



Aktiv oder passiv – das ist hier die Frage

Fünf wichtige Unterschiede zwischen aktivem und
passivem Fondsmanagement

APRIL 2021



Dr. Hans-Jörg Naumer,
der promovierte
Volkswirt leitet Global
Capital Markets &
Thematic Research
bei Allianz Global
Investors

Immer wieder wird die Frage gestellt, was die wesentlichen Unterschiede zwischen aktivem und passivem Fondsmanagement sind.

Dieser Beitrag geht den fünf wichtigsten Fragen rund um die beiden Investmentphilosophien nach.

Vorausschicken möchten wir, dass es nicht die eine gute und die eine schlechte Anlagevariante gibt. Je nach Anlegerbedürfnis können sowohl aktive als auch passive Investments von Vorteil sein. In einem ökonomischen Kontext, der von starken Veränderungen gekennzeichnet ist, sehen wir jedoch besonders die Vorzüge von aktivem Management, die wir im Folgenden erklären möchten.

Auf welchen Grundannahmen basieren die beiden Investment-Stile „aktiv“ und „passiv“?

Aktives und passives Management unterscheiden sich in einem wesentlichen Punkt: Während das passive Management unterstellt, dass die Kapitalmärkte stets „effizient“ sind, verneinen dies die Anhänger des aktiven Managements.

„Effiziente Kapitalmärkte“ – das bedeutet, dass niemand eine Zusatzrendite, z.B.

durch die Analyse der Märkte und/oder der Einzeltitel erzielen kann. Alle Informationen sind in den Kursen bereits enthalten. Gibt es neue Informationen, so ändern sich die Preise sofort. Niemand hat einen Vorteil, wenn er aktiv eigene Positionen bezieht oder gar in die eigene Analyse investiert. Das Augenfällige ist aber, dass Märkte dennoch ein „Gedächtnis“ zu besitzen scheinen.

So wirken z.B. größere Ereignisse durchaus nach. Das kann sich z.B. durch anhaltende Schwankungen zeigen, obwohl das auslösende Ereignis bereits vorbei ist. Wären die Märkte effizient, müsste in der Theorie mit einem Abschluss des Auslösers auch der Markt wieder in alten Bahnen laufen.

Wie glaubwürdig ist es, dass Kapitalmärkte effizient sind?

Das hängt mit den Kapazitäten der Informationsverarbeitung der Marktteilnehmer zusammen und mit der Stringenz mittels derer sich diese den Informationen anpassen.

Anders ausgedrückt: Wenn jeder Investor über den gleichen Zugang zu Informationen verfügt und die Kapazitäten hat diese zu verarbeiten, dann fehlt nur noch eins: Dass jeder auch sofort rational, wohl überlegt danach handelt. Und spätestens hier fängt es an, dass die Informations- und mit ihr die Markteffizienz fragwürdig wird.

Denn ist wirklich jede Anlegerin, jeder Anleger eine „Mrs. oder ein Mr. Spock“? Jene Figur aus dem Star-Trek-Universum, die immer kühl auf der Kommandobrücke steht und rein rational – einem Computer gleich – Entscheidungen trifft? Wohl nicht.

Die Verhaltensökonomie (Behavioral Finance) gibt beredendes Zeugnis, dass Menschen eben nicht rein rational agieren.

Wir neigen zu sogenannten Verhaltensanomalien.

Der Herdentrieb, die Verlustaversion, das Festhalten an einer Vergangenheitsperformance, oder auch das sogenannte „Framing“, welches dazu führt, dass sich die bekanntesten Aktien überproportional im Portfolio befinden, sind nur einige Beispiele aus einer ständig wachsenden Forschung zum irrationalen Anlageverhalten.

Unter dem englischen Begriff „Framing“, der sich auf Deutsch am besten mit „Rahmen“ übersetzen lässt, wird verhaltensökonomisch das Verhalten verstanden, dass wir die Anlagewelt aus einem bestimmten „Fenster“ heraus betrachten: Wir neigen dazu, nur das zu sehen, was wir sehen wollen, oder was wir bereits kennen. So zeigt sich z.B. immer wieder, dass Aktien aus dem Heimatland in den Portfolien überrepräsentiert sind, dass deutsche Aktien also deutlich mehr als 3 – 4% ausmachen, was ihrem Anteil an der weltweiten Marktkapitalisierung entspräche. Man kauft, was man kennt. „Framing“ kann auch dazu führen, dass Nachrichten, die der eigenen Einschätzung widersprechen, unbewusst ausgeblendet werden, obwohl sie für den Anlageerfolg wichtig sein können. Mehr Informationen dazu erhalten Sie in unserer Studie „[Selbstüberlistung mit den Erkenntnissen der Verhaltensökonomie](#)“.

