

Was aktives Fondsmanagement leistet

Die neue Masszahl «Active Share» gibt Auskunft über die Outperformance gegenüber einem Benchmark. Anleger können so genau die Leistungen des aktiven Fondsmanagements beurteilen.



Von Philipp Rüegg
Head of Institutional Business
Switzerland, Pioneer Investments

Aktiv oder passiv? Das ist eine Frage im Fondsmanagement, bei der in der Branche keine Einigkeit herrscht. Der aktive Fondsmanager will zum Beispiel durch Stockpicking, also durch die Auswahl anhand einer eingehenden Analyse auf Basis von Einzeltiteln, eine bessere Rendite als der Markt erzielen. Passive Fondsmanager hingegen streben keine Outperformance des Benchmarks an. Ihre Strategie ist, den Index 1:1 nachzubilden. Investiert wird in diejenigen Werte, aus denen sich der zugrundeliegende Index zusammensetzt. Auch die Gewichtung der einzelnen Werte entspricht derjenigen des Index. In der Konsequenz erzielt ein solch passives Management die durchschnittliche Marktrendite – nicht weniger, aber eben auch nicht mehr. Nach

Abzug der Kosten liege diese Rendite aber oftmals über derjenigen aktiv gemanagter Fonds, so das Argument von Anhängern passiven Investments. Der Grund: Die Kosten des für ein aktives Management notwendigen Researchs seien deutlich höher, als die bei passivem Management anfallenden Kosten.

Eine neue Studie des International Center for Finance an der Yale School of Management, USA, widerlegt jedoch diese Argumentation. Martijn Cremers und Antti Petajisto haben über einen Zeitraum von 1980 bis 2003 Tausende amerikanischer Aktienfonds untersucht, um die Entwicklung aktiv gemanagter Produkte in diesem Zeitraum nachzuvollziehen. Das wichtigste Ergebnis: Den aktiven Fondsmanagern gelingt es tatsächlich, ihren Benchmark, also die Messlatte für ihren Erfolg, zu schlagen.

Doch was heisst aktiv? Woran kann ein Anleger erkennen, ob sein aktiv gemanagter Fonds tatsächlich hält, was er verspricht? Gibt es Methoden, die eine zuverlässige Messung von aktivem Management erlauben? Welche Strategien aktiven Managements wirken sich nachweislich positiv auf die Performance aus?

Nur die richtige Kennzahl erlaubt Rückschlüsse auf Outperformance

Zunächst kann aktives Management, das auf Alphagenerierung zielt, auf zwei Arten verfolgt werden: entweder über Stockpicking oder aber über Sektorrotation. Das heisst, der Fondsmanager kann entweder Einzelwerte für ein Investment auswählen, oder aber

er entscheidet sich für eine Branche. Beide Strategien wirken sich jeweils unterschiedlich auf den Tracking Error aus. Dabei gibt der Tracking Error die Standardabweichung der Differenzrendite zwischen einem Portfolio und seinem Benchmark an. In bezug auf passives Fondsmanagement zeigt ein geringer Tracking Error an, dass beispielsweise ein Indexfonds den zugrundeliegenden Index weitestgehend abzubilden vermag – eine sinnvolle Kennzahl, da der passive Fondsmanager kein anderes Ziel hat, als die Performance des Index nachzubilden. Für aktives Fondsmanagement wurde daraus bislang der umgekehrte Zusammenhang abgeleitet. Hoher Tracking Error wurde daher in der Vergangenheit häufig als Kennzeichen für aktives Fondsmanagement gedeutet. Eine Kennzahl zur Messung aktiven Managements, die lediglich die Abweichung der Performance misst, geht jedoch nicht weit genug. Ein Beispiel: Stockpicker erzielen einen geringeren Tracking Error als Fonds, die aktiv ganze Sektoren auswählen. Der Grund ist einfach: In einer Volkswirtschaft stehen für das individuelle Stockpicking mehr Aktien zur Verfügung als Sektoren für die Sektorenauswahl. Stockpicker sind daher zwingend besser diversifiziert und zeigen einen entsprechend geringeren Tracking Error. Mit aktivem oder weniger aktivem Management, wie häufig angenommen, hat dies allerdings nichts zu tun. Damit lässt der Tracking Error keinen Rückschluss auf den Grad des aktiven Managements zu.

