



MARKTVERHALTEN 21/9/2017

## Abseits des Zufalls

von AGNIESZKA GEHRINGER und KAI LEHMANN

- Aktiv gemanagte Fonds tun sich oftmals schwer, den breiten Markt langfristig zu schlagen.
- Identifiziert man jedoch die Fonds mit einer konsistenten Anlagestrategie, so kann man die Erfolgchance, über der Markttrendite langfristig zu liegen, deutlich erhöhen.

Eine schier unüberschaubare Anzahl von empirischen Studien zeigt auf, dass es langfristig nur einer Minderheit von aktiven Fondsmanagern gelingt, den breiten Markt zu schlagen. Viele der Studien kommen zu dem Ergebnis, dass bei einer Ausweitung des Betrachtungszeitraums eine zunehmende Anzahl von aktiv gemanagten Fonds seine – wie auch immer definierte – Benchmark nicht schlagen kann. Bedenkt man, dass der breite Markt und die aktiven Fonds mehr oder minder das gleiche Unternehmensuniversum abbilden, kann es auch nicht überraschen, dass sich der Durchschnitt der Fondsmanager auf lange Sicht tatsächlich damit schwer tut, besser als der Markt abzuschneiden. Berücksichtigt man dann noch die Kosten für die aktive Portfolioverwaltung, die vornehmlich für das kontinuierliche Research und daraus abgeleitete Portfolioadjustierungen anfallen, so müssen aktive Fonds im Durchschnitt zwangsläufig schlechter abschneiden als der Markt.

Auf Basis eines Samples von global ausgerichteten aktiv gemanagten Aktienfonds für den Zeitraum Januar 2007 bis Juni 2017 kommen wir zu

einem ähnlichen Ergebnis. Abbildung 1 stellt die Wertentwicklung des Portfolios von 229 von uns identifizierten aktiven Fonds der des MSCI ACWI (nach Kosten) gegenüber.<sup>1</sup> Da weniger der Index als vielmehr passive Investmentinstrumente die eigentliche Benchmark für die Investoren darstellen, haben wir bei der Wertentwicklung des Index die für einen ETF typischen Kosten, die in der Tracking Difference zum Ausdruck kommen, von einem Prozent in Abzug gebracht.<sup>2</sup> Hierfür sind demnach ebenso die auf Seiten der passiven Strategie anfallenden Kosten zu berücksichtigen.