Wenn aber die Entscheidungen der Investoren nicht rational getroffen werden, wie können Märkte dann effizient sein? Ist nicht viel eher zu vermuten, dass jene, die stringenter operieren, die klare Analyse und Investmentprozesse haben, inklusive eines Risikocontrollings, auch bessere Anlageentscheidungen treffen – also ein sogenanntes „Alpha“, einen Zusatzertrag, der über die Performance des Marktes hinausgeht, erzielen können? Ganz zu schweigen davon, dass sie sich Investitionen entziehen können, an die passive Investoren gebunden sind.

Welche Probleme kann eine Orientierung an einer Benchmark mit sich bringen?

Das wichtigste Kennzeichen passiver Investments ist, dass sich diese an einer Benchmark (einem Index also, wie z.B. dem DAX oder dem S&P 500) orientieren müssen. Qualitätskriterium ist, wie gut eine Benchmark „repliziert“, nachgebildet, werden kann. Und das egal, was an den Märkten gerade passiert.

Ein ETF oder auch ein Indexfonds möchte stets möglichst präzise einen Wertpapierindex abbilden. So soll gewährleistet werden, dass sich der ETF parallel zum Index entwickelt. Das aber ist nicht frei von Problemen. Wer immer kaufen muss, kauft auch dann, wenn es am Markt zu Verwerfungen kommt. So kam es z.B. im Herbst 2008 zu einem sogenannten „short squeeze“ bei der Aktie eines deutschen Automobilherstellers. „Short squeeze“ d.h., die Leerverkäufer auf diese Aktie wurden auf dem falschen Fuß erwischt, und mussten sie zu höheren als den erwarteten Kursen zurückkaufen. Wenn aber wenige bereit sind zu verkaufen und einige verzweifelt bestimmte Wertpapiere kaufen müssen, dann steigen die Kurse – und das, umso mehr, je mehr auch passive Anlagevehikel sich eindecken müssen, da es ja ihre Benchmarks so vorsehen.

Die Folge: Die Kurse explodierten für eine kurze Zeit förmlich, bevor sie dann sehr schnell wieder auf das alte Niveau zurückfielen.

Entwicklung der Aktie eines deutschen Automobilherstellers in den Jahren 2008 bis 2010



Quelle: AllianzGI Global Capital Markets & Thematic Research.
Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Ist die Vergangenheit ein verlässlicher Indikator für die Zukunft?

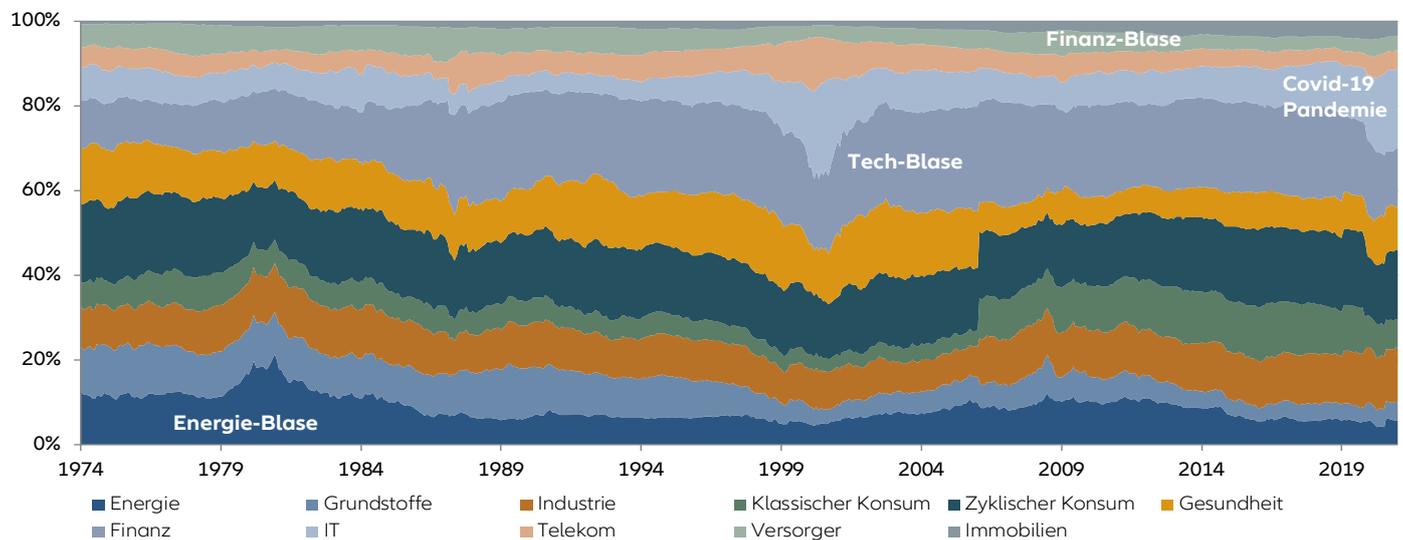
Sicher nicht. Im Gegenteil. Aus gutem Grund wird immer wieder darauf verwiesen, dass Vergangenheitsperformance eben kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung ist. Eine passive Strategie unterstellt aber implizit genau das.

