

Aktiv – aber wie?

Von Matthias Weber

Entscheidet sich ein Investor für einen aktiven Anlagefonds und gegen ein Indexprodukt, erwartet er ein entsprechend aktives Management. Als Messgrösse für den Grad der Aktivität dient oft der Tracking error, der die Volatilität des Fonds im Vergleich zu seiner Benchmark misst.

Erzielen Anlagefonds mit hohem Tracking error systematisch eine bessere Performance? Cremers und Petajisto untersuchten diesen Zusammenhang anhand von US-Aktienfonds von 1990 bis 2003. Resultat der Studie: Die Höhe des Tracking errors sagt nichts über die durchschnittliche Überperformance oder das Alpha aus. Wenn überhaupt, ist der Zusammenhang negativ, also je höher der Tracking error, desto geringer das Alpha. Einen hohen Tracking error zu riskieren, lohnt sich also per se nicht.

Fondsmanager können auf zwei Wegen Alpha schaffen: Über Faktortiming oder Titelwetten. Mit Faktortiming geht der Fondsmanager systematische Risiken ein, indem er zum Beispiel Nebenwerte, Substanzwerte oder Liquidität temporär übergewichtet oder mit einer Sektorrotation arbeitet. Bei Titelwetten handelt es sich hingegen zu einem grossen Teil um firmenspezifische Risiken. Mit geschickter Portfoliokonstruktion lassen sich diese unsystematischen Risiken wegdiversifizieren.

Resultat: Selbst bei vielen Titelwetten kann der Tracking error gering ausfallen, der Grad des aktiven Managements wird unterschätzt. Hingegen führt Faktortiming sehr rasch zu einem hohen Tracking error, der Grad des aktiven Managements wird überschätzt.

Die Aktivquote analysieren

Um zu erkennen, ob ein Manager auf Faktortiming oder Titelwetten setzt, sollte neben dem Tracking error auch die Aktivquote analysiert werden. Die Aktivquote vergleicht die Positionen im Fonds mit den Positionen in der Benchmark; sie ist die Summe aller absoluten Abweichungen vom Fonds- zum Benchmarkportfolio. Kombiniert man Aktivquote mit Tracking error, so lassen sich vier Ansätze unterscheiden und auf deren Alphanpotenzial untersuchen: Faktortiming führt zu hohem Tracking error bei gleichzeitig relativ tiefer Aktivquote. Diese Fonds schneiden bei der Studie mit US-Aktienfonds am schlechtes-

ten ab, Faktortiming scheint vom Markt nicht entschädigt zu werden. Ob dies beispielsweise auch für einen globalen Aktienfonds mit Länderwetten gilt, bleibt aber offen. Indexnahe Fonds haben sowohl eine tiefe Aktivquote wie auch einen tiefen Tracking error. Ihre Resultate sind ebenfalls ernüchternd, Indexfonds sind die bessere und günstigere Alternative.

Vorteil Dachfonds

Hingegen schneiden Fonds mit hoher Aktivquote generell gut ab, wobei die Fonds mit konzentrierten Titelwetten und entsprechend hohem Tracking error noch mehr überzeugen als die Fonds mit diversifizierten Titelwetten und entsprechend tieferem Track error. Damit wissen wir nun auch, warum der Tracking error für sich allein ein schlechter Indikator ist: Sowohl konzentrierte Titelwetten als auch Faktortiming führen zu hohem Tracking error, aber nur Erstere schaffen Wert, während Letztere Wert vernichten.

Interessant ist die Erkenntnis, dass konzentrierte Titelwetten besser abschneiden als diversifizierte Titelwetten. Somit müssten Dachfonds, die in konzentrierte Einzelfonds investieren, besser abschneiden, als ein breit diversifizierter Einzelfonds. Auch Baks, Busse und Green stellen fest, dass konzentrierte Manager bessere Resultate zeigen als diversifizierte Fonds: Diese Fondsmanager konzentrieren also nicht einfach ihre Portfolios, weil sie über ein übersteigertes Selbstvertrauen verfügen, wie dies Studien aus der Behavioral Finance suggerieren, sondern sie sind damit im Schnitt tatsächlich erfolgreich.

Umgekehrt unterliegen Fondsmanager mit breiter Diversifikation dem Herdentrieb. Dieser scheint primär der Minimierung des Karriererisikos zu dienen. Man kauft nicht, was attraktiv bewertet ist, sondern, was die anderen auch kaufen. Wenn es schief geht, war man wenigstens nicht schlechter als die anderen. Eine Portfolioanalyse bestätigt die geringeren Fähigkeiten diversifizierender Manager: Selbst die Top-Positionen der diversifizierten Anlagefonds schneiden schlechter ab als konzentrierte Fonds.

Matthias Weber ist Partner der Ifund Services, Zürich. Die ersten vier Folgen der Serie über das wissenschaftliche Fondsresearch sind in FuW Nrn. 69, 73, 79 und 83 vom 5. und 19. September sowie vom 10. und 24. Oktober erschienen.

Faktortiming oder Titelwette ?

	Tiefer Tracking error	Hoher Tracking error
Tiefe Aktivquote	Indexnahe Fonds (besser: Indextracking Fonds)	Faktortiming (gemäss Studie: schlechtes Abschneiden)
Hohe Aktivquote	Diversifizierte Titelwetten (gemäss Studie: gutes Abschneiden)	Konzentrierte Titelwetten (gemäss Studie: bestes Abschneiden)

Quelle: Ifund Services