Cremers und Petajisto empfehlen daher, in die Betrachtung ein weiteres Mass einzubeziehen. Sie nennen es «Active Share». Diese Masseinheit misst die Portfoliobestände des Fonds im Vergleich zum Benchmark oder, anders formuliert: Sie gibt Auskunft darüber, zu wie viel Prozent das Fonds-

portfolio vom Benchmarkportfolio abweicht. Nicht mehr nur die Standardabweichung der Differenzrendite zwischen einem Portfolio und einem Benchmark wird also gemessen. Vielmehr wird die Gewichtung der Einzelwerte im Fondsportfolio verglichen mit ihrer Gewichtung im Benchmarkindex.

Research bringt Extrarendite

Die Auswertung der Datenreihen brachte folgende Ergebnisse: Fonds mit dem höchsten Active Share zeigten eine Outperformance im Vergleich zum Benchmark in Höhe von 2,00 bis maximal 2,71% pro Jahr. Nach Abzug der Gebühren und Transaktionskosten bleiben noch rund 1,49 bis 1,59% an Extrarendite pro Jahr übrig. Im Gegensatz dazu zeigten Fonds mit den geringsten Active-Share-Quotienten nach Kosten eine Underperformance von -1,41 bis -1,76% pro Jahr. Das lässt den Rückschluss zu, dass die Masseinheit «Active Share» tatsächlich Fondsperformance indiziert.

Für Anleger sind also diejenigen Fonds besonders attraktiv, die am aktivsten gemanagt werden, sprich: die intensives Research betreiben. Dabei, dies ist ein weiteres Ergebnis der Yale-Studie, seien solche Fonds am häufigsten unter kleinen Fonds zu finden, die wenig Geld verwalten. Grosse Fonds zeigten sich dagegen träge, vor allem ab einem verwalteten Vermögen von 1 Mrd. US\$. Kein Wunder, können grössere Fonds aufgrund der hohen Volumina liquiditätsbedingt oftmals gerade in kleinere Werte, die noch viel Potential und damit eine hohe Extrarendite bieten, nicht investieren. Kleinere Fonds hingegen haben diese Möglichkeit. Dabei generieren sie eine Extrarendite aufgrund intensiven Researchs. Das Ergebnis: Vielversprechende Unternehmen können identifiziert werden. Diese werden bei der Titelauswahl sonst häufig nicht berücksichtigt, weil die Unternehmensdaten aufgrund fehlender Veröffentlichungspflichten meist nur sehr schwer zugänglich oder viele Daten bisher noch nicht erhoben und nicht auf dem Markt verfügbar sind. Somit bietet das Research an dieser Stelle einen echten Mehrwert.

Aus Investorensicht sind damit Fonds mit einem geringen Anlagevolu-

men, der besten 1-Jahres-Performance und dem höchsten Active-Share-Quotienten sehr attraktiv nach Kosten und Gebühren: Sie outperformen ihren Benchmark im Schnitt um rund 6% pro Jahr. Soweit zur Theorie.

Kapitalanlagegesellschaften in der Pflicht

Doch die Praxis sieht mitunter anders aus. Denn wo aktiv drauf steht, ist noch längst nicht immer aktiv drin. Folge: Die erhoffte Outperformance bleibt teilweise aus. Die Yale-Studie nennt den Grund hierfür: Closet Indexing. Das heisst, angeblich aktive Fondsmanager orientieren sich oftmals viel zu stark am Index, obwohl sie das Gegenteil versprechen. Indextracking statt Alphagenerierung, wie es im Fachjargon heisst. Anleger, die in einen solchen Fonds investiert haben, sind daher zu Recht verärgert. Denn die höheren Kosten des angeblich aktiven Fondsmanagements werden nicht durch die Outperformance des Benchmarks gerechtfertigt. Die Konsequenz: Anleger schichten ihre Portfolios um und versuchen ihr Glück z.B. mit den kostengünstigeren börsengehandelten Indexfonds. Das Problem ist jedoch, dass gerade dem Privatanleger dadurch wertvolle Renditechancen entgehen.