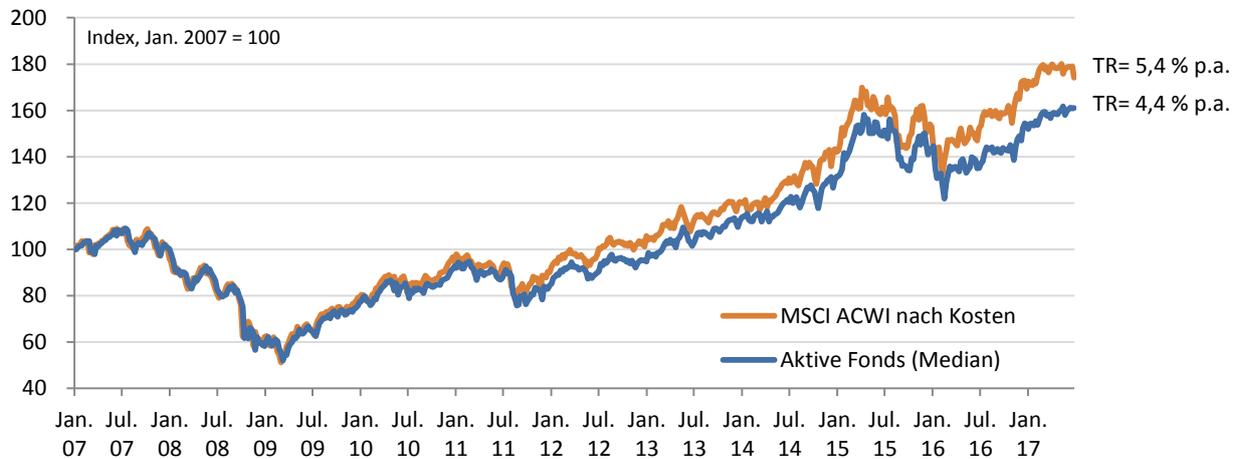
---

<sup>1</sup> Die Wertentwicklung basiert auf dem Median der Kursentwicklung der aktiven Fonds. Die Wahl des Median scheint vor dem Hintergrund der diskutierten Fragestellung geeigneter als die Verwendung des Mittelwerts. Die beiden Werte liegen allerdings auf vergleichbarem Niveau (Median=4,4 %; Mittelwert=4,3 %).

<sup>2</sup> Da zum Zeitpunkt der Datenerhebung keiner der existierenden MSCI ACWI ETFs eine ausreichend lange Kurshistorie aufweist, wurde die Tracking Difference aus der bislang beobachtbaren Kursentwicklung abgeleitet. Die Tracking Difference stellt die Kursverläufe von ETF und Index gegenüber und lag im Durchschnitt bei ca. einem Prozent.



**Abbildung 1: Jährlicher Total Return (TR) global ausgerichteter Aktienfonds vs. MSCI ACWI (nach Kosten) im Zeitraum Jan. 2007 – Jun. 2017.**



Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung Flossbach von Storch Research Institute, Stand 31. August 2017.

Wie der Wertverlauf zeigt, haben es die Fondsmanager im Durchschnitt tatsächlich nicht geschafft den Index (nach Kosten) zu schlagen. Nachdem sie zunächst bis zum Jahr 2010 noch in etwa gleichauf liegen, entwickelten sich die aktiven Fonds danach im Mittel etwas schwächer als das fiktive passive Portfolio.

Bleibt man bei dieser einfachen Durchschnittsbetrachtung, so war es für einen Investor bei der hier zugrundeliegenden Stichprobe also in der Tat ratsamer, einen ETF zu erwerben und sich somit eine nahezu garantierte Marktperformance zu sichern. Dennoch zeigt Abbildung 2 (nächste Seite), die die Häufigkeitsverteilung der erzielten Fondsrendite ausweist, dass einige aktive Portfoliomanager offensichtlich dennoch in der Lage waren, den Markt auch über den hier betrachteten langen Zeitraum von über zehn Jahren zu schlagen. So konnten 28,4 % der Fondsmanager trotz der vergleichsweise hohen Managementgebühren eine Rendite nach Kosten oberhalb der Rendite des passiven Portfolios von 5,4 % erzielen.

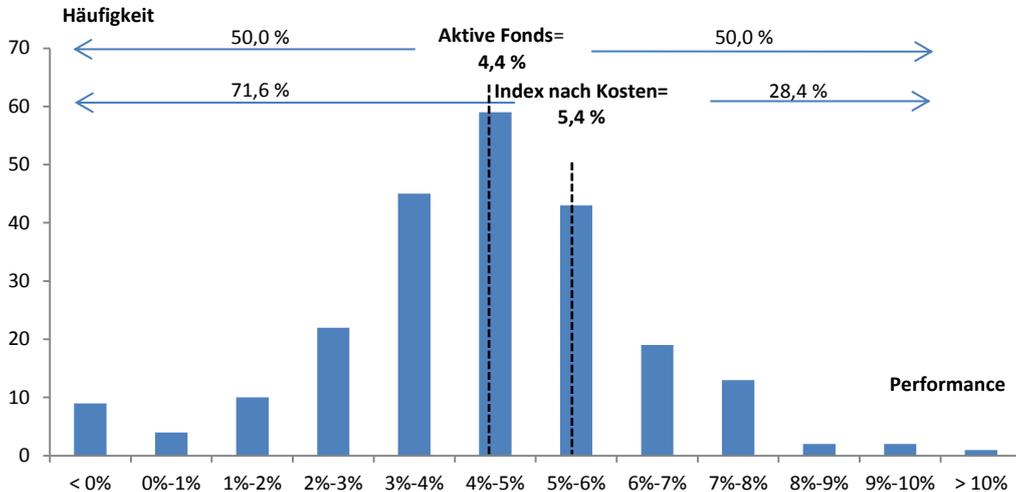
### Der Markt ist mehr als nur der Durchschnitt

