

Aktives versus Passives Fondsmanagement: Performancepotentiale, Kosten und Benchmarks

VuV-Herbstveranstaltung
Berlin, 17. September 2010

Prof. Dr. Lutz Johanning
Lehrstuhl für empirische Kapitalmarktforschung
WHU – Otto Beisheim School of Management
Hellenstr. 16, 56179 Vallendar
Tel.: +49 261 6509-721
Fax: +49 261 6509-702
mailto: Lutz.Johanning@whu.edu
URL: www.whu.edu/ekf



Excellence in
Management
Education

Nach der Finanzkrise intensive Diskussion um aktives versus passives Fondsmanagement

→ Häufige Aussage: passives schlägt aktives Management!

Zentrale Fragen:

1. Performance und Kosten des aktiven Fondsmanagements?
2. Performancepotentiale und Benchmarks im aktiven Fondsmanagement?
3. Messung der Aktivität des Managers?

- I. Einleitung
- II. Ergebnisse zum Vergleich des passiven und aktiven Fondsmanagements
- III. Benchmarks im aktiven Fondsmanagement
- IV. Performancepotentiale und Manageridentifikation
- V. Fazit

Publikumsfonds

- Gruber (1996): Alpha von -1,55% p.a. für 270 US-Aktien-Publikumsfonds
- Wermers (2000): US-Aktien-Publikumsfonds, 1975-1994:

Outperformance (netto)	1,3 %
./.. Minderrendite durch Positionen in fremde Wertpapiere	0,7 %
./.. Verwaltungsgebühren und andere Kosten	0,8 %
./.. Transaktionskosten	0,8 %
Underperformance (brutto)	-1,0 %

Anteil der Fonds, die ihre Benchmark nicht schlagen konnten

	Vergleichsindex	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre
alle inländischen Aktienfonds	S&P Comp. 1500	41,67	54,06	60,61
alle Large-Cap-Fonds	S&P 500	50,75	49,41	60,8

Wertgewichtete Fondsrendite in % p.a.

	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre
S&P Comp. 1500	27,23	-5,3	0,69
alle inländischen Aktienfonds	32,24	-4,16	1,46
S&P 500	26,45	-5,63	0,41
alle Large-Cap-Fonds	28,88	-4,78	0,75

Quelle: Standard & Poor's (2010), 2508 aktive US-Mutual Funds für 2009, 2229 für 2007-2009, 2153 für 2005-2009

→ Wertgewichtete Fondsrendite deutlich besser als Benchmarkrendite!

Hass / Johanning / Karabiber (2008): 96 deutsche Spezialfonds, 2003-2008

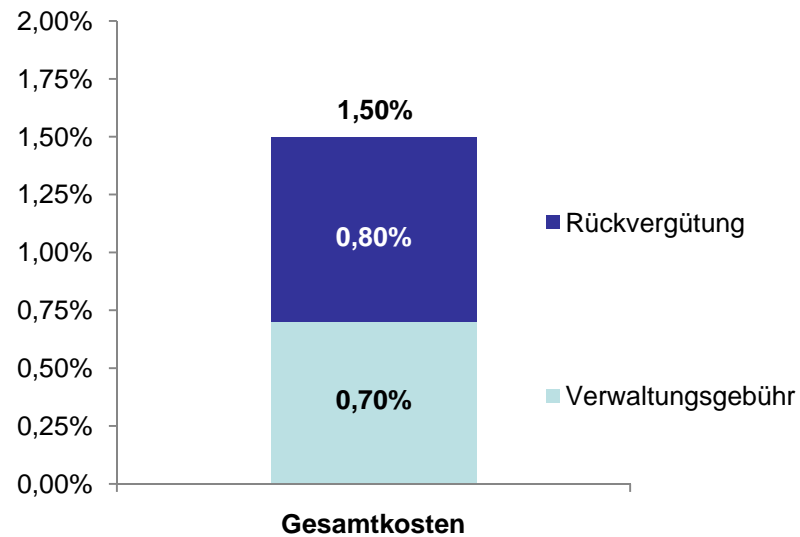
- Underperformance zur Benchmark: -0,31 %
- risikoadj. Underperformance zur Benchmark: -0,20 %

