



Eckhard Sauren
Ansgar Guseck
Hermann-Josef Hall

Das Sauren Fonds-Konzept

FinanzBuch Verlag

Alpha/Mehrwerte durch aktives Fondsmanagement

In den vorangegangenen Kapiteln wurde aufgezeigt, dass der Entscheidungsträger, also der Fondsmanager, sowie das durch ihn verwaltete Fondsvolumen für die Erzielung von Mehrwerten von entscheidender Bedeutung sind. In diesem Kapitel erfolgt eine Abgrenzung von aktivem und passivem Management. Es werden die wichtigsten Aspekte aufgezeigt, die ein Anleger bei der Entscheidungsfindung für ein aktives oder passives Fondsmanagement kennen sollte. Weiterhin werden die grundsätzlichen Möglichkeiten eines Fondsmanagers, Mehrwerte zu erzielen, anhand des Aktien- und des Rentenmarkt näher erläutert.

Wie in Kapitel 3 aufgezeigt, kommt eine Vielzahl von wissenschaftlichen Studien zu dem Schluss, dass aktives Management im Durchschnitt und unter Berücksichtigung aller Kosten keine Mehrwerte gegenüber dem jeweiligen Marktindex erzielt. Die Erkenntnis aus den Kapitel 2 und 3 zeigt jedoch, dass es durchaus möglich ist, Manager mit überdurchschnittlichen Fähigkeiten zu einem Zeitpunkt zu identifizieren, zu dem diese insbesondere aufgrund von vorteilhaften Volumenrahmenbedingungen in der Lage sind, deutliche Mehrwerte für den Anleger zu erzielen. Somit muss ein jeder Anleger die Frage für

sich beantworten, ob er in der Lage ist, Fondsmanager zu identifizieren, die mit hoher Wahrscheinlichkeit in der Zukunft in ihrem jeweiligen Markt Mehrwerte erzielen können. Sieht sich ein Anleger hierzu nicht in der Lage, so kann es ratsam sein, die gewünschte Asset Allocation²⁹ über indexorientierte und möglichst kostengünstige Investments zu erreichen. Alternativ kann der Anleger die Verwaltung an einen professionellen Vermögensverwalter oder Dachfondsmanager auslagern, der die Aufgabe der Managerauswahl für ihn übernimmt.

6.1. Indexorientiertes Fondsmanagement

Ein passiver oder indexorientierter Fonds bildet lediglich die Zusammensetzung eines definierten Indexes ab, ohne dass von einem Fondsmanager aktive Anlageentscheidungen getroffen werden. Ein Vorteil in der passiven Verwaltung von Anlegergeldern liegt darin, dass so gut wie keine Restriktionen hinsichtlich des verwaltbaren Fondsvolumens bestehen, da lediglich ein definierter Vergleichsindex möglichst genau abgebildet wird. Somit ist auch keine aktive Anlageentscheidung des Fondsmanagers erforderlich, und die aufwändige Analyse von Märkten und einzelnen Wertpapieren entfällt. Dies wiederum wirkt sich positiv auf der Kostenseite aus, da es nicht notwendig ist, hochqualifizierte Analysten und Manager zu beschäftigen. So ist es Indexfonds-Anbietern möglich, ihre Dienstleistung zu vergleichsweise geringen Kosten anzubieten. Der Anleger erhält somit Zugang zu einem Portfolio von Wertpapieren, dessen Zusammensetzung der des Indexes entspricht. Dabei wird sich das Investment – hinsichtlich der Wertentwicklung – sehr ähnlich dem Index verhalten. Handelt es sich beispielsweise um einen Indexfonds, der den deutschen Aktienmarkt gemessen am DAX abbildet, so kann sich der Anleger sicher sein, dass der Fonds sehr ähnliche Eigenschaften wie der Index selbst aufweisen wird.

Als Begründer des passiven Managements von Anlagegeldern gilt John Bogle, der im Jahr 1975 die US-Investmentgesellschaft Vanguard gründete. Bogle erkannte damals, dass die effiziente Verwaltung von sehr großen Anlagesummen nur passiv möglich ist. Als Konsequenz aus dieser Erkenntnis beschloss er, die Anlagegelder zu möglichst niedrigen Kosten nah am Referenzindex zu verwalten. So gründete Bogle im Jahr 1976 mit dem Vanguard 500 Index Fund den ersten Fonds, welcher als Ziel die Abbildung eines Index (dem S&P 500) zu möglichst geringen Kosten hat. Nach der Auflage des Vanguard 500 Index

²⁹ Unter Asset Allocation wird die Aufteilung des investierbaren Vermögens auf unterschiedliche Anlageklassen wie Aktien, Anleihen, Immobilien, Rohstoffe oder Bargeld verstanden.

Fund musste Bogle sich jedoch einige Jahre gedulden, bis sich der Gedanke des passiven Investierens weiter durchsetzen konnte. Erst Mitte bis Ende der 90er Jahre gewannen passive Investments im Markt an Bedeutung. Mittlerweile ist der Vanguard 500 Index Fund mit einem Volumen von mehr als 120 Milliarden US-Dollar einer der größten Investmentfonds weltweit.

6.2. Nachteile des indexorientierten Fondsmanagements

Den positiven Eigenschaften einer passiven Anlage stehen jedoch auch negative Eigenschaften gegenüber, die teilweise genau aus der Vorhersagbarkeit dieser passiven Anlagen resultiert. Im Folgenden werden die möglichen Nachteile einer passiven Anlage näher beleuchtet, die einem Anleger bewusst sein sollten, wenn er sich für eine solche Anlage entscheidet.

6.2.1. Aufgabe der Möglichkeit von Mehrwerten

Bei der Entscheidung für ein passives Investment muss sich der Anleger im Klaren sein, dass sein Investment lediglich den Zweck hat, einen definierten Index möglichst genau abzubilden. In Folge dessen wird ein passives Investment aufgrund der entstehenden Kosten für Transaktionen und Administration immer schlechter abschneiden als der jeweilige Index selbst.³⁰ Der Anleger verzichtet somit auf die Möglichkeit, einen Mehrwert aufgrund von aktiver Managementleistung gegenüber dem Index zu erzielen. Vor diesem Hintergrund relativiert sich auch die viel zitierte Aussage, dass „lediglich“ 20 Prozent der aktiv verwalteten Fonds besser abschneiden als ihr Vergleichsindex.

