, renditemindernde Absicherungskosten einhergehen würden. Von allen vier Stufen zur Risikoreduktion kommt der vierten Stufe somit die geringste Bedeutung zu.

Fazit

Dieses White Paper beschreibt die genaue Funktionsweise der rein regelgebunden agierenden Anlagestrategie des innovativen boerse.de-Weltfonds. Im Unterschied zu den drei weiteren boerse.de-Fonds (boerse.de-Aktienfonds, boerse.de-Technologiefonds und boerse.de-Dividendenfonds) handelt es sich hierbei um keinen reinrassigen Aktienfonds, sondern um einen Mischfonds, dessen Aktienquote zwischen 50% und 100% schwanken kann. Wie auch beim boerse.de-Aktienfonds besteht das Anlageuniversum aus den jeweils 100 aktuellen Champions-Aktien.

Wenngleich es sich beim boerse.de-Weltfonds um einen Mischfonds der Kategorien „flexibel“ bzw. „offensiv“ handelt, so spielt das Thema „Vermeidung von großen Verlusten“ eine zentrale Rolle bei diesem Investmentfonds. Um dies zu erreichen, ist im Rahmen der regelgebundenen Anlagestrategie des boerse.de-Weltfonds ein vierstufiger Ansatz zur Risikoreduktion implementiert, der in diesem White Paper umfassend dargestellt wird. Bei der Entwicklung dieser absolut neuartigen und innovativen Risikoreduktionsstrategie stand nicht nur der Punkt „Zuverlässigkeit“ im Vordergrund, sondern auch der Aspekt „Absicherungskosten“, die auch indirekt (z.B. in Form von Opportunitätskosten) anfallen können.

Mit diesem White Paper liegt nun auch eine populärwissenschaftliche Publikation vor, in der die regelgebundene, innovative Anlagestrategie des boerse.de-Weltfonds transparent offengelegt wird. Somit treffen die drei Eigenschaften „transparent, regelgebunden und innovativ“ auch für dieses Anlageprodukt aus dem Hause der boerse.de Vermögensverwaltung vollumfänglich zu.

Bibliographie

- Asness, C.S., Frazzini, A., und Pedersen, L.H. (2019): Quality minus junk, *Review of Accounting Studies*, Vol. 24, 34-112.
- Asness, C.S., Moskowitz, T.J., und Pedersen, L.H. (2013): Value and Momentum Everywhere, *The Journal of Finance*, Vol. 68, 929-985.
- Clare, A., Seaton, J., Smith, P.N. und Thomas, S. (2016): The trend is our friend: Risk parity, momentum and trend following in global asset allocation, *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, Vol. 9, 63-80.
- Dichtl, H. (2020): Investing in the S&P 500 index: Can anything beat the buy-and-hold strategy?, *Review of Financial Economics*, Vol. 38, 352-378.
- Dichtl, H., Drobetz, W., und Wambach, M. (2014): Where is the value added of rebalancing? A systematic comparison of alternative rebalancing strategies, *Financial Markets and Portfolio Management*, Vol. 28, 209-231.
- Dichtl, H., Drobetz, W., und Wambach, M. (2016): Testing rebalancing strategies for stock-bond portfolios across different asset allocations, *Applied Economics*, Vol. 48, 772-788.
- Dichtl, H., Drobetz, W., und Wambach, M. (2017): A bootstrap-based comparison of portfolio insurance strategies, *European Journal of Finance*, Vol. 23, 31-57.
- Dichtl, H. und Müller, T. (2024): Trendfolge-Tradings für Zusatzgewinne: Einfach, transparent und regelgebunden an Trends partizipieren, White Paper.
- Dichtl, H., Müller, T., und Appeltauer, J. (2024): Langfristig erfolgreich mit Champions-Aktien: Quality-Investing seit 2002, White Paper.
- Duchin, R. und Levy, H. (2009): Markowitz Versus the Talmudic Portfolio Diversification Strategies, *The Journal of Portfolio Management*, Vol. 35, 71-74.
- Dybvig, P.H. (1988): Inefficient Dynamic Portfolio Strategies or How to Throw Away a Million Dollars in the Stock Market, *Review of Financial Studies*, Vol. 1, 67-88.
- Faber, M. (2007): A Quantitative Approach to Tactical Asset Allocation, *The Journal of Wealth Management*, Vol. 9, 69-79.
- Faber, M. (2017): A Quantitative Approach to Tactical Asset Allocation. Revisited 10 Years Later, *The Journal of Portfolio Management*, Vol. 44, 156-167.
- Harvey, C.R., Hoyle, E., Rattray, S., Sargaison, M., Taylor, D. und Van Hemert, O. (2019): The Best of Strategies for the Worst of Times: Can Portfolios Be Crisis Proofed, *The Journal of Portfolio Management*, Vol. 45, 7-28.
- Hsu, J., Kalesnik, V., und Kose, E. (2019): What Is Quality?, *Financial Analysts Journal*, Vol. 75, 44-61.
- Hurst, B., Ooi, Y.H., und Pedersen, L.H. (2013): Demystifying Managed Futures, *Journal of Investment Management*, Vol. 11, 42-58.