Ammann / Steiner (2008): Schweizerische Publikums- und Spezialfonds, 1989-2007

Underperformance	Alle Fonds	...davon aktiv	...davon passiv
Alle Fonds	-0,40%	-0,40%	-0,80%
...davon Publikumsfonds		-0,60%	-0,80%
...davon Spezialfonds		0,40%	-0,70%

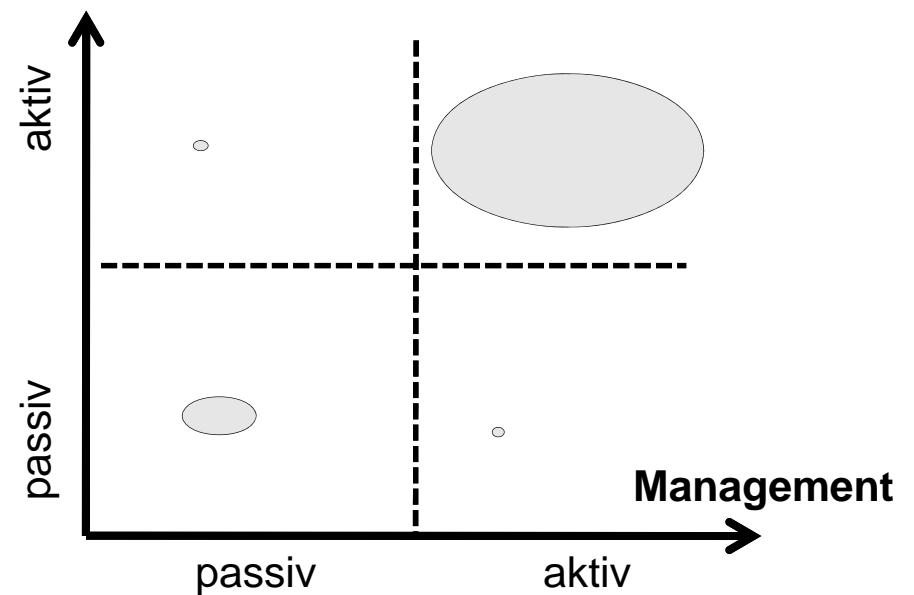
Analyse der Fondskosten

Gesamtkosten, Publikumsfonds, Aktien Europa (Beispiel)