6.2.2. Indexumstellung

Passive Investments haben den von vielen Investoren geschätzten Vorteil, dass sie in ihrem Verhalten (relativ zum Index) sehr genau voraussagbar sind. Allerdings ergibt sich hieraus ebenfalls ein systematisches Risiko, welches den Anlegern in passiven Produkten zum Nachteil werden kann. Dieses systematische Risiko tritt auf, wenn Indizes in ihrer Zusammenstellung verändert werden. In aller Regel ist eine kurze Zeit vorher bekannt, welche Titel neu in den

³⁰ In Einzelfällen kann es einem passiven Instrument auch möglich sein, die Kosten wieder auszugleichen, wenn die gehaltenen Wertpapiere an andere Investoren – zum Zweck des Leerverkaufs – ausgeliehen werden und die vereinnahmten Leihgebühren die Kosten übersteigen.

Index aufgenommen werden und welche Titel den Index verlassen müssen. Passive Indexfonds müssen diese Entwicklung in ihren Portfolios ebenfalls umsetzen. Sie müssen also möglichst am Tag der Umstellung des Indexes ihre Positionen anpassen und die Titel verkaufen, die den Index verlassen. Hingegen müssen Papiere, die neu in den Index aufgenommen werden, gekauft werden. In diesem Moment kommt es bei einer bestimmten Anzahl von Wertpapieren zu einem erhöhten Kauf- bzw. Verkaufsdruck, den sich aktive Investoren zu nutze machen können.

Wenn ein Investor Kenntnis von der Umstellung eines Indexes hat und er weiß, dass damit deutliche Mittelbewegungen verbunden sind, kann er daraus einen Vorteil ziehen, indem er sich vorab entsprechend positioniert. Im Umkehrschluss erleidet der passive Anleger durch das Verhalten des aktiven Investors einen Verlust. Vor der Umstellung verkauft der aktive Investor über einen Leerverkauf³¹ die Aktien, die den Index verlassen und kauft die Papiere, welche neu aufgenommen werden. Im Zuge der Umstellung des Indexes müssen die passiv verwalteten Gelder ebenfalls angepasst werden. Die Aktien, die den Index verlassen, werden in den passiven Portfolios verkauft. Dadurch sinkt der Kurs tendenziell, so dass der aktive Investor aufgrund des Leerverkaufs einen Gewinn erzielt. Umgekehrt führen die Käufe der passiven Investoren der Aktien, die neu aufgenommen werden, zu steigenden Kursen, so dass der aktive Investor ebenfalls einen Gewinn erzielt. Die Gewinne des aktiven Investors sind hierbei die entgangenen Erträge der passiven Anleger.

Dieser Effekt ist umso größer, je weniger liquide die einzelnen Titel sind und je größer die bewegten Volumina der passiven Anleger sind. Um zu verdeutlichen, dass es sich hierbei um ein reales Problem handelt, sind in Tabelle 6.1 die Titel dargestellt, die auf Basis der Schlusskurse vom 16. März 2007 neu in den Dow Jones EURO STOXX Select Dividend 30 Index aufgenommen wurden beziehungsweise diesen verlassen mussten. Neben der Marktkapitalisierung sind die Kursänderungen an den beiden Tagen vor der Indexumstellung und die Veränderungen seit Veröffentlichung der entsprechenden Aktien am 6. März 2007 bis zur Umstellung dargestellt.

Die Ergebnisse zeigen eindeutig, dass es gerade bei den kleineren Titeln zu deutlichen Verwerfungen gekommen ist, die teilweise über 40 Prozent in lediglich acht Handelstagen betragen. Hingegen blieben Titel mit hoher Marktkapitalisierung wie die Deutsche Bank im Kurs nahezu unberührt. Die Bewegungen sind am 15. und 16. März, den letzten beiden Tagen vor Umstellung

31 Bei einem Leerverkauf leiht der Investor sich eine Aktie gegen eine Gebühr und verkauft diese direkt wieder am Markt. Nach Ablauf einer Frist muss der Investor die Aktie an den Verleiher zurückgeben und sie somit wieder am Markt kaufen. Kann der Investor die Aktie günstiger einkaufen als er sie vorher verkauft hat, hat er einen Gewinn erzielt.

| | Marktkapitalisierung in Euro | 15. März | 16. März | 6. März bis 16. März |
|---|------------------------------|----------|----------|----------------------|
| Dow Jones EURO STOXX Select Dividend 30 Index | | 1,8 % | -1,6 % | -0,8 % |
| Neu aufgenommene Titel | | | | |
| Casino GP | 1,3 Mrd. | 15,2 % | 21,0 % | 41,7 % |
| Wereldhave | 2,2 Mrd. | 2,0 % | 12,0 % | 17,2 % |
| Boehler-Uddeholm | 3,7 Mrd. | 6,9 % | 21,1 % | 40,0 % |
| Belgacom | 12,6 Mrd. | 2,8 % | -0,3 % | 2,0 % |
| Deutsche Bank | 59,5 Mrd. | 0,4 % | 0,4 % | -4,4 % |
| Durchschnitt | | 5,5 % | 10,8 % | 19,3 % |
| Herausgefallene Titel | | | | |
| Südzucker | 3,1 Mrd. | -2,3 % | -3,1 % | -7,7 % |
| TUI | 5,1 Mrd. | -0,6 % | -3,4 % | -4,4 % |
| Klepierre | 6,5 Mrd. | 3,9 % | -2,5 % | -5,0 % |
| Volkswagen Vz. | 7,7 Mrd. | 0,2 % | 2,1 % | 13,6 % |
| Arcelor Mittal | 57,7 Mrd. | -0,2 % | -0,7 % | -2,9 % |
| Durchschnitt | | 0,2 % | -1,5 % | -1,3 % |

Tabelle 6.1

des Indexes, am stärksten. Dies lässt darauf schließen, dass passive Fonds und Zertifikate am 15. und 16. März ihre Positionen entsprechend der neuen Indexgewichtung auf- bzw. abgebaut haben. Auch wenn es bei den einzelnen Titeln deutliche Unterschiede gibt, so ist festzustellen, dass die neu in den Index aufgenommenen Werte überdurchschnittlich zulegen konnten. Die nicht mehr im Index enthaltenen Aktien hingegen erzielten eine unterdurchschnittliche Wertentwicklung.