Ein naiver Investor kann bei der Anlageentscheidung ex-ante nicht wissen, ob er sich links oder rechts des Medians der dargestellten Häufigkeitsverteilung wiederfindet. Würde er die Grundgesamtheit der Renditen aller aktiven Fonds als völlig zufällig verteilt betrachten (und unser Sample als repräsentativ für alle Fonds der untersuchten Klasse betrachten), dann müsste er damit rechnen, dass er heute mit rund 72 % Wahrscheinlichkeit einen Fonds wählt, der in der Zukunft weniger Rendite liefert als ein passiver Fonds, der nur den Markt abbildet.

Andererseits stellt sich die Frage, ob der weniger naive Investor Kriterien für die Auswahl von Fonds finden kann, die die Wahrscheinlichkeit erhöhen, dass er einen besseren aktiven Fonds findet als den passiven. Dazu müsste er die Frage beantworten können, wie es einigen Fondsmanagern gelungen ist, eine durchaus beachtliche Performancepersistenz über den langen



Abbildung 2: Häufigkeitsverteilung der erzielten Wertentwicklung



Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung Flossbach von Storch Research Institute, Stand: 31. August 2017.

Zeitraum der Erhebung zu erzielen. Hierbei kommen einem in erster Linie zwei Gründe in den Sinn: Glück und anlage-strategische Konsistenz.

Der Faktor Glück ist eine reine Zufallsvariable. Anlage-strategische Konsistenz hingegen erfordert eine fundierte Anlagestrategie. Eine fundierte Anlagestrategie meint die erfolgreiche Allokation des Aktienvermögens in einem sich stetig wandelnden Umfeld. Kein noch so talentierter Investor vermag es den Markt korrekt zu timen. Erfahrene Manager erliegen auch gar nicht erst dieser Versuchung, sondern „begnügen“ sich mit der Stärkung der Wetterfestigkeit eines Portfolios. Strategische Konsistenz kann durch persönliche Kontinuität des Fondsmanagements oder durch eine institutionalisierte „Anlagephilosophie“ erreicht werden.

Wie lässt sich diese Kenntnis um die Erfolgsfaktoren nun im Rahmen der Anlageentscheidung nutzen? Dazu greifen wir auf den Satz von Bayes zur Ermittlung bedingter Wahrscheinlichkeiten

zurück. Dieser Satz besagt, dass sich für Ereignis A eine Wahrscheinlichkeit nach Eintritt eines Ereignis B berechnen lässt, wenn man die Wahrscheinlichkeiten des Eintritts von Ereignis A, B und von B nach Eintritt von A kennt. Formal:

$$P(A|B) = \frac{P(B|A)P(A)}{P(B)}$$

Nun wissen wir anhand unserer Daten, dass die Wahrscheinlichkeit, einen Fonds mit überdurchschnittlicher Performance in einer Zufallsziehung zu erhalten bei 28,4 % liegt ( $P(A) = 28,4 \%$ ).

Im Folgenden wollen wir zwei Szenarien unterscheiden:

**Fall 1:** Zunächst sind wir agnostisch und nehmen an, dass wir keine Kenntnis darüber haben, ob ein Fonds tatsächlich konsequent einer definierten Anlagephilosophie folgt, d.h. die Chance hierfür steht bei 50 % ( $P(B)=50 \%$ ). Ist der Fonds erfolgreich, so gehen wir zudem davon aus, dass es sich in jedem zweiten Fall um einen Fonds



mit definierter Anlagephilosophie ( $P(B|A) = 50\%$ ) handelt. Daraus folgt:

$$P(A|B) = \frac{P(B|A) \cdot P(A)}{P(B)} = \frac{50,0\% \cdot 28,4\%}{50,0\%} = 28,4\%$$

Dies impliziert, dass sich eine Prüfung, ob ein Fonds tatsächlich einer definierten Anlagephilosophie folgt, nicht lohnt, da wir die Wahrscheinlichkeit für die Auswahl eines erfolgreichen Fonds ex-ante nicht erhöhen können.