Geschätztes Fondsvolumen

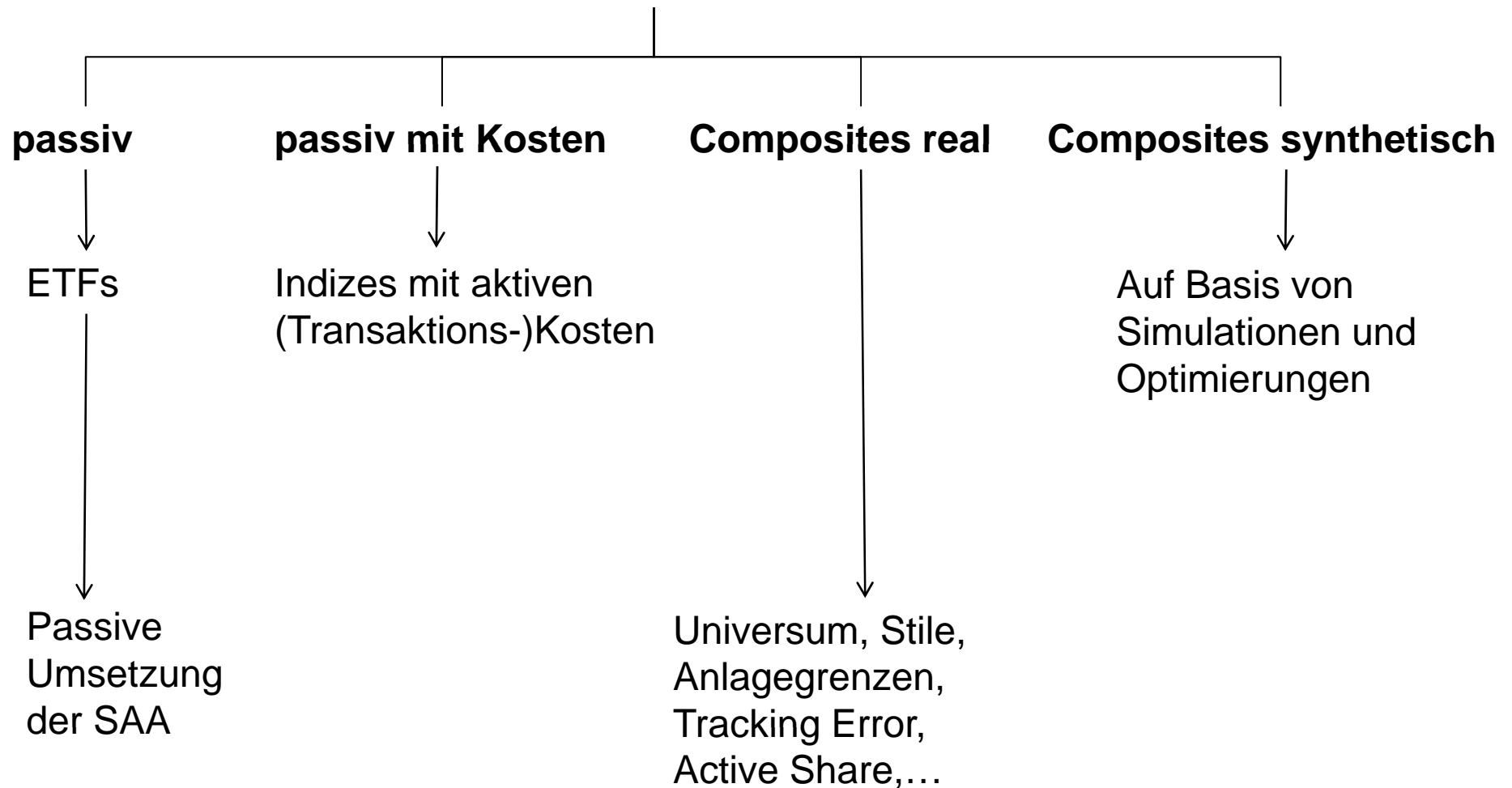
Vertrieb

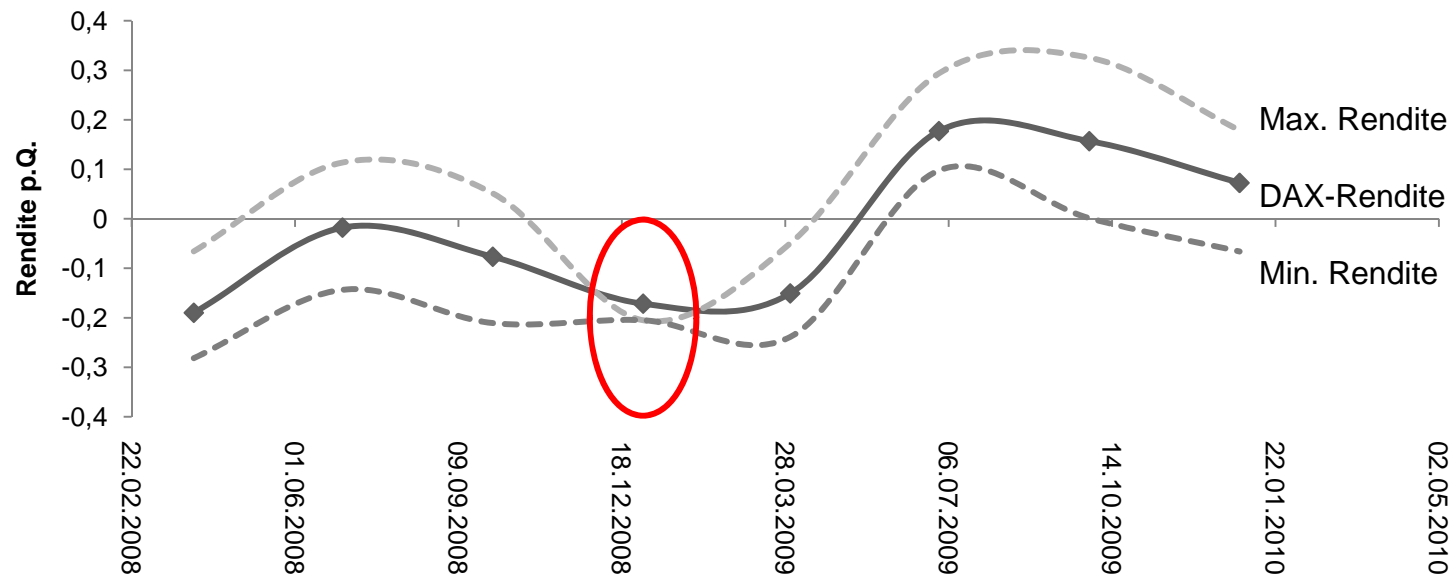


→ Vergleich von Äpfel mit Birnen!

- I. Einleitung
- II. Ergebnisse zum Vergleich des passiven und aktiven Fondsmanagements
- III. Benchmarks im aktiven Fondsmanagement
- IV. Performancepotentiale und Manageridentifikation
- V. Fazit

Benchmarks





Annahmen: Tracking Error 10 % p.a., Beta=1, Berechnung auf Basis der Quartalsrenditen

→ Outperformancepotential variiert über die Zeit

- I. Einleitung
- II. Ergebnisse zum Vergleich des passiven und aktiven Fondsmanagements
