

Eine in Vergessenheit geratene Kunst

Ist aktives Management dem Untergang geweiht?

Januar 2011

Einleitung

Die schlechte Wertentwicklung vieler aktiv verwalteter Fonds während der globalen Finanzkrise 2008 hat die anhaltende Debatte über die Vorzüge von aktiven gegenüber passiven Fonds wieder ins Rollen gebracht. Indem sie ihre Anlagegelder in passive Fonds verlagern, scheinen einige institutionelle Investoren in der Tat zu dem Schluss gekommen zu sein, dass aktiv verwaltete Fonds nur einen geringen Wert bieten.

Im März 2010 gab das Beratungsunternehmen Towers Watson bekannt, dass sich die Anzahl der von ihnen weltweit durchgeführten Recherchen nach Managern, die einen Index abbilden, in den letzten zwei Jahren vervierfacht hat. Darüber hinaus erwarte das Unternehmen, dass passive Anlageformen in den nächsten zehn Jahren rund die Hälfte des verwalteten Vermögens ausmachen werden. Dabei wird sich der Anteil institutioneller Anlagegelder von einem Viertel im Jahr 2010 auf ein Drittel erhöhen.

Einige große Pensionsfonds haben schon gehandelt. Im Rahmen seines 10,5 Mrd. GBP schweren Pensionsplans kündigte beispielsweise im März 2010 Royal Dutch Shell in Großbritannien an, dass der Anteil des Aktienportfolios, der Stockpickern anvertraut würde, mit einer Höchstgrenze von 40% versehen wurde. Gleichzeitig wurde auch der Anteil bei festverzinslichen Anlagen, der passiven Managern zugeteilt wird, erhöht.

Shell schrieb: „Aktives Management, bei dem Vermögensverwalter Aktien oder Anleihen auswählen und keinem Index folgen, war während der Marktturbulenzen für viele Investoren nicht sehr erfolgreich, und die Treuhänder haben beschlossen, dass sie die Marktindizes enger abbilden möchten.“

Welches Ausmaß hat die Verlagerung in passive Anlageformen?

Auch wenn einige große Marktteilnehmer Maßnahmen ergriffen haben, gibt es nur geringe Anzeichen dafür, dass alle Großkunden dem aktiven Management den Rücken kehren. Zudem gibt es gute Gründe daran zu glauben, dass aktives Management zu Unrecht schlecht gemacht wurde und dass diejenigen, die sich dazu entschlossen haben, ihr Vermögen bei aktiven Managern abzuziehen, Chancen verpassen – was dieser Artikel zu zeigen versucht.

Laut der jährlichen Studie der Investment Management Association (IMA) mit dem Titel „Asset Management in Großbritannien 2009/2010“ (veröffentlicht im Juli 2010) gibt es im institutionellen Bereich mit einem Anstieg auf 24% des gesamten verwalteten institutionellen Vermögens in Großbritannien zum Jahresende 2009 eine eindeutige Veränderung auf Jahresbasis bei passiv verwalteten Anlagegeldern – ein Anstieg um 4% verglichen mit dem Vorjahr.

Die IMA fügte jedoch hinzu, dass man nicht eindeutig feststellen könne, ob dieser Anstieg primär aus relativen Vermögenspreisbewegungen resultiert oder „tatsächlich auf Kundenentscheidungen zurückzuführen ist, von aktivem in passives Management zu wechseln.“ Während der Finanzkrise haben sich viele aktive Fonds relativ schlecht entwickelt, was zweifellos dazu geführt hat, den Nutzen von aktivem Management neu zu bewerten. Die schlechten Ergebnisse der aktiven Fonds haben sich jedoch auf das verwaltete Vermögen in aktiven Mandaten nachteiliger ausgewirkt als auf passive Mandate. Die Kommentare der IMA machen die Schwierigkeit deutlich, diese zwei Faktoren bei der Bewertung der Geldflüsse voneinander zu trennen.

Die IMA legte außerdem dar, dass wie auch in früheren Jahren vor allem der Pensionsbereich passive Anlageprodukte in Anspruch nahm, der sowohl Unternehmen als auch Kommunen umfasst. Sie erläuterte, dass Ende 2009 passive Mandate 35% des Anlagevermögens bei Pensionsfonds ausmachten, die in Großbritannien im Auftrag von in- und ausländischen Kunden verwaltet werden. Sie wies auch darauf hin, dass die Nutzung von passiven Mandaten im Pensionsbereich im scharfen Gegensatz zu anderen Bereichen des institutionellen Marktes steht, vor allem zur Versicherungsbranche, die vorwiegend aktiv verwaltet wird.

In stressigen Zeiten rückt Begabung unweigerlich in den Vordergrund. Die Finanzkrise hat sicherlich die Schwierigkeiten für aktive Manager deutlich gemacht, in manchen Fällen gepaart mit Defiziten bei der Risikokontrolle. Da zur gleichen Zeit bedeutende regulatorische Veränderungen in Form von UCITS III stattfanden, hat die Krise das Anlegerbewusstsein für die Risiken bei aktiven Anlageformen erhöht.

Eine in Vergessenheit geratene Kunst

Ist aktives Management dem Untergang geweiht?

Januar 2011

Wir sind jedoch der Meinung, dass aktives Management zukünftig eine große Rolle spielen wird. Wir glauben in der Tat (und das werden wir erklären), dass das derzeitige Wachstum bei passiven Ansätzen und die Erweiterung der Anlageinstrumente, die Managern zur Verfügung stehen, aktiven Anlegern spannende Chancen bieten. Bei der Auswahl eines aktiven Managers sind wir der gleichen Meinung wie die IMA, dass „spezialisiertes Alpha basierend auf der nachgewiesenen Fähigkeit, eine deutliche Überrendite zu erzielen, und eine innovativere Nutzung dieses Alphas wahrscheinlich ihre grundlegende Bedeutung beibehalten werden.“

Es ist wichtig zu erwähnen, dass aktive Manager gut positioniert sind, um die steigende Nachfrage der Anleger nach Produkten mit den folgenden Eigenschaften zu erfüllen:

- Portfolios ohne Einschränkung, die eine überdurchschnittliche Wertentwicklung mit einer begrenzten Korrelation mit den zugrunde liegenden Märkten kombinieren können
- Absolute-Return-Produkte, die über den gesamten Anlagezyklus hinweg positive Erträge anpeilen
- Die Alpha-Komponente bei Portable-Alpha-Ansätzen, die darauf abzielen, einen durch die Fähigkeiten des Fondsmanagers erzielten Gewinn mit dem Ertrag zu kombinieren, der mit den zugrunde liegenden Verbindlichkeiten entsprechend abgestimmt wurde

Passive Anlageformen im festverzinslichen Bereich

Falls es für aktive Manager schwierig ist, im Aktienbereich einen Mehrwert zu generieren (auch wenn es viele schaffen), kann es mit Staatsanleihen noch komplizierter sein. Deshalb haben passive Manager hier Vorteile. Bei US-Staatsanleihen beispielsweise werden alle Anleihen mit gleicher Laufzeit nahezu den gleichen Ertrag liefern. Daher gibt es nur einen geringen Spielraum, durch die Auswahl der Wertpapiere einen Mehrwert zu generieren – es sei denn, der Manager besitzt innerhalb und außerhalb des Vergleichsindex große Freiheiten bei der Geldanlage.