Da die Gelder der passiven Anleger erst am 15. bzw. 16. März umgeschichtet wurden, haben sie von den deutlichen Wertsteigerungen der neu aufgenommenen Titel kaum profitiert. Hingegen waren sie in den Titeln, die den Index verlassen mussten und sich unterdurchschnittlich entwickelt haben, bis zu dem Zeitpunkt der Umstellung investiert.

Im Jahr 2006 erschien eine Studie von Chen et. al.³², in der die Minderung der Wertentwicklung von Indizes untersucht wurde, die aufgrund der Indexanpassungen und der daraus resultierenden Arbitragegeschäfte³³ entstehen.

32 Chen, Honghui; Noronha, Gregory; Singal, Vijay (2006): Index Changes and Losses to Index Fund Investors, in: *Financial Analysts Journal*, Vol. 62, Nr. 4, S. 31-47.

33 Im Allgemeinen bezeichnet Arbitrage unter anderem das Ausnutzen von Bewertungsunterschieden eines Vermögenswertes an unterschiedlichen Märkten.

Hierbei handelt es sich um eine zeitbezogene Arbitrage, wobei der Investor davon ausgeht, dass die neu in den Index aufgenommen Titel aufgrund der Umschichtungen an Wert gewinnen, während die nicht mehr im Index repräsentierten Papiere an Wert verlieren. In der Studie wurden die Auswirkungen der Indexumstellungen des S&P 500 Index³⁴ und des Russel 2000 Index³⁵ analysiert. Sie schlussfolgern, dass ein passiver Investor im S&P 500 Index kaum eine Wertminderung aufgrund von Index-Arbitrage hinnehmen muss. Dies verhält sich anders für passive Investoren im Russell 2000 Index, deren Wertentwicklung aufgrund von Indexarbitrage um durchschnittlich 1,3 Prozent pro Jahr gemindert wird. Der große Unterschied erklärt sich zum einen aufgrund der größeren Anzahl von Veränderungen im Russel 2000 Index, der geringeren Liquidität der Titel, als auch aufgrund des unterschiedlichen Modus, in dem die Werte in den beiden Indizes ausgetauscht werden.

Hieraus lässt sich schlussfolgern, dass passive Investments nur in solchen Indizes ratsam sind, die eine relativ geringe Umschichtung aufgrund von passiven Investments erfahren und deren Wertpapiere eine hohe Liquidität aufweisen. Der Effekt von Indexarbitrage fällt in Nebenwerteindizes bzw. Indizes mit tendenziell illiquiden Titeln deutlich höher aus. Die Bedeutung dieses Themas findet kaum eine Beachtung im Markt. Anders lassen sich die Vielzahl von passiven Produkten – insbesondere über Zertifikate – auf exotische Indizes und deren hoher Absatz beim privaten Kunden kaum erklären.

6.2.3. Prozyklisches Verhalten

An dem oben gezeigten Beispiel wird ebenfalls deutlich, dass ein Index keine statische Konstruktion ist. Die Zusammensetzung und Gewichtung variiert – innerhalb der definierten Regel – im Zeitablauf. Die meisten Indizes sind nach der Marktkapitalisierung der enthaltenen Titel gewichtet, die sich mit der Zeit verändert.³⁶ Dies bedeutet, dass sich die Zusammensetzung eines Indexes hinsichtlich der Gewichtung von Branchen und Regionen deutlich verschieben kann.

Im Jahr 1989 befand sich der japanische Aktienmarkt mit einem Indexwert von ca. 39.000 Punkten im Nikkei 225 Index auf seinem historischen Höchst-

34 Der S&P 500 Index stellt die Wertentwicklung der 500 bedeutendsten Unternehmen in den USA und damit etwa 75 Prozent der US-amerikanischen Aktienmarktkapitalisierung dar.

35 Der Russel 2000 Index stellt die Wertentwicklung von 2.000 US-Nebenwerten dar.

36 Neben den nach Marktkapitalisierung gewichteten Indizes gibt es ebenfalls andere Methoden, wie die Preisgewichtung des Dow Jones Industrial Average Index, in welchem die 30 Titel nach ihrem absoluten Anteilspreis gewichtet werden oder die Dow Jones Dividenden Indizes, in welchen die Titel nach ihrer Dividendenrendite gewichtet werden.

stand. Im MSCI World Index war Japan damals mit einer Gewichtung von ca. 40 Prozent repräsentiert. Gegenwärtig hat der japanische Markt lediglich ein Gewicht von ca. 10 Prozent im MSCI World Index bei einem Wert des Nikkei 225 Index von ca. 18.000 Punkten (Stand 30. Juni 2007). Auch der Anteil von einzelnen Sektoren innerhalb eines Indexes kann sich deutlich verschieben. So betrug der Anteil von Technologieunternehmen im S&P 500 Index Anfang der 90er Jahre lediglich 10 Prozent. Zum Höhepunkt der Euphorie bei Technologietiteln im Jahr 2000 wuchs die Gewichtung auf ca. 28 Prozent an. Heute liegt der Anteil wieder bei etwa 15 Prozent.

