

MEHRWERT SCHAFFEN

AKTIVE MANAGER Die Aufgabe von aktiven Managern ist die Schaffung von Mehrwert. Doch wie erzielen sie ihn? Die Strategie muss für die Anlageklasse geeignet sein, um nachhaltig Mehrwert zu erwirtschaften.

MEHRHEIT GELINGT ES Schaffen aktive Manager Mehrwert? Vertreter von passiven Strategien behaupten, dass dies auf Dauer nur schwer möglich ist und viele Fondsmanager ihre Vergleichsindizes nicht schlagen. Die Grafik mit dem Ifund-Outperformance-Index verdeutlicht, dass in den drei Hauptkategorien Aktien Europa, Aktien USA und Aktien Schwellenländer die Mehrheit der Manager die Benchmark – vor Kosten – übertrifft. Rechnet man die Managementgebühren hinzu, so reduziert sich der Anteil zwar, aber auch dann schlägt ein Drittel bis knapp die Hälfte der Manager die Benchmark.

Doch wie kann ein Manager überhaupt Mehrwert generieren? Welche Grenzen gibt es dabei, und wie kann man für aktives Management attraktive Investmentkategorien identifizieren? Es gibt zahlreiche Strategien, wie Fondsmanager Mehrwert schaffen können. Einige betreffen die Investmentphilosophie, bei der es darum geht, einen Informationsvorsprung auf die anderen Marktteilnehmer zu erlangen. Hier steht die Analysetätigkeit des Managers und seiner Analysen im Vordergrund.

Mögliche Strategien sind die Titelselektion, die Makroanalyse und das Market Timing. Sie alle stellen darauf ab, dass durch eigenes Research ein Informationsvorsprung erlangt werden kann. Die Strategien sind vor allem in ineffizienten Märkten mit wenig verfügbarem oder schlecht aufbereitetem Datenmaterial geeignet, sind allerdings mit hohem Aufwand

Insbesondere in kleinen und illiquideren Märkten ist Potenzial für aktives Management vorhanden.

verbunden. Dennoch gibt es zahlreiche Fondsmanager, die die Strategie seit Jahren mit Erfolg verfolgen.

STRATEGIEN Es gibt aber noch ganz andere Strategien zur Schaffung von Mehrwert, die mit der eigentlichen Investmentphilosophie nicht viel zu tun haben. Wie erwähnt spielen die Kosten für die Rendite des Anlegers eine entscheidende Rolle. Ein wichtiger Kostenblock, die Handelskosten, kann direkt durch die operativen Voraussetzungen der Fondsgesellschaft sowie die Anlagestrategie beeinflusst werden. So können quantitativ verwaltete Fonds mit sehr hohem Handelsvolumen ihre Kosten nicht nur senken, sondern werden von den Handelsplattformen für die Bereitstellung von Liquidität sogar entschädigt – der Handel generiert somit Ertrag.

Eine weitere Möglichkeit ist das Nutzen der strukturellen Eigenschaften von Vergleichsindizes. Einerseits

kann durch das Antizipieren von Indexmutationen, die aufgrund der Indexkonstruktion bereits bekannt sind, profitiert werden. Andererseits kann der Manager Liquiditätsrestriktionen einzelner Titel in der Benchmark nutzen, indem er Werte mit tiefem Handelsvolumen durch ähnlich positionierte, liquiderer Papiere substituiert.

Sodann können an allen Märkten Anomalien auftreten, die ein rasch handelnder Manager nutzen kann. Entstehen können sie beispielsweise durch staatliche Eingriffe, Illiquidität oder Zwangsverkäufe von Marktteilnehmern. Dass sich solche Anomalien nicht nur in Entwicklungsländern ergeben, war 2008 in den Aktien Volkswagen zu beobachten. Auch die Erzeugung von asymmetrischen Renditeprofilen ist eine Strategie zur Schaffung von Mehrwert. Jeder Anleger möchte an steigenden Kursen möglichst vollständig partizipieren, gleichzeitig in Baissephasen aber weniger verlieren.

Derivate können helfen, ein solches Profil zu erzeugen. Sind es in Aktienfonds vor allem Optionen und Index-Futures, gibt es im Bereich Festverzinsliche Zins- und Kreditderivate. In sehr exotischen Märkten oder in Nebenwerten besteht häufig die Problematik, dass keine geeigneten Derivate zur Verfügung stehen. In welchen Anlagekategorien können diese Strategien zur Erzielung von Mehrwert am besten umgesetzt werden? Nicht jede Strategie funktioniert in jedem Markt gleich gut. Investoren müssen daher stets evaluieren, ob die von einem Fondsmanager gewählte Strategie überhaupt geeignet und umsetzbar ist. Die Analyse der vergangenen Rendite sowie der Vergleich von Portfolios und Stilanalysen können zur Evaluation hinzugezogen werden, um zu prüfen, ob der Manager tatsächlich seiner Strategie gefolgt ist und inwiefern sie Mehrwert geschaffen hat.

In den Blue-Chip-Aktien ist eine überlegene Titelselektion aufgrund der hohen Anzahl Analysten eher schwierig, auch mit der reinen Makroanalyse sowie dem Timing lässt sich nur schwer Mehrwert erzielen. Dafür gibt es häufig konzentrierte Benchmarks, gerade in Einzelländern. Grosse Risiken auf Einzeltitelebene oder hohe Sektorkonzentrationen

lassen sich durch eine bessere Portfoliozusammenstellung reduzieren.

