

INFORM

FINANZINFORMATIONEN
FÜR PENSIONS-KASSEN
AUS ERSTER HAND



AKTIVE VERSUS PASSIVE VERMÖGENSVERWALTUNG

Oft wird für die passive Vermögensverwaltung geworben mit dem Argument, dass in der Vergangenheit die Mehrheit der aktiv verwalteten Fonds ihren jeweiligen Referenzindex nicht geschlagen hat. Die Swissca Portfolio Management AG widmet sich ganz dem aktiven Management. Sie muss demnach der festen Überzeugung sein, dass sie es schafft, mit den Resultaten der von ihr verwalteten Fonds zur Minderheit zu gehören.

Indexfonds schlagen Index nie

Dass die meisten aktiv verwalteten Fonds über eine längere Frist eine tiefere Performance ausweisen als die ihnen vorgegebenen Referenzindexe, ist statistisch belegt. Die Tendenz, aktives Management deshalb als Auslaufmodell zu erklären und nur noch auf passiv verwaltete, d. h. auf indexierte Anlagen zu setzen, übersieht jedoch verschiedene wichtige Punkte:

Während immerhin ein Teil der aktiven Fonds den Index zu schlagen vermag, erreichen voll indexierte Anlagen die Rendite des Referenzindex per Definition nie. Beide, aktive und indexierte Aktien- oder Obligationenvermögen, unterliegen nämlich Kosten, die ein Referenzindex nicht enthält. Letzterer kennt weder Abgaben (z. B. Stempel) noch Kosten (Courtagen, Geld-/Briefkurse, Depotgebühren, Dividenden-/Couponinkassospesen). Corporate Actions wie Anrechte, Splits, Aktienrückkäufe sowie Indexein- und -austritte verursachen ebenfalls Kosten. Bei sehr grossen Transaktionsvolumen sind zudem so genannte Market Impact Costs (die Preisbeeinflussung) zu berücksichtigen. Bei öffentlichen Fonds fällt aufgrund gesetzlicher Anforderungen (Vierteljahres-, Halbjahres- sowie Jahresberichte und deren regelmässige Prüfung durch externe Revisoren)

ein erheblicher Aufwand an. Der Wert eines Fondsanteils muss zudem mit einer aufwändigen Buchhaltung erst errechnet werden.

In der Schweiz kostet die indexierte Fondsverwaltung zwischen 0,5% und 1,0%, bei einem Durchschnitt der gesamthaft belasteten Kosten von 0,6%. Die Performanceabweichung zum Index wird in der Realität aber grösser sein als der reine Kostensatz. Denn in den seltensten Fällen wird eine 100%ige Abbildungsgenauigkeit (Full Replication) erreicht. Zudem zwingt der tägliche Handel der Fondsanteile zu einer minimalen Liquiditätshaltung, welche sich bezüglich Abweichungsfehler (Tracking Error) negativ auswirkt.

Aktiv verwaltete Fonds weisen mit einer Spanne von 0,75% bis 2% deutlich höhere Gesamtkosten aus. Der Durchschnitt der in der Schweiz domizilierten Fonds hat ein Total-Expense Ratio (Kosten inkl. Rechnungslegung) von rund 1,5%. Je höher die Kosten der aktiven Verwaltung sind, desto grösser muss die Outperformance gegenüber dem Index sein, die der aktive Manager zu erwirtschaften hat, um mit dem Indexfonds gleichzuziehen oder den Indexertrag gar zu übertreffen. Angesichts der Tatsache, dass Indexfonds den Index nie schlagen bzw. systematisch eine durchschnittliche Performanceabweichung von 0,6% aufweisen, darf es bereits als eine gute Leistung bezeichnet werden, wenn der aktive Manager den Ertrag des Referenzindex über Jahre hinweg egalisiert.

