

Das Management: Aktiv, passiv oder was?

Die Fondsbranche erlebt eine Veränderung ihres Geschäftsmodells. Durch die Möglichkeit, Anteile ebenso liquide an Börsen handeln zu können wie Aktien, ist ein Markt entstanden, der für institutionelle Investoren von großem Interesse ist.

VON CHRISTOPH KASERER
UND OLIVER SCHLICK

Seit rund 15 Jahren erlebt die Fondsbranche weltweit eine fundamentale Veränderung ihres Geschäftsmodells: Die massive Verbreitung passiv verwalteter Investmentfonds. Diese Entwicklung ist stark durch die Einführung von Exchange Traded Funds (ETFs) gefördert worden. Durch die Möglichkeit, Fondsanteile ebenso liquide an Börsen handeln zu können wie Aktien, ist ein Markt entstanden, der gerade für institutionelle Investoren von großem Interesse ist. Ermöglicht wurde diese Entwicklung durch technologische Veränderungen, die zu einem massiven Rückgang der Handelskosten geführt haben. Dabei hat sich gezeigt, dass der ETF-Markt gerade für passiv verwaltete Fonds besonders attraktiv ist, weshalb heute die überwiegende Zahl der ETFs eine passive Anlagestrategie verfolgt. Man schätzt, dass ihr Marktanteil in den USA aktuell bei rund einem Viertel liegt. In Europa hat sich das von ETFs verwaltete Vermögen zwischen 2003 und 2013 sogar verzehnfacht.

Ein wichtiger Aspekt für aktiv verwaltete Fonds ist die Risikomanagementdienstleistung

Ausgangspunkt für diese Entwicklung war die Effizienzmarkthypothese und die damit verknüpfte Vorhersage, dass es Investmentfonds im Durchschnitt nicht gelingt, den Markt zu schlagen. So zeigen wir in einer an der TU München durchgeführten Untersuchung, dass den DAX abbildende passiv verwaltete Fonds (DAX-ETFs) von 2003 bis 2013 unter Vernachlässigung der Fondsgebühren eine Rendite erzielten, die jährlich um 0,4 Prozent unter der des DAX lag. Für DAX-orientierte aktive Fonds lag diese Underperformance bei 0,2 Prozent. Berücksichtigt man die Fondsgebühren, ergibt sich für ETFs eine Underperformance von 0,5, für aktiv verwaltete Fonds von 1,3 Prozent. Solche Vergleiche laufen aber Gefahr, dass aktives Fondsmanagement sehr eng als sogenanntes „benchmarkorientiertes“ Management gefasst wird. Damit gerät – ungerechtfertigterweise – ein großer Teil von Fondsmanagementleistungen, nämlich das, was als „Total Return“- oder „Absolute Return“-Management bezeichnet werden kann, an den Rand des Betrachtungshorizontes. Ein wichtiger Aspekt hierbei ist die Möglichkeit von aktiv verwalteten Fonds, Risikomanagementdienstleistungen anzubieten. Sie können in angespannten Marktphasen ihren Liquiditätsanteil erhöhen oder das Portfolio in weniger zyklische Positionen umschichten. Dafür finden sich auch empirische Belege. Die oben erwähnte Studie kommt zu folgenden Befunden: Analysiert man die Performance der beiden Fondstypen getrennt nach Boom- und Crashphasen, dann schlagen die aktiv verwalteten Fonds den DAX in Crashphasen deutlich, dagegen gilt in Boomphasen das Gegenteil.

Selbst wenn man sich jedoch auf diejenigen Konzepte konzentriert, die den klaren Auftrag haben, die Benchmark zu schlagen, ist festzustellen, dass in Stressphasen



Fonds verwalten sehr viel Geld beziehungsweise Vermögenswerte und sollen marktgerechte Renditen erwirtschaften. Da ist ein professionelles, aktives Management besonders wichtig.

FOTO: FRANK LEONHARDT/DPA

die Freiheitsgrade der Fondsmanager im institutionellen Bereich häufig in einem Maße beschnitten werden, dass sich die Frage stellt, ob sich aktives Fondsmanagement noch lohnt.

Dies ist nur ein Aspekt, der die oft herbei argumentierte These von der mangelnden Leistung aktiven Managements in einem anderen Licht darstellt.

Wendet man sich der eingangs erwähnten Effizienzmarkthypothese, so zeigt sich ein Paradoxon. Das hängt damit zusammen, dass sich ein passiv verwalteter Fonds nicht für mögliche Fehlbewertungen am Markt interessiert. Je größer aber der Anteil der Investoren ist, die erst gar nicht den Versuch unternehmen, solche Fehlbewertungen aufzudecken, umso größer sind die Chancen für die verbleibenden Marktteilnehmer, deren Aufspürung in einen Renditevorteil umzumünzen. Daher werden aktive Fonds, die mit modernstem wissenschaftlichem Werkzeug operieren und einen flexiblen Investmentansatz verfolgen, wieder Marktanteile zurückerobert. Denn sie sind ein wichtiges Element zur Aufrechterhaltung einigermaßen effizient funktionierender Kapitalmärkte. Man könnte sogar provokant formulieren, dass die passiven Fonds sollten sie einmal gemessen an ihren Marktanteilen – die Über-

hand gewinnen, ihre Existenzgrundlage selbst zerstören.

„Aktiv oder passiv“ ist somit eine falsch gestellte Frage, denn dies impliziert, dass es letztendlich eine Geschmacksfrage beziehungsweise eine Frage des Vertrauens ist, welchem Stil man den Vorzug gibt. Die richtig gestellte Frage hingegen ist, in welcher Form man sich bestimmten Märkten nähert und ob die aktive Steuerung innerhalb eines Marktsegmentes (herkömmliches aktives Management etwa gegen

Benchmark) oder über mehrere Segmente hinweg (sogenannte Overlay-Management) erfolgen soll, um sinnvoll und dem Risikoprofil angemessen marktgerechte Renditen erwirtschaften zu können.

Christoph Kaserer ist Ordinarius an der Technischen Universität München und Inhaber des Lehrstuhls für Finanzmanagement und Kapitalmärkte. Oliver Schlick ist Geschäftsführer und CIO der Bayerninvest Kapitalanlagegesellschaft mbH.