Die Zusammensetzung der Indizes nach Marktkapitalisierung und die Ausrichtung der passiven Investments an den Indizes führen somit zu einem prozyklischem Anlageverhalten. Hätte ein Anleger im Jahr 1989 sein Geld passiv in den Weltaktienindex investiert, wäre er zu 40 Prozent in Japan investiert gewesen. Diese Allokation beruhte jedoch nicht zwingend darauf, dass der Anleger ein solch hohes Gewicht in Japan bewusst eingehen wollte, sondern weil Japan in den Jahren zuvor eine außerordentliche Börsenphase erlebt hat. Ähnliches gilt für einen Investor, der im Jahr 2000 den S&P 500 Index gekauft hat, der damit zum Hochpunkt der TMT-Blase³⁷ mit seinem vermeintlichen Basisinvestment zu 28 Prozent in Technologie investiert hat. In den folgenden Jahren hätte der Anleger mit diesen Investments deutliche Verluste erlitten. So liegt der japanische Aktienmarkt gegenüber seinem Höchststand immer noch mehr als 50 Prozent im Minus. Auch die Technologiewerte liegen bis heute deutlich unter ihrem damaligen Wert.

Somit sollte sich ein Investor vor seiner Anlageentscheidung mit der Zusammensetzung und der Methodologie des Indexes auseinandersetzen, um festzustellen, ob die Ausrichtung auch tatsächlich seiner gewünschten Zielsetzung entspricht. Weiterhin muss sich der Anleger darüber im Klaren sein, dass sich die Allokation im Zeitablauf prozyklisch verändern wird.

6.3. Zwischenfazit und Kriterien für ein passives Investment

Eine passive Anlage erscheint für denjenigen Anleger sinnvoll, der keinen Zugang zu erfolgversprechenden Fondsmanagern hat, die mit hoher Wahrscheinlichkeit ihren Vergleichsindex – unter Berücksichtigung der Kosten –

³⁷ TMT steht für Technologie- Medien und Telekomwerte, die bis in das Jahr 2000 eine außerordentliche Wertentwicklung erzielt haben.

nachhaltig übertreffen können. Für diese Investoren kann eine passive Anlagestrategie eine geeignete Lösung sein. Mittels einer passiven Anlagestrategie wird dem Investor – wie auch bei einem aktiv verwalteten Fonds – die letztendliche Anlageentscheidung bzgl. des einzelnen Wertpapiers abgenommen, so dass sich eine Vereinfachung für den Anleger ergibt. Allerdings sollte sich der Investor über die möglichen systematischen Risiken und Nachteile im Klaren sein, die mit einem passiven Investment verbunden sind.

Wie eingangs beschrieben, verzichtet der Anleger mit einem passiven Investment auf die Möglichkeit, Mehrwerte gegenüber dem Index zu erzielen. Aufgrund der entstehenden Kosten, auch wenn diese sehr gering sein mögen, wird sich die passive Anlageform sogar schlechter entwickeln als der Index selbst. Auf der anderen Seite minimiert der Anleger das Risiko, dass ein aktiver Fondsmanager durch seine Entscheidungen einen relativen Verlust gegenüber dem Index erzielt. Um die Minderperformance gegenüber dem Index so gering wie möglich zu halten, sind die gesamten laufenden und einmaligen Kosten bei der Auswahl eines passiven Investments somit ein bedeutendes Entscheidungskriterium.

Es wurde ebenfalls festgestellt, dass neben den Kosten für das passive Instrument ganz erhebliche Kosten bei passiven Anlagen abseits der Standardmärkte entstehen können. Somit sind passive Anlagen in Indizes, die wenig liquide Titel beinhalten, mit der gebotenen Sorgfalt zu überdenken. In Folge dessen wird das Anlageuniversum für einen rein passiv anlegenden Investor deutlich eingeschränkt, da – ohne deutliche Wertminderungen aufgrund von Indexarbitrage zu erleiden – lediglich eine Anlage in Standardindizes in Betracht kommt.

Ein weiterer entscheidender Punkt ist, dass sämtliche Erträge des zugrunde liegenden Investments in die Berechnung des passiven Instruments einfließen. Dies sind insbesondere Dividenden bei Aktienanlagen und Zinseinnahmen bei Renteninvestments. Bei den meisten Aktien-Indizes handelt es sich um reine Kursindizes, bei denen Dividenden nicht berücksichtigt werden. Eine Ausnahme hiervon ist beispielsweise der DAX, der als Performanceindex Dividenden in der Berechnung mit einbezieht. Bei passiven Investments auf Kursindizes wie zum Beispiel dem S&P 500 Index sollte darauf geachtet werden, dass Dividenden mit berücksichtigt werden. Ansonsten partizipiert der Anleger nicht an den Dividenden, die einen bedeutenden Teil der Gesamtperformance ausmachen können.

Weiterhin stellt sich für den Anleger die Frage, welches passive Instrument hinsichtlich der Gewichtung von Branchen/Regionen, die sich innerhalb des passiven Produkts prozyklisch verschieben können, geeignet ist. Alternativ

kann der Anleger diese Entscheidungen auch an einen professionellen Vermögensverwalter oder Dachfondsmanager übergeben.

6.4. Ineffizienzen als Nährboden von Alpha

Um ein besseres Verständnis zu vermitteln, wie ein aktiver Fondsmanager in seinem jeweiligen Markt Mehrwerte bzw. Alpha erzielen kann, wird im Folgenden aufgezeigt, welche grundsätzlichen Möglichkeiten einem Fondsmanager an den Aktien- und Rentenmärkten offen stehen. Die Voraussetzung hierfür ist, dass im jeweiligen Markt Ineffizienzen vorhanden sind, von denen ein aktiver Manager profitieren kann. Die Frage, wie groß die Möglichkeiten für einen aktiven Fondsmanager sind, hängt direkt von der Effizienz des Marktes ab. Je effizienter ein Markt funktioniert, desto schwieriger ist es, einen Mehrwert zu erzielen.

Die Hypothese des vollständig effizienten Marktes geht davon aus, dass der Kurs eines Wertpapiers sämtliche relevanten Informationen sofort und unter rationaler Betrachtung richtig wiedergibt. Dieser sogenannte „faire Wert“ beschreibt den Marktwert unter idealen Bedingungen. Nach der Hypothese des effizienten Marktes ist es nicht möglich, einen Mehrwert gegenüber diesem zu erzielen und die logische Konsequenz wäre, ausschließlich passiv zu investieren. Die Annahme eines vollständig informationseffizienten Marktes wird heutzutage kaum noch vertreten. So zeigen beispielsweise Studien aus der Behavioural Finance³⁸, dass sich die Marktteilnehmer nicht immer vollkommen rational verhalten, wie es in einem vollständig effizienten Markt der Fall sein müsste.