Sie ist vergangenheitsorientiert, denn der abgebildete Index setzt sich zwangsläufig aus der Wertentwicklung der Vergangenheit zusammen. Eine Einschätzung zukünftiger Entwicklungen ist nicht gefragt. Bei Krisen wird das besonders deutlich.

Ein Beispiel ist die Technologie-Medien-Telekommunikations-Blase (kurz die TMT-Blase) nach dem Jahrtausendwechsel. Die Fantasie für die sogenannten TMT-Werte war groß, die Kurse entsprechend auch. Diese stiegen und mit ihnen die Marktkapitalisierung und damit auch ihr Anteil an der Benchmark. Als die Blase platzte, fielen die Kurse entsprechend und die Benchmark mit ihr. Ein Gegensteuern war nicht möglich – und ist per Definition auch nicht gewünscht. Folge dem Index in guten wie in schlechten Zeiten, heißt die Devise.

Im Gegensatz dazu haben aktiv gemanagte Fonds die Möglichkeit, ihr Portfolio (frühzeitig) anzupassen, da sie an keinen Index gebunden sind. Das muss nicht immer erfolgreich sein, kann aber helfen, Verluste zu begrenzen, während die Märkte deutlich abgegeben haben.

Gewichtung der Branchen am Weltaktienmarkt



Quelle: Datastream (Branchenindizes), Allianz Global Investors Capital Markets & Thematic Research, Stand: Januar 2021

Wie steht es generell um zukünftige Entwicklungen?

Wir leben in disruptiven Zeiten. Die Industrie 4.0, die Digitalisierung durchzieht und verändert alle Bereiche des Wirtschaftens und des Arbeitens. Die „schöpferische Kraft der Zerstörung“, wie es der Ökonom Joseph Schumpeter nannte, entfaltet sich. Grund genug für [rationalen Optimismus](#).

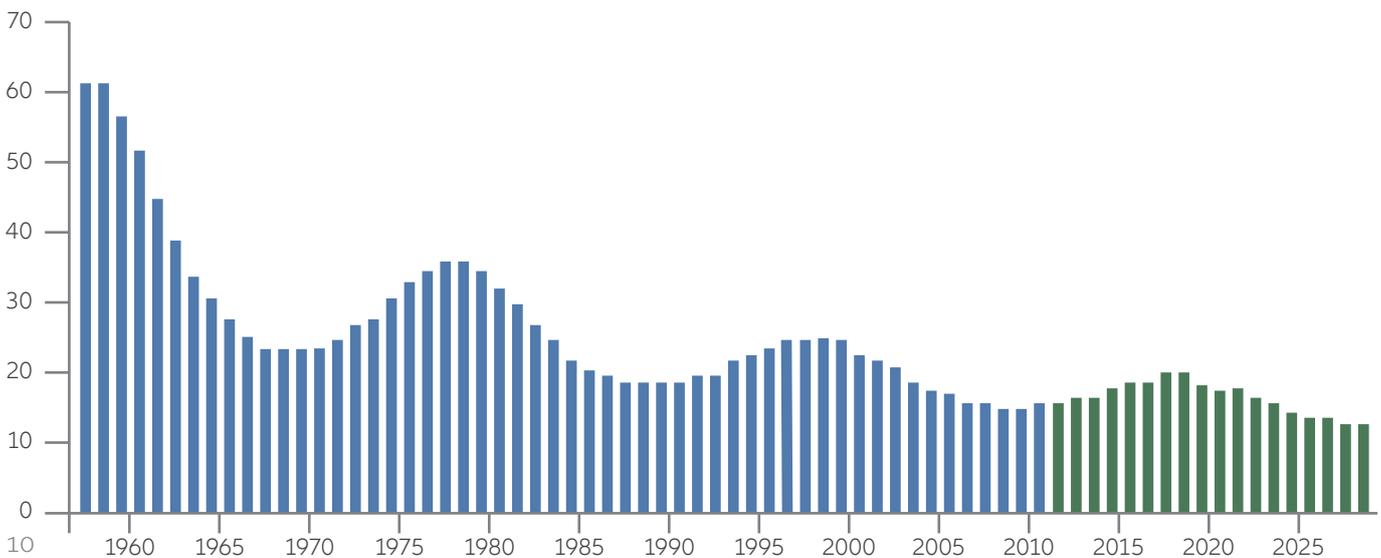
Die Frage ist aber: Können Benchmarks diese Entwicklungen antizipieren, oder laufen sie diesen nicht hinterher?