- III. Benchmarks im aktiven Fondsmanagement
- IV. Performancepotentiale und Manageridentifikation
- V. Fazit

Outperformance		
Mittelwert	-0,31%	0,30%
Maximum	8,12%	9,58%
Minimum	-4,79%	-8,11%
N	96	10.000*

* Simulationsansatz nach Kritzman / Page (2003) für EuroStoxx 50 von 2000-2008

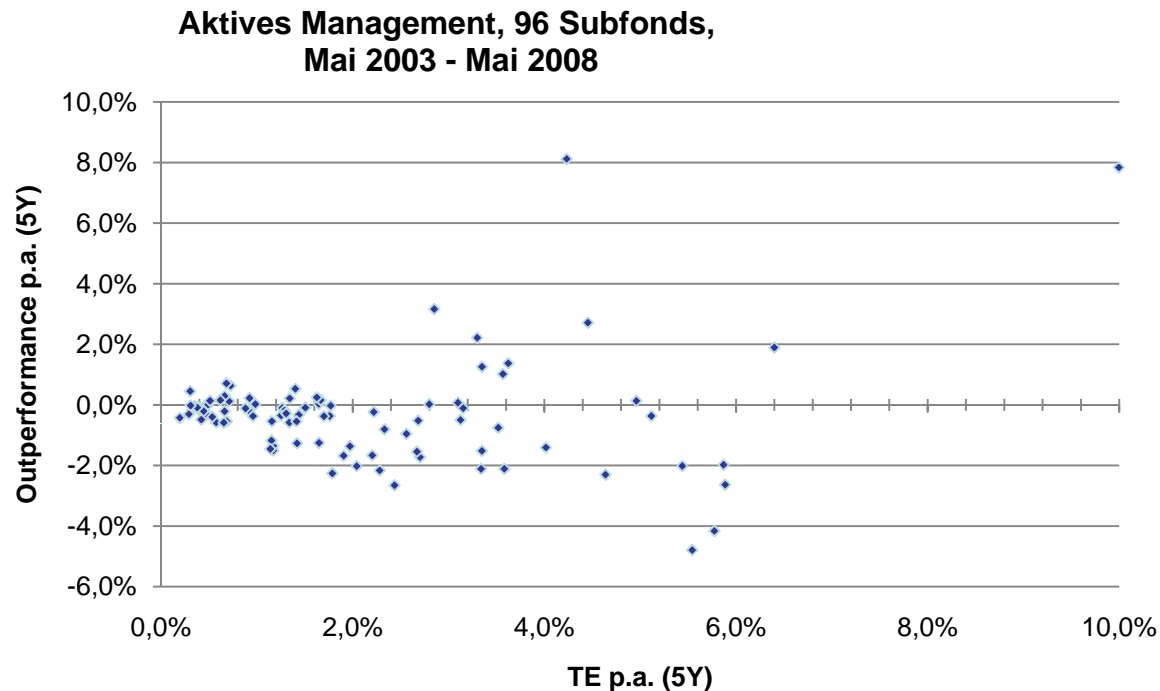
→ Hohes Renditepotential gegeben

→ Herausforderung für den Anleger: Identifikation der guten aktiven Manager

Tracking Error und Alpha

- Aktives Management in Subfonds besteht aus zwei Komponenten
 1. Faktorwetten / Timing /Sektorenrotation
 2. Einzeltitelauswahl

