

# Editorial: Sollen Portfolios aktiv oder passiv bewirtschaftet werden?

*Lohnt es sich, ein Portfolio relativ zu einem Benchmark aktiv zu verwalten oder sind die zusätzlichen Kosten eines aktiven Managements verschleudertes Geld?*

Diese Frage wird seit Jahrzehnten heiss diskutiert und es gibt viele Argumente, die für das Eine oder für das Andere sprechen. Die Wahrheit liegt irgendwo dazwischen. Es gibt Märkte und Anlagekategorien, die besser passiv bewirtschaftet werden und es gibt solche, bei denen sich ein aktives Management aufdrängt. Das Entscheidende ist, dass der Anleger sich diese Frage bewusst stellt und sich genau überlegt, welche Teilbereiche „meines Portfolios“ sinnvollerweise passiv und welche aktiv zu verwalten sind. Dabei spielen die eigenen Fähigkeiten und Ressourcen, aber auch die Eigenheiten des jeweiligen Marktes eine Rolle. Das letztere wird in der Entscheidungsfindung meistens vernachlässigt oder gar nicht beachtet.

## 1. Grundsätzliche Standpunkte

Die Verwalter von aktiv gemanagten Portfolios gehen davon aus, dass sie durch die richtige Prognose der zukünftigen Marktentwicklungen einen Mehrwert schaffen, den sie sich durch eine höhere Gebühr entschädigen lassen. Unzählige empirische Untersuchungen und die eigene Erfahrung haben gezeigt, dass eine systematisch positive

Überschussrendite gegenüber einem vorgegebenen Benchmark nur in den wenigsten Fällen zu erzielen ist. Die meisten empirischen Tests werden jedoch mit Daten von sehr liquiden und dadurch auch effizienten Märkten wie den amerikanischen Aktien- und Obligationenmärkten oder den grossen europäischen Aktienmärkten gemacht. In diesen Bereichen sind die für die empirische Arbeit notwendigen Daten einfach und in grossen Mengen verfügbar. Daraus zu schliessen, dass in allen Märkten eine regelmässige Überschussrendite nicht möglich ist, ist falsch. Es gibt Märkte, die weniger effizient und vor allem weniger liquid sind und in denen durch ein gezieltes und kontrolliertes aktives Management sehr wohl ein Mehrwert geschaffen werden kann. Ich denke dabei vor allem an die Emerging Markets, aber auch an den Schweizer Obligationenmarkt.

Wer passive Mandate vergibt, geht davon aus, dass er die Performance des Marktes replizieren will, da aufgrund mangelnder Prognosefähigkeit der zukünftigen Preisentwicklungen mittels aktivem Mandat kein Mehrwert erzielt werden kann. Dabei stellt sich die Frage, wie der „Markt“ definiert wird, respektive welcher Index ihn repräsentiert. Dies wiederum ist ein aktiver Anlageentscheid, der das Anlageresultat wesentlich beeinflusst. Dieser Entscheid wird oft von einer Anlagekommission oder einem ähnlichen Gremium gefällt, das mit dem Kapitalmarkt nicht regel-

---

mässig in Kontakt ist und dessen Kenntnisse über die Mechanismen an den Finanzmärkten unterschiedlich sind. Das Marktportfolio, wie es im CAPM als optimale Lösung bestimmt wird, gibt es in der praktischen Umsetzung nicht. Jeder sogenannte „Marktindex“ ist nur eine Annäherung an dieses Marktportfolio, die mehr oder weniger gut ist. Zudem verfügt jeder dieser Indizes über Rendite-/Risikocharakteristiken, die für einen Allokationsentscheid zu berücksichtigen sind. Es handelt sich somit um ein aktives Portfoliomanagement auf einer höheren Aggregationsstufe.

Die Wahl des Benchmarks ist sowohl bei aktiven als auch bei passiven Mandaten das wichtigste Kriterium für den Anlageerfolg. Es ist gefährlich, der Asset Allocation und der Benchmarkwahl nicht die nötige rendite-/risikomässige Beachtung zu schenken. In STUCKI (1996) wurde gezeigt, dass beispielsweise die Anlagekategorie „Obligationen Fremdwährungen“ durch einen globalen Obligationenindex (JP Morgan, Salomon) für einen in Schweizer Franken rechnenden Investor nicht optimal abgedeckt wird. Die hohen Anteile des US Dollars und des Yens der auf der Marktkapitalisierung basierenden Indizes bedeuten für diesen Anleger ein zu hohes Währungsrisiko. Die Asset Allocation muss daher auch für grundsätzlich passive Mandate auf der tieferen Ebene der Länder oder maximal der Regionen durchgeführt werden, womit im Anlageprozess immer eine aktive Entscheidung gefordert ist.