Auch Indexfonds haben aktive Elemente

Gerne wird übersehen, dass auch Indexfonds viele aktive Entscheide verlangen. Welche Indexierungsmethode soll angewendet werden? Mit welcher Genauigkeit sollen Veränderungen in der Indexzusammensetzung nachvollzogen werden und in welcher Periodizität? Sollen absehbare Indexveränderungen vorweggenommen oder erst zu Schlusskursen am letzten Tag umgesetzt werden? (Die jüngste Umstellung in der Zusammensetzung der MSCI-Indexe stellte in dieser Hinsicht eine riesige Herausforderung an alle Index-Manager.) Wie ist das Vorgehen bei grösseren In- und Out-flows im Fonds? Werden Futures oder Baskettrades mit z. B. garantierten Schlusskursen angewandt? Wann werden Dividendenerträge reinvestiert? Und vieles andere mehr. Alle diese Entscheide beeinflussen die Performance-Abweichung zum Index. Je grösser das weltweite, passiv verwaltete Anlagevolumen wird, desto wichtiger (und auch kostenintensiver) werden diese Entscheide.

Indexieren stellt hohe Ansprüche

Auf den ersten Blick scheint die Indexierung eine einfache Sache zu sein: Man kaufe die dem Index zugrunde liegenden Wertschriften in derselben Gewichtung und erfreue sich an den daraus resultierenden Indexerträgen. In der Praxis erweist sich das Indexieren allerdings als höchst anspruchsvolle Aufgabe. Es stellt hohe Anforderungen an das mathematische und finanztheoretische Know-how des Portfolio-Managers, an die technischen Mittel wie Computerleistung,

Optimierungstools und Handelssysteme sowie an die Informationsbeschaffung und -verarbeitung. Zudem ist das Indexieren mit erheblichen Tücken behaftet. Selbst wenn die Kosten keine Rolle spielen würden, ist das Nachbauen eines Indexes umso schwieriger, je grösser das abzubildende Universum ist. Folgende Methoden haben sich im Markt durchgesetzt:

	Methode	Vorteile	Nachteile
Kassamarkt	Volle Replikation (full replication)	<ul style="list-style-type: none"> • Tiefer Abweichungsfehler • Einkommen aus Wertschriftenleihe • Angebracht für lange Anlagehorizonte • Nicht allzu häufiges Anpassen der Zusammensetzung • Tiefster Umsatz 	<ul style="list-style-type: none"> • Transaktionskosten der Portfolioanpassung (Veränderung in der Zusammensetzung, Corporate Actions usw.) • Hoher Wartungsaufwand • Kauf von wenig liquiden Werten • Keine Berücksichtigung der Korrelationen der Wertschriften • Keine Garantie optimaler Lösungen
	Repräsentative Stichprobe (stratified sampling)	<ul style="list-style-type: none"> • Logische Diversifikation nach Sektor, Kapitalisierung u.v.m. • Praktisch für breite Indexuniversen 	<ul style="list-style-type: none"> • Keine Berücksichtigung der Korrelationen der Wertschriften • Keine Garantie optimaler Lösungen
	Quadratische Optimierung	<ul style="list-style-type: none"> • Verwendung von Korrelations-eigenschaften zur Reduktion des Abweichungsfehlers • Natürliche Restriktionen wie Liquidität oder Sektorgewichte können eingefügt werden 	<ul style="list-style-type: none"> • Sensitiv bezüglich Korrelationsänderungen • Lösungen hängen von den Methoden zur Korrelationsschätzung ab • Mehrfache Optima sind möglich
Derivative Instrumente	Futures	<ul style="list-style-type: none"> • Tiefe Transaktionskosten und einfache Implementierung • Vermeidung der Verrechnungssteuer auf Dividenden 	<ul style="list-style-type: none"> • Abweichungsfehler zwischen Futures und Kassamarkt • Illiquidität bestimmter Futureskontrakte • Rollen der Kontrakte ist mit Kosten verbunden
	Swaps	<ul style="list-style-type: none"> • Kein Basisrisiko • Flexibel • Vermeidung der Verrechnungssteuer auf Dividenden 	<ul style="list-style-type: none"> • Gegenparteiensrisiko • Strategiewechsel vom Einverständnis der Gegenpartei abhängig • Bewertung schwierig
	Optionen	<ul style="list-style-type: none"> • Potenzielle Ertragsverbesserung durch Kombination von Optionen • Kann billiger sein als Futures • Vermeidung der Verrechnungssteuer auf Dividenden 	<ul style="list-style-type: none"> • Zusätzliche Abweichungsrisiken synthetischer Positionen mit Index • Illiquidität bestimmter Optionen • Rollen der Kontrakte ist mit Kosten verbunden

