

# Aktiv/passiv – Berechtigte Koexistenz

**Dass aktives Portfolio Management tatsächlich Mehrwert erwirtschaftet, ist keine Glaubensfrage, sondern vielmehr eine empirische Evidenz. Der Erfolg aktiver Strategien manifestiert sich allerdings in Zyklen bedingt durch unterschiedliche Marktphasen.**



*Von Alfonso Papa, CEFA, CAIA  
Geschäftsführer ING Investment  
Management (Schweiz) AG*

Es sei eine kurze Rückblende erlaubt. Wie in der Ausgabe PRIVATE 6/2007 festgehalten, hängt eine Anlagestrategie davon ab, welches Risikobudget definiert wird und wie es eingesetzt werden soll. Der Artikel «Alles eine Frage adäquater Risikobudgets» beschäftigt sich mit der Frage, ob aktive Manager in der Lage sind, bei vorgegebenem Risikobudget tatsächlich genügend Mehrwert zu generieren. Tatsächlich lassen sich aktive Manager finden, die für konsistente Ergebnisse stehen und die es verstehen, Risikobudgets richtig einzusetzen. Auf welche Qualitätsmerkmale ein Investor bei der Suche nach aktiven Managern achten sollte, war Thema der darauffolgenden Publikationen (PRIVATE 2/2009 und PRIVATE 6/2009). Letztendlich lässt sich empirisch beweisen, dass viele aktive Manager in der Lage sind, konsistente Ergebnisse zu liefern und über lange Strecken ihre Mission erfüllen – Mehrwert bei adäquatem Risikobudget.

Tatsächlich aber stellt sich der Erfolg in Zyklen ein, und kurz- bis mittel-

fristig können aktive Manager deutlich unter vehementen Marktbewegungen leiden. Fundamentale Investoren sind besonders dann gestraft, wenn das «Momentum» an den Kapitalmärkten die Oberhand gewinnt und Aktienkurse in positive wie negative Bewegungen reisst, ohne Rücksicht auf realwirtschaftliche Fakten. Besonders deutlich haben aktive Manager in den vergangenen Jahren gelitten, in etwa zwischen 2002 und 2007. Diese Phase war geprägt durch enorme Liquiditätszuflüsse unterstützt durch abnehmendes Qualitätsbewusstsein der Investoren. Als Folge stiegen in den Aktienindizes Kurse qualitativ schlechter gestellter Unternehmen stark an. Diese Unternehmen zeichnen sich durch hohen Verschuldungsgrad und tiefe Geschäftsmargen aus – Unternehmen, die ein fundamental aktiver Manager in der Regel meiden sollte. Studien (Gupta & Straatman: The Active-Passive Debate, 2009; Alliance Bernstein: No Time to Be Passive – Get Active Now, 2009) zeigen, dass derartige Marktsituationen für relativ enttäuschende Ergebnisse aktiver Manager verantwortlich sind und nicht etwa eine strukturelle Abnahme der Investmentfähigkeiten.

Die extreme Risikoaversion der Finanzmärkte zwischen September 2008 und März 2009 schuf ein weiterhin äusserst schwieriges Marktumfeld. Wiederum fand nahezu keine Unterscheidung zwischen qualitativ besser bzw. schlechter gestellten Unternehmen statt. Die Kapitalmärkte erfuhren auf breiter Front einen regelrechten Massenverkauf, was letztendlich zu Liquiditätsentzug führte und Bewertungsproblematiken mit sich zog.

## Outperformance in Zyklen

Die rollende Performancemessung bietet sich als Methode an, um festzustellen, wie konsistent Ergebnisse erzielt werden konnten und in welchen Marktphasen Anlagestrategien erfolgreich waren. Im Zeitraum vom 1.11.1999 bis zum 30.11.2009 lassen sich am Berech-

