



White Paper Risikomanagement 2018

# **Unternehmensanleihen – aktiv oder passiv? Theorie und Empirie**

Dr. Thorsten Neumann und Vincent Ehlers

# Inhalt

<b>1</b>	<b>Einführung</b>	<b>3</b>
<b>2</b>	<b>Theorie und Literatur zu aktiven und passiven Anlagen</b>	<b>5</b>
2.1	Empirische Evidenz: Aktives Management	7
2.1.1	Die Summe aller Fonds	8
2.1.2	„Luck versus Skill“	9
2.1.3	Frühere Ergebnisse	10
2.1.4	Verzerrungen empirischer Daten	12
2.1.5	Mehrertrag durch Faktorinvestitionen	13
2.2	Empirische Evidenz: Staats- und Unternehmensanleihen	14
<b>3</b>	<b>Passive Anlagen in Unternehmensanleihen: Angebot, Anlageergebnisse und Hintergründe</b>	<b>16</b>
3.1	Anlageergebnisse passiver Fonds	18
3.2	Ursachen der Underperformance passiver Fonds	21
3.2.1	Geringe Liquidität	21
3.2.2	Herausforderungen bei der Replikation der Benchmark	24
3.2.3	Kosten taktischer Mittelflüsse	25
3.2.4	Indexapproximation	26
3.3	Zwischenfazit	27
<b>4</b>	<b>Aktive Anlagen in Unternehmensanleihen: Performanceopportunitäten und Ergebnisse</b>	<b>28</b>
4.1	Warum aktive Fonds gute Performanceopportunitäten haben	29
4.1.1	Geringe Liquidität wird zum relativen Vorteil	30
4.1.2	Verzerrungen durch nicht rein wirtschaftliche Akteure	31
4.1.3	Benchmarkstrukturen	33
4.1.4	Vereinnahmung von Neuemissionsprämien	33
4.1.5	Titelselektion, Ratingveränderungen und Einzeltitelarbitrage	35
4.1.6	Top-down-Allokation	37
4.2	Empirische Ergebnisse	38
4.2.1	Die Datenbasis aktiver Fonds	38
4.2.2	Anlageergebnisse aktiver Manager	41
4.3	Zwischenfazit	44
<b>5</b>	<b>Möglichkeiten zur Selektion erfolgreicher aktiver Manager</b>	<b>45</b>
5.1	Autokorrelation aktiver Renditen	47
5.2	Separation von Alpha und Faktorbeiträgen	48
5.3	Separation mit dem Marktmodell und Risikofaktor-Modell	49
5.4	Mehrwert für die Prognose aktiver Renditen	51
5.5	Ökonomische Relevanz der Alphaseparation	53
<b>6</b>	<b>Fazit</b>	<b>57</b>
<b>7</b>	<b>Anhänge</b>	<b>60</b>

# 1 Einführung

# 1 Einführung

Das Angebot und das Volumen passiver Fonds sind in den letzten Jahren stark gewachsen. Das aktive Management wird mit der zunehmenden Beliebtheit passiver Anlagen zunehmend kontrovers diskutiert. Neben der Feststellung, aktives Management sei teurer als passives Management, steht häufig auch der Vorwurf im Raum, aktive Manager seien nicht in der Lage, ihre Benchmarks zu schlagen. Unabhängig davon, dass diese These umstritten ist, wird die Debatte fast ausschließlich auf Aktienfonds bezogen. Eine Differenzierung nach Assetklassen erfolgt praktisch nicht.

Die vorliegende Studie analysiert die Aktiv-passiv-Diskussion für die Assetklasse der europäischen Unternehmensanleihen. Auch hier ist ein Wachstum passiver Angebote zu verzeichnen. Ziel der Studie ist es, Investoren Hilfestellung bei der Entscheidungsfindung zu geben. Welche Aspekte gilt es, bei der Aktiv-passiv-Entscheidung gegeneinander abzuwägen? Hierfür erfolgt einerseits eine Gegenüberstellung des Für und Wider aktiver und passiver Anlagen in Unternehmensanleihen. Andererseits werden die Anlageergebnisse aktiver und passiver Fonds, die in europäische Unternehmensanleihen investieren, detailliert untersucht.