Bei der Investmentstrategie unterschiedliche Märkte zu berücksichtigen, war in der Vergangenheit eine Quelle für Alpha. Die jüngsten Bedenken bezüglich der Länderrisiken haben beispielsweise zu einer Divergenz bei der Wertentwicklung von erstklassigen Staatsanleihen geführt: Staatsanleihen aus europäischen Randstaaten haben sich deutlich schlechter entwickelt als ihre Pendants aus Europas Kernstaaten.

Durationsmanagement und die Positionierung auf der Renditekurve haben ebenso das Potenzial, gegenüber einem Index einen Mehrwert zu liefern, aber es ist schon lange bekannt, wie schwierig es ist, die Richtung der Zinssätze und die Änderungen des Renditekurvenverlaufs vorherzusagen. Außerdem ist sogar für den erfolgreichsten aktiven Manager bei Staatsanleihen das Ausmaß der wahrscheinlichen Outperformance lediglich moderat.

Trotz der potenziellen Schwierigkeit, durch aktives Management einen Mehrwert zu generieren, sind Staatsanleihen bei institutionellen Anlegern weiterhin beliebt, da sie einen höchst verlässlichen Cashflow-Strom bieten, der dazu genutzt werden kann, um bekannte Verbindlichkeiten zu decken. Dieser Abgleich – in Kombination mit den scheinbar begrenzten potenziellen Alpha-Quellen – führte zu einer wachsenden Beliebtheit von passiven Staatsanleihen-Portfolios im institutionellen Markt, beinahe unabhängig von den Kosten.

Über die Langlebigkeit dieses Trends kann diskutiert werden. In den letzten 20 Jahren haben langfristig orientierte Anleger bei Staatsanleihen von beständig fallenden Zinssätzen profitiert. Die Zinsen sind nun jedoch in vielen Märkten so niedrig wie nie zuvor – auf einem Level, das langfristig wahrscheinlich nicht zu halten ist. Wenn sich die Zinssätze irgendwann normalisieren, wird es wahrscheinlich umso wichtiger, das Portfolio anpassen zu können, um Chancen zu nutzen und Fallstricke zu meiden. In diesem Umfeld dürften Durations- und Kurvenmanagement zunehmend schlagkräftige Instrumente werden.

Eine in Vergessenheit geratene Kunst

Ist aktives Management dem Untergang geweiht?

Januar 2011

Weiter unten auf der Kreditkurve sind die Argumente zugunsten von aktivem Management schon relativ überzeugend. Die Wertentwicklung von Unternehmensanleihen mit „Sub-Investment-Grade“ hängt viel mehr von den Fundamentaldaten des Emittenten – ähnlich wie bei Aktienanlagen – als von den technischen Faktoren des Anleihenmarktes ab. Die Wertentwicklung weicht bei einzelnen Emittenten stark ab, und deshalb gewährt eine Bottom-Up-Analyse des Bonitätsausblicks für ein emittierendes Unternehmen den Spielraum, einen deutlichen Mehrwert zu generieren. In ähnlicher Weise vergrößern bei Anleihen aus den Schwellenländern das Verständnis der politischen Faktoren und die Wertschätzung der ineffizienten Beschaffenheit der Märkte für aktive Manager die Chance, einen Wertzuwachs zu erzielen.

Der Reiz von aktivem Management in niedriger gerateten Anleihenmärkten wird durch die Tendenz noch weiter verstärkt, dass traditionelle Indizes von den Emittenten mit der höchsten Verschuldung dominiert werden. Unternehmen oder Regierungen, die ihre Schulden zurückzahlen, erbringen tendenziell eine überdurchschnittliche Wertentwicklung. Aber indem sie dies tun, verringert sich ihr Gewicht im Index. Im Gegensatz dazu werden Emittenten, die sich auf dem Weg der Nichterfüllung befinden, oft von kompetenten aktiven Managern gemieden. Passive Fonds tendieren dazu, strukturell in Emittenten mit großen unbeglichenen Schuldenbergen übergewichtet zu sein und Unternehmen mit einem positiven Bonitätsausblick unterzugewichten. Deshalb scheint aktives Management bei Anleihenmärkten fest verwurzelt zu sein.

Chancen für aktive Anleger

Die wahrgenommene Verlagerung von Aktiv auf Passiv war in den letzten Jahren ein beliebtes Thema in der Presse. Im Juni 2010 zitierte beispielsweise die Financial Times einen Bericht der Citigroup, Principal Global Investors und Create Research, der vorhersagt, dass die Investmentbranche eine massive Neuausrichtung von aktivem auf passives Management erleben wird, „da die Ernüchterung bezüglich der Fähigkeit von aktiven Managern, ihre Vergleichsindizes zu schlagen, andauert.“

Der Bericht legte dar, dass das Ausmaß der Finanzkrise im Jahr 2008 wahrscheinlich zu einer „Flucht in Qualität, Einfachheit und Sicherheit führen wird: Qualität wird definiert durch stete, risikobereinigte Erträge, Einfachheit durch Transparenz und Liquidität der verwendeten Strategien und Sicherheit durch Kapitalerhalt“. Der Bericht fügte hinzu, dass „Kunden wissen, dass sichere, liquide Anlagen niedrige Erträge bedeuten.“

Folglich sagten die Autoren voraus, dass viele Großkunden zu passiven Fonds wechseln werden, die als transparent, liquide und sicher angesehen werden. Sie prognostizierten, dass der Anteil des weltweiten passiv verwalteten Anlagevermögens in den nächsten zehn Jahren von 15 auf 25% steigen wird - angeführt durch eine Neuausrichtung der Staatsfonds, dem neuartigen Verlangen australischer Pensionsfonds nach Aktienderivaten und einer scharfen Kehrtwendung bei US-amerikanischen Endanlegern, die in den letzten zwei Jahren 350 Mrd. USD (250 Mrd. Euro) aus aktiv verwalteten Fonds abgezogen und 500 Mrd. USD in passive Produkte gepumpt haben. Der Bericht führte weiterhin aus, dass „Berater von Pensionsfonds davon ausgehen, dass bis zum Ende des Jahrzehnts etwa 50% der neuen Pensionsgelder, die auf den Markt kommen, in passive Produkte investiert werden.“

Falls sich diese Prognose als richtig erweist, wird diese riesige Geldmenge, die in passive Fonds fließt, unserer Meinung nach bedeutende Chancen für aktive Manager mit sich bringen. Diese Ansicht spiegelt sich in dem Bericht wider: „Preisanomalien werden weit verbreitet sein, da Marktkapitalisierungsgewichtungen Konzentrations- und Dynamikrisiken fördern. Der Markt wird ineffizient werden und offene Alpha-Chancen (das Schlagen des Index) werden sich für aktive Manager vergrößern.“ Die Autoren fügten hinzu: „Wenn sich dieser Geldfluss materialisiert, wird sich der Prozess innerhalb der nächsten drei bis fünf Jahre allmählich umkehren, da es außerhalb der Indizes zu viele Anlagechancen geben wird. Aktives Management wird beileibe keine Eiszeit erleben, da die Anleger bald wieder von Passiv zu Aktiv wechseln werden.“

Eine in Vergessenheit geratene Kunst

Ist aktives Management dem Untergang geweiht?