Somit ist es möglich, dass der aktuell am Markt zu beobachtende Kurs nicht unbedingt dem „fairen Wert“ entspricht und mitunter deutlich von diesem abweichen kann. Langfristig muss der Kurs eines Wertpapiers jedoch zu seinem „fairen Wert“ hin tendieren, da ein Ungleichgewicht zwischen dem aktuellen Kurs und dem eigentlichen „fairen Wert“ kein stabiler Zustand ist. Wenn Wertpapiere nicht immer zu ihrem „fairen Wert“ notieren und sowohl nach oben als auch nach unten davon abweichen können, so muss es möglich sein, von diesen Schwankungen um den „fairen Wert“ zu profitieren. Es liegen also Ineffizienzen im Markt vor, die erkannt und ausgenutzt werden können.

Eine mögliche Art, von Ineffizienzen zu profitieren, wurde bereits am Beispiel der Indexumstellung in Abschnitt 6.2.2. aufgezeigt. Daran kann anschaulich

³⁸ Die Behavioural Finance beschäftigt sich mit dem Verhalten von Marktteilnehmern an den Kapitalmärkten und versucht, dieses zu erklären.

gezeigt werden, dass im Markt Ineffizienzen vorhanden sind, die sich ein Investor zur Erzielung von Mehrwerten zu Nutze machen kann. In dem Beispiel der Indexumstellung konnte ein aktiver Investor die Aktien kaufen, die im Zuge der Umschichtung stark nachgefragt werden würden und umgekehrt die Aktien leer verkaufen, die den Index verlassen würden. In diesem Beispiel haben die passiven Anleger den Gewinn des aktiven Investors bezahlt. Chen et. al.³⁹ schätzen den relativen Verlust, den passive Investoren jährlich aufgrund von Index-Arbitrage im S&P 500 Index erleiden, auf durchschnittlich 440 Millionen US-Dollar im Jahr. Im Gegenzug bedeutet dies, dass aktive Investoren durch diese Art der Arbitrage jährlich 440 Millionen US-Dollar für sich oder ihre Kunden verdienen.

Vorraussetzung für die Erzielung von Alpha ist, dass ein Manager über höhere Fähigkeiten verfügt als der Durchschnitt des Marktes. Er muss Ineffizienzen rechtzeitig entdecken und in der Lage sein, diese in seinem Portfolio mit der entsprechenden Gewichtung auszunutzen.

6.4.1. Ineffizienzen der Aktienmärkte

Allein die unüberschaubare Anzahl von unterschiedlichen Aktien weltweit und die Vielzahl von Einflussfaktoren auf die Unternehmen macht deutlich, dass der Aktienmarkt ein hohes Potential für Ineffizienzen aufweist. So werden Unternehmen auf unterschiedliche Art und Weise von externen Faktoren beeinflusst. Hierbei kann es sich beispielsweise um staatliche Regulierung, die Entwicklung der Zinsen oder auch den Monsun-Regen in Indien handeln. Auch die Fähigkeiten der einzelnen Unternehmenslenker fließen mit in die Bewertung von Aktien ein. Es bietet sich somit eine Vielzahl von Möglichkeiten, die vorhandenen Informationen zu interpretieren und die Ertragsperspektive einer Branche, einer Region oder eines Titels unterschiedlich zu bewerten. Nicht umsonst heißt es etwas überspitzt, dass zwei Analysten drei unterschiedliche Meinungen zu einem Wertpapier haben werden. Die Fülle an Informationen und der Umstand, dass niemand über sämtliche Informationen verfügt, geschweige denn sie alle richtig interpretieren kann, führt zu unterschiedlichen Meinungen hinsichtlich des „fairen Wertes“ eines Unternehmens. Die Summe der unterschiedlichen Meinungen spiegelt sich im Kurs des einzelnen Wertpapiers wider. In Folge dessen wird es immer einzelne Wertpapiere, Branchen oder Regionen geben, die gemessen an ihrem derzeit gehandelten Preis von den individuellen Vorstellungen eines Marktteilnehmers abweichen werden. Ist ein Fondsmanager aufgrund seiner Fähigkeiten

³⁹ Chen, Honghui; Noronha, Gregory; Singal, Vijay (2006): *Index Changes and Losses to Index Fund Investors*, in: *Financial Analysts Journal*. Vol. 62, Nr. 4, S. 31-47.

in der Lage, die vorhandenen Informationen besser zu analysieren als der breite Markt dies kann, sollte er langfristig Mehrwerte erzielen können.

Hierbei muss betont werden, dass auch ein Fondsmanager mit herausragenden Fähigkeiten über eine gewisse Zeit immer wieder schlechter abschneiden wird als der Durchschnitt des Marktes, einfach weil er manchmal auch Pech hat. Umgekehrt gibt es auch immer Manager, die lediglich aufgrund von glücklichen Entscheidungen eine überdurchschnittliche Wertentwicklung erzielen. Über einen langfristigen Zeitraum sollten sich Glück und Pech jedoch die Waage halten und die tatsächlichen Fähigkeiten des Managers zum Tragen kommen.

Grundsätzlich hat ein Fondsmanager unterschiedliche Möglichkeiten, einen Mehrwert gegenüber einem Vergleichsindex zu erzielen. Diese können einzeln oder auch kombiniert eingesetzt werden. Zum einen besteht die theoretische Möglichkeit des Markt-Timing, also das rechtzeitige Einsteigen in einen steigenden Markt und der Aufbau von Kasse in einem fallenden Markt. Die Vorstellung, lediglich in einem steigenden Markt investiert zu sein und in fallenden Märkten Bargeld zu halten, ist wohl die Traumvorstellung eines jeden Investors. Jedoch grenzt es an Hellseherei, die kurzfristige Richtung, welche die Börse wohl einschlagen wird, vorherzusehen. So sind weder Marktbewegungen aufgrund eines plötzlichen Ereignisses, wie zum Beispiel den Terroranschlägen vom 11. September 2001 vorhersehbar, noch die zeitlich korrekte Vorhersage einer Marktkorrektur.