Im Ergebnis zeigt sich Folgendes: Die verfügbaren passiven Angebote performen schlechter als ihre Marktbenchmarks. Die aktiven Manager schlagen mehrheitlich ihre Benchmarks. Die guten Manager erzielen sehr gute Ergebnisse. Die Möglichkeiten, erfolgreiche aktive Manager ex ante zu identifizieren, sind für die Aktiv-passiv-Entscheidung von hoher Bedeutung. Sie können durch den Einsatz von Faktormodellen deutlich verbessert werden. Das Risiko, einen aktiven Manager zu wählen, der nachfolgend Underperformance zeigt, kann auf diese Weise reduziert, aber nicht

eliminiert werden. Investoren stehen deshalb vor der Qual der Wahl: sichere passive Underperformance versus unsichere, aber im Mittel attraktive Ergebnisse mit aktivem Management.

In der nachstehenden Abhandlung werden zunächst im Kapitel 2 die konzeptionellen Grundlagen und Herausforderungen aktiver und passiver Anlagen erläutert. Die Darstellung der Theorie schließt mit einer Übersicht über die theoretische und empirische Literatur zum Thema. Im Anschluss werden in Kapitel 3 die Anlageergebnisse passiver Anlagen in Unternehmensanleihen vorgestellt und die strukturellen Gründe für ihre Underperformance erläutert. Kapitel 4 widmet sich den Möglichkeiten und Strategien aktiver Fonds, Mehrertrag gegenüber dem Markt zu erzielen. Hierfür werden die Anlageergebnisse aktiver Fonds, welche in europäische Unternehmensanleihen investieren, auf einer umfassenden Datenbasis im Detail analysiert. Kapitel 5 geht der Frage nach, wie erfolgreiche aktive Manager möglichst zuverlässig ex ante bestimmt werden können. Hierbei wird ein Risikofaktor-Modell entwickelt, um den Anteil und die Stabilität von Manageralpha zu identifizieren. Kapitel 6 fasst die Ergebnisse zusammen.

## **2 Theorie und Literatur zu aktiven und passiven Anlagen**

## 2 Theorie und Literatur zu aktiven und passiven Anlagen

Die Aktiv-passiv-Diskussion wird auch akademisch durchaus kontrovers geführt. Sharpe (1991) beschreibt die „Arithmetik des aktiven Managements“ wie folgt. Die Summe aller Anlagen entspricht dem Marktportfolio. Gewichtet ein Investor eine Anlage über, so muss ein anderer Investor die Anlage geringer gewichten. Falls nun eine Gruppe von Investoren, vor Abzug aller Gebühren, über ein positives Alpha gegenüber dem Markt verfügt, so muss dies auf Kosten einer anderen Gruppe von Investoren geschehen.

Auch wenn Sharpes Argument häufig angeführt wird, um darzulegen, dass aktives Management von Anlageportfolios in der Summe kein werthaltiges Unterfangen darstellt (vgl. zum Beispiel French 2008), so lassen sich aus Sharpes These (1991) folgende Ableitungen stringent und unstrittig herleiten:

- Die Summe aktiver Manager schlägt den Markt nicht.
- Für den einzelnen aktiven Manager gilt dies nicht. Denn es gibt erfolgreiche und erfolglose aktive Manager. Nur die Summe aller Manager liefert Marktperformance.
- Es wird immer eine Koexistenz passiver und aktiver Anlagen geben. Denn je größer der Anteil passiver Anlagen, desto größer die Arbitragemöglichkeiten für aktive Manager.

