

Aktives versus passives Management: Aktuelle Studien bestärken Indexfonds

Die Mehrheit der aktiv gemanagten Fonds schafft es auf Dauer nicht, den Vergleichsindex zu schlagen – lässt sich die Bemühungen aber teuer bezahlen. Passiv gemanagte Indexfonds kommen hingegen mit erheblich geringeren Kosten aus. Auf teure Analysten und Rechercheprozesse wird verzichtet. Aktuelle Studien zeigen, dass vor allem aufgrund der hohen Kostenbelastungen nur wenige der aktiv gemanagten Fonds langfristig über dem Index liegen. Die Performance aktiver Fonds ist zudem oft eher eine Frage des Glücks und weniger des Könnens der Fondsmanager, so das Ergebnis einer britischen Studie.

„Die meisten aktiv gemanagten Fonds entwickeln sich langfristig schlechter als der Index, den sie zu schlagen versuchen“, sagt Norbert Ras, Geschäftsführer der Legal & General Deutschland Service-GmbH. Das liegt nicht nur an den Mehraufwendungen für das Research und die Fondsmanager, sondern auch an hohen Verwaltungs- und Transaktionskosten, die für die Umschichtung von Wertpapierpositionen zu Buche schlagen und dadurch die Rendite schmälern.

Passiv gemanagte Fonds verursachen hingegen relativ geringe Kosten. Die Manager dieser Fonds verhalten sich neutral und verzichten auf eigene Anlageentscheidungen. Ihr vorrangiges Ziel ist es vielmehr, mit Hilfe des Index einen definierten Markt möglichst genau abzubilden. Im Index notieren Unternehmen, die – gemessen am Unternehmenswert – zu den wichtigsten Werten eines Marktes gehören. Der Index spiegelt so das Geschehen eines bestimmten Marktes wider und gilt als Maßstab für dessen Entwicklung. Darüber hinaus liefern Indizes ein repräsentatives Bild einzelner Länder, Regionen oder Märkte. Steigt der Wert einer Aktie, dann steigt der Wert der vom Fonds gehaltenen Aktienposition im selben Verhältnis. Der Fonds entwickelt sich tendenziell in Übereinstimmung mit seinem Vergleichsindex abzüglich der Fondsgebühren. Eine gewisse Abweichung lässt sich oft nicht vermeiden. Einerseits wird sie durch den so genannten Tracking Error bewirkt, also die Abweichung des Indexfondsportfolios von seinem Vergleichsindex. Diese Abweichung resultiert aus der Tatsache, dass ein real existierender Fonds insbesondere bei sehr breit aufgestellten Indizes aus Kosten- und Praktikabilitätsgründen in der Regel nicht sämtliche Indexwerte in der exakten Gewichtung hält und Verschiebungen im Index zeitlich nicht immer synchron umsetzt, was zu einer marginalen positiven wie auch negativen Abweichung vom Index führen kann. Andererseits muss der Fonds in gewissen Ländern unter Umständen Quellensteuer auf empfangene Dividenden entrichten, wohingegen ein Index von diesem Effekt naturgemäß nicht betroffen ist.

Neben den geringen Kosten ist die Transparenz von Indexfonds ein weiterer Vorteil. Anleger können die Strategie des Fonds sowie die von ihm gehaltenen Werte jederzeit nachvollziehen und müssen hierzu nicht erst Rechenschaftsberichte lesen, deren Inhalt unter Umständen bereits überholt sein kann. Zudem haben Wechsel im Fondsmanagement keine Auswirkung auf die Performance – oft ein Problem bei aktiv gemanagten Fonds. „Der Fondsmanager hält sich bei passiven Fonds allein an die Vorgaben des Index – es gibt daher keine Anlageentscheidung, mit der er richtig oder falsch liegen kann. Diese Vorgehensweise ist für den Anleger klar nachvollziehbar“, sagt Ras. Die enge Bindung an den Index bewirkt zudem – insbesondere bei breit gestreuten Indizes mit einer Vielzahl unterschiedlicher Einzelwerte – eine geringere Volatilität als bei aktiven Fonds. Der passive Fondsmanager kauft oder verkauft Aktien nur dann, wenn sich Verschiebungen im abgebildeten Index ergeben, z.B. durch eine Änderung der Gewichtung von Unternehmen im Index, durch Neuemissionen oder durch Delistings (dauerhafte Entfernung von Aktien aus dem Börsenhandel).

Studien belegen Kostenvorteile

Dass passiv gemanagte Fonds einen Vorsprung in puncto Kostenbelastung haben, ist auch das Ergebnis einer Analyse von Michael Mann, Senior Analyst am Privaten Institut für Fondsanalyse (ifa). Mann untersuchte die Kostenstruktur von über 4.000 in Deutschland zugelassenen Fonds. Er ermittelte unter anderem eine durchschnittliche Kostenquote – ohne Transaktionskosten – von 1,88 Prozent für aktiv gemanagte Aktienfonds und von nur 1,06 Prozent für Indexfonds. Neben den Transaktionskosten, die jährlich leicht 1 Prozent oder mehr ausmachen können, seien dabei auch Erfolgsprämien für Fondsmanager, wie sie laut Mann inzwischen für jeden zehnten angebotenen Publikumsfonds erhoben werden, noch nicht in den veröffentlichten Gesamtkostenquoten der Anlagegesellschaften berücksichtigt. Würde man diesen Kostenfaktor zusätzlich berücksichtigen, machten sich die Mehrkosten aktiver Fonds erst recht nicht bezahlt. „Solange aktiv gemanagte Fonds nicht mindestens die Kosten erwirtschaften, die

sie tatsächlich verursachen, sind sie für Anleger kontraproduktive oder bestenfalls überflüssige Finanzprodukte“, ist Mann überzeugt.