- **Standard:** Messung der Manageraktivität über Tracking Error (TE)



Active Share nach Cremers / Petajisto (2009)

- „Active Share“ = Anteil des Portfolios, der von der Benchmark abweicht

$$Active\ Share = \frac{1}{2} \sum |w_{Fonds} - w_{Benchmark}|$$

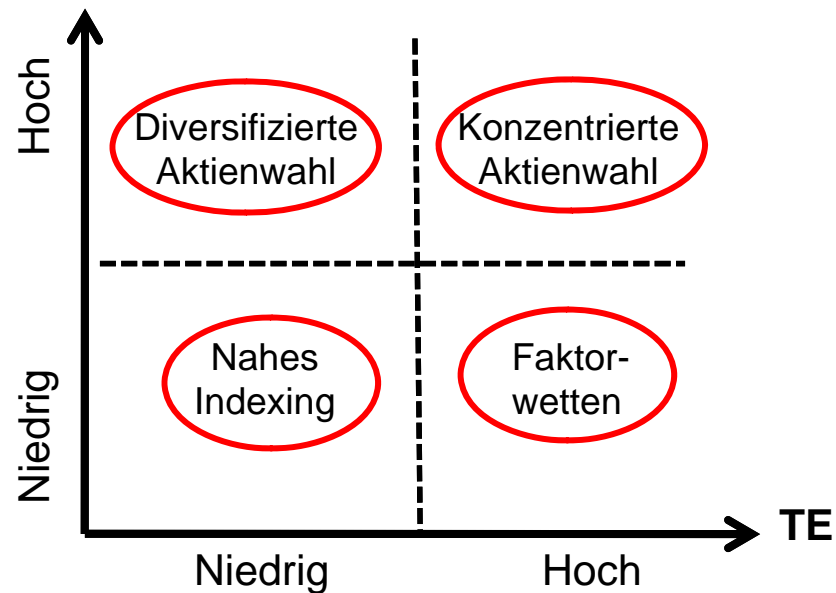
- Bei Anlagen nur in Aktien außerhalb der Benchmark: Active Share = 100%
- Bei einer vollständigen Nachbildung der Benchmark: Active Share = 0%

Kombination von Tracking Error und Active Share

- **Tracking Error:** Messung der Timingfähigkeiten
- **Active Share:** Messung der Einzeltitelauswahlfähigkeiten eines Managers

Kombination von Tracking Error und Active Share

Active Share



→ Faktorwetten: schlechteste Performance

→ Nahes Indexing: Underperformance nach Kosten

→ Diversifizierte Aktienwahl: Outperformance möglich

→ **Konzentrierte Aktienwahl: beste Outperformance**

→ **Fonds mit dem höchsten Active Share outperformen 1,13 % p.a.**

Kombination von Tracking Error und Active Share

Verteilung der Fonds

		Tracking Error		
		0-6%	>6%	Total
Active Share	60% - 100%	31%	43%	74%
	0 - 60%	26%	0%	26%
	Total	57%	43%	100%

Cremers / Petajisto (2009): 1678 Mutual Funds, 1980-2003

Verteilung der Fonds

		Tracking Error		
		0-6%	>6%	Total
Active Share	60% - 100%	49%	10%	59%
	0 - 60%	41%	0%	41%
	Total	90%	10%	100%

Hass / Johanning / Karabiber (2008), 41 Aktienfonds, Mai 2003-Mai 2008,
Annahme: gleiche Verteilung des Active Share wie bei Cremers / Petajisto

- I. Einleitung
- II. Ergebnisse zum Vergleich des passiven und aktiven Fondsmanagements
- III. Benchmarks im aktiven Fondsmanagement
- IV. Performancepotentiale und Manageridentifikation
- V. Fazit