Indexfonds sind nicht immer geeignet

Unabhängig von der Kostenfrage ist festzuhalten, dass Indexprodukte nicht in allen Märkten gleichermassen sinnvoll sind. Aktives Management ist vor allem in kleinen Märkten (Emerging Markets oder Nebenmärkte) oder Teilmärkten (klein-/mittelkapitalisierte Unternehmen), bei welchen wenig Kapitalbewegungen zu sehr grossen Preisausschlägen führen können, überlegen. Auch in Ländern mit starken Kapitalverkehrskontrollen, wo die Freiheitsgrade klein sind, dürften passive Manager wenig erreichen, aktive dagegen umso erfolgreicher handeln. Anders verhält es sich in grossen, sehr effizienten Märkten. Hier lässt sich aktives Management nur rechtfertigen, wenn man davon überzeugt ist, über ein besonderes Know-how oder einen erfolgreichen Anlagestil zu verfügen. Vielfach wird davon ausgegangen, dass aufgrund der intimen Kenntnisse des Heimmarktes oder der Börsenregion Mehrwert geschaffen werden kann. Für einen Schweizer Vermögensverwalter dürfte dies auf die Schweiz und die wichtigsten Märkte Europas zutreffen. Es kann aber auch allein die Fähigkeit genügen, das Zehntel derjenigen Aktien in einem Markt zu eruieren, welches sich voraussichtlich am schlechtesten ent-

wickeln wird, um besser als ein Indexfonds abzuschneiden. (Man spricht dann von einer Art des «Enhanced Indexing».) Denn ein passiver Manager wählt die Aktien nur nach ihrem Beitrag zur Minimierung des Tracking Errors aus und nicht nach dem erwarteten Beitrag zur Gesamtleistung. Erfolgreich sind auch aktive Manager, die wichtige Trends richtig einschätzen oder Fehlentwicklungen vermeiden. Zur Veranschaulichung sei der oft von passiven Fonds replizierte S&P 500 Index herangezogen. Die Internet-Euphorie führte innerhalb dieses Indexes zu einer immer stärkeren Gewichtung der zu den Growth Stocks zählenden Technologietitel. Diese Entwicklung musste durch die passiven Manager bis zum Exzess mitgemacht werden.

Die Swissca: aktiv mit System und hochgradig risikokontrolliert

Die Swissca Portfolio Management AG schafft Mehrwert über die Umsetzung von Erkenntnissen auf dem Gebiet des «Style Investing». Sie setzt auf Bewertungsdiskrepanzen, die selbst in einem hoch effizienten Markt wie der NYSE auftreten. Die neuere Finanzmarktforschung hat nämlich gezeigt, dass nicht alle ausstehenden Finanzinstrumente jederzeit korrekt bewertet sind und dass gewisse prognostizierbare Effekte Gewinn bringend ausgenützt werden können. Nach bestimmten Merkmalen gebildete Aktiengruppen weisen auch nach einer Risikoadjustierung teilweise erhebliche unerklärte positive oder negative Bewertungsdifferenzen auf. Diese werden als Marktanomalien bezeichnet. Swissca-eigene Untersuchungen bestätigen die aus der Portfolioforschung bekannten Erkenntnisse, dass sich Substanz langfristig durchsetzt, dass die Verlierer die Gewinner der Zukunft sind, dass kleiner kapitalisierte Unternehmen besser abschneiden als grosse und dass die Aktienpreise auf Gewinnrevisionen überreagieren.