In diesem Licht ist die häufig gefundene empirische Evidenz, dass aktive Fonds in der Summe und vor Managementgebühren nicht den Markt schlagen, wenig

überraschend. Würde das Aggregat aller aktiven Fonds den Markt schlagen, so würde dies auf Kosten aller anderen aktiven Investoren geschehen müssen, die nicht in Fonds anlegen. Dieses wäre theoretisch zwar möglich, erscheint aber praktisch nicht wahrscheinlich.

Grossmann, Stiglitz (1980) verdeutlichen die Rolle aktiver Investoren mit dem folgenden Gedankenexperiment: Sind alle Investoren passive Investoren, so können Marktpreise nicht länger alle relevanten Informationen reflektieren, und der Markt muss ineffizient sein. Ist der Markt aber ineffizient, so bietet sich für einige Investoren die Gelegenheit, den Markt durch aktives Management zu schlagen.

Auf dieses Argument aufbauend gibt Pedersen (2018) zu bedenken, dass Sharpes Arithmetik zwar in der statischen Betrachtung korrekt ist, jedoch nicht in der dynamischen Betrachtung. Aktive Investoren sind zwingend notwendig, um zu gewährleisten, dass neue Informationen ihren Weg in Marktpreise finden und Kapitalmärkte funktionsfähig bleiben.

Die für die Praxis von Kapitalanlegern relevante Diskussion konzentriert sich deshalb auf die Fragen:

- Kann ein einzelner Manager den Markt dauerhaft und verlässlich aufgrund seines Könnens schlagen?
- Gibt es einzelne Manager, die zwar in der Vergangenheit erfolgreich waren, aber einfach nur Glück hatten?

Widersprüchliche Ergebnisse diverser empirischer Studien verschärfen diesen Diskurs.

Ein wichtiger Aspekt ist die Unterscheidung, ob Performanceergebnisse vor oder nach Kosten betrachtet werden. Für Analysezwecke empfiehlt sich eine Trennung der Performance vor Kosten und der Kostenbelastung. Nur die Ergebnisanalyse vor Kosten ergibt ein klares Bild der reinen Managerleistung. In einem zweiten Schritt gilt es die Frage zu stellen, wie diese Managerleistung entlohnt und gepreist wird.

Die Analyse von Managerleistung vor Kosten identifiziert das Leistungsbild aktiver Manager, das institutionelle Investoren sich notwendigerweise verschaffen sollten, bevor sie unter anderem bei Spezialmandaten in Gebührenüberlegungen und letztendlich entsprechende Verhandlungen gehen. Im Mittelpunkt der Studie steht deshalb die Analyse der Leistung vor Kosten.

Kapitel 2.1 gibt für die Aktiv-passiv-Debatte einen guten Überblick über die prominenten wissenschaftlichen Ergebnisse zu aktivem Management am Beispiel von Misch- und Aktienfonds und den methodischen Grundlagen entsprechender Untersuchungen. Kapitel 2.2 fasst die wenige Literatur zusammen, die sich auf Rentenfonds (Staats- und Unternehmensanleihen) bezieht.

Eine Lesehilfe zum Abschluss: Das gesamte Kapitel 2 versteht sich als Literaturarbeit und akademisches Überblickskapitel. Leser, die mit diesen Fragestellungen vertraut sind oder unmittelbar an den Besonderheiten der Assetklasse Unternehmensanleihen interessiert sind, können direkt zu Kapitel 3 übergehen.

## 2.1 Empirische Evidenz: Aktives Management

Die bislang existierenden wesentlichen akademischen Arbeiten, die aktive und passive Investmentansätze gegenüberstellen, wie zum Beispiel Sharpe (1991) sowie Fama und French (2010), beziehen sich überwiegend auf Aktienfonds, weshalb ein eigenes Kapitel hierfür folgerichtig ist. Ihre Thesen und Ergebnisse sind aber auch für Studien zum Markt für Unternehmensanleihen sehr relevant.

