

Wirklich aktives Asset Management zahlt sich aus



Von **Christian Trixl**
Executive Director
Columbia Threadneedle Investments

Warum sollten Investoren aktiv gemanagte Fonds in Erwägung ziehen? Schliesslich machen immer wieder Studien die Runde, die der Mehrzahl der Portfoliomanager die Fähigkeit absprechen, höhere Renditen als der Markt zu erzielen. Zudem wird in der öffentlichen Diskussion um passiv verwaltete und aktiv gemanagte Finanzprodukte immer wieder betont, dass passive Produkte kostengünstiger seien als aktives Portfoliomanagement.

Effiziente oder ineffiziente Märkte? Passiven Investmentansätzen liegt die Theorie effizienter Märkte zugrunde. In einem solchen Umfeld wären alle Faktoren, die den Kapitalmarkt beeinflussen, stets allen Marktteilnehmern zugänglich. Wäre dies der Fall, bliebe keinem Investor ein Informationsvor-

sprung, auf dessen Basis sich ein Mehrertrag gegenüber dem Rest des Marktes erzielen liesse. Warum dann also für die Aussicht auf Mehrerträge Gebühren für ein aktiv gemanagtes Portfolio zahlen?

Weil der Kapitalmarkt offenbar doch Ineffizienzen birgt, die Investoren nutzen können. Wie sonst liessen sich die Mehrerträge erklären, die Fondsmanager immer wieder – auch langfristig über mehrere Marktzyklen hinweg – erwirtschaften? Beispielsweise haben 85% der Aktienfonds, welche Threadneedle Asset Management verwaltet, ihre Benchmarks – das heisst ihre Vergleichsindizes oder Vergleichsgruppen – über 1 Jahr betrachtet geschlagen. Über 3 Jahre gesehen waren es 73%, über 5 Jahre hinweg liefen sogar 92% der Aktienfonds besser als der Benchmark (Stand: 31. März 2015).

Wie passen diese Ergebnisse mit den eingangs erwähnten Studien zusammen, die für den breiten Markt das Gegenteil darlegen? Bei genauerem Hinsehen stellt sich heraus, dass die Datensätze der entsprechenden Studien durch vermeintlich aktiv gemanagte Portfolios verwässert sein können. Denn ein Fonds, der als aktiv gemanagtes Produkt vertrieben wird, kann sich dennoch stark an seinem Vergleichsindex – sprich dem Markt – orientieren.

Kennzahl «Active Share»

Um zu messen, inwieweit Portfoliomanager tatsächlich aktiv investieren, sprich: sich bei Anlageentscheidungen von ihren Vergleichsindizes lösen, haben die Professoren Martijn Cremers und Antti Petajisto vom International Center for Finance an der Yale School of Management im Jahr 2006 eine neue

Kennzahl eingeführt – den Active Share. Dieser misst den Netto-Anteil von Long-only-Aktienfonds, der sich vom Vergleichsindex des Fonds unterscheidet. Ein Active Share von 100% zeigt demnach, dass ein Fondsmanager in allen Positionen vom Benchmark abweicht. Ein Active Share von 0% bedeutet, dass der Fonds den Index 1:1 abbildet.

Möglichst nah am Index oder möglichst weit weg?

Mit Blick auf den Active Share hat Petajisto im Jahr 2013, als er Finanzprofessor an der NYU Stern School of Business war, eruiert, welcher Investmentansatz mehr Rendite bringt – sich möglichst nah am Index zu orientieren oder sich weit davon zu lösen. Die historische Analyse des Wissenschaftlers zeigt: Fonds, deren Manager weitgehend unabhängig von ihren Vergleichsindizes investieren, erzielen im Schnitt signifikant höhere Renditen als ihre Kollegen, die nah am Index bleiben – und zwar sowohl vor als auch nach Abzug von Gebühren und Transaktionskosten.

Für seine Auswertung hat Petajisto die Renditen aller Aktienfonds auf dem US-Markt zwischen Januar 1990 und Dezember 2009 analysiert, ausgenommen Indexfonds, Branchenfonds und Fonds mit verwalteten Vermögen unterhalb von 10 Mio. Dollars. Im betrachteten Zeitraum verzeichneten die 20% Fonds mit den höchsten Active Shares im Durchschnitt Renditen, die annualisiert nach Gebühren und Transaktionskosten 1,26 Prozentpunkte über ihrem jeweiligen Vergleichsindex lagen. Vor diesen Kosten schlugen sie ihre Benchmarks sogar um 2,61 Prozentpunkte. Fonds, die stets nah am Index blieben, schnitten vor Kosten nur wenig besser

als der jeweilige Index ab. Die Überrenditen waren so gering, dass sie von den Gebühren und Transaktionskosten quasi aufgezehrt wurden. Das heisst: Nach Abzug der Kosten verbuchten Investoren Verluste.

Auch während der Finanzkrise im Jahr 2008 schlugen wirklich aktiv gemanagte aktive Fonds ihre Indizes, wie Petajistos Analyse zeigt: Die 20% Fonds mit den höchsten Active Shares erreichten zwischen Januar 2008 und Dezember 2009 knapp 1% höhere Renditen als ihre Vergleichsindizes, wohingegen die weniger aktiv verwalteten Portfolios schon vor Kosten geringere Renditen als die Benchmarks erzielten.

