

Alles eine Frage adäquater Risikobudgets

Ob aktives Portfoliomanagement tatsächlich Mehrwert erwirtschaftet oder ob der Anleger mit einer passiven Strategie besser beraten ist, wurde und wird in unzähligen Studien und Publikationen diskutiert. Warum also noch einen Artikel zu diesem Thema schreiben? Wir gehen davon aus, dass unterschiedliche Anlagestile und Strategien je nach verfolgtem Ziel ihre Daseinsberechtigung haben. Dabei steht nicht unbedingt nur die bloße Erreichung der Ziele im Mittelpunkt, sondern die Konsistenz der erzielten Ergebnisse.



Von Alfonso Papa

Head Business Development
Switzerland, Allianz Global Investors
Europe GmbH, Zürich

Langfristige Studien versuchen zu untermauern, dass in effizienten – oder besser: informationseffizienten – Märkten aktives Portfoliomanagement versagen muss. Allgemein wird festgestellt, dass der grösste Teil aller aktiv verwalteten Portfolios den Markt nicht konsistent zu übertreffen vermag. Ver-

gleicht man die Ergebnisse unter Einbezug der Kosten, fällt das Bild noch schlechter aus. Woran aber kann ein Investor feststellen, ob ein Portfolio aktiv oder passiv verwaltet wird?

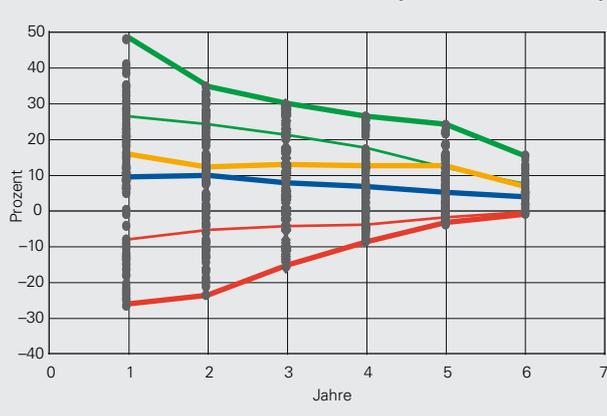
Aktives Portfoliomanagement beinhaltet per Definition eine bewusste Abweichung vom jeweiligen Marktportfolio bzw. vom jeweiligen Benchmark. Diese Abweichung lässt sich bekanntlich mit dem Tracking Error bestimmen. Ein als ziemlich effizient geltender Markt ist der US-Aktienmarkt, repräsentiert durch den S&P 500. Stimmen die Grundannahmen für informationseffiziente Märkte, müssten die wenigsten Manager in der Lage sein, diesen regelmässig zu übertreffen.

Die für unsere Analyse herangezogene Vergleichsgruppe betrachtet in der Schweiz zum öffentlichen Vertrieb zugelassene Aktienfonds, welche den S&P 500 TR als Vergleichsindex deklarieren. Zudem soll der Index bei den beobachteten Produkten mindestens zwei Drittel des Gesamtrisikos erklären, und die Fonds müssen weiter vor dem 31. Dezember 1999 aufgelegt worden sein.

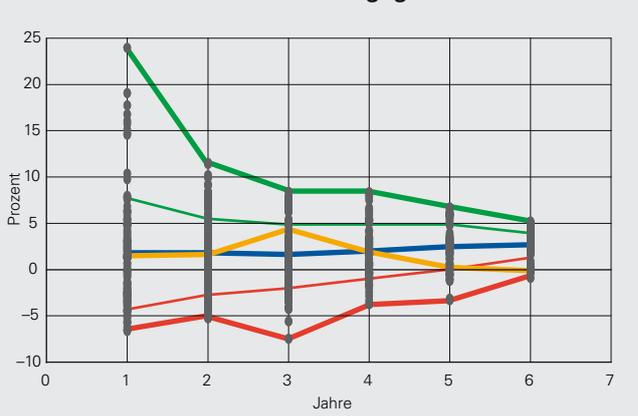
Die Gegenüberstellung von relativer Performance (nach Abzug sämtlicher dem Fonds belasteten Kosten) und dem Tracking Error als Risikomass zeigt auf, inwiefern ein Mehrwert für den Investor erwirtschaftet worden ist. Von den 45 betrachteten Produkten waren 29% in der Lage, einen positiven Beitrag nach Kosten zu leisten (s. Punktegrafik). Interessanter wird das Bild, wenn die untersuchte Gruppe nach dem Tracking Error unterteilt wird. Eine eher passive Haltung nehmen Produkte mit einem TE-Wert von unter 4% ein, während Fonds mit einem Tracking Error von über 4% zu den aktiv verwalteten Produkten gezählt werden dürften. Rund 35% der zum aktiven Lager gehörenden Produkte übertreffen den Index nach Kosten. Ab einem Tracking Error von 6% war sogar etwa die Hälfte der Manager in der Lage, nach Kosten eine Outperformance zu liefern.