Wie also erkennt der Privatanleger, ob ein Fonds aktiv gemanagt ist oder nicht? Wie findet er die «echten» aktiven Fondsmanagements, welche die durch die Yale-Studie nachgewiesene Outperformance erzielen?

Hier ist der Anleger auf Initiativen der Kapitalanlagegesellschaften angewiesen. Denn um einen tatsächlichen Einblick in die Portfoliozusammensetzung eines Fonds zu gewinnen, fehlt es den meisten Anlegern, wenn nicht an Know-how, dann doch zumindest an Zeit. Umso wichtiger ist es also für Kapitalanlagegesellschaften, Kennzahlen zu generieren, die einen schnellen Nachweis tatsächlich aktiven Fondsmanagements erbringen.

Pioneer Investments, bekannt für seine Innovationen und jahrzehntelange, internationale Erfahrung, hat daher eine der Yaleschen Active Share ähnliche Masseinheit entwickelt: die «Active Bet Ratio» (ABR). Analog zu Active Share gibt ABR den Anteil an

Portfoliobeständen an, die nicht im Gleichklang mit dem Benchmark gehalten werden. ABR kann Ausprägungen von 0 (= passiv) bis maximal 2 (= 100% Benchmarkabweichung) annehmen. Anhand dieser Zahl ist also auf sehr einfache Weise abzulesen, wie aktiv der jeweilige Fonds nun tatsächlich verwaltet wird. Das hilft dem Fondsmanager und dem Anleger. Ersterer kann anhand der ABR jederzeit nachprüfen, ob er sein Portfolio ausreichend aktiv managt. Der Anleger wiederum erkennt sofort, wie aktiv ein Fonds tatsächlich ist.

Mit einer angestrebten ABR von 1,5 verfolgt beispielsweise der *Pioneer Funds – Global Select* einen sehr offensiven Ansatz bezüglich der aktiven Positionierungen auf Einzeltitelebene. Nicht-Benchmark-Titel können einen ganz erheblichen Anteil der Portfoliopositionen ausmachen. Entscheidend für ein Investment in solche Titel sind jedoch überzeugende Fundamentaldaten, sprich: Massgeblich ist eine attraktive Bewertung. Portfoliorestriktionen gibt es nicht. Weder bezüglich Anlagestil noch Anzahl der Positionen, Einzeltitelgewichtung, Länder- und Branchenallokation oder Marktkapitalisierung. Das ist wichtig, denn gerade Aktien mit kleiner und mittelgrosser Marktkapitalisierung sind – auch in den Industrieländern – ein interessantes Investment mit hohen Renditechancen. Sie sind allerdings in der Regel nicht in Benchmark-Indizes enthalten und können nur mit Hilfe intensiven Researchs identifiziert werden. So zählt sich aktives Fondsmanagement an dieser Stelle aus.

Während des gesamten Investmentprozesses werden zudem ABR und Tracking Error laufend analysiert. Die kleinste Abweichung von den Zielvorgaben wird dem Fondsmanager gemeldet, damit er gegensteuern kann. Mit einer 1-Jahres-Performance von 12,2% in 2006 (Benchmark: 5,5%) und einer angestrebten ABR von 1,5 erfüllt der *Pioneer Funds – Global Select* alle Voraussetzungen der Yale-Studie für eine weitere Outperformance und rechtfertigt so auch die Ausgaben für ein aktives Research.

www.pioneerinvestments.ch •