Nach Auffassung von Michael Mann scheitern viele aktive Fondsmanager aber nicht nur wegen der hohen Kostenbelastung am Index. Auch psychologische Gründe spielten eine wichtige Rolle. Häufig verberge sich hinter einem vermeintlich aktiven Fondsmanagement de facto eine starke Indexbindung. Fondsmanager scheuten das Risiko, sich von der Benchmark zu lösen. Die starke Bindung stehe einem möglichen Mehrertrag entgegen, denn durch die hohen Kosten könne ein sich zu nahe am Index haltender Fonds seinen Index kaum erreichen geschweige denn übertreffen.

Gute Performance aktiver Fonds basiert auf Glück und nicht auf Können

Auch unter Berücksichtigung der Kosten wird es immer aktive Fonds geben, die temporär eine bessere Wertentwicklung als der Index schaffen. Dabei spielt aber oft nur das Glück der Fondsmanager eine entscheidende Rolle und weniger das Können. Das ist das Ergebnis der britischen Studie „Mutual Fund Performance – Skill or Luck?“. Die Professoren Keith Cuthbertson, Dirk Nitzsche und Niall O’Sullivan haben untersucht, inwieweit die Erträge aktiv gemanagter Fonds von Zufall oder dem Geschick der Fondsmanager beeinflusst werden. Im Rahmen dieser Studie analysierten die Autoren im Jahr 2004 die Wertentwicklung von über 1.500 britischen Investmentfonds im Zeitraum von 1975 bis 2002. Die Ergebnisse der Studie sind ernüchternd für viele Anleger, die auf aktive Fonds setzen: Nur sehr wenige Manager seien aufgrund ihrer hervorragenden Stock-Picking-Qualitäten – also der aktiven Auswahl bestimmter Aktien – in der Lage gewesen, den Index zu schlagen. Die Mehrheit der aktiven Fondsmanager aber habe keine entsprechende Qualifikation bewiesen. Soweit diese Fondsmanager trotz des fehlenden Könnens eine überdurchschnittliche Wertentwicklung vorweisen konnten, habe das allein an einer zufällig glücklich getroffenen Titelauswahl gelegen. Fiel die Wertentwicklung schlecht aus, sei der Grund die mangelnde Qualifikation der Fondsmanager gewesen – und nicht etwa einfaches Pech.

Eine weitere Erkenntnis der Studie: die wenigen Top-Fonds, die einen guten Track Record – also eine über eine Zeitspanne nachweislich erbrachte überdurchschnittliche Wertentwicklung – aufgrund echten Könnens erreicht hätten, seien nicht zwangsläufig diejenigen, die in den gängigen Vergangenheitsbetrachtungen an der Spitze stünden. Dies mache es für den privaten Anleger daher unmöglich, ohne großen Aufwand die Top-Fonds herauszufiltern, deren überdurchschnittliche Wertentwicklung tatsächlich auf Können beruht. Die meisten Anleger würden weit besser verfahren, wenn sie auf Indexfonds mit ihren niedrigeren Kosten setzen, so die Studie.

Zu wenig Kontinuität im Fondsmanagement

Selbst wer sich – mit welchem Zeit- und Mittelaufwand auch immer – auf die Suche nach einem dieser vermeintlichen Top-Fonds machen will, weiß nicht, wie lange der für die Performance verantwortliche Fondsmanager diesen noch betreut. Morningstar (www.morningstarfonds.de), ein weltweit führender Anbieter von Anlegerinformationen, befragte im September 2005 europäische Vermögensverwalter nach der durchschnittlichen Verweildauer von Fondsmanagern. Ergebnis: nur 15 Prozent der Gesellschaften gaben an, dass ihre Manager mehr als 6 Jahre für das gleiche Produkt verantwortlich seien, die Mehrheit betreue einen Fonds nur zwischen zwei und sechs Jahren. Hinzu kommt, dass sich bei 35 Prozent der befragten Unternehmen Bonuszahlungen auf Ein-Jahres-Leistungen beziehen. „Wünschenswert wäre aber, den Zeithorizont und damit die Interessen von Managern und Anlegern besser in Einklang zu bringen“, so Natalia Siklic von Morningstar. Längere Verweildauern von Fondsmanagern sowie eine stärker am langfristigen Anlageerfolg orientierte Vergütung passten eher zum langfristigen Anlagegedanken von Investmentfonds.

Bedenkenswert ist auch ein weiterer Trend, den die Morningstar-Befragung aufzeigt: Mittlerweile geben immer mehr Unternehmen an, die Verantwortung beim leitenden Fondsmanager anzusiedeln, der wiederum von einem Analystenteam unterstützt wird (38 Prozent gegenüber 30 Prozent vor einem Jahr). Der Anteil der Fondsgesellschaften, die einen teambasierten Ansatz verfolgen, in dem eine Gruppe von Fondsmanagern eine Anlageentscheidung gemeinsam herbeiführt, sinkt (53 Prozent gegenüber 63 Prozent vor einem Jahr). „Die sich daraus zwangsläufige ergebende Abhängigkeit der Performance eines Fonds von einer einzigen Person birgt Risiken, die Anleger in Indexfonds nicht kennen. Der passive Fonds macht nach, was der Index vormacht – unabhängig vom Namen der handelnden Person“, so Norbert Ras von Legal & General. All diese Punkte unterstützen eindrücklich die Argumentationslinie von Legal & General: passives Investment ist für die mittel- bis langfristige Altersvorsorge eine simple, aber hocheffiziente und in der Regel überlegene Strategie.

(Newsletter INSIGHT, Ausgabe November 2005)