Strukturierter Anlageprozess als Voraussetzung

Das von der Swissca Portfolio Management AG betriebene aktive Management basiert auf einem genau definierten Investitionsprozess. Die Verarbeitung der Informationen, die Entscheidungsfindung, die Umsetzung sowie die Kontrolle sind klar strukturiert und organisiert. Zentral ist der Einbezug der Risikobeurteilung und -steuerung. Die Wahl der Benchmark und die genaue Kenntnis über die Methode der Indexkonstruktion und des Indexunterhalts sind von ebenso zentraler Bedeutung wie beim passiven Management.

Ausgangspunkt ist die Konstruktion eines Portfolios, das gleich sensitiv auf Länder-, Sektor- und Währungsrisiken reagiert, wie das den Markt repräsentierende Indexportfolio. Dabei wird auf Methoden des passiven Managements (Kombination von «Stratified Sampling» sowie «quadratischer Optimierung») zurückgegriffen. Anschliessend wird die Attraktivität von Sektoren, Industrien und Titeln, aber auch von Stilportfolios wie «Wachstumsaktien» oder «grosse Gesellschaften» anhand ihrer relativen Bewertungen beurteilt. Wenn mehr als 1 Indikator ein Signal erzeugt, bildet die Swissca die Schnittmenge zwischen den entsprechenden Segmenten.

Beispiele sind kleinkapitalisierte und Substanztitel; grosskapitalisierte, Wachstums- und Momentumtitel usw. Dies erlaubt ihr, das riesige Anlageuniversum auf eine – nach ihren quantitativ geprüften Bewertungskriterien – überschaubare Teilmenge zu reduzieren. Dieses verkleinerte Titeluniversum wird anschliessend von den Sektor- und Länderspezialisten der Swissca vertieft analysiert. Erst dann wählen sie die attraktiven Aktien aus und erhöhen die anteilmässigen Gewichte relativ zum Index.

Die Swissca Portfolio Management AG hat sich in den letzten Jahren verstärkt auf diesen Anlagestil ausgerichtet, welcher die Vorteile einer indexnahen Vermögensverwaltung mit klarem aktivem Ansatz verbindet. Indexnah bedeutet in diesem Falle, dass die Abweichungen zum Index einer genauen Kontrolle unterliegen. Gesetzt wird nicht auf ein paar wenige grosse Abweichungen oder Wetten, sondern auf viele kleine. Die Vorgabe des Tracking Errors bestimmt darüber, mit welcher Sicherheit die Indexperformance (abzüglich Kosten!) erreicht werden soll. Verlangt der Investor eine hohe Sicherheit, wird ein kleiner Tracking Error vorgegeben. Akzeptiert der Investor zwischenzeitlich deutliche Abweichungen von der Indexperformance, um im Gegenzug über die Zeit auch dementsprechend höhere Erträge zu erzielen, so wird ein grösserer Tracking Error festgesetzt. Damit ist die Swissca Portfolio Management AG in der Lage, die ganze Bandbreite von «Enhanced Indexing» bis zur sehr aktiven Verwaltung anzubieten.