Fazit

- Ergebnisse zum Performancevergleich aktiver und passiver Fonds nicht eindeutig
 - Aktive gemanagte Publikumsfonds sind i.d.R. auch aktiv vertriebene Publikumsfonds
→ Vergleich von Äpfel mit Birnen
 - Outperformacepotential variiert über die Zeit
→ Schweres Jahr für aktive Fonds in 2008
 - Hohes Renditepotential des aktiven Managements
 - Manageraktivität am besten über Active Share **und** Tracking Error zu messen
 - Hohes Outperformacepotential bei sehr aktivem Fondsmanagement!
→ hoher Tracking Error und hoher Active Share notwendig!
- Aktives Management ist die Grundlage für die Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte

Zum passiven und aktiven Aktienmanagement

Vor dem Schnitt....



→ Nach dem Schnitt (= aktives Management)



←
Passives Management!





- Ammann, Manuel, Steiner, Michael (2008): The Performance of Actively and Passively Managed Swiss Equity Funds, Working Paper, University of St. Gallen, December 2008.
- Assoé, Kodjovi, Jan-François L'Her, und Jan-François Plante (2004): Is there really a hierarchy in Investment Choice?, Working Paper, Les Cahiers du CREF, Nr. 04/15, pp 1-11.
- Assoé, Kodjovi, Jan-François L'Her, und Jan-François Plante (2006): The Relative Importance of Asset Allocation und Security Selection, *Journal of Portfolio Management*, Jg. 33, Nr. 1, S. 46-55.
- Baca, Sean P, Brian L. Garbe und Richard A Weiss (2000): The rise of sector effects in major equity markets, *Financial Analysts Journal*, Jg. 56, Nr. 5; S. 34-40.
- Bollen, Nicolas P. B., und Jeffrey A. Busse (2005): Short-Term Persistence in Mutual Fund Performance, *Review of Financial Studies*, Jg. 18, Nr. 2, S. 569-97.
- Brinson, Gary P. (2006): Determinants of Portfolio Performance - 20 years later: Authors' Responses, *Financial Analysts Journal*, Jg. 62, Nr. 1, S. 13.
- Brinson, Gary P., Brian D. Singer, und Gilbert L. Beebower (1991): Determinants of Portfolio Performance II: An Update, *Financial Analysts Journal*, Jg. 47, Nr. 3, S. 40-48.
- Brinson, Gary P., Rundolph L. Hood, und Gilbert L. Beebower (1986): Determinants of Portfolio Performance, *Financial Analysts Journal*, Jg. 42, Nr. 4, S. 39-44.
- Cremers, Martijn K. J. und Antti Petajisto (2009): How Active Is Your Fund Manager? A New Measure That Predicts Performance, *Review of Financial Studies*, Jg. 22, Nr. 9, S. 3329-3365.
- Carhart, Mark M. (199): On Persistence in Mutual Fund Performance, *Journal of Finance*, Jg. 52, Nr. 1, S. 57-82.
- Cavaglia, Stefano und Vadim Moroz (2002): Cross-Industry, Cross-Country Allocation, *Financial Analysts Journal*, Jg. 58, Nr. 6, S. 78-97.
- Dichtl, Hubert, Kerstin Petersmeier und Christian Schlenger (2003): Dynamische Asset Allokation im Lichte der Präferenzen institutioneller Anleger, in: *Handbuch Asset Allokation*, Uhlenbruch Verlag, Bad Soden/Ts., S. 179-202.

