

---

i-portfolio Standpunkte – Juni 2013

## **Aktives versus passives Management – Teil 2**

---

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

In der letzten und der aktuellen Ausgabe des i-portfolio Standpunktes befassen wir uns mit dem populären „Evergreen“-Thema aktive versus passive Vermögensverwaltung.

Im ersten Teil wurde anhand einfacher statistischer Überlegungen aufgezeigt, dass es am Markt immer eine Vielzahl von Vermögensverwaltern mit hervorragenden historischem Track Record geben muss, ohne dass diese zwingend über besondere Managerfähigkeiten verfügen müssen.

Im vorliegenden Standpunkt befassen wir uns nun mit der empirischen Faktenlage und stützen und dabei auf drei verschiedene Quellen ab:

- (A) Eine auf der US-amerikanischen Fondsdatenbank CRSP basierende Performanceanalyse von Bryant Wealth Management,
- (B) die vom Schweizerischen Fondsanalyseunternehmen fundinfo AG berechneten Performanceanalysen von aktiven Fonds, und
- (C) die vom Schweizerischen Pensionskassenberatungsunternehmen ppc metrics publizierten Benchmarkvergleiche von institutionellen Mandaten.

Wir stellen dabei die empirischen Fakten den im letzten Standpunkt angestellten, statistischen Überlegungen gegenüber. Den Schluss bildet ein normatives Statement zur Gretchenfrage: „Aktiv oder passiv?“

Ich wünsche Ihnen eine angeregte Lektüre!



Dr. Ueli Mettler, Partner c-alm AG



## Eingrenzung des Themas

Die nachfolgende, auf empirische Daten abgestützte Diskussion „aktiv versus passiv“ beschränken wir 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.

Keine Aussage über „Private Markets“ und „Absolute Return“ Lösungen

## Quelle 1: US-amerikanische Fondsdatenbank

Performancedaten der amerikanischen Fondsdatenbank CRSP										
Datenbasis: 5'000 Aktive Fonds gemäss CRSP Fondsdatenbank										
	Überschussrenditen > 0%			Überlebensrate			Kontinuität $\alpha$			
	Aktien	Bonds	(Modell)	Aktien	Bonds	(Modell)	Aktien	Bonds	(Modell)	
1yr	41.1%	25.8%	(39%)	93.5%	94.5%	(96%)	58.7%	16.5%	(39%)	
3yr	n.v.	n.v.		n.v.	n.v.		46.1%	19.4%	(36%)	
5yr	33.3%	15.5%	(34%)	74.1%	76.5%	(82%)	34.8%	28.5%	(34%)	
10yr	20.5%	11.4%	(25%)	53.0%	57.9%	(66%)	n.v.	n.v.		
	Anteil Outperformer 2002-2006						21.7%	21.2%		

Quelle: [www.bryantwealthmanagement.com](http://www.bryantwealthmanagement.com), *The Mutual Fund Landscape*, per 31.12.2011

Die Auswertung der von Bryant Wealth Management aufbereiteten Daten lässt folgende Rückschlüsse zu:

- **Überschussrenditen:** Nur einem geringeren Teil der aktiven Fonds gelingt es, die anwendbare Benchmark<sup>1</sup> zu übertreffen. Der Anteil der Fonds mit positiver Überschussrendite nimmt zudem mit steigender Vergleichsperiode sukzessive ab. Der Anteil der Anbieter mit positiver Überschussrendite ist in den Aktiensegmenten substanziell höher als im Bondsegmenten. Wir vermuten, dass dies auf die typischerweise geringeren Tracking Errors

Empirische Renditeverteilung der Anbieter vergleichbar mit Modellaussagen

<sup>1</sup> Die anwendbaren Benchmarks sind nicht im Einzelnen spezifiziert.

## i-portfolio Standpunkte Juni 2013: Aktives versus passives Management – Teil 2

aktiver Bondfonds zurückzuführen ist: deshalb ist es schwieriger für einen Bondfonds, die Gebührenbelastung vollständig zu kompensieren und die Überschussrendite gegenüber Benchmark ins Positive zu drehen. Die im letzten Standpunkt ermittelten Modellwerte<sup>2</sup> führen auf eine ähnliche Performanceverteilung, wie sie sich empirisch bei den aktiven Aktienfonds beobachten lässt.