Weiter sind Indexmutationen oft im Voraus absehbar. Da insbesondere passive Instrumente diese Mutationen stichtagsbezogen übernehmen müssen, kann dies durch einen vorzeitigen Kauf oder Verkauf ausgenutzt werden. Auch sind die Handelskosten generell niedrig und können bei quantitativen Strategien für die Bereitstellung der Liquidität sogar Ertrag generieren. Anomalien hingegen sind eher selten anzutreffen.

Etwas anders sieht die Situation bei Nebenwerten und Schwellenländern aus. Hier lohnt sich das fundamentale Research häufig, dafür sind die Handelskosten hoch. Indexmutationen haben einen viel geringeren Einfluss, da die Benchmarks oft mehrere hundert Titel enthalten.

In den Anleihenbenchmarks gibt es ganz andere Probleme als in den Aktienindizes. So fielen während der Finanzkrise viele Schuldtitel von Finanzunternehmen aus dem Investment-Grade-Index in die Hochzinskategorie. Indexierte Anleger mussten diese Verluste realisieren, und passive im Segment spekulativer Anleihen mussten viele dieser Finanzbonds hinzukaufen.

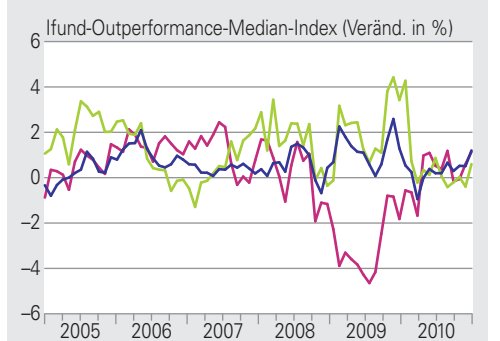
Ein aktiver Manager hat hier mehr Spielraum und muss nicht alle Indexanpassungen sofort nachbilden. Gerade bei Hochzinsanleihen kann die Liquidität der einzelnen Emissionen zudem stark eingeschränkt sein, sodass ein passiver Investor einen Index häufig nicht oder nur unter sehr hohen Handelskosten replizieren kann. Hier stösst man mit ETF schnell an Grenzen. Das erklärt auch, weshalb es im Bereich Hochzinsanleihen bislang relativ wenig ETF gibt.

WANDELANLEIHEN Bei Wandelanleihen lassen sich fast alle Strategien anwenden. Dank der integrierten Optionskomponente verfügen sie bereits über ein asymmetrisches Profil. Die Sensitivität gegenüber dem Aktienmarkt ist jedoch in hohem Mass abhängig vom Marktzyklus. Am Tiefpunkt ist sie sehr gering, am Ende eines Bull Market sehr hoch.

Ein geschickter Wandelanleihenmanager kann diese Sensitivität gezielt anpassen und durch Rebalancierung des Portfolios aktiv steuern. Mit

Derivaten kann er beispielsweise die Zinssensitivität beeinflussen. Durch den Kauf synthetischer Positionen können zudem Strukturen kreiert werden, die im Vergleichsindex nicht

MEHRHEIT ÜBERTRIFFT BENCHMARK



Der Ifund-Outperformance-Index wird monatlich berechnet und zeigt rollierend die Outperformance der Fondsmanager über die letzten 12 Monate. Vor Kosten übertrifft mehr als die Hälfte der Manager die Benchmark.

Quelle Ifund Services / Grafik Finanz und Wirtschaft

enthalten sind. Wandelanleihen sind daher ganz besonders für eine aktive Abdeckung geeignet.

MEHRWERT MÖGLICH Es lässt sich somit festhalten, dass aktive Manager durchaus Mehrwert generieren können. Wichtig ist, dass der Anleger die vom Manager verfolgte Strategie stets einordnet und hinterfragt. Insbesondere in kleinen und illiquideren Märkten ist Potenzial für aktives Management vorhanden. Auch im Eingehen von Kreditrisiken kann ein aktiver Manager viel schneller reagieren und Ausfälle im Portfolio verhindern. Wandel- und Hochzinsanleihen, zu einem gewissen Grad auch Nebenwerte und Schwellenländer bieten somit genügend Potenzial für einen aktiven Manager, einen deutlichen Mehrwert zu erwirtschaften.

Grundsätzlich sollte man davon ausgehen, dass aktives Management Mehrwert generieren kann, wenn die Anlagephilosophie gemäss der Tabelle dazu geeignet ist. Hat der Manager dies dann noch in den letzten Jahren bewiesen, spricht viel für ein Investment in seinen aktiven Fonds. ■

THOMAS ZÜTTEL
Fondsanalyst, Ifund Services

STRATEGIEN ZUR ERZIELUNG EINES MEHRWERTS

	Blue Chips	Nebenwerte	Schwellenländer	Staatsanleihen	Hochzinsanleihen	Wandelanleihen
Titelselektion	schwierig	geeignet	geeignet	schwierig	sehr gut geeignet	sehr gut geeignet
Makroanalyse	schwierig	schwierig	möglich	geeignet	schwierig	möglich
Timing	schwierig	schwierig	schwierig	schwierig	möglich	möglich
Ausnutzung der Infrastruktur	möglich	möglich	möglich	selten	sehr gut geeignet	sehr gut geeignet
Handelskosten	optimierbar	schwierig	schwierig	optimierbar	optimierbar	optimierbar
Anomalien	selten	manchmal	manchmal	selten	häufig	manchmal
Asymmetrie	möglich	schwierig	schwierig	einfach	möglich	einfach
Fazit: Eignung der Anlageklasse	+	++	+		++	++

+ = gut geeignet ++ = sehr gut geeignet

Quelle Ifund Services