## **2. Warum ist ein passiver Managementstil der aktiven Bewirtschaftung überlegen?**

Eines der am häufigsten vorgebrachten Argumente gegen eine aktive Bewirtschaftung von Portfolios sind die höheren Kosten gegenüber indexierten Produkten. Die Kostenunterschiede sind denn auch recht gross, insbesondere wenn nicht nur die eigentlichen Managementgebühren in Betracht gezogen werden, sondern auch der zusätzlich notwendige Überwachungsaufwand be-

rücksichtigt wird. Es ist überraschend, wie gut es den Vermögensverwaltern gelingt, diese Differenz zwischen den Gebühren für eine aktive oder eine passive Verwaltung aufrechtzuerhalten. Teilweise wird von den Investoren versucht, die offensichtlichen Kosten zu senken, indem dem Manager als Gegenleistung für eine tiefere Grundgebühr eine Performancebeteiligung zugesprochen wird. Die Portfoliomanager kalkulieren aber die Performance Fee so, dass sie im Durchschnitt den gleichen Ertrag wie bei einer pauschalen Abgeltung erzielen, zuzüglich einer Risikoprämie dafür, dass ihr zukünftiger Ertrag unsicher ist. Die Kosten sprechen somit eindeutig für das passive Verwalten von Portfolios.

Ob das Risiko aktiver Mandate grösser ist als dasjenige passiv verwalteter Portfolios, hängt von den in den Anlagerichtlinien spezifizierten Freiheiten und dem Anlagestil des Managers ab. Dabei genügt es nicht, einen maximalen Tracking Error zu spezifizieren, um das Risiko des Portfolios unter Kontrolle zu halten. Vielmehr ist ein regelmässiges Verfolgen der Positionen durch eine kontrollierende Stelle notwendig, insbesondere wenn derivative Instrumente, der Aufbau von Leverage oder das Eingehen von Shortpositionen zugelassen sind. Bei passiven Mandaten ist diesbezüglich weniger Aufwand zu leisten, wobei ein blindes Vertrauen in den Manager auch in diesem Fall nicht angebracht ist.

Eine wichtige Komponente für das Risiko von aktiv verwalteten Portfolios ist das Verhalten des Portfoliomanagers. Diese haben die Tendenz, sich an den Benchmark anzulehnen, insbesondere während volatilen Marktphasen ohne erkennbaren Trend.[1] Zudem führt die Diversifikation der Meinungen dazu, dass sich die Positionen der einzelnen Portfoliomanager relativ zum Benchmark gegenseitig aufheben. Wer fünf aktive Mandate „Aktien Schweiz“ gegen den Swiss Performance Index (SPI) ausstehend hat, wird am Ende mit hoher Wahrscheinlichkeit die Rendite des SPI erzielen. In diesem Fall lassen sich die zusätzlichen Kosten für die aktiven Mandate kaum vertreten.

Ein weiteres Argument, das für ein passives Management spricht, ist der politische Druck, dem vor allem Investoren aus dem öffentlichen Bereich oder zum Teil auch Pensionskassen ausgesetzt sind. In schlechter Erinnerung ist der Ruf nach Pensionskassengeldern zur Stützung der kleineren und mittleren Unternehmen (KMU) mit der Begründung, Pensionskassen hätten eine soziale Verpflichtung gegenüber der Gesellschaft. Investitionen in KMU's über Private Equity oder Venture Capital können für eine Pensionskasse durchaus sinnvoll sein, wenn diese aus Rendite-/Risikoüberlegungen in die Anlagestrategie der Kasse passen. Gegenüber den Mitgliedern der Kasse ist es jedoch nicht zu verantworten, aus politischen Gründen Gelder der Kasse in Projekte zu investieren, die aus anlagepolitischer Sicht nicht geeignet sind. Durch die passive Abdeckung des entsprechenden Marktsegments kann der politische Druck reduziert werden.

### 3. Warum werden dann nicht alle Gelder passiv angelegt?

Es können nicht alle Märkte durch ein passives Mandat abgedeckt werden. Vielmehr muss für je-

den Markt abgeklärt werden, ob die Effizienz des Marktes eine indexierte Lösung als Vorteilhaft erscheinen lässt und ob ein geeigneter Index als Repräsentant des Marktes eine indexierte Lösung zulässt.