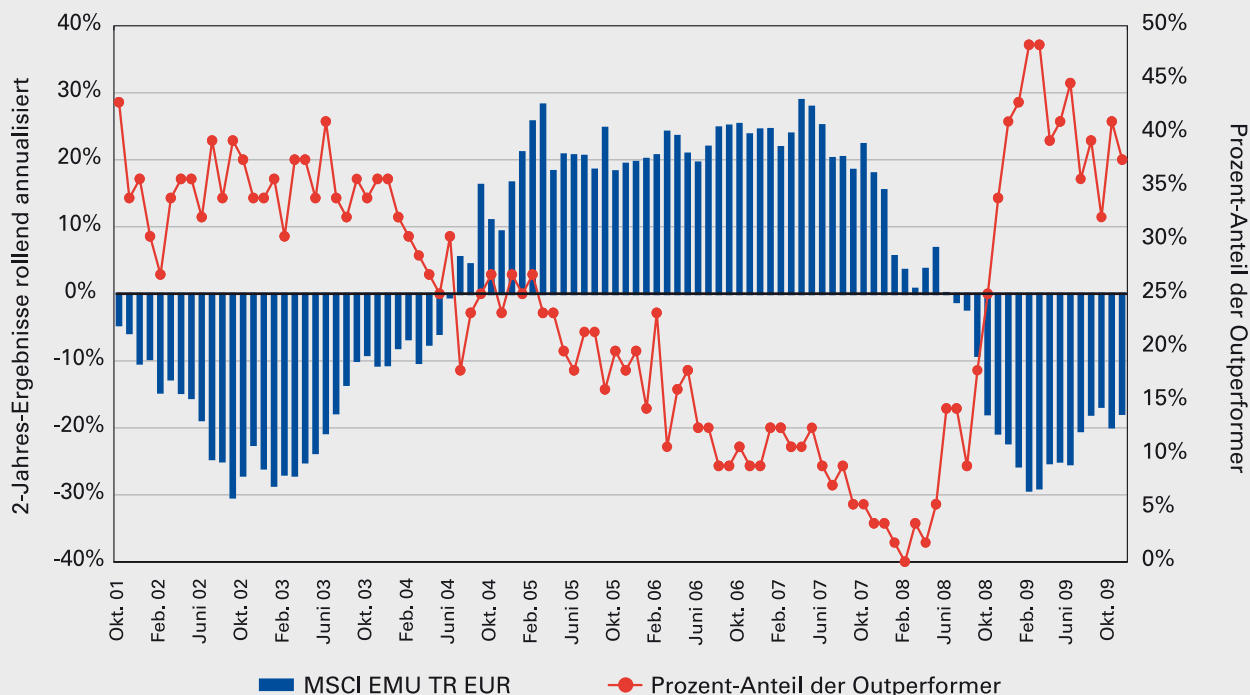
nungsbeispiel der Vergleichsgruppe «Aktien Euroland» die Erfolge aktiver Anlagefonds vergleichen. Zur Präzisierung sei festgehalten, dass es sich bei der Performancemessung (in Euro) um Nettoinventarwerte handelt und somit sämtliche dem Anlagefonds anfallenden Kosten berücksichtigt werden (nicht berücksichtigt sind Ausgabe- und/oder Rücknahmekommission, die dem Anleger bei der Ausgabe bzw. Rücknahme der Anteilscheine belastet werden, sowie Depotgebühren). Der Mehrheit der in der Vergleichsgruppe berücksichtigten Fonds würde ein Anlagehorizont von 5 Jahren gerechter werden, handelt es sich bei deren Anlagestrategien doch um fundamentale Titelselektionen. Die rollende Messung wird aber bei längeren Zeiträumen träge, und ein kürzerer Zeitraum bringt die Zyklen besser zum Vorschein. Ein allgemein akzeptierter Kompromiss ist ein Anlagehorizont von 2 Jahren.

Die Grafik stellt die Ergebnisse für über 50 Publikumsfonds dar, die sich mit dem MSCI EMU TR EUR messen lassen und über eine genügend lange Historie verfügen. Dabei werden die 2-Jahres-Ergebnisse annualisiert betrachtet. Die Säulen stellen die jeweils vom Marktportfolio erwirtschaftete Gesamterträge für eine Halteperiode dar (linke Skala). Auf der rechten Skala wird der Anteil der Produkte dargestellt (in Prozenten), der in der Lage war, eine Outperformance zu generieren (Punktlinie). Auffallend ist, dass sich eine Art Zyklus einstellt, in denen der Anteil der Outperformer zwischen 0 und 50% schwankt.

