

---

i-portfolio Standpunkte – Mai 2013

## **Aktives versus passives Management – Teil 1**

---

Geschätzte Benutzerinnen und Benutzer von [www.i-portfolio.ch](http://www.i-portfolio.ch)

Dieses Thema musste ja noch kommen! Die Auseinandersetzung mit der Frage, ob Vermögensanlagen aktiv oder passiv bewirtschaftet werden sollen, spaltet die Investorenschaft in zwei Lager.

Wir befassen uns in diesem und im nächsten Standpunkt mit der Gretchenfrage „aktiv oder passiv“: In diesem ersten Teil unterlassen wir es bewusst, bereits Ergebnisse von aktiven und passiven Vermögensverwaltern zu vergleichen und voreilige Schlüsse zu ziehen. Es lohnt sich nämlich, erst ein paar wichtige Begriffe zu klären, zweitens sich eine Marktübersicht zu verschaffen und drittens einige pragmatisch-theoretische Überlegungen voranzustellen, bevor man sich auf die Daten stürzt. Der zweite, im Juni publizierte Teil widmet sich dann der Aufarbeitung der empirischen Faktenlage.

Die Diskussion beschränken wir zudem auf Anlageklassen, die passiv bewirtschaftet werden können – illiquide und nicht kotierte Anlageklassen fallen damit aus dem Fokus. Ebenfalls aussen vor bleiben Anlagelösungen, die ohne messbare Vergleichsgrösse – also ohne Benchmarkdefinition – auskommen wie beispielsweise Absolute Return oder Hedge Fund Lösungen.

Ich wünsche Ihnen eine angeregte Lektüre!



Dr. Ueli Mettler, Partner c-alm AG



## Die korrekte Vergleichsgrösse

Bevor eine aktive Anlagelösung hochgejubelt bzw. verteufelt wird, gilt es **Messung von  $\alpha$**  sicherzustellen, dass die korrekte Vergleichsgrösse zur Anwendung gelangt. Die nachfolgende Tabelle zeigt, dass die exakte Messung von Managerqualität („ $\alpha$ “) über die Gegenüberstellung mit der „anwendbaren Benchmark“ hinausgeht.

### Exakte Messung der erzielten, aktiven Managerleistung

**Exakte Indexdefinition** Gerade im Aktienbereich werden für ein bestimmtes **Benchmark = TR!** Benchmarkuniversum (beispielsweise MSCI Welt Developed Countries) die Indexkürzel „TR“ (Total Return), „NR“ (Net Return) und „PI“ (Price Index) verwendet. Das letztgenannte Kürzel bildet nur die Preisentwicklung der im Benchmark enthaltenen Anlagen **ohne** Kapitalerträge ab. Die für den Vergleich relevante „TR“ Variante beinhaltet diese Kapitalerträge vollumfänglich, die „NR“ Variante bringt davon die in Drittländern zurückbehaltenen, teilweise rückforderbaren Quellensteuern bereits in Abzug.

**Kosten und Steuern** Ein Manager, der den Total Return Vergleichsindex egalisiert, hat **Benchmark = TR – Kosten!** Wert geschaffen bzw.  $\alpha$  produziert! Er hat es nämlich geschafft, die anfallenden Kosten und Steuern durch kluge Anlageentscheide zu kompensieren. Wir stellen uns auf den Standpunkt, dass ein Manager  $\alpha$  geschaffen hat, wenn er die Rendite des „perfekten Indexierers“ übertrifft. Diese liegt immer unter dem Total Return Vergleichsindex.<sup>1</sup>

**Wertschriftenleihe („Securities Lending“)** Kommen zur Wertentwicklung und der Erträge der im Portfolio enthaltenen Wertschriften noch Erträge aus der Wertschriftenleihe hinzu, so müssen diese von einem allfällig festgestellten Manager- $\alpha$  in Abzug gebracht werden. **Benchmark = TR – Kosten + Lending!**

<sup>1</sup> Der „perfekte Indexierer“ orientiert sich am „Full Replication“ Ansatz; dieser hält genau das Benchmarkportfolio. Dafür entstehen ihm diverse Auslagen und Steueraufwendungen.