Je nach Anlagekategorie kann die Analyse mit unterschiedlichen Parametern durchgeführt werden. Das Grundproblem besteht darin, dass, erstens, die Qualität der Analyse durch die zur Verfügung stehenden Produkte definiert wird und, zweitens, einzig eine Momentaufnahme gezeigt werden kann. Wie alle auf einen einzigen Zeitpunkt bezogenen Analysen leidet auch diese Untersuchung unter der Tatsache,

Grafik 1: Performance S&P 500 TR (USD annualisiert)



Grafik 2: Relative Performance gegenüber S&P 500 TR

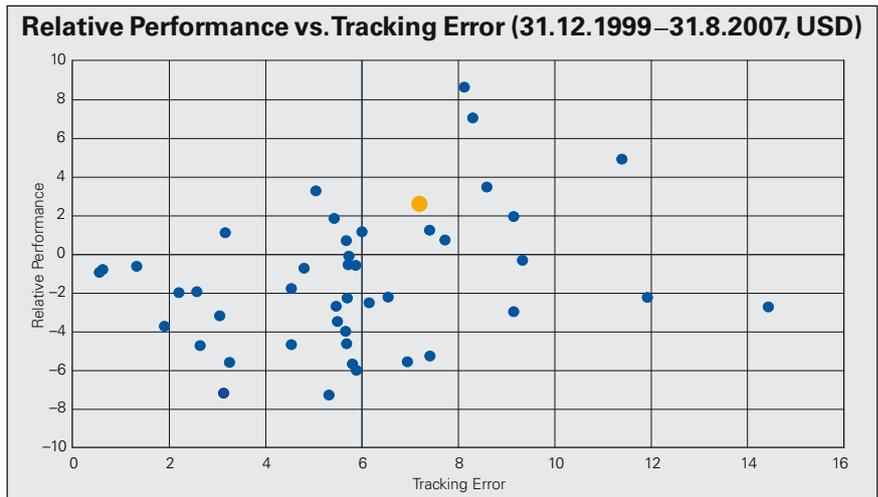


dass dadurch keine Aussagen über konsistente Entwicklungen möglich sind. Die Analyse lässt sich aber für unterschiedliche Zeitfenster und unter Berücksichtigung unterschiedlicher Zeitpunkte erweitern.

Wir picken den *Allianz RCM US Equity Fund* (cognacfarbiger Punkt in der Punktgrafik) aus der Vergleichsgruppe heraus und versuchen, die beschriebene Problematik des sogenannten «End-point-Bias» in unserer Analyse zu vermeiden. Der Fonds erzielte bei einem Tracking Error von ca. 7% eine relative Performance von 2,61% nach Kosten. Gemessen an der Total Expense Ratio betragen die Kosten gut 1,7%. Das erklärte Ziel des Fondsmanagements besteht darin, bei einem Tracking Error von ca. 7% eine Outperformance von 3,5% vor Kosten zu liefern. Oder, anders gesagt: es soll eine Information Ratio von 0,5 erzielt werden, dies über einen Zeitraum von gut fünf Jahren hinweg. Lässt sich eine Konsistenz in der Erzielung der Ergebnisse nachweisen oder hatte das Fondsmanagement einfach nur Glück?