Hurst, B., Ooi, Y.H., und Pedersen, L.H. (2017): A Century of Evidence on Trend-Following Investing, The Journal of Portfolio Management, Vol. 44, 15-29.

Jagannathan, R., und Zhang, Y. (2020): A Return Based Measure of Firm Quality, NBER Working Paper.

Jegadeesh, N. (1990): Evidence of Predictable Behavior of Security Returns, The Journal of Finance, Vol. 45, 881-898.

Jegadeesh, N. und Titman, S. (1993): Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency, The Journal of Finance, Vol. 48, 65-91.

Markowitz, H. (1952): Portfolio Selection, The Journal of Finance, Vol. 7, 77-91.

Moskowitz, T.J., Ooi, Y.H., und Pedersen, H. (2012): Time series momentum, Journal of Financial Economics, Vol. 104, 228-250.

MSCI (2024): MSCI World Index (USD), Index Factsheet, September 2024.

Müller, T., und Appeltauer, J. (2024): Der Leitfaden für Ihr Vermögen. 33 Champions für den Vermögensaufbau und Vermögensschutz, Rosenheim 2024.

Impressum

boerse.de Institut GmbH, Dr.-Steinbeißer-Str. 10, 83026 Rosenheim

Rechtliche Hinweise

Dies ist eine Marketingmitteilung. Bitte beachten Sie den Verkaufsprospekt des boerse.de-Weltfonds sowie das KID, bevor Sie eine endgültige Anlageentscheidung treffen. Generell birgt jede Investition das Risiko eines Kapitalverlustes.

Die boerse.de Institut GmbH erbringen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung.

Sofern dieses White Paper Informationen zu Kapitalmärkten, Finanzinstrumenten, Investmentstrategien und/oder anderen für die Geldanlage relevanten Themen beinhaltet, soll dies lediglich die erbrachte Verwaltungsdienstleistung erläutern, die durch die Schwestergesellschaft, die boerse.de Vermögensverwaltung GmbH umgesetzt wird.

Dieses White Paper ist weder als Anlageempfehlung noch als Angebot zum Kauf oder Verkauf von Fondsanteilen, Wertpapieren und/oder sonstigen Finanzinstrumenten zu verstehen.

Die Vermögensanlage in Kapitalmärkte ist mit Risiken verbunden. Der Wert der Vermögensanlage kann fallen oder steigen. Es kann zum Verlust des eingesetzten Vermögens kommen. Weder vergangene Wertentwicklungen noch Prognosen haben eine verlässliche Aussagekraft über zukünftige Wertentwicklungen.

Für eine Kapitalanlage ist es elementar, ein grundlegendes Verständnis für die Risiken von Anlagen, Anlageprodukten und Finanzdienstleistungen zu entwickeln. Es liegt in der Verantwortung des Empfängers vor einer Anlageentscheidung, eine Einschätzung dieser Risiken vorzunehmen und gegebenenfalls zusätzlichen professionellen juristischen, steuerlichen oder sonstigen Rat einzuholen.

Die boerse.de Institut GmbH übernimmt keine Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit und/oder Aktualität der in diesem White Paper enthaltenen Informationen.

Der gesetzliche und aufsichtsrechtliche Rahmen sowie Anlageverfahren verändern sich fortlaufend. Vor diesem Hintergrund kann sich die boerse.de Institut GmbH jederzeit entscheiden, den Investmentprozess neu aufzusetzen, anzupassen oder auf sonstige Weise zu verändern.

Die Inhalte dieses White Paper (insbesondere Texte, Fotos und Grafiken) unterliegen dem Urheber- und Leistungsschutzrecht. Eine Vervielfältigung, Verbreitung, Wiedergabe oder sonstige Verwertung (insgesamt „Verwertung“) dieser Inhalte ist nur unter Beachtung dieses rechtlichen Rahmens zulässig. Jegliche Verwertung erfordert die Zustimmung der boerse.de Institut GmbH.