## 2.1.1 Die Summe aller Fonds

Fama und French (2010) führen für die USA einen umfassenden Vergleich der Performance von aktiv gemanagten US-Aktienfonds durch.<sup>1</sup> In ihrer richtungsweisenden Studie aggregieren sie 3.156 Fonds zu einem Portfolio. Somit lässt sich feststellen, wie sich die Gesamtheit der aktiv gemanagten Fonds gegenüber dem Marktportfolio als passive Benchmark geschlagen hat. Hierbei zeigt sich, dass die durchschnittliche Bruttorendite (vor Kosten) des aggregierten Portfolios aller aktiv gemanagten Fonds nahezu der durchschnittlichen Rendite des Marktportfolios entspricht.<sup>2</sup> Die Nettorendite (nach Kosten) fällt geringer als jene des Marktportfolios aus. Aus Sicht eines Investors schneidet somit ein durchschnittliches Investment in aktiv gemanagten Fonds nach Kosten um 1,1 Prozent pro Jahr schlechter ab als eine Anlage in das passive Marktportfolio.<sup>3</sup> Die aggregierte Underperformance von US-Aktienfonds entspricht also ziemlich genau den Managementgebühren.

Beachtenswert ist hierbei, dass das Risiko des aggregierten „Fondsportfolios“ dem Marktrisiko entspricht (Beta von 1,0). Die realisierten Renditen des aggregierten Fondsportfolios weichen dabei auch kaum von den realisierten Renditen des Marktportfolios ab – der „Tracking Error“ ist nahe null (das Bestimmtheitsmaß der Faktorregression beträgt 99 Prozent).

Fama und French schlussfolgern, dass US-Aktienfonds in der Summe das Marktportfolio halten. Vor der Berücksichtigung von Managementgebühren ist die Performance von Aktienfonds weder

schlechter noch besser als die des Marktportfolios. Gleichwohl reduziert sich aus Sicht der Investoren die Performance in Höhe der Managementgebühren.

Fama und French argumentieren, dass für die Gruppe aktiv gemanagter Fonds somit eine einfache Gleichgewichtsbedingung erfüllt ist. Für jeden Fonds, der den Markt schlägt, muss es auch einen Fonds geben, der schlechter als der Markt abschneidet. Diese Gleichgewichtsbedingung wurde von Sharpe (1991) als „Arithmetik des aktiven Managements“ formuliert.

<sup>1</sup> Der Untersuchungszeitraum erstreckt sich von 1984 bis 2006 und umfasst 3.156 aktive und ausgeschiedene („Survivorship Bias“-freie) US-Aktienfonds aus der CRSP-Datenbank, das heißt, es werden lediglich Fonds, die in den USA aufgelegt wurden, berücksichtigt.

<sup>2</sup> Genau genommen ist die Bruttorendite definiert als die Rendite vor Abzug der „Expense Ratio“. Die Expense Ratio beinhaltet alle Kosten, welche die Fondsgesellschaft dem Investor in Rechnung stellt. Diese umfassen insbesondere Managementgebühren, können aber unter Umständen weitere Kosten beinhalten, wie zum Beispiel Marketingkosten oder Dienstleistungskosten. Weil die Managementgebühren in der Regel den größten Anteil der Expense Ratio darstellen, wird im Sinne des Leseflusses im Folgenden „Managementgebühren“ als Synonym für die Expense Ratio verwendet.

<sup>3</sup> Wobei Fama und French von der Annahme ausgehen, dass die Anlage in das Marktportfolio kostenfrei möglich ist, was in der Realität bekanntermaßen nicht gegeben ist.



## 2.1.2 „Luck versus Skill“

Fama und French (2010) untersuchen in einem weiteren Schritt den Querschnitt aktiv gemanagter Aktienfonds. Auch wenn die Bruttoperformance (vor Kosten) der Summe der Aktienfonds dem Marktportfolio entspricht, so können einzelne Fonds besser (oder auch schlechter) abschneiden. Ziel dieser Analyse ist es, Fonds, die einfach nur Glück hatten („Luck“), von jenen Fonds, die tatsächlich über Kompetenz („Skill“) verfügen, zu unterscheiden.