Januar 2011

Andere Berichte deuten ebenfalls darauf hin, dass sich der Anteil an Geldern, der in aktive Fonds fließt, in den nächsten paar Jahren erhöhen wird. Im Mai 2010 ermittelte eine von Clear Path Analysis durchgeführte Umfrage unter 152 Pensionsexperten, dass über die Hälfte der europäischen Pensionspläne mit Beitragszusage (Defined Contribution), die ihre Standardlösungen rein passiv investieren, die Absicht haben, in den nächsten 12 Monaten aktives Management zu nutzen.

Die Befragten, darunter Treuhänder, Pensionsfondsmanager und Geschäftsführer, nannten die Möglichkeit einer Outperformance und eine größere Auswahl als Hauptgründe für die Nutzung von aktivem Management. Interessanterweise glauben viele Anbieter von Pensionsplänen mit Beitragszusage, dass man das Risiko am effektivsten reduzieren kann, wenn man das Vermögen über Anlageklassen wie Hedgefonds, Private Equity, Infrastruktur und Immobilien streut, zu denen man passiv nur schwer Zugang findet. In anderen Worten: Diese Befragten sind der Meinung, dass unterschiedliche aktive Strategien eine größere und damit weniger riskante Bandbreite an Erträgen liefern als einfach einer passiven Route zu folgen.

Wie passiv ist passiv?

Im Oktober 2010 veröffentlichte der britische Finanzdienstleister Hargreaves Lansdown einen Bericht, der bestätigte, was viele Menschen schon lange vermutet haben: Indexfonds schneiden langfristig schlechter ab. Der Grund für dieses schlechte Abschneiden ist einfach: Passive Fonds messen ihre Wertentwicklung gegenüber ihrem Vergleichsindex, ohne die Auswirkung der Kosten zu berücksichtigen. Sobald man Verwaltungs- und Transaktionsgebühren einbezieht, haben passive Fonds Schwierigkeiten, mit dem entsprechenden Index Schritt zu halten. Manche Manager nutzen Praktiken wie Aktienleihe oder bei einem Gebot die Transaktion zu timen, um die negativen Auswirkungen der Gebühren auszugleichen. Diese Vorgehensweisen bringen jedoch Risikoelemente mit sich, die passive Investoren nicht erwarten dürften.

Die Art und Weise, wie Fonds den Index spiegeln, wirkt sich ebenfalls auf die Wertentwicklung aus. Indexfonds können den Index entweder komplett abbilden oder ein Stichprobenverfahren nutzen. Indexfonds, die den Index komplett abbilden, kaufen und verkaufen, wenn die Aktien in den Index aufgenommen werden oder aus dem Index gestrichen werden. Mit dieser Methode lässt sich ein Index wohl am akkuratesten spiegeln.

Das bedeutet aber auch, dass diese Fonds zu Markthöchstständen Aktien kaufen (wenn sie in den Index nachrücken oder zum ersten Mal aufgenommen werden) und einen Bestand möglicherweise genau auf seinem Tiefpunkt verkaufen (wenn die Aktie aus dem Index rausfällt oder ihre Gewichtung verringert wird).

Passive Fonds, die eine Stichprobe nutzen, bilden lediglich die großen Unternehmen in jedem Sektor nach und nehmen für den Rest eine Stichprobe, indem sie ein bisschen mehr von dem einen und ein bisschen weniger von dem anderen halten. Die tatsächliche Gewichtung jedes Sektors ist im Indexfonds jedoch die gleiche wie im Index.

Der Stichprobenansatz bringt also Risiken mit sich, vor allem dadurch, dass ein Fonds mit dieser Methode stärker vom Index abweicht als ein Fonds, der seine Benchmark einfach abbildet. Da das Portfolio die aktuellen Bestände und Gewichtungen im Index nicht direkt repräsentiert, weichen die Erträge voneinander ab und der Tracking Error kann größer sein als manche Anleger erwartet hätten.

Diese zwei Methoden (Stichproben und die komplette Abbildung des Index) führen zwangsläufig zu Wertentwicklungsabweichungen. Das wurde besonders deutlich bei einem Vorfall im Jahre 2000, an dem Dimension Data beteiligt war. Am 15. September 2000 wurde das IT-Unternehmen Dimension Data sowohl in den FTSE100 als auch in den All-Share Index aufgenommen. Sein Kurs schoss innerhalb von Minuten in die Höhe, von 6,70 GBP auf 10 GBP. Am nächsten Handelstag fielen die Aktien jedoch auf 6,88 GBP zurück. Indexfonds, die die Aktie für 10 GBP gekauft hatten, erlitten einen Performanceknick, während die Indexfonds, die die Aktie zu einem niedrigeren Preis gekauft hatten, davon profitierten. Viele Indexfonds waren dazu gezwungen, die Aktie zu ihrem Höchstpreis zu kaufen.

Eine in Vergessenheit geratene Kunst

Ist aktives Management dem Untergang geweiht?

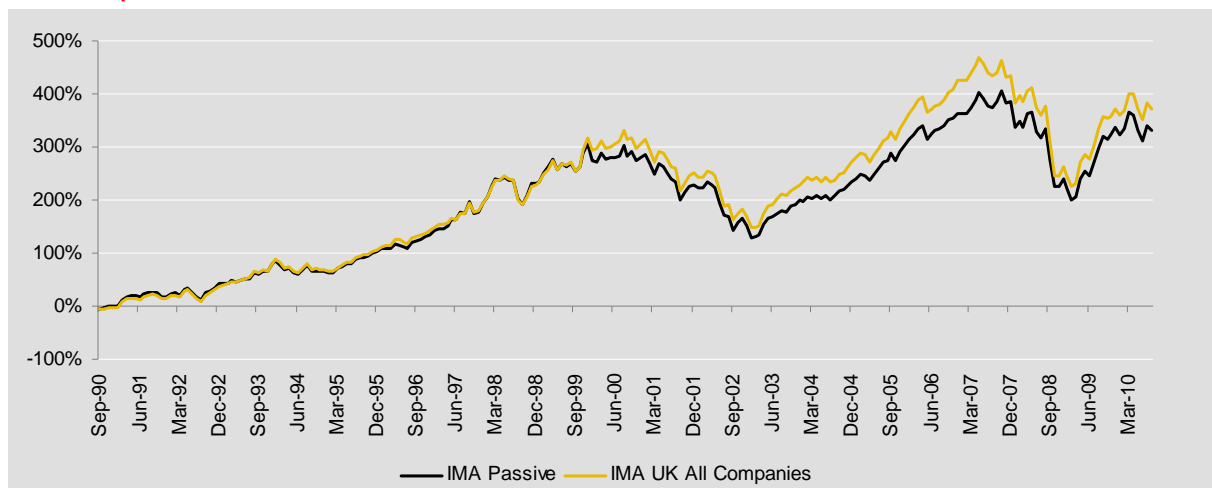
Januar 2011

Hargreaves Lansdown fand heraus, dass sich Indexfonds zwischen 1990 und 2010 durchschnittlich jährlich um 0,46% schlechter als der UK-All-Companies-Sektor entwickelt haben. Natürlich wird dieser Unterschied umso größer, je höher die Verwaltungsgebühren sind – und er wird sich über die Jahre vergrößern, so dass über einen Zeitraum von fünf bis zehn Jahren ein deutlicher Rückstand verzeichnet werden wird.