- French, Kenneth R. (2008): Presidential Address: The Cost of Active Investing, *Journal of Finance*, Jg. 63, Nr. 4, S. 1537-1573.
- French, Kenneth R. und James Poterba (1991): Investor Diversification und International Equity Markets, *American Economic Review*, Jg. 81, Nr. 2, S. 222-226.
- Funke, Christian, Lutz Johanning und Bernd Rudolph (2006): Verlust- und Risikopräferenzen institutioneller Anleger, in: Union Investment Institutional GmbH (Hrsg.): *Edition Risikomanagement 1.1*, Frankfurt.
- Grinold, Richard C. und Ronald N. Kahn (2000): *Active Portfolio Management, A Quantitative Approach for Producing Superior Returns und Controlling Risk*, 2. Edition, McGraw-Hill Professional, New York.
- Gruber, Martin J. (1996): Another Puzzle: The Growth in Actively Managed Mutual Funds, *Journal of Finance*, Vol. No. 3, pp. 783-810.
- Hass, Lars Helge, Johanning Lutz, Karabiber, Timur (2008): Theorie und Umsetzung der Asset Allokation – Ergebnisse einer Analyse zum Investorenverhalten, Working Paper, WHU – Otto Beisheim School of Management, August 2008.
- Heidorn, Thomas und Tindaro Siragusano (2006): Currency Overlay Management with a Behavioral Finance based Momentum Strategy, unpublished work, presented at the Center for European Studies (CEUS) Workshop at WHU.
- Heston, Steven L. und Geert K. Rouwenhorst (1994): Does industrial structure explain the benefits of international diversification?, *Journal of Financial Economics*, Jg. 36, Nr. 1, 3-27.
- Hoernemann, Jeffrey T., Dean A. Junkans, und Carmen M. Zarate, Strategic Asset Allocation und Other Determinants of Portfolio Return, *Journal of Wealth Management*, Jg. 8 Issue 3, S. 26-38.
- Hood, L. Rundolph (2006): Determinants of Portfolio Performance - 20 years later: Authors' Responses, *Financial Analysts Journal*, Jg. 62, Nr. 1, S. 11-12.
- Hood, Rundolph L. (2005): Determinants of Portfolio Performance – 20 Years Later, *Financial Analysts Journal*, Jg. 61, Nr. 5, S.6-8.

Quellen

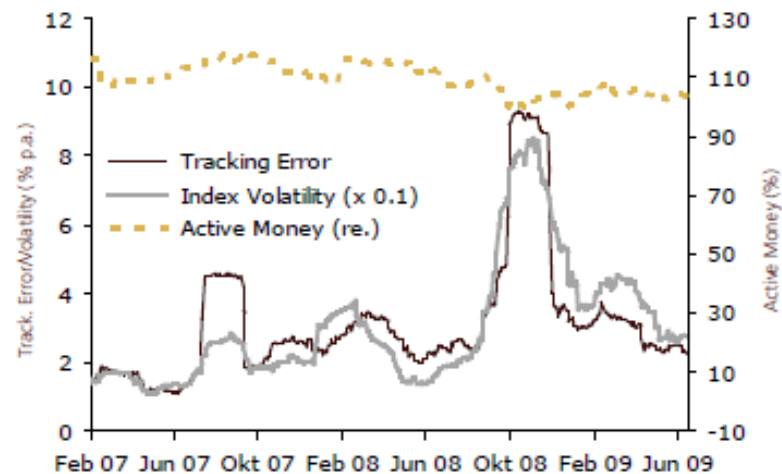
- Ibbotson, Roger G., und Paul D. Kaplan (2000): Does Asset Allocation Policy Explain 40, 90, or 100 Percent of Performance? *Financial Analysts Journal*, Jg. 56, Nr. 1, S. 26-33.
- Jorion, Philippe (1994): Mean/variance Analysis of Currency Overlays, *Financial Analysts Journal*, Jg. 50, Nr. 3, S. 48 – 56.
- Kritzman, Mark (2006): Determinants of Portfolio Performance - 20 years later: A Comment, *Financial Analysts Journal*, Jg. 62, Nr. 1, S. 10-11.
- Kritzman, Mark und Sebastien Page (2003): The Hierarchy of Investment Choice, *Journal of Portfolio Management*, Jg. 29, Nr. 4, S. 11-23.
- Kritzman, Mark und Sebastien Page (2007): The Relative Importance of Asset Allocation und Security Selection: Comment, *Journal of Portfolio Management*, Jg. 33, Nr. 4, S. 101.
- Lintner, John (1965): The valuation of risk assets and the selection of risky investments in Security portfolios and capital budgets, *Review of Economics and Statistics*, Jg. 47, Nr. 1, S. 13-37.
- MacBeth, James D. und David C. Emanuel (1993): Tactical Asset Allocation: Pros und Cons, *Financial Analysts Journal*, Jg. 49, Nr. 6, S. 30- 43.
- Markowitz, Henry M. (1952): Portfolio Selection, *Journal of Finance*, Jg. 7, Nr. 1, S.77-91.
- Mossin, Jan (1966): Equilibrium in a Capital Asset Market, *Econometrica*, Jg. 34, Nr. 4, S. 768-783.
- Poddig, Thorsten, Ulf Brinkmann und Katharina Seiler (2005): Portfolio Management, Konzepte und Strategien, Uhlenbruch Verlag, Bad Soden/Ts.
- Quoniam (2009): quantletter, 2nd Quarter, Frankfurt am Main.
- Rudolph, Bernd (2003): Theorie und Empirie der Asset Allokation, in: Handbuch Asset Allokation, Uhlenbruch Verlag, Bad Soden/Ts., S. 3-26.
- Sharpe, William F. (1964): Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, *Journal of Finance*, Jg. 19, Nr. 3, S. 425-442.
- Sharpe, William F. (1991): The Arithmetic of Active Management, *Financial Analysts Journal*, Jg. 47, Nr. 1, S. 7-9.