Der Nachweis von „Skill“ stellt eine relativ komplexe empirische Herausforderung dar. Ein Beispiel soll dies verdeutlichen. Unter der auch als „Zero-Skill“-Hypothese bekannten Annahme, dass kein Fonds in Wahrheit über „Skill“ verfügt, weichen die Renditen von Fonds lediglich aufgrund von Glück (oder Pech) vom Marktportfolio ab. Für die Performance von 1.000 Fonds ist unter der „Zero-Skill“-Hypothese zu erwarten, dass zum Fünf-Prozent-Signifikanzniveau genau 50 Fonds (fünf Prozent) den Markt signifikant schlagen (einseitiger Test). Ein Indikator für das Vorhandensein von „Skill“ in der Gruppe der aktiven Aktienfonds wäre demnach, wenn deutlich mehr als 50 Fonds eine signifikant bessere Performance als das Marktportfolio aufweisen würden. Werden beispielsweise 70 Fonds mit einer Outperformance gemessen, so deutet dies darauf hin, dass 20 Fonds über „Skill“ verfügen.

In diesem Beispiel ist das Fünf-Prozent-Niveau arbiträr gewählt. Ein guter Testaufbau untersucht die gesamte Verteilung der durchschnittlichen Fondsrenditen und versucht Rückschlüsse darüber zu ziehen, ab welchem Punkt der Verteilung mehr überdurchschnittliche Renditen zu beobachten sind, als es die „Zero-Skill“-Hypothese erwarten lässt.

Fama und French simulieren zunächst mittels Bootstrap-Verfahren die Verteilung von Fondsrenditen unter der Annahme der „Zero-Skill“-Hypothese. Sie vergleichen dann die simulierte Verteilung mit der Verteilung der tatsächlich realisierten Fondsrenditen und suchen nach Abweichungen, um Evidenz für „Skill“ bei aktiven Aktienfonds zu dokumentieren. Vor der Berücksichtigung von Managementgebühren kommen sie zu dem Ergebnis, dass einige aktive Aktienfonds über wahren „Skill“ verfügen. Je nach Größe der Fonds schätzen sie den Anteil auf 40 Prozent für kleine, zehn Prozent für mittlere und nur fünf Prozent für große Fonds.<sup>4</sup>

Die Ergebnisse zeigen, dass über das statistisch zu erwartende Maß hinaus nur relativ wenige Fonds über „Skill“ verfügen, umgekehrt jedoch eine große Anzahl von Fonds ohne „Skill“, aber mit „Luck“ gute Ergebnisse erzielt.<sup>5</sup>

<sup>4</sup> Beispielsweise schneiden in der Gruppe der kleinen Fonds (5 Mio. USD bis 250 Mio. USD AuM) rund 40 Prozent der Fonds besser ab, als es die „Zero-Skill“-Hypothese erwarten lässt. In der Gruppe der mittleren Fonds (250 Mio. USD bis 1 Mrd. USD AuM) sind dies rund 10 Prozent der Fonds, in der Gruppe der großen Fonds (über 1 Mrd. USD AuM) etwa 5 Prozent der Fonds.

<sup>5</sup> Nach Berücksichtigung von Managementgebühren finden Fama und French nur für die Top-1- bis Top-2-Prozent (je nach Größenklasse) der Fonds eine überdurchschnittliche Rendite, die sich nicht allein durch „Luck“ erklären lässt. Die Resultate nach Berücksichtigung von Managementgebühren legen den Schluss nahe, dass bei den Fonds Investoren selten von dem vorhandenen „Skill“ in der Gesamtheit aller Fonds profitieren.