- **Überlebensraten:** Die im Zeitraum 2002 bis 2011 im betrachteten Fondsuniversum festgestellten Fondssterberaten liegen substanziell über der 4 Prozent-Annahme, die für das Modell vom letzten Standpunkt basierend auf Carhart (2002)<sup>3</sup> verwendet wurde. Dies lässt darauf schliessen, dass sich die Lebenszyklen im Fondsgeschäft im letzten Jahrzehnt nochmals verkürzt haben, und damit die „Survivorship Bias“-Problematik ein zunehmendes Problem bei der Beurteilung historischer Track Records darstellt.
- **Kontinuität  $\alpha$ :** Hierbei wird untersucht, wie die Outperformer des Zeitraums 2002-2006 in den Folgejahren abgeschnitten haben, bzw. ob es diesen gelungen ist, ihre Überschussrenditen aufrecht zu erhalten. Insgesamt ist es gut einem Fünftel der aktiven Fonds gelungen, in diesem Fünfjahresfenster eine Überschussrendite zu erzielen. Mit Ausnahme des Jahres 2007, in dem namentlich 59% der aktiven Aktienmanager ihre Überschussrendite der vergangenen 5 Jahre bestätigen konnten, brechen jedoch die Gewinner alle wieder ein: die empirische Verteilung der Performanceentwicklung pendelt sich wieder im Bereich von den vom Modell suggerierten Werte ein. Gemäss dieser Daten bildet ist die historische Rendite sprichwörtlich keine Garantie für eine positive Rendite in der Zukunft!

Fondssterberaten  
steigen an  
=> Survivor Ship  
Problematik  
akzentuiert sich

Historischer Track  
Record sagt  
weniger über  
zukünftigen  
Performance-  
verlauf

<sup>2</sup> Für die theoretische Performanceverteilung der Anbieter wurde (a) erwartete Überschussrendite = -1% pro Jahr, (b) ein durchschnittlicher Tracking Error vs. Benchmark von 4% und (c) eine Fondssterberate = 4% pro Jahr unterstellt.

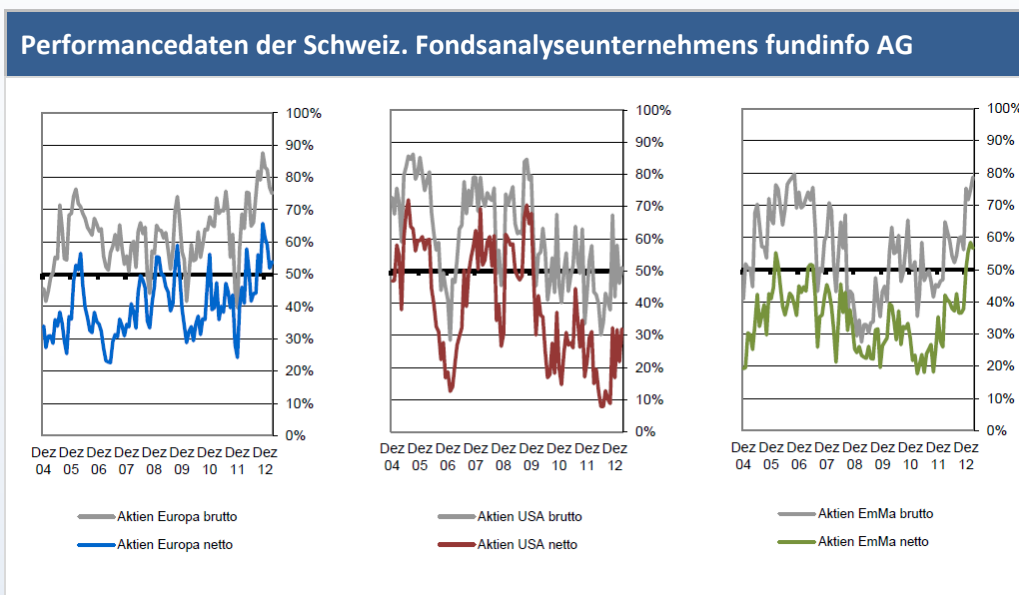
<sup>3</sup> siehe Carhart, M.M, et al (2002), Mutual Fund Survivorship, *The Review of Financial Studies* Vol. 15(5), S. 1439-1463.: Er dokumentiert in einem Fondsdatensample von 1962 bis 1995 eine durchschnittliche Fondssterberate von 3.6% und zeigt zudem, dass die Rendite der sterbenden Fonds substanziell unter der Rendite der übrigen Fonds liegt.