Die Zukunft lässt sich nicht präzise voraussagen und somit ist festzustellen, dass Markt-Timing extrem schwierig ist. Wer schon einmal seine Positionen aufgrund der Annahme verkauft hat, dass die Märkte korrigieren werden – um dann festzustellen, dass die Kurse weiter gestiegen sind – wird dies bestätigen können. Die Chancen und Risiken des Markt-Timing werden in Kapitel 7 weitergehend erläutert.

Tatsächlich versuchen die wenigsten Fondsmanager in der Praxis Markt-Timing, wie es oben beschrieben ist, zu betreiben. So gibt es auch keine führende Fondsgesellschaft, die mit einem solchen Ansatz langfristige Erfolg vorweisen kann und dadurch bekannt geworden ist. Bei diesem Managementansatz ist die Gefahr viel zu groß, dass sich der Manager irrt. Die Ergebnisse sind weit mehr vom Glück als vom Können des Managers abhängig. Glück ist jedoch kein Faktor, auf den Verlass ist und der auch keine nachhaltigen Erfolge verspricht.

In der Praxis lassen sich vielmehr zwei Stile identifizieren, die oftmals miteinander kombiniert werden. Zum einen der sogenannte Top-Down-Ansatz und

zum anderen der Bottom-Up-Ansatz. Mit Top-Down ist gemeint, dass ein Manager ein bestimmtes Thema wie zum Beispiel Energie in seinen Portfolios höher gewichtet, da er aufgrund von makroökonomischen Überlegungen zu dem Schluss kommt, dass z. B. die Nachfrage nach Erdöl in Zukunft steigen sollte. In einem zweiten Schritt sucht der Manager dann die Titel, welche von diesem Thema in der Zukunft profitieren sollten. Umgekehrt schaut sich ein Bottom-Up orientierter Manager zunächst das individuelle Unternehmen an, um die Aktien zu identifizieren, denen er unabhängig von der Branche oder dem Land das höchste Potential zutraut.

6.4.1.1. Top-Down

Um rein auf Top-Down-Ebene Mehrwerte gegenüber einem Index zu erzielen, müssen Abweichung gegenüber diesem hinsichtlich der Branchen-, Länder- oder Währungsallokation vorgenommen werden. Entwickelt sich beispielsweise die gegenüber dem Index höher gewichtete Branche besser als der Durchschnitt aller anderen Branchen, so hat der Manager über die richtige Branchenselektion einen Mehrwert erzielt.

Ein Beispiel für ein solches themenorientiertes Vorgehen ist die Überzeugung, die Peter E. Huber im Dezember 2005 in seinem Börsenausblick für das Jahr 2006 vertreten hat. In diesem Ausblick prognostizierte er einen bevorstehenden Investitionsboom. Den damaligen allgemeinen Marktprognosen, die einen weiteren Rückgang der Investitionstätigkeit vorhersahen, konnte sich Peter E. Huber aufgrund seiner Analyse nicht anschließen. Seit der Boom-Phase in den Jahren 1998 und 1999 waren die Investitionen stetig zurückgegangen und die Marktprognosen schrieben diesen Trend in die Zukunft fort. Laut Hubers Analyse sollten die Bedürfnisse nach der Sicherstellung der Energieversorgung sowie Ersatzinvestitionen im Kraftwerksektor, Investitionen in Infrastruktur in den Schwellenländern und ein sich auflösender Investitionsstau des öffentlichen Sektors einen Investitionsboom auslösen. Da die Mehrheit des Marktes von weiter sinkenden Investitionen ausgegangen ist, kann bei einer Trendumkehr ein Mehrwert generiert werden, wenn sich denn die Prognose in der Folge bewahrheitet und die Themen im jeweiligen Portfolio entsprechend berücksichtigt wurden.

An dieser Stelle muss jedoch gesagt sein, dass ebenso wie Markt-Timing auch die richtige Top-Down-Entscheidung äußerst schwer zu treffen ist und Prognosen über eventuelle Zukunftstechnologien oder -trends mit äußerster Vorsicht zu betrachten sind. All zu oft erfahren bestimmte Investmentthemen eine sehr hohe Aufmerksamkeit. Manche werden allerdings auch vollkommen verkannt. So soll IBM Präsident Thomas Watson im Jahr 1943 geäußert haben, dass er le-

diglich einen Weltmarkt für vielleicht fünf Computer sieht. IBM war damals der dominierende Anbieter von Tabelliermaschinen zur Auswertung von Lochkarten in den USA. Beispiele wie dieses zeigen, dass selbst die Experten nicht mit Sicherheit vorhersagen können, wie sich eine Branche entwickeln wird. Genau so wird auch nicht jede visionäre Idee den erhofften Erfolg bringen.

6.4.1.2. Bottom-Up

Bei der Bottom-Up Selektion steht die Beurteilung des einzelnen Wertpapiers im Vordergrund. Zielsetzung ist es, Wertpapiere zu finden, die sich in der Zukunft besser entwickeln werden als der Marktdurchschnitt. Die Ineffizienzen auf Einzeltitelebene sind gegenüber der Top-Down Betrachtung deutlich höher, da wesentlich mehr spezifische Faktoren in der Analyse zu berücksichtigen sind. Somit kann es zu wesentlichen Unterschieden in der Beurteilung des „fairen Wertes“ durch verschiedene Marktteilnehmer kommen und die Abweichungen von diesem können umso größer ausfallen. Diese Faktoren können jedoch in einer detaillierten Analyse bei hohen analytischen Fähigkeiten bewertet werden, um so einen Informationsvorsprung zu gewinnen. Dies bietet wiederum die Gelegenheit, über den Kauf von unterbewerteten Titeln bzw. über den Verkauf von überbewerteten Titeln einen Mehrwert zu schaffen.