Die Ergebnisse erlauben es Fama und French eine Aussage darüber zu treffen, wie sich der wahre „Skill“ über die Grundgesamtheit aller Aktienfonds verteilt. Unter der Annahme, dass „Skill“ normalverteilt über alle Fonds ist, kommen Fama und French zu dem Ergebnis, dass 16 Prozent der Fondsmanager über ein wahres Alpha (vor Managementgebühren) in Höhe von 1,25 Prozent oder mehr verfügen beziehungsweise davon 2,3 Prozent der Fondsmanager ein wahres Alpha (vor Managementgebühren) in Höhe von 2,50 Prozent oder mehr aufweisen.

Die Studie von Fama und French (2010) definiert den aktuellen State-of-the-Art-Standard für empirische Untersuchungen dieser Art, auch wenn ihre Stärken und Schwächen zum Teil auch kontrovers diskutiert wurden.<sup>6</sup> Letztlich erlaubt es die Methode von Fama und French aber nicht, einzelne Fonds mit wahren „Skill“ zuverlässig von einzelnen Fonds, die einfach nur „Luck“ hatten, zu unterscheiden. Sie vergleicht lediglich die Gesamtzahl guter Fonds mit der statistischen Erwartung.

### 2.1.3 Frühere Ergebnisse

Schon vor Fama und French (2010) hat es Aktiv-passiv-Studien gegeben, die in Summe zu widersprüchlichen Ergebnissen gelangten.

So kamen schon Jensen (1968), Malkiel (1995) und Gruber (1996) für US-Aktienfonds über verschiedene Datensätze und Zeiträume zu dem Schluss, dass Fonds nach Kosten nicht in der Lage sind, ihre Managementgebühren durch eine Outperformance gegenüber dem Marktportfolio zu verdienen.

Wermers (2000) legt hingegen dar, dass die Summe aller US-Aktienfonds gegenüber dem Marktportfolio eine Outperformance aufweist, zumindest vor Abzug von Managementgebühren. Ippolito (1989) zeigt immerhin in manchen Testspezifikationen auch für Nettorenditen positive Ergebnisse.

Chen, Jegadeesh und Wermers (2000) hingegen können eine solche Evidenz nicht bestätigen. Ihre Ergebnisse sprechen vor Kosten weder für noch gegen eine Outperformance von US-Aktienfonds. Gleiches gilt nach Kosten für Henrikson (1984) sowie Chang und Lewellen (1984).

Von Kosowski, Timmermann, Wermers und White (2006) ist die erste Studie, welche mittels Bootstrap-Verfahren versucht, zwischen „Luck“ und „Skill“ im Querschnitt von Fonds zu unterscheiden. Die Ergebnisse sind ein gutes Stück positiver als in Fama und French (2010). Beispielsweise ist die Nettorendite der Top-5-Prozent-Fonds besser als in

<sup>6</sup> Stärken der Studie: Die verwendete CRSP-Datenbank bietet eine hohe Datenqualität und umfasst nahezu alle in den USA aufgelegten offenen Aktienfonds. Der Datensatz gilt als weitgehend „Survivorship Bias“-frei. Die verwendete Bootstrap-Methode ist frei von Annahmen, wie sich die durchschnittlichen risikoadjustierten Renditen von Aktienfonds im Querschnitt verteilen. Der Querschnittskorrelation und Heteroskedastizität in den Daten wird Rechnung getragen, was eine deutliche Verbesserung gegenüber früheren Studien darstellt. Schwächen der Studie: Das gewählte Bootstrap-Verfahren ist so aufgesetzt, dass jedwede mögliche zeitliche Abhängigkeit zwischen Fondsrenditen ignoriert wird, was unter Umständen Einfluss auf die statistische Inferenz haben kann. Die Literatur zeigt, dass zeitliche Abhängigkeit für große Aktien (Blue Chips) ein kleineres Problem darstellt; für kleine Aktien oder auch andere Anlageklassen wie Renten kann dies aber nicht ohne Weiteres angenommen werden. Ferner nehmen Fama und French an, dass Fonds stets über ein konstantes „Exposure“ zu ihrer Benchmark verfügen. Somit lässt sich keine Aussage darüber treffen, ob aktive Aktienfonds, beispielsweise in besonders schwierigen Zeiten (zum Beispiel Finanzkrise), mehr „Skill“ zeigen als in „normalen“ Zeiten.

