

SONDERBEILAGE: INVESTMENTFONDS

Wirklich aktives Fondsmanagement zahlt sich langfristig aus

Zusätzliche Chancen relativieren höhere laufende Kosten im Vergleich
zu passiv verwalteten Produkten

Börsen-Zeitung, 15.11.2014

Ob Hausbau, Oldtimer-Reparatur oder Möbelaufbau – der Trend geht zum Selbermachen. 79 % der Deutschen bezeichnen sich laut einer Umfrage des Münchner Marktforschungsinstitutes Tomorrow Focus Media als Fans des Do-it-yourself und greifen selbst zum Werkzeugkoffer. Kein Wunder, dass immer mehr Fernsehsendungen und Magazine diesen Trend mit Tipps und Hilfestellungen aufgreifen.

Die Do-it-yourself-Bewegung ist offensichtlich auch in der Finanzbranche angekommen: Passive Finanzprodukte sind in der öffentlichen Diskussion allgegenwärtig. Vor allem börsennotierte Indexfonds – kurz ETF (Exchange Traded Funds) – verzeichnen seit einigen Jahren eine steigende Nachfrage. Mit diesen Fonds, die ohne aktives Portfoliomanagement bestimmten Finanzmarktindizes in der Wertentwicklung folgen, können Investoren ihre Anlageideen nach dem Baukastenprinzip umsetzen.

Dabei wird in der öffentlichen Diskussion immer wieder betont, dass passive Finanzprodukte kostengünstiger seien als aktives, professionelles Portfoliomanagement. Das ist wenig überraschend, schließlich ist selbst gemacht auch in anderen Bereichen häufig die preiswertere Alternative – wenn auch nur auf den ersten Blick.

Ähnlich verhält es sich mit den Kosten aktiv gemanagter beziehungsweise passiver Finanzprodukte. Auch dort gilt es, sofort sichtbare Gebühren und mittelbare Kosten abzuwägen. Hinzu kommen Opportunitätskosten und mögliche indirekte Kosten, die sich aus der besonderen gesellschaftlichen Rolle ergeben, die der Kapitalmarkt übernimmt: In Kapitalsammelstellen wie zum Beispiel Fondsgesellschaften bringt er unterschiedliche Interessen zusammen und gewährleistet so einen funktionierenden Wirtschaftskreislauf.

Ineffizienzen nutzen

Zu den Opportunitätskosten passiver Finanzprodukte gehören Mehrerträge, die aktive Fondsmanager erzielen können. Passiven Investmentsätzen 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 Informationsvorsprung, auf dessen Basis sich ein Mehrertrag gegenüber dem Rest des Marktes erzielen ließe. Warum dann also für die Aussicht auf Outperformance Managementgebühren 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 82 % der Fonds, die Threadneedle einschließlich individueller Mandate auf dem Markt hat, über die vergangenen fünf Jahre hinweg höhere Erträge erzielt als der breite Markt (Stand: 30. Juni 2014).

Active Share verdeutlicht es

Die Voraussetzung dafür, dass Investoren durch höhere Erträge von aktivem Fondsmanagement profitieren, ist: dass die Portfoliomanager tatsächlich aktiv investieren, sprich sich bei Anlageentscheidungen von ihren Vergleichsindizes lösen. Um zu messen, inwieweit dies der Fall ist, haben die Professoren Martijn Cremers und Antti Petajisto vom International Center for Finance an der Yale School of Management 2006 eine neue Kennzahl eingeführt – den Active Share. Dieser misst den Anteil des Portfolios, der vom Vergleichsindex abweicht. Die Analyse

der beiden Wissenschaftler zeigt: Fonds, deren Manager wirklich unabhängig von ihren Vergleichsindizes investieren, erzielen deutlich bessere Renditen als ihre Kollegen, die an den Indizes kleben.

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 Managergebühren wert sind. Denn es zeigt: Wer sich aktiver Fondsmanager nennt, in der Praxis aber ein verkappter Index-Tracker ist, erwirtschaftet tatsächlich keine Überrenditen. Wer dem Anspruch, aktiver Portfoliomanager zu sein, gerecht wird, beschert Investoren tatsächlich Mehrwert – und das auch nach Abzug der Kosten.

Die Basis für solche Mehrerträge durch aktives Fondsmanagement bildet unabhängiges und sorgfältiges Research. Dieses ermöglicht den Portfoliomanagern, ihre Anlageentscheidungen auf Basis fundamentaler Analysen treffen zu können. In Verbindung mit langjähriger Erfahrung am Kapitalmarkt versetzt es sie in die Lage, Anlagechancen frühzeitig zu erkennen und Positionen aufzubauen sowie rechtzeitig wieder auszustiegen.