Fall 2: Nach eingehender Analyse kommen wir zu dem Urteil, dass lediglich 25 % aller aktiv gemanagten Fonds tatsächlich einer fundierten Anlagestrategie folgen ( $P(B) = 25\%$ ). Die restlichen 75 % machen sich vom Zufall abhängig und hoffen auf ein glückliches Händchen. Die Wahrscheinlichkeit, dass ein Fonds mit überdurchschnittlicher Performance auch derjenige ist, der die von uns identifizierten Eigenschaften besitzt, schätzen wir auf 50 % ( $P(B|A) = 50\%$ ). Daraus lässt sich die Wahrscheinlichkeit ermitteln, dass ein Anleger einen Fonds mit einer langfristig überdurchschnittlichen Performance auswählt unter der Bedingung, dass der Fonds eine Anlagephilosophie besitzt:

$$P(A|B) = \frac{P(B|A) \cdot P(A)}{P(B)} = \frac{50,0\% \cdot 28,4\%}{25,0\%} = 56,8\%$$

Entscheidet man sich also für einen Fonds mit den diskutierten Erfolgsvoraussetzungen, so handelt es sich dabei in 56,8 % der Fälle um einen Fonds mit überdurchschnittlicher Wert-

entwicklung. Identifiziert man also die entscheidenden Erfolgsfaktoren eines Fondsmanagers, so kann man seine Erfolgchance als Investor in diesem Beispiel verdoppeln. Natürlich steht und fällt dieses Ergebnis mit den zugrundeliegenden Annahmen hinsichtlich der geschätzten Wahrscheinlichkeiten bzw. korrekten Identifikation der Erfolgsfaktoren. Es zeigt allerdings auf, dass es sich für den mündigen Anleger durchaus lohnen kann, die Existenz glaubwürdiger Erfolgsfaktoren auf Seiten des Fondsmanagements genau zu überprüfen.

### Fazit

Die Mehrzahl der aktiven Fonds hat es innerhalb der vergangenen Dekade nicht geschafft, sich gegenüber dem Markt zu behaupten. Dennoch haben einige der einbezogenen Fonds eine überaus erfreuliche Wertentwicklung vorzuweisen, die die des breiten Marktes teils deutlich übertrifft. Natürlich lässt sich die vergangene Wertentwicklung niemals in die Zukunft fortschreiben und ein Fondsmanager, der heute noch von der Spitze der Bestenlisten grüßt, kann sich bereits morgen am anderen Ende einer solchen Skala wiederfinden. Um dieses Risiko zu vermindern, ist es aus Sicht eines Investors unabdingbar, sich mit der Frage des Zustandekommens und damit auch der Nachhaltigkeit des vergangenen Erfolges auseinanderzusetzen. Doch gibt es gewisse Faktoren, die den Erfolg einer Wertpapieranlage abseits des Zufalls erklären könnten.



## RECHTLICHE HINWEISE

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch AG dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch AG selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch AG. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch AG nicht gestattet.

**Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch AG**

© 2017 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

## IMPRESSUM

*Herausgeber* Flossbach von Storch AG, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, research@fvsag.com; *Vorstand* Dr. Bert Flossbach, Kurt von Storch, Dirk von Velsen; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 30 768 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, www.bafin.de; *Autoren* Dr. habil. Agnieszka Gehringer, Dr. Kai Lehmann; *Redaktionsschluss* 19. September 2017