## Erfolgreiche Track Records und das Gesetz der grossen Zahl

Wenn man einem talentierten Verkäufer gegenübersteht, der zudem einen äusserst erfolgreichen Track Record seines aktiven Anlageproduktes vorlegen kann, so ist man schon geneigt, dem angepriesenen  $\alpha$  Glauben zu schenken. Nur: Basiert der positive Track Record wirklich auf einer positiven Managerleistung oder ist er doch nur ein Zufallsprodukt? Zur Beantwortung dieser Frage stellen wir nachfolgend ein paar einfache statistische Überlegungen an:

**Historische Outperformance - Echtes  $\alpha$  oder nur Zufall?**

In der Lipper Fondsdatenbank befinden sich 117'000 Fondsprodukte. Mit der Annahme, dass die aktiven Fonds gegenüber Benchmark im Schnitt eine Überschussrendite von 0% aufweisen, dies bei einer durchschnittlichen Streuung („Tracking Error“) von 4%, schneiden im Mehrjahresvergleich eine Vielzahl von aktiven Fonds hervorragend ab.

**Positive Track Records als statistisches Phänomen..**

Inputs:								
Überschussrendite p.a.					0%			
Tracking Error p.a.					4%			
Anzahl Fonds (Total)					117'000			
Outputs:								
Fonds mit	nach 1y		nach 3y		nach 5y		nach 10y	
	%	#	%	#	%	#	%	#
Real. Überschussrendite > 0%	50%	58'500	50%	58'500	50%	58'500	50%	58'500
Real. Überschussrendite > 1% p.a.	40%	46'449	32%	37'206	28%	32'877	19%	22'464
Real. Überschussrendite > 2% p.a.	31%	36'099	19%	22'054	12%	14'307	4%	4'879
Real. Überschussrendite > 3% p.a.	23%	26'559	9%	10'647	5%	5'382	0%	383
Real. Überschussrendite > 4% p.a.	16%	18'720	4%	4'680	1%	1'170	0%	14

Quelle: Szenariogenerator der c-alm AG, Prozentzahlen wurden mit 1'000 Szenarios ermittelt

5% aller Fonds – oder 5'382 aller in Lipper geführten aktiven Fonds – werden also nach 5 Jahren das hervorragende Ergebnis ausweisen, dass sie ihre Benchmark jährlich um mindestens 3% übertroffen haben werden. Diese Track Records haben notabene nichts mit dem Talent dieser Manager zu tun – die erwartete Überschussrendite wurde ja annahmegemäss auf 0% gesetzt – sondern kommt einzig und allein aufgrund der Gesetzmässigkeiten der Statistik zustande.

**.. und nicht als Folge von echtem  $\alpha$ .**

Sie können sich vorstellen, dass diese Glücklichen 5% kräftig die Werbetrommel

## i-portfolio Standpunkte Mai 2013: Aktives versus passives Management – Teil 1

anrühren und ihren Track Record im Markt anpreisen werden. Als Anleger tut man deshalb gut daran, sich im Bewusstsein zu behalten, dass ein hervorragender Track Record nicht zwingend aussergewöhnliche Managerqualitäten voraussetzt, sondern schlicht auch einfach als Zufallsprodukt auftreten kann.

Ein gesundes Mass an Skepsis gegenüber einem ausgezeichneten historischen Track Record ist zudem angebracht, wenn man den Lebenszyklus der Fonds genauer betrachtet. Jedes Jahr werden rund 4% Fonds geschlossen. Wenig überraschend handelt es sich dabei nicht um die Performanceperlen in der Industrie, sondern um weniger erfolgreiche Produkte.<sup>2</sup> Die kontinuierliche Schliessung der eher schlechteren Fonds führt dazu, dass die Performance der verbleibenden Fonds eine (zu) positive Managerleistung suggeriert – dieses Phänomen bezeichnet man als „Survivorship Bias“.