Passive Finanzprodukte hingegen folgen klassischerweise starren Mechanismen, die rationalen Überlegungen entgegenstehen: In Aktienindizes und entsprechenden Indexprodukten überwiegen Werte mit hohen Marktkapitalisierungen, sprich jene Aktien, deren Kurse sich bereits gut entwickelt haben. Im Gegensatz dazu sind geringer kapitalisierte Unternehmen mit Aufholpotenzial unterrepräsentiert. Das heißt: In der Regel verfolgen passive Aktienprodukte Momentum-Strategien auf Standardwerte. Dabei gehen sie teils erhebliche Klumpenrisiken ein, weil sie Branchen- oder Län-

dergewichtungen des zugrunde liegenden Marktes eins zu eins übernehmen.

In klassischen Anleiheindizes und entsprechenden passiven Finanzprodukten überwiegen Papiere jener Emittenten, die besonders hoch verschuldet sind. Aber das als alleiniges Kriterium für die Auswahl der Papiere heranzuziehen wäre ungefähr so, als wählte man eine Fondsgesellschaft allein nach der Höhe des Vermögens aus, welches sie verwaltet.

Erwiesene Schwachstellen

Neuartige Indexkonzepte versuchen, dieses Manko zu beheben. Dabei bestimmen nicht Marktkapitalisierung oder ausstehende Schulden den Anteil eines Wertpapiers. Stattdessen werden die Papiere zum Beispiel gleichgewichtet, anhand von Fundamentaldaten wie dem Gewinnwachstum, auf Basis ihrer Volatilität oder Dividendenzahlungen. Allerdings können solche Konzepte, die über das reine Marktexposure hinausgehen, neue Risiken bergen – zum Beispiel das Auswahlrisiko.

Hinzu kommt, dass passive Investmentansätze erwiesenermaßen Schwachstellen haben, die zu Performance-Einbußen führen können. Beispielsweise zeigt eine Untersuchung der US-Aktienmarktindizes S & P 500 und Russell 2000: Aufgrund von Arbitragegeschäften, die im Zuge ordentlicher Indexumstellungen stattfinden, verlieren passive Investoren weltweit in beiden Indi-

zes jährlich zwischen 1 Mrd. und 2,1 Mrd. US-Dollar Ertrag. So findet im Zuge kalkulierbarer Ereignisse regelmäßig eine Vermögensumverteilung von Indexfonds-Investoren hin zu aktiven Marktteilnehmern statt.

Tausende Werte verwirren

Neben diesen harten Zahlen und Fakten sollten aber auch die weichen, mittelbaren Kosten eine Rolle spielen, wenn Investoren die Vor- und Nachteile aktiv gemanagter Investmentfonds und passiver Finanzprodukte gegeneinander abwägen. Dazu gehören weitreichende gesellschaftliche Auswirkungen, die sich aus der veränderten Wahrnehmung von Corporate-Governance-Entscheidungen ergeben können.

Passive Finanzprodukte investieren oftmals in Hunderte, wenn nicht gar Tausende Einzelwerte. Solche umfassenden Portfolios machen es für die dahinterstehenden Investoren schwerer, mit den einzelnen Unternehmen in Kontakt zu treten und ihre Interessen gegenüber den Managements wahrzunehmen. Mitunter ist den Investoren aufgrund der großen Anzahl an Beteiligungen womöglich gar nicht vollumfänglich bewusst, an welchen Unternehmen sie Anteile halten.

Dies könnte die Übernahme gesellschaftlicher Verantwortung erschweren beziehungsweise dazu führen, dass diese nachlässt. Zudem könnten Investoren das Kapital, wel-

ches sie Unternehmen über passive Finanzprodukte zur Verfügung gestellt haben, womöglich nicht mehr so effektiv vor Maßnahmen schützen, die den Wert der Investition schmälern könnten – zum Beispiel gewisse Fusions- und Übernahmepläne.

Was zu bedenken ist

Die genannten Punkte zeigen: Die Kosten, die es bei der Entscheidung zwischen aktiv gemanagten und passiven Investmentfonds abzuwägen gilt, gehen weit über die jährlichen Managementgebühren hinaus. Welche Anlagelösung die beste ist, hängt zudem von vielen individuellen Faktoren ab, zum Beispiel dem Umfang des Mandats, der Vermögensaufteilung auf verschiedene Anlageklassen und Märkte sowie dem Anlagehorizont. Dies sollte in der öffentlichen Debatte um den Boom passiver Finanzprodukte nicht zu kurz kommen. Dass der nachträgliche Innenausbau auf eigene Faust beim Fertighaus unerwartet stark zu Buche schlagen kann, ist schon so manchem Bauherrn erst im Nach-hinein bewusst geworden.

.....
Von Dominik Kremer, Leiter des Vertriebs an institutionelle Kunden in der Region Europa, Naher Osten und Afrika (EMEA) bei Threadneedle Investments