Diese Ergebnisse basieren auf einer Analyse, wie sich Indexfonds in den letzten 20 Jahren entwickelt haben. Das Unternehmen verglich die Wertentwicklung von Indexfonds gegenüber dem UK-All-Companies-Sektor (der passive und aktive Fonds umfasst) und nutzte alle Fonds in jedem Sektor. Unten stehende Grafik zeigt eine Momentaufnahme der Ergebnisse.

Wertentwicklung von Indexfonds gegenüber dem UK-All-Companies-Sektor (inkl. aller passiven und aktiven Fonds) von 1990-2010

Indexfonds
UK-All-Companies-Sektor



Quelle: Hargreaves Lansdown

Laut Hargreaves Lansdown schneiden Indexfonds auch schlechter als der FTSE All Share Index ab, „um durchschnittlich 0,96% pro Jahr – mehr als die jährlichen Verwaltungsgebühren der meisten Indexfonds“.

Mit anderen Worten merkt Hargreaves Lansdown an, „dass Indexfonds schlechter abschneiden als der Index - egal, wie hoch die Gebühren sind.“

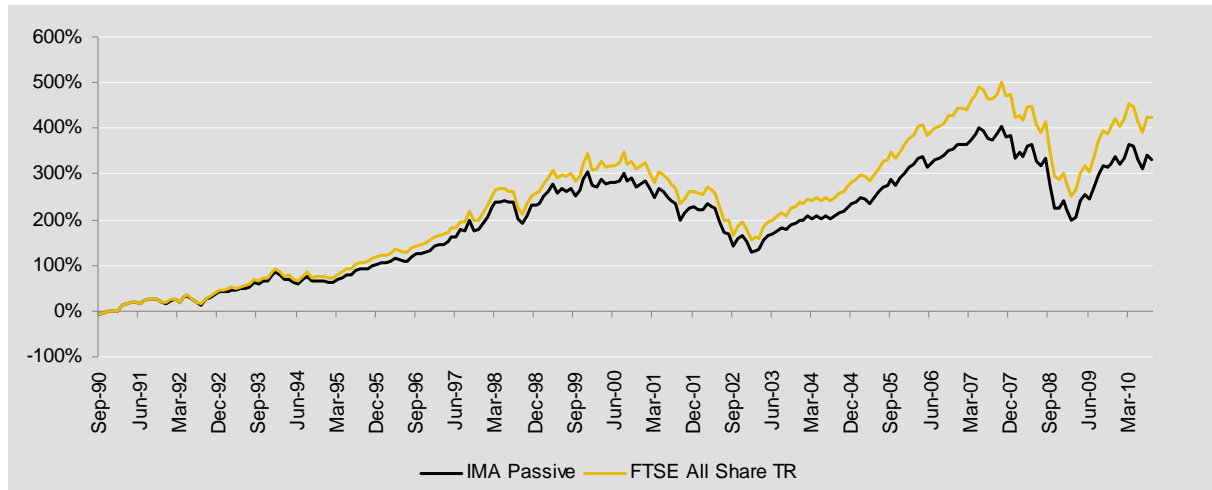
Wertentwicklung von Indexfonds gegenüber dem FTSE All Share Index von 1990-2010

Indexfonds

FTSE All Share Index

Eine in Vergessenheit geratene Kunst Ist aktives Management dem Untergang geweiht?

Januar 2011



Quelle: Hargreaves Lansdown

Rohstoff-Indexfonds machen trotz boomender Kurse Verluste

Bei anderen Anlageklassen kann die Underperformance sogar noch größer sein als bei Aktien. Im Oktober 2009 berichtete beispielsweise Reuters, dass viele Rohstoff-Indexfonds deutlich schlechter abgeschnitten haben als der Markt. Die Nachrichtenagentur erklärte, dass, während der Goldman Sachs Commodities Index im Vorjahr um beinahe 45% gestiegen ist, der Gesamtertrag der Anleger gerade einmal 12% betrug. „Gemessen seit Januar 2005 ist das Bild sogar noch schlechter“, fügte die Agentur hinzu. Trotz eines Booms, der den Index um etwa 60% in die Höhe trieb, haben Anleger über vier Jahre sogar ca. 15% ihres Kapitals verloren.

Reuters stellte fest, dass, obwohl nach S&P-Schätzungen 100 Mrd. USD in Rohstoff-Indexfonds investiert wurden, die Probleme jetzt offensichtlich werden. Rohstoffe brauchen für ihre Lagerung Platz und Versicherungen. Deshalb kaufen die Fonds die Rohstoffe auf Termin, verkaufen sie vor der eigentlichen Lieferung und kaufen wieder auf Termin. Für die Händler gibt es strenge Regeln, wie und wann sie die Kontrakte rollen. Folglich können sie „die Zwangsverkäufer (und -käufer) schon von weitem erkennen und ihre Preise dementsprechend anpassen.“

Die Agentur legte dar, dass je mehr ein Fonds wächst, desto größer die Gebühren sind, die Händler dafür verlangen können, um die Kontrakte des Fonds zu rollen. Konsequenterweise schneiden diese Fonds garantiert schlechter ab als der entsprechende Index. Je länger das Investment gehalten wird, desto größer ist die Underperformance.

Weitere Informationen finden Sie auch in unserem Threadneedle Viewpoint „Warum man aktiv in Rohstoffe investieren sollte“ (Oktober 2010).

Nicht alle aktiven Fonds sind gleich

Der Unterschied zwischen aktivem und passivem Management ist nicht so klar wie angenommen. Manche passive Fonds verfolgen – wie wir gesehen haben – Praktiken, die als aktiv beschrieben werden könnten, um der Wertentwicklungsbremse durch die Verwaltungsgebühren entgegenzuwirken. Gleichzeitig beinhaltet aktives Management eine große Bandbreite an Ansätzen von Fonds, die gegenüber einem Index lediglich geringfügige Positionen eingehen bis hin zu komplett unbegrenzten High-Alpha-Portfolios. Viele Studien, die aktiv verwaltete Fonds mit passiven Strategien vergleichen, lassen diese Bandbreite an Ansätzen außer Acht.