Der entscheidende Punkt bei der Einzeltitelanalyse ist, auf Basis von eigenen Überlegungen und Analysen die Wertpapiere im Markt zu identifizieren, die von der Summe der Marktteilnehmer anscheinend falsch bewertet werden. Die Herangehensweise der fundamentalen Unternehmensanalyse kann unterschiedlich sein. So gibt es Fondsmanager, die sich in erster Linie auf die Analyse von Bilanzen und insbesondere dem „Kleingedruckten“ in diesen konzentrieren. Andere Fondsmanager suchen den Kontakt zum Management, um durch gezielte Fragen ein hohes Verständnis für das Unternehmen und den Markt, in dem dieses tätig ist, zu erlangen. Weiterhin haben einige Fondsmanager einen wesentlich größeren Zeithorizont bei der Prognose der potenziellen Entwicklung eines Unternehmens. Ein Großteil des Marktes weist in den Analysen einen sehr kurzfristigen Betrachtungszeitraum auf. So ist eine Vielzahl der Broker-Studien lediglich auf die nächsten Quartalszahlen eines Unternehmens fixiert. In einer langfristig ausgelegten Analyse können Entwicklungen in Betracht gezogen werden, die langfristig große Auswirkungen auf das individuelle Unternehmen haben können.

Diese versteckten Werte lassen sich am ehesten bei Titeln finden, die von nur wenigen anderen Marktteilnehmern beobachtet werden. So werden internationale Standardwerte wie Microsoft oder die Deutsche Bank von einer Vielzahl von Analysten weltweit analysiert. Die Chance, dass bei einem solchen

Titel eine hohe Fehlbewertung durch den Markt stattfindet, ist bedeutend geringer, als dies bei einem weniger beachteten Titel der Fall ist. Gerade Wertpapieren mit mittlerer und niedriger Marktkapitalisierung weisen in aller Regel höhere Ineffizienzen auf. Dies begründet sich bereits auf der bloßen Anzahl der Titel im Verhältnis zu den Standardwerten und den damit verbundenen größeren Auswahlmöglichkeiten bei gleichzeitig geringer Beobachtung durch den allgemeinen Markt.

Weiterhin sind die Besonderheiten in speziellen Märkten zu nennen, in denen ein tiefgehendes Fachverständnis für die Einzeltitelanalyse notwendig ist. Dies ist bei der Analyse von z. B. Biotechnologie-Unternehmen leicht nachvollziehbar. Es muss ein hohes Verständnis für die Materie vorhanden sein, um beispielsweise die Wahrscheinlichkeit abzuschätzen, ob ein neu entwickeltes Produkt die Marktzulassung erhalten wird. Ein solches medizinisches Fachverständnis werden jedoch nur die wenigsten Marktteilnehmer vorweisen können. Allerdings ist dieses benötigte Fachverständnis nicht nur auf einzelne Branchen beschränkt, sondern schließt auch ganze Regionen ein. Gerade in Schwellenländern spielen Themen wie Corporate Governance⁴⁰, Rechtssicherheit und der politische Einfluss auf Unternehmen eine wesentlich höhere Bedeutung als dies in entwickelten Ländern der Fall ist. So ist eine angemessene fundamentale Unternehmensanalyse auch nur mit Kenntnis der spezifischen Eigenheiten des Marktes möglich, um entsprechende Risikoprämien mit in die Bewertung einfließen zu lassen. Ohne Berücksichtigung dieser Faktoren werden die Risiken, die mit dem Investment verbunden sind, unterschätzt, und der Wert eines Unternehmens wird tendenziell als zu hoch eingeschätzt werden. Zu den Aufgaben eines aktiven Fondsmanagers gehört somit nicht nur die Erzielung von Mehrwerten aufgrund der Auswahl von aussichtsreichen Wertpapieren, sondern ebenfalls die Vermeidung von unnötigen Risiken, um so einen Mehrwert zu schaffen.

Da einzelne Titel höhere Ineffizienzen aufweisen, als dies bei ganzen Branchen oder Regionen der Fall ist, bieten sich für einen Fondsmanager in diesem Bereich die größten Möglichkeiten, nachhaltig Mehrwerte für seine Anleger zu erzielen. Er muss jedoch in der Lage sein, die vorhandenen Informationen besser zu interpretieren, als die anderen Marktteilnehmer dies können. Je weniger Marktteilnehmer einen Titel beobachten bzw. je geringer das fundierte Wissen der anderen Marktteilnehmer ist, desto leichter sollte es einem aktiven Fondsmanager fallen, nachhaltig Mehrwerte zu erzielen.

⁴⁰ Corporate Governance umfasst die Werte und Grundsätze für eine verantwortungsvolle Unternehmensführung und somit auch die Wahrung der Interessen von Minderheitsaktionären – also Anteilseignern, die Aufgrund ihrer geringen Beteiligung am Unternehmen kaum Einfluss auf Unternehmensentscheidungen nehmen können.

6.4.2. Ineffizienzen der Rentenmärkte

Mit den Rentenmärkten ist der Markt der fest- und variabelverzinslichen Anleihen gemeint. Dieser teilt sich auf in Staats- und Unternehmensanleihen, die in der Regel von den Ratingagenturen wie Standard & Poor's, Moody oder Fitch auf ihre Bonität hin geprüft und bewertet werden. Hierbei wird der Markt in Anleihen hoher Bonität (Investment Grade) und niedriger Bonität (Non Investment Grade) unterteilt. Kreditnehmer mit hoher Bonität, wie zum Beispiel die Bundesrepublik Deutschland, müssen für ihre Kredite einen relativ niedrigen Zins zahlen, da die Wahrscheinlichkeit für einen Zahlungsausfall sehr gering ist. Ein Unternehmen oder ein Land mit niedriger Bonität hingegen muss einen Risikoaufschlag in Form eines höheren Zinses zahlen. Der Wert einer Anleihe hängt maßgeblich von der Veränderung der Bonität des Schuldners im Zeitablauf ab. Erfährt ein Schuldner eine Aufstufung in der Bonität, werden die ausgegebenen Anleihen an Wert gewinnen, da das Risiko eines Zahlungsausfalls als geringer eingestuft wird. Der umgekehrte Fall gilt bei einer Herabstufung der Bonität. Über eine detaillierte Bottom-Up-Analyse hinsichtlich der möglichen Veränderung der Bonität des Schuldners lassen sich somit Mehrwerte erzielen. Es werden Anleihen von Schuldnern mit sich verbessernder Bonität gekauft und umgekehrt.