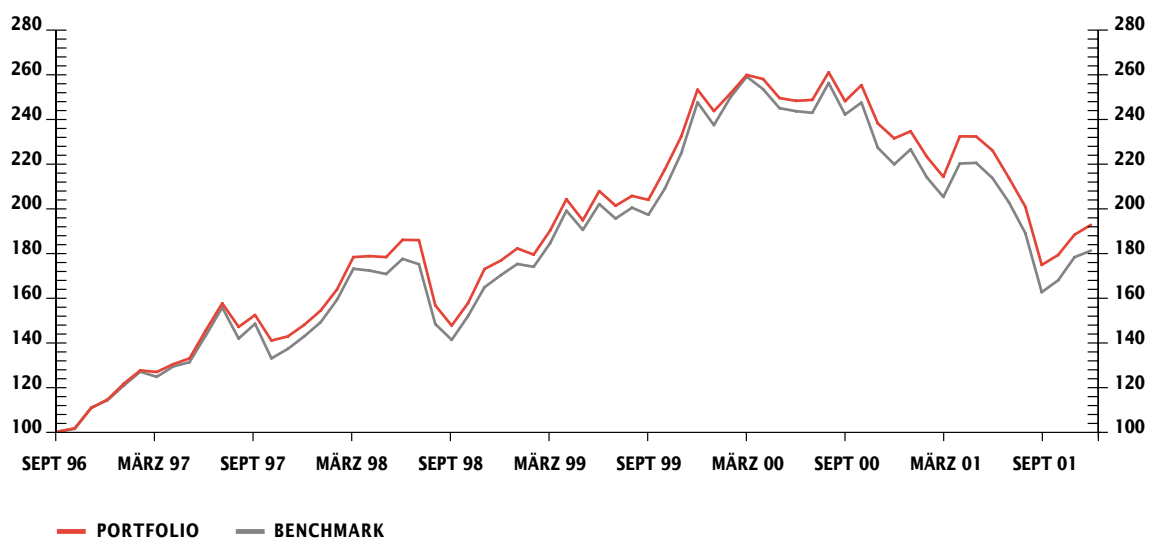
Anlagestil im Test

Vor etwas mehr als 5 Jahren wagte ein institutioneller Anleger mit einem weltweiten Aktienmandat den Test für den Erfolg des «Style Investing»-Ansatzes der Swissca Portfolio Management AG. Die Resultate sprechen für sich. Der Tracking Error beträgt lediglich 1,66% p.a., die Portfoliovolatilität ist kleiner als die Marktvolatilität und das Information Ratio (ann. Überschussrendite dividiert durch den ann. TE) liegt bei hohen 0,8.

Nettoperformance Portfolio versus Benchmarkperformance

	Portfolio in %	Benchmark in %	Abweichung in %
1997	29.3%	25.1%	4.2%
1998	19.5%	19.3%	0.3%
1999	43.4%	45.6%	-2.2%
2000	-8.6%	-11.2%	2.6%
2001	-16.8%	-17.6%	0.9%
3 Jahre	9.1%	6.5%	2.6%
5 Jahre	68.6%	58.9%	9.7%

Performanceentwicklung (indexiert)



Zusammenfassend lässt sich sagen: Ein Indexfonds wird wohl mit grosser Sicherheit einen Ertrag in der Grössenordnung des Indexertrages erreichen, jedoch auch im besten Fall nur den Indexertrag abzüglich Kosten. Eine Überperformance ist damit ausgeschlossen. Der Investor muss sich daher die Frage stellen: Will ich mit hoher Sicherheit den Indexertrag minus Kosten erreichen oder ziehe ich eine Strategie mit einem höheren Ertragspotenzial vor, mit dem damit verbundenen Risiko, auch schlechter als ein passiver Fonds abzuschneiden?

Mit einem Mandat an die Swissca Portfolio Management AG entscheidet der Investor selbst über das Risiko-/Ertragsprofil seiner Anlagen.

Impressum

Herausgeber

Swissca Portfolio Management AG, Waisenhausstrasse 2, 8023 Zürich

Redaktion

Paul Winiger, Tel. 01 225 39 53

Autor

Dr. Roman von Ah

Erscheinung

Quartalsweise

Abonnemente und Bestellungen

Tel. 01 225 39 00, pmg@swissca.ch

© Swissca Portfolio Management AG, Zürich

Swissca Portfolio Management AG