## i-portfolio Standpunkte Juni 2013: Aktives versus passives Management – Teil 2

Eine interessante Begründung, warum die Gruppe der aktiven Fonds chronisch unter der Benchmark liegt, gibt Wermers (2000)<sup>4</sup> an: Gemäss seiner Untersuchung lieferte die Gruppe der aktiven Aktienfonds einen Selektionsmehrwert von 1.3% jährlich ab. Dieses  $\alpha$  von 1.3% wurde aber durch anfallende Gebühren, Transaktionskosten und Steuern (1.6%) sowie durch sogenannte „non-stock holdings“ – also vor allem Cash-Positionen in Zeiten steigender Aktienmärkte (0.7%) – überkompensiert, so dass im Saldo genau die von uns im Modell verwendete Überschussrendite von -1% verbleibt.

Überschussrendite kann trotz positivem  $\alpha$  negativ werden

### Quelle 2: Outperformanceindices der fundinfo AG



Quelle: <http://www.ifundservices.com>, ifund Outperformance Index, Stand April 2013

**Indexdefinition:** Die ifund outperformance Indizes rapportieren über ein gleitendes 12-Monats-Fenster, wie viele Prozent von rund 370 Fonds ihren offiziellen Vergleichsindex (MSCI Europa, S&P 500, MSCI Emerging Markets; incl. Nettodividenden) übertroffen haben. Die Bruttowerte zeigen den Mehrwert, den die Fondsmanager vor Belastung der Kosten für Verwaltung und Vertrieb erwirtschaftet haben. Die Nettowerte zeigen den Mehrwert, den die Anleger erhalten.

Die Auswertung der von fundinfo aufbereiteten Daten lässt folgende Rückschlüsse zu:

<sup>4</sup> siehe Wermers, R. (2000), Mutual Fund Performance: An Empirical Decomposition into Stock-Picking Talent, Style, Transaction Costs, and Expenses, *The Journal of Finance*, Vol. 55(4), S. 1655-1695.

## i-portfolio Standpunkte Juni 2013: Aktives versus passives Management – Teil 2

- **Überschussrenditen:** In allen drei betrachteten Aktiensegmenten können nur selten die Mehrheit der aktiven Fonds nach Abzug der Kosten ihre jeweilige Benchmark übertreffen. Die aktuelle Situation bildet eine Ausnahme: der Mehrheit der Europäischen Aktienfonds und der Schwellenländerfonds ist es gelungen, in den 12 vergangenen Monaten die Benchmark nach Kosten zu übertreffen.
- **Industrie- versus Schwellenländer:** Das Core-Satellite-Konzept besagt, dass aktive Investitionssätze in wenige entwickelten Anlagemärkten bessere Erfolgchancen aufweisen. Folglich müsste es im Schwellenländersegment tendenziell einem grösseren Anteil der Fonds gelingen, die Benchmark zu übertreffen. Aus der Gegenüberstellung der drei Teilindices lässt sich diese Hypothese nicht bestätigen.
- **Benchmarkdefinition:** Für den Benchmarkvergleich werden gemäss Definition Net Return (NR) Indexvarianten verwendet. Diese schreiben dem Benchmark nur die um die nationalen Quellensteuerrückbehalte reduzierten Nettoerträge gut. Da gerade in den USA und in verschiedenen EU-Ländern ein substantieller Teil dieser Quellensteuerabzüge von den Fonds zurückgefordert werden kann, haben die Fonds gegenüber ihrer Benchmark einen substantiellen Vorteil. Dieser Vorteil verstärkt sich noch, wenn der Fonds Wertschriftenleihe betreibt und dadurch zusätzliche Erträge erzielen kann. Aus diesen Gründen plädieren wir grundsätzlich darauf, als Startpunkt für die Performanceanalyse auf die Total Return Variante des anwendbaren Benchmarks abzustellen.