Im Studium lernt man, dass sogenannte „versteckte Indexfonds“ (Closet Index Tracker) ebenso wie passive Fonds schlechter abschneiden, sobald die Gebühren berücksichtigt werden. 2006 beispielsweise haben Antti Petajisto und Martijn Cremers von der Yale School of Management herausgefunden, dass Closet-Indexfonds mit den Erträgen ihres Vergleichsindex vor Kosten lediglich übereinstimmten. Sobald die Kosten berücksichtigt wurden, haben sie gegenüber ihrer Benchmark ca.

Eine in Vergessenheit geratene Kunst

Ist aktives Management dem Untergang geweiht?

Januar 2011

1,4% pro Jahr verloren. Im Gegensatz dazu haben die aktivsten Fonds ihre Vergleichsindizes um ca. 2,7% vor Kosten übertroffen und ca. 1,4% nach Kosten.

Deshalb dürften Anleger, die aktive Fonds für wenig reizvoll halten – angesichts der Tatsache, dass dieser Sektor über einen gewissen Zeitraum generell schlechter abgeschnitten hat – auf der Basis von unzureichenden Informationen handeln.

Viele Anleger dürften es auch unterlassen, aktive Manager angemessen zu screenen. Zahlreiche Studien haben offengelegt, dass institutionelle Investoren für aktives Management bezahlen, obwohl die Manager lediglich in Fonds investieren, die sich nur wenig vom Index unterscheiden. Der Grund dafür dürfte sein, dass institutionelle Anleger, vor allem Pensionsfonds, tendenziell risikoaverser als andere Anleger sind und sich damit begnügen, in Fonds zu investieren, die kaum vom Index abweichen. Es gibt natürlich legitime Gründe dafür, warum ein Fonds kurzfristig mit einer Benchmark korreliert. Eine langfristige Korrelation könnte jedoch darauf hinweisen, dass die Fonds nicht gerade aktiv verwaltet werden – und sicherlich nicht aktiv genug, um die Verwaltungsgebühren zu rechtfertigen.

Aktiver = Eine höhere Outperformance

Petajistos und Cremers Studie von 2006 hat kluge Beweise für die Unterstützung der Behauptung geliefert, dass aktive Manager konsistent eine bessere Wertentwicklung erzielen können. Sie haben außerdem das Ausmaß hervorgehoben, zu dem sich Indexfonds als aktive Manager ausgeben.

Die Wissenschaftler hatten die Idee der „Active-Share-Methode“. Sie erklärten, dass, wann immer die Gewichtung einer Einzelaktie im Portfolio die Gewichtung derselben Aktie im Index überschritt, der Fonds eine aktive Long-Position in dieser Aktie einnahm. Gleichermaßen implizierte eine geringere Position als die Gewichtung im Index eine aktive Short-Position in dieser Aktie. Die Summe der aktiven Positionen zeigte demnach an, wie aktiv ein Fonds war. Die Forscher befassten sich mit 2650 Fonds von 1980 bis 2003 und entdeckten, dass die aktivsten Fonds tendenziell Wert schufen, während Closet-Indexfonds Wert vernichteten.

Die Untersuchung unterschied zwischen zwei Fondstypen mit einem hohen aktiven Anteil:

- Diejenigen, die von traditionellen Stockpickern gemanagt werden, die vorwiegend konzentrierte Positionen in einem Portfolio mit relativ wenigen Titeln eingehen und Entscheidungen hauptsächlich auf individueller Aktienebene treffen.
- Fondsmanager, die „Faktorwetten“ eingehen, d.h. auf Grundlage makroökonomischer Einschätzungen zwischen Sektoren rotieren.

Die Studie zeigte auf, dass Fonds, die ihren Schwerpunkt auf die Aktienausswahl legen, im Allgemeinen bessere Erträge erzielen als Fonds, die versuchen, den Markt zu timen – auch wenn beide tendenziell ihren Index nach Kosten übertrafen, so lange sie wirklich aktiv verwaltet wurden.

Darüber hinaus deutete die Studie an, dass die Ansicht, dass aktive Fonds generell schlechter abschneiden, verzerrt wird durch die Wertentwicklung sehr großer Fonds, die die Branche dominieren. Demzufolge fanden die Autoren heraus, dass 2003 nur die Hälfte der Fonds, die sich selbst als aktiv bezeichneten, mit einem aktiven Anteil von 80% oder höher wirklich aktiv waren, verglichen mit acht von zehn Fonds mit einem ähnlichen aktiven Anteil im Jahr 1980.

Sie beobachteten ebenfalls, dass größere Fonds tendenziell einen geringeren aktiven Anteil haben und dass kleinere aktiv verwaltete Fonds ihre größeren Pendanten um etwa 2% pro Jahr übertrafen.

Schlussendlich stellten sie fest, dass es eine direkte Korrelation zwischen echtem aktiven Management und der Wertentwicklung gibt. Fonds mit dem höchsten aktiven Anteil übertrafen ihren Index nach Kosten um 1,5% pro Jahr, während Fonds mit dem geringsten aktiven Anteil um 1,5% schlechter abschnitten. Auf Grundlage dieser Nachweise gibt es also eine Diskrepanz von beinahe 3% pro Jahr zwischen Fonds mit einem hohen und einem niedrigen aktiven Anteil.

Eine in Vergessenheit geratene Kunst

Ist aktives Management dem Untergang geweiht?

Januar 2011

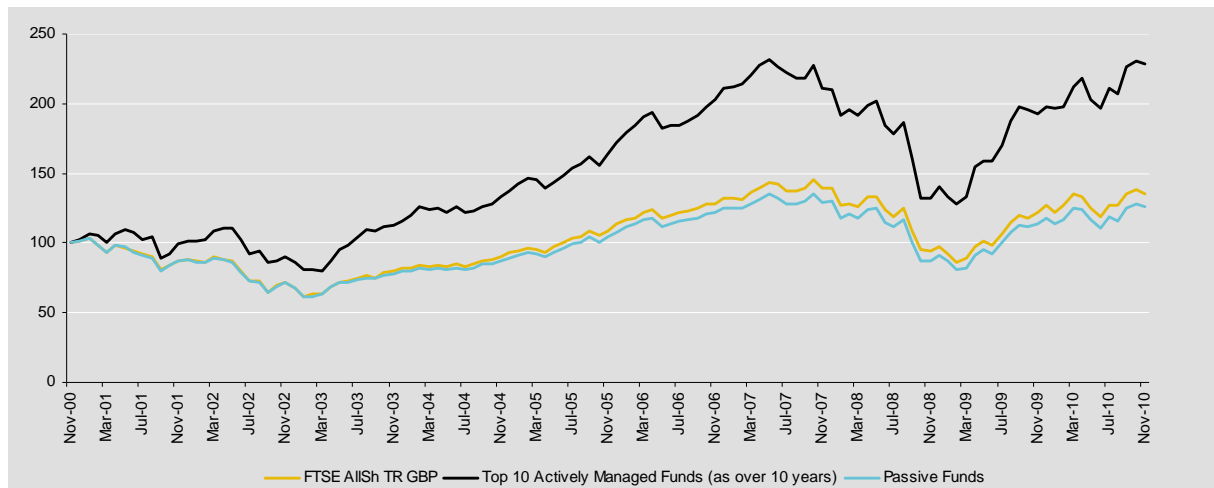
Die Erkenntnisse aus Großbritannien deuten ebenfalls darauf hin, dass sich die Wahl des richtigen aktiven Managers signifikant auf die Erträge auswirken kann. Die besten zehn Fonds im IMA UK All Companies Sektor übertrafen beispielsweise über die letzten zehn Jahre bis Ende November 2010 den FTSE All-Share Index deutlich und erzielten im Durchschnitt 128%, verglichen mit einer Wertentwicklung des Index von lediglich 36%.