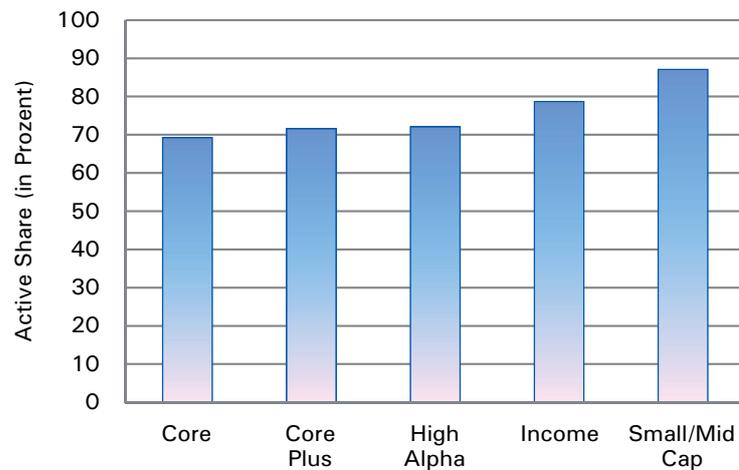
Dieses Ergebnis relativiert eine Aussage, die in der Diskussion um aktives und passives Portfoliomanagement immer wieder die Runde macht: dass nur wenige aktive Fondsmanager Mehrerträge erzielen, sprich ihre Gebühren wert sind. Denn es zeigt: Wer sich aktiver Fondsmanager nennt, in der Praxis aber ein verkappter Index-Tracker ist, erwirtschaftet im Schnitt tatsächlich keine Überrenditen. Wer indes dem Anspruch, ein aktiver Portfoliomanager zu sein, gerecht wird, beschert Investoren im Schnitt Mehrwert – auch nach Abzug der Kosten.

Verkappte Index-Tracker

Der Anteil der verkappten Index-Tracker hat in den vergangenen Jahrzehnten deutlich zugenommen. Unter allen Aktienfonds auf dem US-Markt hatten sie Anfang der 1980er Jahr einen Anteil im geringen einstelligen Bereich, wie Petajistos Analyse weiter zeigt. Bis 2009 ist der Anteil der verkappten Index-Tracker auf etwa die Hälfte gestiegen. Für Investoren heisst das: Immer mehr vermeintlich aktive Portfoliomanager bilden faktisch mehr oder weniger ihren Vergleichsindex ab.

Petajisto erklärt diesen Trend zum einen mit der Marktvolatilität. Diese habe in den vergangenen Jahren eher zugenommen. Portfoliomanager, die bestimmte Werte beim Tracking Error nicht überschreiten dürfen, hätten ihre aktiven Positionen folglich reduzieren müssen. Zudem zeigten historische Daten, dass die durchschnittliche Höhe des Active Share in Abhängigkeit von den jeweils herrschenden Marktren-

Threadneedle-Fonds: Active Share (in Prozent) nach Strategie



Stand: Juni 2015

diten höher oder niedriger tendierte. Demnach investieren Portfoliomanager im Schnitt aktiver, wenn ein gewisses Renditepolster besteht.

Active Share bei der Produktauswahl berücksichtigen

Vor diesem Hintergrund sollten Investoren den Active Share eines Fonds bei der Produktauswahl in ihre Überlegungen mit einbeziehen. Im Zusammenhang mit anderen Faktoren und Kennzahlen wie etwa dem Anlageziel, dem Investmentprozess, dem Tracking Error, der Tracking Difference und der Sharpe Ratio hilft der Active Share einzuschätzen, was Investoren von einem Fondsmanager erwarten können. Damit bietet die Kennzahl ein Instrument, das mehr Transparenz und Offenheit in den Fondsmarkt bringt und es ermöglicht, die Spreu vom Weizen zu trennen. Aus diesem Grund veröffentlicht Columbia Threadneedle Investments seit Anfang 2015 – und damit als einer der ersten Vermögensverwalter in Europa – die Active Shares von mehr als 30 Aktienfonds auf den Fact Sheets für professionelle Investoren. Die Mehrzahl dieser Fonds weist Active Shares von über 70% auf.

Allerdings sollten Investoren diese Kennzahl nicht isoliert betrachten, denn ihre Aussagekraft ist begrenzt. Beispielsweise macht es einen Unterschied, ob ein Portfoliomanager die Aktie von Autohersteller A durch die Aktie von Autohersteller B ersetzt, die nicht

im Index enthalten ist, oder durch ein Papier aus einer ganz anderen indexfremden Branche. Zudem ist der Active Share nicht für alle Fonds bzw. Anlagemärkte gleichermaßen geeignet: Ein deutscher Aktienfonds, der nur 10 Werte aus seinem Vergleichsindex Dax enthält – sprich einen Drittel –, dürfte als sehr aktiv gemanagt gelten. Ein globaler Aktienfonds, der die gut 500 grössten von etwa 1'600 Werten aus dem MSCI Welt umfasst, was ebenfalls einem Drittel entspricht, kann den Index hingegen weitestgehend replizieren, denn die übrigen Werte fallen wegen ihrer geringen Anteile kaum ins Gewicht. Darüber hinaus bedeutet ein niedriger Active Share nicht zwangsläufig, dass der Portfoliomanager keine aktiven Anlageentscheidungen trifft. Ebenso wenig impliziert ein hoher Wert, dass der Portfoliomanager überdurchschnittliche Ergebnisse vorlegen wird.

Active Share als Orientierungshilfe auf dem Fondsmarkt

In jedem Fall trägt der Active Share dazu bei, die Debatte um die Effizienz aktiven Portfoliomanagements weiter zu versachlichen. Und er bietet angesichts des grossen Fondsmarktes stärkere Orientierung. Im Zuge dessen dürften Assetmanager zunehmend dazu übergehen, die Active Shares ihrer Fonds offenzulegen.

christian.trixl@

columbiathreadneedle.com

www.columbiathreadneedle.com