Der zweite Punkt, der maßgeblichen Einfluss auf den Wert einer Anleihe hat, ist das allgemeine Zinsniveau. Hierbei können Mehrwerte aufgrund einer entsprechenden Positionierung hinsichtlich der Veränderung des Zinsniveaus geschaffen werden, die auf einer Top-Down-Analyse beruhen. Dies soll mit dem folgenden einfachen Beispiel verdeutlicht werden.

Kauft ein Anleger eine Anleihe mit hoher Bonität und einem Zinskupon von vier Prozent, so wird die Anleihe einen Kursgewinn erfahren, wenn der allgemeine Marktzins auf 3,5 Prozent sinkt. Die Anleihe zahlt einen Zins von vier Prozent, wohingegen eine Alternativanlage lediglich 3,5 Prozent erzielen würde. Somit gewinnt die Anleihe an Wert. Je länger die Laufzeit dieser Anleihe ist, desto länger kann der Anleger von dem höheren Zins profitieren. In Folge dessen steigt der Kurs der Anleihe stärker, je länger die Restlaufzeit ist. Im umgekehrten Fall einer Zinserhöhung verliert die Anleihe an Wert. Der Kursverlust erhöht sich mit zunehmender Restlaufzeit.

Anleihen notieren in unterschiedlichen Währungen. Zwischen dem Wechselkurs zweier Währungen und dem Zinsniveau der beiden Länder gibt es eine deutliche Verbindung, die jedoch auch von einer Reihe weiterer Faktoren bestimmt wird. Somit kann ein Anleger über den Kauf von in Fremdwährungen notierten Anleihen von Wechselkursänderungen profitieren.

Einem klassischen Rentenfondsmanager stehen somit lediglich drei Wege offen, wie er einen Mehrwert erzielen kann. Zum einen kann er von Aufwertungen hinsichtlich der Bonität profitieren bzw. versuchen, Abwertungen oder gar Zahlungsausfälle zu vermeiden. Zum anderen kann er versuchen, das Portfolio je nach seiner Einschätzung hinsichtlich der allgemeinen Zinsentwicklung zu positionieren. Geht er von steigenden Zinsen aus, so wird er tendenziell in Anleihen mit kurzer Restlaufzeit investiert sein, da diese nur geringfügig von den steigenden Zinsen betroffen sind. Vermutet der Manager hingegen ein fallendes allgemeines Zinsniveau, so wird er Positionen in Anleihen mit langer Restlaufzeit eingehen, um sich die hohen Zinsen möglichst lange zu sichern. Weiterhin kann der Manager Fremdwährungsanleihen kaufen, um von dem eventuell höheren Zins und/oder einer vorteilhaften Wechselkursentwicklung zu profitieren. Einem Fondsmanager stehen somit nur wenige Möglichkeiten offen, im Rentenmarkt Mehrwerte zu erzielen. Rentenfondsmanager mischen deshalb oftmals weitere Anlagen in ihr Portfolio, von denen sie sich einen zusätzlichen Mehrwert versprechen, ohne dadurch das Risiko signifikant zu erhöhen.

Hierbei handelt es sich häufig um Rentenpapiere, die höhere Ineffizienzen aufweisen und somit ein höheres Potenzial zur Erzielung von Mehrwerten bieten. Dies können zum Beispiel Unternehmensanleihen oder Schwellenländeranleihen sein, bei welchen der Markt das Kreditrisiko und damit die Ausfallwahrscheinlichkeit überschätzt. Weitere Möglichkeiten bieten Investitionen in Fremdwährungsanleihen. Hiermit geht der Fondsmanager ein zusätzliches Wechselkursrisiko ein. Gerade im Zuge der Konvergenz der osteuropäischen EU-Beitrittskandidaten war dies ein typisches Investment. Hierbei konnten die Anleger sowohl von den sinkenden Zinsen in den Beitrittsländern als auch von steigenden Wechselkursen profitieren.

Es lässt sich feststellen, dass ein Rentenfondsmanager aufgrund der relativ zum Aktienmarkt geringen Ineffizienzen nur wenige Möglichkeiten zur Mehrwerterzielung hat. In Folge dessen gibt es auch nur wenige aktive Fondsmanager, die unter Berücksichtigung der Kosten tatsächlich einen Mehrwert gegenüber einer passiven Anlage erzielen können. Dies gilt insbesondere für das Segment der Anleihen mit hoher Bonität in heimischer Währung. In Schwellenländer- und Unternehmensanleihen bzw. Anleihen in Fremdwährungen lassen sich jedoch über ein qualitativ hochwertiges Fondsmanagement leichter Mehrwerte erzielen.

Fazit

Aktive Fondsmanager haben die Möglichkeiten, für ihre Kunden Mehrwerte zu erzielen. Bei einem rein passiven Investment ist die Möglichkeit zur Erzielung von Mehrwerten per Definition ausgeschlossen. Zum Teil sind es sogar die passiven Anleger, die die Renditen der aktiven Investoren bezahlen, wie die Studie von Chen et. al.⁴¹ aufzeigt.

In jedem Markt besteht die grundsätzliche Möglichkeit, durch aktives Management einen Mehrwert für den Kunden zu erzielen. In ineffizienten Märkten ist dies grundsätzlich einfacher zu erreichen als in vergleichsweise effizienten Märkten. Jedoch gibt es auch in effizienteren Marktsegmenten Manager, die aufgrund ihrer Fähigkeiten eine überdurchschnittliche Wertentwicklung erzielen können. Um von deren Fähigkeiten profitieren zu können, muss der Anleger in der Konsequenz die Manager identifizieren, die über diese Fähigkeiten verfügen und somit einen Vorteil gegenüber dem breiten Markt haben.

⁴¹ Chen, Honghui; Noronha, Gregory; Singal, Vijay (2006): *Index Changes and Losses to Index Fund Investors*, in: *Financial Analysts Journal*, Vol. 62, Nr. 4, S. 31-47.