Aktive und passive Erträge verglichen mit dem FTSE All-Share Index von 2000-2010

FTSE All-Share Index

Die besten 10 aktiv verwalteten Fonds (über 10 Jahre)

Passive Fonds



Quelle: IMA, Morningstar

Die Markteffizienz-Hypothese zeigt Risse

Sind diese Ergebnisse wirklich so überraschend? Falls die Markteffizienz-Hypothese – die verstandesmäßige Untermauerung für das Abbilden eines Index – korrekt ist, wäre das Argument zugunsten von passiven Fonds sehr stark. Aber der Markt ist offenkundig ineffizient und kann Unternehmen fehlbewerten. Wie Warren Buffet darlegte: Falls die Märkte effizient sind, warum ist er dann so erfolgreich bei der Auswahl von einzelnen Aktien? Es ist sicherlich richtig, dass ein guter Fondsmanager, der von sämtlichen Research- und Analysetools, die bei einer Fondsgesellschaft im Einsatz sind, unterstützt wird, diese Ineffizienzen ausnutzen kann.

Unterdessen sind passive Anleger dazu gezwungen, die wenigen großen Aktien und Sektoren zu halten, die die Marktindizes dominieren. Das kann manchmal zu den größten Verlusten führen, wie z.B. bei den Banken, die 2008 den FTSE 100 Index schwer belasteten. Diese Konzentration auf gewisse Aktien und Sektoren kann extrem riskant sein. Sobald sich der Index neu ausrichtet, sind Indexfonds außerdem dazu gezwungen, scheidende Aktien zu ihrem günstigsten Kurs zu verkaufen und die neu hinzukommenden Titel zum teuersten Kurs zu kaufen.

Sind manche Märkte für passives Management besser geeignet?

Es wird behauptet, dass sich passive Fonds für angeblich effiziente Märkte wie die USA besser eignen, wo es eine Fülle von Informationen zu Unternehmen und zur Wirtschaft generell gibt und wo Aktien relativ breit von Analysten abgedeckt werden. Es wird die Auffassung vertreten, dass aktive Manager bei einer solchen Informationsfülle nur schwer einen Mehrwert erzielen können.

Eine in Vergessenheit geratene Kunst

Ist aktives Management dem Untergang geweiht?

Januar 2011

Im Gegensatz dazu sind die Schwellenländer wohl viel weniger effizient als ihre US-amerikanischen Pendanten, da es dort – außer für große Unternehmen - nur relativ wenige Informationen über einzelne Firmen gibt. Aber ist das wirklich wahr? Die Hinweise deuten etwas anderes an. Preisanomalien kommen sowohl in den Industrieländern als auch in den Entwicklungsländern regelmäßig vor, was erklärt, warum kompetente aktive Manager auch in den USA und in anderen entwickelten Märkten konsistent ihren Index übertreffen. Unsere Erfahrung bei der Verwaltung von US-Aktien zeigt uns in der Tat, dass die Abdeckung durch Analysten überraschend oberflächlich ist und dass sie zunehmend geringer wird, je weiter man auf der Kapitalisierungsskala nach unten geht. Echter Mehrwert kann durch Stockpicking basierend auf einer gründlichen Fundamentalanalyse der Unternehmen generiert werden – und das wurde er in der Vergangenheit auch.

Marktzyklen und andere Faktoren

Aktive Fonds haben während der letzten Wirtschaftskrise schlecht abgeschnitten – und Studien haben in der Tat gezeigt, dass die Wirksamkeit von aktivem gegenüber passivem Management über den Investmentzyklus hinweg variiert.

Eine Studie von FundQuest, einem Unternehmen, das Fondsmanager berät, hat 2010 beispielsweise offenbart, dass aktives Management in Bullenmärkten überdurchschnittliche risikobereinigte Erträge erzielt, in Bärenmärkten jedoch schlechter als der Vergleichsindex abschneidet. Die Studie bewertete die Wertentwicklung von 31.991 in den USA ansässigen Investmentfonds über fünf Marktzyklen von Januar 1980 bis Februar 2010. Sie kam zu dem Schluss, dass aktive Manager unterm Strich in steigenden Märkten eine Outperformance von 0,66% pro Jahr erzielten, in fallenden Märkten jedoch um 0,68% schlechter abschnitten.

Diese aggregierten Zahlen verschleiern eine merkliche Abweichung auf Anlageklassenebene. Es kam heraus, dass aktive Aktienportfolios auf risikobereinigter Basis in Bullenmärkten einen deutlichen Mehrwert generierten, in Bärenmärkten jedoch negatives Alpha erzielten. Im Gegensatz dazu waren aktive Anleihenmanager in fallenden Märkten erfolgreicher. Innerhalb des Anleihenbereichs stachen jedoch Anleihen aus den Schwellenländern hervor, die sowohl in steigenden als auch in fallenden Märkten positives Alpha generierten. Das veranschaulicht vielleicht die spezielle Erscheinungsform und die relative Ineffizienz dieser Anlageklasse.

Die Studie überprüfte auch andere Faktoren, die einen aktiven Fonds daran hindern könnten, eine Outperformance zu erzielen. Man fand heraus, dass positives Alpha vor allem bei Fonds vorkommt, bei denen:

- die Amtszeit des Fondsmanagers relativ lange war
- die Total Expense Ratios niedrig waren
- die Volatilität gering war
- der Manager auch schon im vorausgegangenen Zyklus eine Outperformance erzielt hat

Diese Erkenntnisse unterstützen unsere Behauptung, dass ein stabiles Investmentteam ein wichtiger Bestandteil für eine langfristige Outperformance ist.

Sind Indexfonds wirklich weniger riskant als aktive Fonds?

Viele institutionelle Investoren nutzen Indexfonds in dem Glauben, dass sie das Risiko reduzieren und eindämmen. Aber ist das wirklich wahr? Da aktive Manager nach über- oder unterbewerteten Vermögensgegenständen suchen und dann ihre Portfolios zur Ausbeutung dieser Gegebenheiten modifizieren, besagt die Theorie, dass das Risikopotenzial steigt, da sich der Manager in eine Aktie oder einen Sektor stark einkauft oder sich von ihnen freikaufte. Wenn mehr und mehr falsch bewertete Papiere aufgenommen werden, steigt das Risiko, was zu größeren Gewinnen oder Verlusten und einer höheren Volatilität als beim Index führt.

Eine in Vergessenheit geratene Kunst

Ist aktives Management dem Untergang geweiht?