Der Fonds wurde im Juli 1995 aufgelegt und verfolgt seither sein erklärtes Ziel. Somit kann sich die Analyse über den Zeitraum vom 31. Juli 1995 bis 31. August 2007 erstrecken. Um möglichst viele Marktphasen zu erfassen und im Entscheid über Kauf- und Verkaufszeitpunkt neutral zu bleiben, betrachtet die Analyse jeweilige Halteperioden von einem bis zu sechs Jahren und rollt die Zeiträume jeweils auf monatlicher Basis über den gesamten Analysezeitraum von über zwölf Jahren. Die Grafiken 1 und 2 stellen die annualisierten Renditen in einer Art «Performance Cone» dar.

Betrachten wir vorerst die Entwicklung des S&P 500 TR als passive Strategie: Die vertikalen Punktesäulen stellen die erzielten Ergebnisse für die



jeweils auf der X-Achse angegebenen Zeiträume dar. Die jüngste Halteperiode endet jeweils am 31. August 2007. Wie zu erwarten war, nimmt die Schwankungsbreite mit zunehmender Länge der Halteperioden ab. In den 120 gemessenen Einjahresperioden waren Performanceergebnisse zwischen –26,62% und +48,00% möglich. Der Durchschnitt lag bei 9,19%, und die Volatilität der Ergebnisse schlug mit 17,24% zu Buche. Halteperioden von mehreren Jahren zeigen dabei wesentlich stabilere Ergebnisse auf.

Die vom Fonds erzielte Performance lässt sich relativ zu den dargestellten Ergebnissen des Benchmarks messen. Grafik 2 zeigt in derselben Systematik die Entwicklung über unterschiedliche Halteperioden und Marktphasen auf. Die blaue Mittellinie markiert die Durchschnittswerte, während die unmittelbar darunter- bzw. darüberliegenden Linien die erste Standardabweichung symbolisieren. Die Extremwerte der erzielten Ergebnisse werden durch die Grenzlinien dargestellt. Der Fonds vermochte im 1-Jahres-Vergleich in 57% der Fälle den Index zu schlagen. Bei 5-Jahres-Perioden erreicht der Wert 82%, und bei 6-Jahres-Perioden übertrifft der Fonds in

über 91% der Fälle den Index nach Kosten.

Im Durchschnitt lag die Nettoperformance für längerfristige Investitionen bei ca. 2,5%. Ausserdem musste ein Fondsinvestor im Vergleich zu einer passiven Strategie deutlich kleinere Verluste hinnehmen. Die Ergebnisse sprechen klar für ein Engagement in das aktiv verwaltete Produkt, zumal die positiven Ergebnisse aus mittel- bis langfristiger Optik eine beeindruckende Konsistenz aufweisen (s. Tabelle).

Die Meinungen aus den passiven und aktiven Lagern schliessen sich aber nicht gegenseitig aus. Der grösste Teil der Assetmanager vermag in der analysierten Vergleichsgruppe den Index nicht oder nicht konsistent zu übertreffen. Allerdings lassen sich Fondsmanager bzw. Fondsmanagementteams finden, die durchaus in der Lage sind, konsistent Mehrwert für Investoren zu schaffen. Mit diesen Assetmanagern ist ein adäquates Risikobudget – beispielsweise in Form des Tracking Errors – zu definieren, um die für das jeweilige Portfolio anvisierten Ziele erreichen zu können. Unterschiedliche Ziele erfordern unterschiedliche Mittel – auch beim Investieren.

www.allianzglobalinvestors.com ●

Outperformance Allianz RCM US Equity Fund gegenüber S&P 500 TR, nach Kosten

Jahr	Anzahl Perioden	Minimum	Maximum	Durchschnitt	Volatilität	Positive Fälle
1	120	–6,62	23,96	1,72	5,90	56,67%
2	120	–5,26	11,52	1,45	4,07	55,00%
3	110	–7,47	8,42	1,52	3,44	65,45%
4	98	–3,74	8,35	1,85	2,73	69,39%
5	86	–3,29	6,73	2,43	2,35	82,56%
6	74	–0,89	5,21	2,63	1,40	91,89%