Bei den Aktien sind die meisten Märkte ziemlich effizient und, zumindest in den wichtigen Teilbereichen, auch relativ liquide. Diesbezügliche Fragezeichen muss man für die Emerging Markets und beispielsweise auch für das Segment der Small- und Midcaps in der Schweiz setzen. Dies sind denn auch Bereiche, in denen durch ein aktives Management tiefere Kenntnisse über den Markt und einzelne Titel überdurchschnittlich stark ausgenutzt werden können.

Auch für die Aktienmärkte, die sich für eine passive Bewirtschaftung eignen, ist die Wahl des zu replizierenden Index nicht einfach. In der Tabelle 1 sind für die Schweiz, Deutschland und die USA die Rendite-/Risikomerkmale verschiedener Indizes dargestellt, wobei jeweils ein breiterer Index einem auf grosskapitalisierte Werte konzentrierten Index gegenübergestellt wird. Der enger gefasste Index weist überall bei einem etwas höheren Risiko eine leicht bessere Rendite auf. Das zusätzliche Risiko wird demnach auch durch einen höheren Ertrag entschädigt. Dennoch ist der

**Tabelle 1: Vergleich verschiedener Aktienindizes vom 1.5.93 bis am 1.11.99**

Index		Rendite p.a.	Volatilität	Korrelation
Schweiz	SMI	22.1%	20.3%	0.994
	SPI	21.1%	18.5%	
Deutschland	DAX	20.4%	20.1%	0.989
	FAZ	18.3%	18.7%	
USA	Dow Jones	21.3%	13.9%	0.914
	S&P 500	21.0%	12.8%	

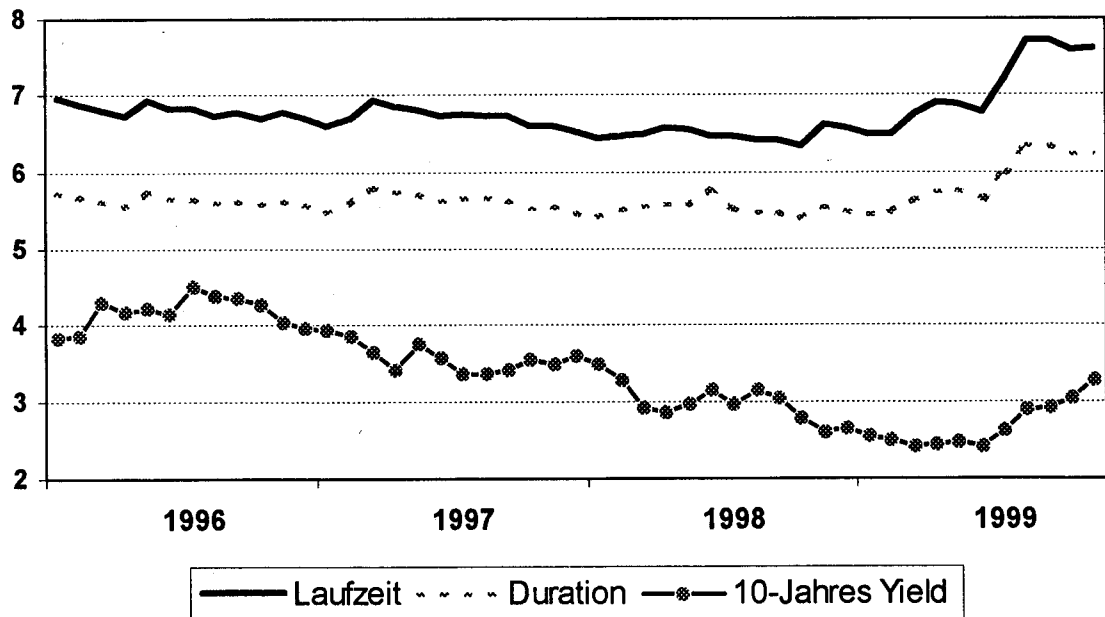
**Bemerkungen:**

Total Return Indizes inkl. Dividendenzahlungen

Volatilität annualisiert

Quelle: Bloomberg und eigene Darstellung

**Abbildung 1: Laufzeit und Duration des Eidgenossen-Index von Merrill Lynch im Vergleich zum Yield der 10-Jahres Eidgenossen-Anleihe**



**Bemerkungen:**

Laufzeit = durchschnittliche Restlaufzeit des Index

Duration = durchschnittliche Duration des Index

Yield = Rendite auf Verfall der 10-Jahres-Anleihe

Quelle: Bloomberg und eigene Darstellung

Entscheid zu fällen, welche Risikostufe für das Portfolio geeignet ist. In der Schweiz und in Deutschland wird die Bewegung des Marktes durch beide Indizes analog nachvollzogen, wie die praktisch perfekte Korrelation zwischen dem SMI und dem SPI, bzw. zwischen dem DAX und dem FAZ-Index vermuten lässt. Dennoch können sich über einzelne Perioden deutliche Renditeunterschiede ergeben. In den 12 Monaten vom März 1997 bis Februar 1998 rentierte der SMI (65,1%) um 6,9% mehr als der SPI (58,2%). Zwischen dem April 1997 und dem März 1998 betrug die Differenz zwischen dem Dow Jones Industrial (36,5%) und dem S&P 500 (48,4%) gar