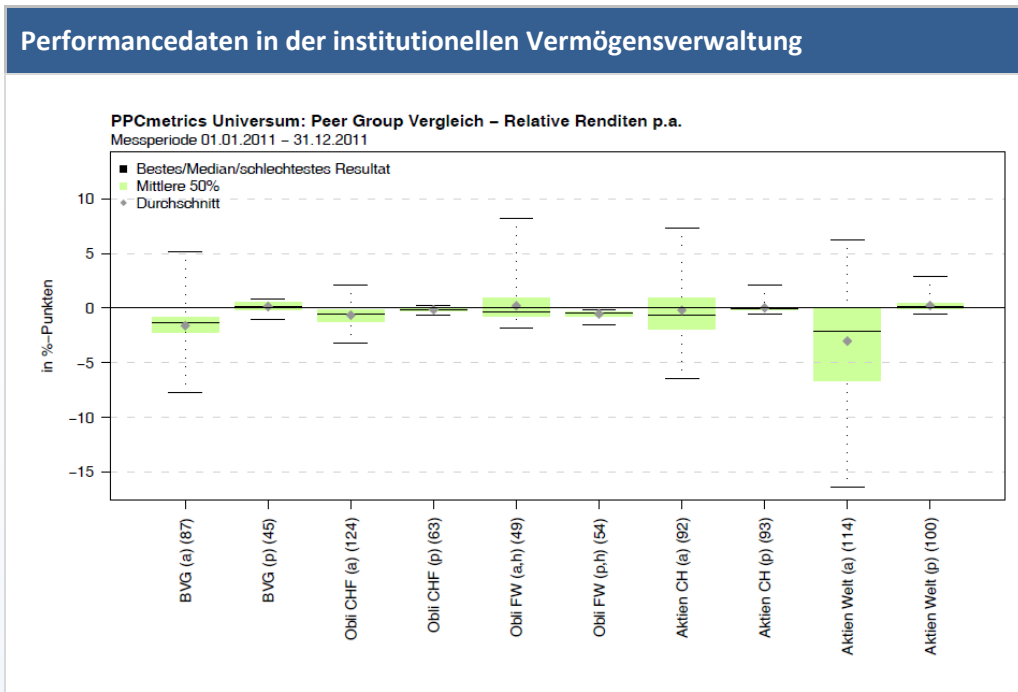
Nach Abzug der  
Kosten  
Überschuss-  
rendite  
mehrheitlich < 0

Kein Indiz für  
Erfolg von Core-  
Satellite-Ansätzen

Benchmarks im  
Europa und US-  
Segment sind  
schlagbar!

In der Summe lässt sich aus der Analyse der Outperformance Indices kein abschliessendes Urteil pro oder contra aktives Management ableiten.

## Quelle 3: Mandatsdatenbank der ppc metrics AG



**Quelle:** <http://www.ppcmetrics.com>, Asset Manager Review 2011/12

**Bildlegende:** Die obige Darstellung vergleicht die relative Rendite (Out- oder Underperformance) von aktiven und passiven Mandaten in unterschiedlichen Kategorien im Jahr 2011. Es wird die Nettoperformance betrachtet, d.h. die Gebühren der Vermögensverwaltung (TER) wurden abgezogen. Die Kennzeichnung der Bewirtschaftungsform erfolgt jeweils durch „a“ für aktiv und „p“ für passiv. Das „h“ bei den Obligationen Fremdwährungen steht für währungsgesichert. In der zweiten Klammer steht jeweils die Anzahl der beobachteten Mandate.

Die Auswertung der von ppcmetrics aufbereiteten Daten lässt folgende Rückschlüsse zu:

- **Aktiv vs. Passiv:** In 4 von 5 Anlagesegmenten schneiden die aktiven Mandate schlechter ab als die passiven Mandate. Einzige Ausnahme bildet das Segment Obligationen FW, in dem in der Jahresperiode 2011 die aktiven Mandate ein besseres Bruttoergebnis ablieferten. aktiv < passiv

## i-portfolio Standpunkte Juni 2013: Aktives versus passives Management – Teil 2

- **Aktiv vs. Benchmark:** Mehr als 75% der aktiven Gemischtmandate, der aktiven Obligationen CHF und der aktiven Aktien Welt Mandate haben die Benchmarkrendite nicht erreicht. In den beiden übrigen aktiven Kategorien Aktien Schweiz und Obligationen FW lagen mehr als 50% der Mandate nach Abzug der Kosten unterhalb der Benchmarkrendite.