In den überwiegend durch systematisches Risiko getriebenen Marktphasen – wir sprechen von hohen Betas und hohen Liquiditätsflüssen – wird der fundamentale Portfolio Manager selten in der Lage sein, eine Outperformance zu generieren. Ein allgemein starkes Wachstumsumfeld kombiniert mit günstiger Finanzierung erschwert die Auswahl der Unternehmen und Investitionsprojekte. Kurz- bis mittel-

# Outperformance in Zyklen

Vergleichsgruppe Aktien Euroland Performancedaten 1.11.1999 – 30.11.2009 in Euro



Die Grafik stellt die Ergebnisse für über 50 Publikumsfonds dar, die sich mit dem MSCI EMU TR EUR messen lassen und über einen ausreichenden Track Record verfügen. Dabei werden die 2-Jahres-Ergebnisse annualisiert betrachtet. Die Säulen stellen die vom Marktportfolio erwirtschaftete Gesamtergebnisse dar (linke Skala). Auf der rechten Skala wird der Anteil der Produkte dargestellt, der eine Outperformance generierte (Punktlinie). Quelle: ING Investment Management (Schweiz) AG

fristig präsentieren sich viele attraktive Anlageoptionen. Erst über vollständige Wirtschaftszyklen zeigen sich deutliche Unterschiede zwischen rentablen und überlebensfähigen Projekten und Investitionen sowie weniger robusten Geschäftsmodellen.

## Wie weiter?

Passive Strategien haben viele Vorteile und spielen in der aktiven Allokation der Anlageklassen eine wichtige Rolle. Die vergangenen Jahre haben aber zu einer Übertreibung geführt, und Investoren tendieren dazu, passive Instrumente viel zu simpel zu betrachten. Entsprechend sind passive Instrumente für Märkte und Anlagestrategien entstanden, die, fundamental betrachtet, wenig geeignet für eine passive Abbildung sind. Ein offensichtliches Beispiel sind die Kapitalmärkte der aufstrebenden Volkswirtschaften, deren Regulationen, Transparenz und Strukturen weit weniger entwickelt sind als Kapitalmärkte industrialisierter Nationen. Zudem sind Marktzugänge und frei gehandelte Beteiligungspapiere oft

limitiert. Auch ein MSCI World Index bietet nicht die gesamte Abdeckung der globalen Aktienmärkte an und repräsentiert in etwa nur 70% des gesamten Weltmarktes. Diese und andere Gegebenheiten führen letztendlich zu naiven Fehlern in der Allokation der Portfolios und setzen passive Investoren ungeahnten Risiken aus. So herrscht zum Beispiel derzeit die Ansicht, dass dividendenträchtige Aktien zukünftig bevorzugt werden sollten. In einem Umfeld niedriger Wachstumsraten wird der Aktionär gerade derartige Papiere vorziehen müssen. Dabei genügt es aber nicht, Dividendenrenditen zu maximieren, da gerade eine solche Portfoliokonstruktion das Risiko deutlicher Dividendenkürzungen in sich tragen würde. Passive Instrumente, die letztendlich genau dies tun, sind wenig geeignet, um sich taktisch wie strategisch zu positionieren. Es gilt, konsistente und nachhaltige Dividenden zu finden, die aus überlegenen Geschäftsmodellen finanziert werden.

Zurück zu unserer Vergleichsgruppe muss sich die Statistik die Kritik gefal-

len lassen, dass der Anteil an «Outperformern» sich zufällig zusammensetzen kann und eine effektive Konsistenz der einzelnen Fonds nicht messbar ist. Eine Unterteilung der Vergleichsgruppe in Quartile (Viertelwerte) zeigt, dass rund 11 Produkte über die gemessenen 98 2-Jahres-Perioden in der Lage sind, in über 50% der Fälle zu den Top-«Outperformern» zu gehören. Setzen wir die Grenze bei 60% der Fälle, verbleiben 7 Produkte unter den Besten. Dieses einfache Beispiel zeigt, dass die Ansprüche an ein aktiv verwaltetes Portfolio weiter gestiegen sind und steigen werden. Die fundamentale Selektion der Unternehmen, Berücksichtigung der globalen Themen, quantitative und effiziente Verarbeitung der Informationen und globale Implementierung sind wichtige Eckpunkte, die über Erfolg und Misserfolg der Portfolio Manager entscheiden. Aktive Manager, die diese Grundsätze erkennen und sich entsprechend aufstellen, werden mit hoher Wahrscheinlichkeit erfolgreiche Produkte liefern können.

*alfonso.papa@ing.ch* ●