Januar 2011

Passive Fonds orientieren sich jedoch ganz offensichtlich am Index, der selbst nur einige große Unternehmen oder Sektoren stark gewichten kann. Das kann dazu führen, dass passive Fonds konzentrierter sind als ihre Anleger es mögen. Im Gegensatz dazu kann ein aktiver Manager Aktien aus dem Vergleichsindex meiden, die überbewertet scheinen, ein schlechte Geschäftsführung haben oder sich in einem Sektor befinden, der von Natur aus schwach ist.

Eine andere Art und Weise, diesen Unterschied zu betrachten, ist, in Beta (dem Wertentwicklungsbestandteil, der von Marktbewegungen herrührt) oder Alpha (die Wertentwicklung, die aus der Kompetenz des Fondsmanagers resultiert) zu denken. Die Wertentwicklung passiver Fonds wird fast komplett vom Beta getrieben. Das führt zu Risiken für Investoren, die langfristige Verbindlichkeiten oder Cash als Benchmark haben.

Aktive Fonds gehen offensichtlich auch Risiken ein, aber hier handelt es sich um ein wohlüberlegtes und durchdachtes Risiko bei der Jagd nach Alpha. Miteinander konkurrierende aktive Manager leiten ihr Alpha aus unterschiedlichen Quellen ab, was zu einer begrenzten Korrelation zwischen aktiven Portfolios führt. Deshalb kann es eine gute Methode sein, sorgfältig ausgewählte aktive Manager zu kombinieren, um die Abhängigkeit eines Pensionsfonds vom Beta zu senken. Sie führt wahrscheinlich auch zu besseren risikobereinigten Erträgen, wie die weiter oben diskutierte FundQuest Studie bescheinigt.

Börsengehandelte Indexfonds können aktives Management ergänzen

Börsengehandelte Indexfonds (Exchange Traded Funds = ETFs) sind Investmentfonds, die eine Reihe an Basiswerten halten und deren Wert eng an den der Basiswerte heranreicht. Wie ihr Name schon andeutet, werden diese Fonds an den Börsen gehandelt. Sie bilden häufig einen Index ab und stellen so eine Alternative zu traditionellen passiven Portfolios dar. ETFs haben in den letzten Jahren einen erheblichen Marktanteil gewonnen und sind auch zunehmend anspruchsvoller geworden. Passive ETFs sind eindeutig ein Anlageinstrument für Investoren, die dem Ertrag eines Marktindex gleichkommen möchten. Es gibt jedoch auch ETFs, die danach streben, ihr Geld aktiv zu verwalten und die Indizes zu schlagen.

Diese neue Fondsgeneration zielt darauf ab, den Index durch eine Über- oder Untergewichtung von bestimmten Indexbeständen zu übertreffen. Dabei sind die Kosten immer noch geringer als bei aktiv verwalteten Fonds. Statt ETFs als Bedrohung anzusehen, nutzen jedoch zunehmend mehr aktive Manager diese Fonds, um ihre eigene Wertentwicklung zu verbessern. ETFs sind für aktive Manager beispielsweise ein Mittel, um schnell und günstig eine Ausrichtung auf eine Anlageklasse zu erzielen, um über einen kurzen Zeitraum eine bestimmte Sichtweise zu realisieren. Es könnte in der Tat behauptet werden, dass sowohl Indexfonds als auch ETFs Instrumente für aktive Manager darstellen, um durch die Verwendung von erstklassigen Asset-Allokation-Fachkenntnissen eine Outperformance zu generieren.

Letztere Aussage wird durch die Art und Weise veranschaulicht, wie aktive Manager ETFs nutzen. In Bezug auf Aktien können ETFs von Managern mit einem globalen Mandat zur Erzielung von Alpha eingesetzt werden. Sie erlauben es dem Manager, in einem bestimmten Land, Region oder Sektor eine Übergewichtung einzugehen. Die Bullenjahre von 2003 bis 2008 liefern sicherlich Beispiele von gewissen Märkten und Sektoren, die sich besser als die globalen Benchmarks entwickelt haben. Das Gleiche gilt für den Bärenmarkt, der bis März 2009 andauerte, und für die darauf folgende Rückkehr der Börsenhausse.

ETFs können auch dazu genutzt werden, spezielle Investmentstrategien zu verfolgen, wie z.B. eine Long- oder Short-Position in Währungen einzugehen. Währungs-ETFs bringen Diversifikationsvorteile und können sich auch als höchst profitabel erweisen, wie sich (im Falle von Währungs-ETFs) während der Staatsschuldenkrise 2010 gezeigt hat.

Eine in Vergessenheit geratene Kunst

Ist aktives Management dem Untergang geweiht?

Januar 2011

Zusammengefasst bieten ETFs als eigenständiges Produkt viele der Vor- und Nachteile von passiven Fonds – sie sind günstig und transparent, aber die Gebühren variieren stark (was in manchen Fällen beträchtlich sein kann) und es gibt Bedenken wegen potenziell hohen Tracking Errors.

Zusammenfassung

Die jüngste weltweite Finanzkrise hat die Debatte über Aktiv kontra Passiv neu angefacht. Dabei ziehen die Befürworter beider Seiten ihre eigenen Schlüsse. Die Verfechter von passivem Management verweisen auf die Underperformance aktiver Manager im Jahr 2008 und nehmen diese als Beleg dafür, dass ihre Meinung richtig ist. Die kürzlichen Belastungen und Schwankungen der Vermögenspreise deuten aber darauf hin, dass die Weltanschauung der Markteffizienz – der geistigen Grundlage von passivem Management – ebenso überdacht werden sollte.

Die Wahrheit ist wie immer komplizierter als beide Seiten zugeben möchten. Während passive Fonds transparent und günstig sind, können sie schlechter abschneiden als der Markt (und tun es auch). Sie werden den Markt niemals deutlich übertreffen und ihre Vorteile in Bezug auf das Risiko werden manchmal überbewertet. Viele aktive Manager schneiden ebenfalls schlechter ab als der Markt oder bilden trotz der Erhebung hoher Gebühren die Benchmark eng nach. Einige Fonds übertreffen ihre Benchmark jedoch immer wieder und es gibt auch Belege dafür, dass die Kombination von gut verwalteten aktiven Portfolios beeindruckende risikobereinigte Erträge liefern kann, ohne zu sehr auf das Marktbeta angewiesen zu sein.

Darüber hinaus ist aktives Management Teil des Prozesses, bei dem Ressourcen effizient auf dem freien Markt zugewiesen werden. Wenn alle Anleger einen passiven Ansatz verfolgen würden, gäbe es keine Unterscheidung zwischen einzelnen Unternehmen. Nur aktive Manager besitzen die Freiheit, ein schlecht geführtes Unternehmen abzulehnen, das versucht, für eine schlecht durchdachte Akquisition Geld einzutreiben. Im Gegensatz dazu werden sie bei einem solide geführten Unternehmen mit einem vernünftigen Expansionsplan einen Unterschied machen. Es kann sicherlich behauptet werden, dass Indexfonds in dieser Hinsicht einfach die Arbeit der aktiven Manager ausnutzen, ohne eigene Beiträge zu liefern.