Inputs:								
Überschussrendite p.a.			0%					
Tracking Error p.a.			4%					
Anzahl Fonds (Total)			117'000					
Fondssterberate p.a.			4%	Annahme, dass diese 4% jeweils aus der schlechteren Hälfte stammen				
Outputs:								
Fonds mit	nach 1y		nach 3y		nach 5y		nach 10y	
	%	#	%	#	%	#	%	#
Real. Überschussrendite > 0%	50%	58'500	56%	65'520	60%	70'434	68%	79'677
Real. Überschussrendite > 1% p.a.	41%	47'385	36%	41'535	34%	39'195	25%	29'133
Real. Überschussrendite > 2% p.a.	33%	38'025	21%	24'804	14%	16'146	6%	6'552
Real. Überschussrendite > 3% p.a.	24%	27'612	10%	11'115	5%	5'967	1%	1'170
Real. Überschussrendite > 4% p.a.	17%	19'539	4%	5'031	2%	2'106	0%	117

Quelle: Szenariogenerator der c-aIm AG, Prozentzahlen wurden mit 1'000 Szenarios ermittelt

Im Vergleich zur Auswertung ohne (selektive) Fondsschliessungen fällt auf, dass gerade die Anzahl der Fonds mit leichter Überschussrendite stark ansteigt: Mit Survivorship Bias können 25% der Fonds nach 10 Jahren eine jährliche Überschussrendite von mehr als 1% ausweisen – ohne Survivorship lag dieser Wert noch bei 19%.

<sup>2</sup> Siehe beispielsweise Carhart, M.M, et al (2002). Mutual Fund Survivorship. *The Review of Financial Studies*, Vol. 15(5), S. 1439-1463.: Er dokumentiert in einem Fondsdatensample von 1962 bis 1995 eine durchschnittliche Fondssterberate von 3.6% und zeigt zudem, dass die Rendite der sterbenden Fonds substantiell unter der Rendite der übrigen Fonds liegt.

## i-portfolio Standpunkte Mai 2013: Aktives versus passives Management – Teil 1

Wie eingangs diskutiert ist eine Überschussrendite gegenüber (Total Return)  $\alpha = 0$  Benchmark = 0 nicht gleichzusetzen mit einer neutralen Managerfähigkeit ( $\alpha = 0$ ). Erreicht ein Manager die Benchmarkrendite, so hat er die im Rahmen der Bewirtschaftung anfallenden Kosten- und Steueraufwendungen mit klugen Anlageentscheiden kompensieren können. Das letzte Zahlenbeispiel basieren wir darum auf der Annahme, dass die Managerqualität der aktiven Manager neutral ist – also  $\alpha = 0$  – und damit die durchschnittliche Überschussrendite der aktiven Fonds  $< 0$  ist. Wir gehen davon aus, dass diese Kosten und Steuern in der Summe 1% betragen und damit substantiell höher liegen als bei indiziert-passiven Anlagelösungen.<sup>3</sup>

$\alpha = 0$   
↔  
Überschussrend.  
 $< 0!$

### Inputs:

Überschussrendite p.a.	-1%	
Tracking Error p.a.	4%	
Anzahl Fonds (Total)	117'000	
Fondssterberate p.a.	4%	Annahme, dass diese 4% jeweils aus der schlechteren Hälfte stammt

### Outputs:

Fonds mit	nach 1y		nach 3y		nach 5y		nach 10y	
	%	#	%	#	%	#	%	#
Real. Überschussrendite > 0%	39%	45'864	36%	41'535	34%	39'195	25%	29'133
Real. Überschussrendite > 1% p.a.	33%	38'025	21%	24'804	14%	16'146	6%	6'552
Real. Überschussrendite > 2% p.a.	21%	25'038	10%	11'115	5%	5'265	1%	1'170
Real. Überschussrendite > 3% p.a.	18%	20'943	4%	4'563	2%	2'691	0%	0
Real. Überschussrendite > 4% p.a.	12%	13'455	1%	1'404	0%	351	0%	0

Quelle: Szenariogenerator der c-alm AG, Prozentzahlen wurden mit 1'000 Szenarios ermittelt