11,9%. Der Zusammenhang dieser beiden Indizes ist mit einer Korrelation von 0,91 generell weniger gross. Diese Zahlen zeigen, dass auch bei Aktienmandaten die Wahl des Benchmarks, insbesondere bei stichtagsbezogenen Betrachtungen, denen die meisten Investoren ausgesetzt sind, nicht auf die leichte Schulter genommen werden darf.

Auch Obligationenportfolios können grundsätzlich passiv bewirtschaftet werden. Bei den Obligationen ist die Auswahl des Index, der den Markt im gewünschten Sinn repräsentiert, jedoch noch schwieriger als bei den Aktien. Sobald man den engen Bereich der Staatsanleihen verlässt,

werden alle Indizes sehr umfangreich und beinhalten meist mehrere Tausend einzelner Anleihen. Davon werden viele kaum mehr gehandelt, weshalb die in die Indexberechnung eingehenden Preise für diese Papiere oft von schlechter Qualität sind.[2] Um einen solchen Index nachzubilden, ist der Portfoliomanager gezwungen, auch Positionen in diesen illiquiden Papieren zu halten, da er sonst systematisch die Liquiditätsprämie dieses Segments verliert.

Um diese Problematik zu entschärfen, wird oft ein Treasury-Index gewählt, dessen Papiere liquider und bezüglich Schuldnerqualität homogener sind und der meist durch ein paar grosse Benchmark-Anleihen dominiert wird. Diese Indizes haben jedoch eine Eigenschaft, die eine passive Replikation problematisch macht. Die Zusammensetzung von kapitalgewichteten Obligationenindizes hängt vom Emissionsverhalten der Emittenten, in diesem Fall den jeweiligen Finanzministerien, ab. Diese haben einen für den Anleger unvorteilhaften Anreiz. Während Perioden tiefer Zinssätze wollen sie sich in möglichst langen Laufzeiten verschulden, um lange von den tiefen Zinskosten zu profitieren. Bei hohen Zinsen begeben sie Anleihen mit einer kurzen Restlaufzeit, um sich nach einer Zinssenkung möglichst rasch billiger refinanzieren zu können. Aus der Abbildung 1 ist zu sehen, dass sich die durchschnittliche Laufzeit und damit verbunden auch die Duration des Eidgenossen-Index gegen Ende 1998 und zu Beginn 1999 deutlich erhöht hat. Die Eidgenössische Finanzverwaltung hat die tiefen Zinsen genutzt und die Duration der ausstehenden Schulden erhöht. Sie hat damit einen aktiven Anlageentscheid gefällt, der für den passiven Anleger nicht optimal ist. Dieser hat in der Periode der tiefsten Zinsen das Zinsrisiko seines Portfolios erhöht.[3]

#### 4. Fazit

Die Diskussion, ob eine aktive Strategie einem passiven Replizieren überlegen ist oder um-

gekehrt wird noch lange weitergehen und zu keinem eindeutigen Resultat führen. Es ist jedoch entscheidend, dass die für die Anlagen und die Vergabe von Mandaten zuständigen Personen sich bewusst sind, dass am Ende irgendwo immer ein aktiver Anlageentscheid zu fällen ist. Bei der Umsetzung dieses Entscheides müssen die Kriterien für eine aktive oder passive Bewirtschaftung der effektiven Portfolios beurteilt und gewichtet werden. Dies hat für jedes einzelne Portfolio zu geschehen, da jeder Markt und jeder Anleger seine speziellen Eigenschaften hat, die für ein aktives oder ein passives Mandat sprechen.

#### Fussnoten

[1] Vgl. STUCKI (1996)

[2] Es handelt sich selten um effektiv bezahlte Preise, sondern um Quotes der Händler des Wertpapierhauses, das den Index publiziert.

[3] Eine Alternative zur Replikation eines Index ist die Vorgabe einer konstanten Duration und einer Verteilung auf der Renditekurve, die jederzeit einzuhalten ist.

#### Literatur

STUCKI, T. (1996): „Die Rolle der Benchmarks im Portfolio Management“, Finanzmarkt und Portfolio Management 10, pp. 181-196.