Anleger werden zweifellos auch noch in 20 Jahren über die Vorzüge von passivem und aktivem Management diskutieren. Wir glauben, dass sich die beiden Stile gegenseitig ergänzen können. Dabei nutzen aktive Manager ETFs und andere Nachbildungsinstrumente, um ihre Wertentwicklung zu verbessern und/oder das Risiko zum Vorteil aller Investoren zu reduzieren.

Eine in Vergessenheit geratene Kunst

Ist aktives Management dem Untergang geweiht?

Januar 2011

ANHANG: Pro und Kontra von passivem Management

Vorteile

Dass Indexfonds so günstig sind, ist offenkundig ihr größter Vorteil gegenüber aktiven Fonds. Da sie den Index einfach nachbilden, ist der geistige Aufwand gering. Deshalb sind die Verwaltungsgebühren relativ niedrig.

Das Risiko einer deutlichen Underperformance ist begrenzt. Deshalb scheinen die Fonds ideal für vorsichtige Anleger geeignet zu sein.

Indexfonds sind auch ideal für Anleger, die nicht in der Lage sind, sorgfältig zu überprüfen, welche aktiven Manager ihre Bedürfnisse am besten erfüllen.

Passive Staatsanleihenportfolios können für Pensionsfonds eine effiziente Methode sein, Aktiv- und Passivposten aufeinander abzustimmen.

Nachteile

Es kann schwierig sein, zwischen Indexfonds zu unterscheiden. Da es ihre Aufgabe ist, ihre Benchmarkindizes zu imitieren, ist es nicht gerade einfach zu sagen, ob der eine Indexfonds besser ist als der Andere. Eine der sehr wenigen Methoden, Indexfonds miteinander zu vergleichen, ist anhand des Tracking Errors, der überraschenderweise zwischen unterschiedlichen passiven Fonds stark variieren kann. Tracking Error schauen jedoch in die Vergangenheit, sind komplex und können auf unterschiedliche Weise berechnet werden, was Vergleiche erschwert. Es werden sogar so viele Variablen genutzt, dass ein Fonds den Index enger abbilden könnte als eines seiner Vergleichsprodukte und trotzdem einen höheren Tracking Error haben könnte.

Ebenso kann der Tracking Error alleine keine „versteckten Indexfonds“ (Closet Index Tracker) identifizieren. 2006 veröffentlichten Antti Petajisto und Martijn Cremers von der Yale School of Management eine andere Methode, dies zu tun – den „aktiven Anteil“ (Active Share), der schon zuvor in diesem Artikel diskutiert wurde.

Sie fanden heraus, dass der aktive Anteil aller aktiven Aktienfonds in den USA zwischen 30 und 100% rangierte, mit einem Durchschnitt von 66% bei Standardwertfonds. Somit koppelte ein durchschnittlicher Large-Cap-Fonds im Wesentlichen ein Drittel seines Vermögens an einen Index, während die schlechtesten versteckten Indexfonds zwei Drittel ihres Kapitals indexierten. Die Autoren folgerten außerdem, dass Closet Indexing mit den Jahren viel geläufiger wurde – in den 1980ern waren nahezu alle Fonds halbwegs aktiv.

Interessanterweise entdeckten sie, dass der Tracking Error eines Fonds zukünftige Erträge nicht voraussagen kann – wenn überhaupt kann ein hoher Tracking Error mit einer niedrigeren zukünftigen Wertentwicklung in Verbindung gebracht werden. Auch wenn sowohl der Tracking Error als auch Active Share aktives Management messen, erfassen sie etwas unterschiedliche Aspekte davon: Der Tracking Error hebt das systematische Risiko hervor, das ein Fonds relativ zu seinem Index eingehen kann, während Active Share die individuelle Aktienausswahl herausstellt.

Passive Fonds kaufen tendenziell auf dem Höchstpunkt des Marktes. Alle Indizes werden regelmäßig neu ausgerichtet, wobei Aktien größere Gewichtungen einnehmen, zum ersten Mal in den Index aufgenommen werden oder komplett herausfallen. Wenn eine Aktie stärker gewichtet wird, hat ein Indexfonds automatisch eine größere Beteiligung. Dies geschieht jedoch tendenziell, nachdem ein Unternehmen sich gut entwickelt hat, was bedeutet, dass der Indexfonds die Aktie bei steigenden Kursen erwirbt. Diese Anstiege können durch Markttrends oder Modeerscheinungen im Investmentbereich verschärft werden.

Eine in Vergessenheit geratene Kunst Ist aktives Management dem Untergang geweiht?

Januar 2011

Der Dot.com-Boom im Jahre 1999 liefert ein perfektes Beispiel für die Gefahren von passiven Fonds. Die Jagd nach Technologieaktien führte dazu, dass diese Aktien in vielen Indizes vermehrt vertreten waren. Die Indizes berücksichtigten dies in ihrer Neuausrichtung jedoch erst, als der Markt im März 2000 seinen Höhepunkt erreichte. Somit haben passive Anleger von den Wertsteigerungen dieser Aktien nicht profitiert (da sie zu diesem Zeitpunkt noch nicht im Index waren), waren dem Technologiesektor aber völlig ausgesetzt, gerade als die Blase platzte. Das veranschaulicht in der Tat einen der Hauptkritikpunkte an Indexfonds: Sie bilden die Wertentwicklung aus der Vergangenheit ab anstatt in die Zukunft zu blicken.

Diese Produktinformation ist für den Anlageberater und nicht für den Privatanleger bestimmt.

Das hier zugrundeliegende Research und die Analysen sind von Threadneedle für die eigenen Investmentaktivitäten erstellt worden. Aufgrund dieser sind möglicherweise bereits Entscheidungen noch vor dieser Publikation getroffen worden. Die Veröffentlichung zum jetzigen Zeitpunkt geschieht zufällig. Aus externen Quellen bezogene Information werden zwar als glaubwürdig angesehen, für ihren Wahrheitsgehalt und ihre Vollständigkeit kann jedoch keine Garantie übernommen werden. Alle enthaltenen Meinungsäußerungen entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, können jedoch ohne Ankündigung geändert werden. Diese sind auf Anfrage erhältlich. In Deutschland: von J.P. Morgan AG, Junghofstr. 14, 60311 Frankfurt, in Österreich: von RZB, Am Stadtpark 9, 1030 Wien und in der Schweiz: von der Vertreterin Fortis Foreign Fund Services AG, Rennweg 57, 8023 Zürich. Threadneedle Portfolio Services Limited, 60 St Mary Axe, London EC3A 8JQ, eingetragen in England und Wales, Registriernummer 285988. Im Vereinigten Königreich autorisiert und reguliert nach den Bestimmungen der Financial Services Authority. Threadneedle ist ein Handelsname. Sowohl der Threadneedle-Name als auch das Logo sind Schutzmarken oder eingetragene Schutzmarken der Threadneedle-Unternehmensgruppe. Die Anteile des „TIF“ und „TSIF“ sind zum öffentlichen Vertrieb in Deutschland, Österreich und der Schweiz (nur bestimmtes TIF und TSIF Teilfonds) registriert. threadneedle.com