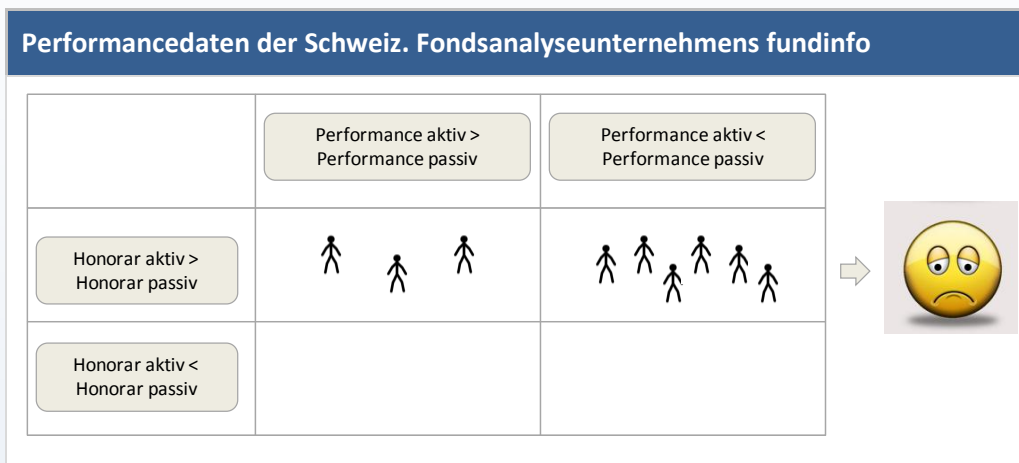
aktiv <  
Benchmark

Basierend auf der Evaluation der Performancedaten der ppcmetrics ist ein passiv-indexierter Anlagestil zu favorisieren.



## Fazit

Mit der Auswertung der obigen Datenquellen haben wir lediglich an der Spitze des grundsätzlich verfügbaren Daten- und Literatureisbergs gekratzt.<sup>5</sup> Nichtsdestotrotz vermitteln die analysierten Daten den Eindruck, dass die erfolgreichen, aktiven Vermögensverwalter in der Minderzahl sind. Zudem haben wir gesehen, dass die Analyse des historischen Track Records ein schlechter Ratgeber ist beim Versuch, am Markt die wenigen talentierten Vermögensverwalter ausfindig zu machen. Oft bleibt dann nur die ernüchternde Bilanz: Ausser Spesen nichts gewesen!



Und nun zur versprochenen, normativen Schlussfolgerung aus der Debatte „aktiv versus passiv“:

- **entweder** man kapituliert in den liquid-kotierten Anlagesegmenten vor der erdrückenden theoretischen und empirischen Faktenlage und bekennt sich zu einem passiv-indexierten Anlagestil **entweder passiv**
- **oder** man überlegt sich neue und innovative Ansätze, wie die wenigen talentierten aktiven Vermögensverwalter am Markt identifiziert werden können. Wir werden im nächsten Standpunkt einen möglichen Selektionsansatz präsentieren. **oder aktiv mit neuem Selektionsansatz**

<sup>5</sup> Wer einen allgemeinen Einstieg in die entsprechende Literatur sucht, findet diesen beispielsweise bei Fama, E. F., und French, K. R. (2010), Luck versus Skill in the Cross-Section of Mutual Fund Returns, *The Journal of Finance*, Vol. 65(5), S. 1915-1947.

## Impressum



Betreiber-  
unternehmen

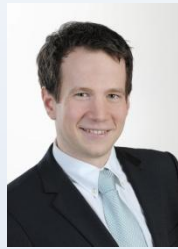
Rechtsform: AG nach Schweizer Recht  
Gründungsdatum: 1. Juli 2005  
Firmensitz: St. Gallen  
Anzahl Mitarbeiter: 20  
Dienstleistungen: Beratung & Software  
Kunden: Professionelle Investoren  
Assets under Consulting: Über 100 Mrd. CHF  
Homepage: [www.c-alm.ch](http://www.c-alm.ch)

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.