- Stein, David M. und Greg McIntire (2003): Overlay Portfolio Management in a Multi-Manager Account, *Journal of Wealth Management*, Jg. 5, Nr. 4, S. 57-71.
- Standard & Poor's (2010): Standard & Poor's Indices Versus Active Funds, (SPIVA) Scorecard, Year-End 2009, www.indexresearch.standardandpoors.com.
- Tesar, Linda und Ingrid Werner (1995): Home Bias und High Turnover, *Journal of International Money und Finance*, Jg. 14, Nr. 4, 467-492.
- Tobin, James (1958): Liquidity Preferences as Behavior Towards Risk, *Review of Economic Studies*, Jg. 25, Nr. 2, S. 65-86.
- Vardharaj, Raman und Frank .J Fabozzi (2007): Sector, Style, Region: Explaining Security Allocation Performance, *Financial Analysts Journal*, Jg. 63, Nr. 3; S. 59-62.
- Wermers, Russel (2000): Mutual Fund Performance: An Empirical Decomposition into Security-Picking Talent, Style, Transactions Costs, and Expenses, *Journal of Finance*, Vol. 55, No. 4, pp. 1655-1695.
- Xin, Hai (2003): Currency Overlay – A Practical Guide, Haymarket House, London.

Tracking Error (TE)

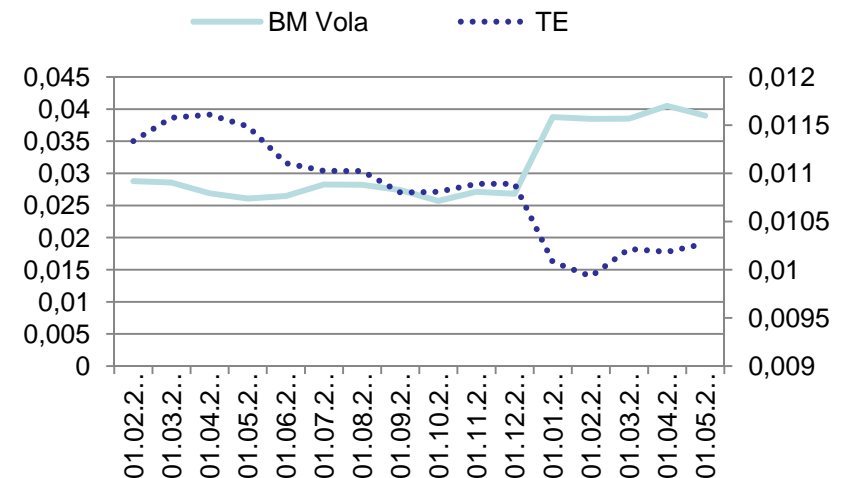
- Berechnung TE über aktive Portfoliogewichte und Kovarianzen der Renditen

TE und Benchmark-Vola für 1 Portfolio



Quelle: Quoniam (2009)

TE und Benchmark-Vola für 1 Fonds



→ Korrelation von TE und Benchmark-Vola: **34,01%**

(über 41 Aktienfonds von Mai 2003 bis Mai 2008)