<sup>3</sup> Bei Indexfonds belaufen sich die „Vollkosten“ (Managementgebühr + Depotgebühr + Administrationsgebühr + Fondsleitungsgebühr + Transaktionskosten + Transaktionssteuern + Ertragssteuern) auf zwischen 0.05% und 0.40% - je nach betrachtetem Benchmarkuniversum. Folgende Gründe sprechen für die substantiell höheren Aufwendungen der aktiven Fonds im Vergleich zu Indexfonds: (a) Höhere Management- und Performance Fees von aktiven Fonds gegenüber passiven Fonds (b) Höherer Portfolioumsatz der aktiven Fonds gegenüber passiven Fonds und damit automatisch höhere Transaktionskosten und -steuern (c) Höhere Transaktionsstückkosten, da Indexfonds grössere Handelsvolumen aufweisen und auf standardisierte Auftragsarten („electronic block trading“) setzen und (d) aktive Fonds im Gegensatz zu passiven Fonds (zu) oft steuerliche Ineffizienzen aufweisen: so existiert unseres Wissens kein in der Schweiz aufgelegter aktiver Aktien Welt Fonds, der ausschliesslich für US-Quellensteuerbefreite Institute (v.a. Pensionskassen) geöffnet und damit von der substantiellen US-Quellensteuerbelastung von 30% der Dividendenerträge befreit ist. Bei den Anbietern von Indexfonds ist die Auflegung steuerlich effizienter Fondsstrukturen demgegenüber Standard und Voraussetzung, um überhaupt Marktanteile gewinnen zu können. In diesem Zusammenhang ist es zu begrüssen, dass auch erste Produktpaletten im Active Indexing-Bereich US-Quellensteuerbefreite Tranchen anbieten.

## i-portfolio Standpunkte Mai 2013: Aktives versus passives Management – Teil 1

Obwohl nun für das ganze Universum der aktiven Fonds eine negative Überschussrendite von -1% pro Jahr zu Grunde gelegt wurde, werden immerhin immer noch 4% der Anbieter nach 3 Jahren eine jährliche Überschussrendite > 3% ausweisen können.

Zweifellos gibt es am Markt talentierte, aktive Manager. Leider ist es nicht ganz einfach, diese zu identifizieren, denn sowohl die talentierten als auch die nicht talentierten Manager können über einen hervorragenden Tracking Error verfügen. Aufgrund der unendlich grossen Anzahl aktiver Manager folgt aus den statistischen Verteilungsgesetzen, dass ein Teil davon ausgesprochen positive Resultate ausweisen muss – ohne notabene über  $\alpha$ -Fähigkeiten zu verfügen! Dieser Effekt wird noch verstärkt durch die Tatsache, dass eher schlechtere, aktive Anlageprodukte sukzessive geschlossen werden (Survivorship Bias). In diesem Sinne ist die vergangene Performance wirklich keinerlei Indiz für zukünftigen Anlageerfolg!

**Fazit:  $\alpha$  oder  
Zufall?**

## Impressum



Betreiber-  
unternehmen

Rechtsform: AG nach Schweizer Recht  
Gründungsdatum: 1. Juli 2005  
Firmensitz: St. Gallen  
Anzahl Mitarbeiter: 20  
Dienstleistungen: Beratung & Software  
Kunden: Professionelle Investoren  
Assets under Consulting: Über 100 Mrd. CHF  
Homepage: [www.c-alm.ch](http://www.c-alm.ch)

Ihre Ansprechpartner für [www.i-portfolio.ch](http://www.i-portfolio.ch) sind:

Kontakt und  
Support



Dr. Ueli Mettler



Damian Real, M.A. HSG

Mail: [info@i-portfolio.ch](mailto:info@i-portfolio.ch)



Wir wollen den Leser darauf aufmerksam machen, dass jegliche Allokations- und **Disclaimer** Umsetzungsvorschläge in diesem Dokument zu empfindlichen Wertebussen – ja sogar zu einem Totalverlust führen können. Dies liegt in der Natur der Finanzmärkte. Die c-alm AG als Betreiberin von [www.i-portfolio.ch](http://www.i-portfolio.ch) haftet nicht für entstandene Verluste oder Schäden. Die in diesem Dokument enthaltenen Ausführungen spiegeln lediglich die Sicht der Autoren wieder und können von den tatsächlichen Gegebenheiten abweichen. Die c-alm AG lehnt jegliche Haftung für Schaden, der aus dem Inhalt dieses Dokuments entstehen könnte ab.