Die Umschlagshäufigkeit im Portfolio ist auf jeden Fall schneller geworden.

Gehörten z.B. Anfang der 60er die Mitglieder des S&P 500, der den US-amerikanischen Aktienmarkt abbildet, dieser Benchmark durchschnittlich 60 Jahre an, bevor sie ausgewechselt wurden, so liegt die Verweildauer mittlerweile nur noch bei durchschnittlich 12 Jahren. D.h. die in der Benchmark enthaltenen Firmen, bzw. deren Aktien, scheiden schneller aus, weil sie an Bedeutung verloren haben.

Das Ausscheiden aus einer Benchmark kann dabei aus sehr unterschiedlichen Motiven erfolgen. Z.B. kann eine Firma ausscheiden, da sie von einer anderen übernommen wird. Das dürfte eine eher positive Entwicklung sein. Es gibt aber auch negative Gründe für ein Ausscheiden, z.B. weil das Geschäftsmodell einer Firma nicht mit der Entwicklung Schritt halten konnte, und sie an Bedeutung und damit auch an Marktkapitalisierung verliert. Das kann bis hin zum Bankrott gehen.

Grafik: Durchschnittliche Verweildauer der Firmen im S&P500



Quelle: <http://www.longboardfunds.com/articles/defense-wins-championships>, Stand 2012, Capital Markets and Thematic Research, Capital Markets and Thematic Research

1960 1965 1970 1975 1980 1985 1990 1995 2000 2005 2010 2015 2020 2025

Wer nicht 1:1 eine Benchmark nachbilden muss, hat die Möglichkeit frühzeitig in neue Entwicklungen zu investieren, bevor die jungen Firmen in die Benchmark aufgenommen werden, um möglichst frühzeitig auch von deren Wachstum zu profitieren. Die „alte Welt“, die von „Flaggschiffen“ an den Kapitalmärkten geprägt war, die sich dort lange halten konnten, scheint vorbei zu sein.

Aber gibt das nicht dem aktiven Management die Chance, diesen Austausch früher einzuleiten und schneller auf neue Entwicklungen zu setzen?

Investieren birgt Risiken. Der Wert einer Anlage und Erträge daraus können sinken oder steigen. Investoren erhalten den investierten Betrag gegebenenfalls nicht in voller Höhe zurück. Die dargestellten Einschätzungen und Meinungen sind die des Herausgebers und/oder verbundener Unternehmen zum Veröffentlichungszeitpunkt und können sich – ohne Mitteilung darüber – ändern. Die verwendeten Daten stammen aus verschiedenen Quellen und wurden zum Veröffentlichungszeitpunkt als korrekt und verlässlich bewertet. Bestehende oder zukünftige Angebots- oder Vertragsbedingungen genießen Vorrang. Dies ist eine Marketingmitteilung herausgegeben von Allianz Global Investors GmbH, www.allianzgi.de, eine Kapitalverwaltungsgesellschaft mit beschränkter Haftung, gegründet in Deutschland; Sitz: Bockenheimer Landstr. 42-44, 60323 Frankfurt/M., Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt/M., HRB 9340; zugelassen von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (www.bafin.de). Die Vervielfältigung, Veröffentlichung sowie die Weitergabe des Inhalts in jedweder Form ist nicht gestattet; es sei denn dies wurde durch Allianz Global Investors GmbH explizit gestattet.

Soweit wir in diesem Dokument Prognosen oder Erwartungen äußern oder die Zukunft betreffende Aussagen machen, können diese Aussagen mit bekannten und unbekanntem Risiken und Ungewissheiten verbunden sein. Die tatsächlichen Ergebnisse und Entwicklungen können daher wesentlich von den geäußerten Erwartungen und Annahmen abweichen. Es besteht unsererseits keine Verpflichtung, Zukunftsaussagen zu aktualisieren.