99 Prozent aller Simulationen unter der „Zero-Skill“-Hypothese. Zum Vergleich: In Fama und French (2010) sind lediglich die Top-1-Prozent-Fonds besser als der Markt, und dies auch nur in rund 60 Prozent aller Simulationen.<sup>7</sup>

In Summe weist die Literatur einen starken „US-Bias“ auf, und empirische Evidenz außerhalb der USA ist dünn gesät.

Banegas, Gillen, Timmermann und Wermers (2013) dokumentieren, dass europäische Fonds, die sich auf ihr „Heimatland“ konzentrieren, in bestimmten Marktsituationen eine Outperformance erzielen können. Ferreira, Kewswani, Miguel und Ramos (2013) untersuchen Aktienfonds in 27 Ländern. Die Autoren finden eine ähnliche Underperformance für die Summe aller Fonds wie Fama und French (2010).

Leippold und Ruegg (2018) untersuchen 61.269 weltweit aufgelegte Aktien- und Rentenfonds. Die Untersuchung setzt auf ein Bootstrap-Verfahren, in Anlehnung an Fama und French (2010). Die Autoren erweitern jedoch die Methode, indem auch die zeitliche Abhängigkeit von Fondsrenditen berücksichtigt wird. In Bezug auf das Segment Aktien bestätigt die Studie

die Ergebnisse von Fama und French (2010) für die USA. Sie dokumentiert allerdings für Aktienfonds in Europa und Japan einen wesentlich höheren Anteil an Fonds mit „Skill“.

Die Untersuchung findet auch, dass die Gruppe „Retail“-Fonds über einen vergleichsweise hohen Anteil von „unskilled“ Fonds verfügt (16 Prozent). Für die Gruppe institutioneller Fonds beträgt der Anteil der „unskilled“ Fonds vergleichsweise geringe acht Prozent. „Skilled“ Fonds sind lediglich mit einem niedrigen einstelligen Prozentsatz von etwa zwei Prozent sowohl bei „Retail“ als auch bei institutionellen Fonds vertreten.

Es gibt einige weitere Studien, die sich mit einzelnen Ländern auseinandersetzen (zum Beispiel Aktienfonds nur aus Deutschland, Italien, Japan, UK usw.). Auch wenn sich der empirische Versuchsaufbau und Untersuchungszeitraum zum Teil stark unterscheiden, so zeichnen die dargelegten Ergebnisse typischerweise ein ähnliches Bild wie in den bereits beschriebenen Studien.

<sup>7</sup> Fama und French (2010) diskutieren auch die Ursache für die Diskrepanz zwischen beiden Studien. Zum einen führen Kosowski et al. ihr Bootstrap-Verfahren für jeden Fonds individuell durch, während Fama und French alle Fonds (und erklärende Faktoren) gemeinsam „bootstrappen“. Aus diesem Grund wird in Kosowski et al. die tatsächliche Querschnittskorrelation zwischen Fondsalphas nicht vollständig berücksichtigt. Dies hat Einfluss auf das ausgewiesene Signifikanzniveau; eine größere Anzahl von Simulationen schneidet schlechter ab als die realisierte Fondsperformance. Des Weiteren berücksichtigen Kosowski et al. nur Fonds, die seit mindestens 60 Monaten existieren. Es ist davon auszugehen, dass dies den „Survivorship Bias“ erhöht, sodass ein höherer Prozentsatz an Fonds besser abschneidet, als es die Simulation erwarten lässt.

## 2.1.4 Verzerrungen empirischer Daten

Malkiel (1995) thematisiert eine mögliche Verzerrung der vorliegenden Studienergebnisse im Sinne eines „Survivorship Bias“, weil die verwendeten Datensätze lediglich Fonds enthalten, die am Ende des Untersuchungszeitraums noch am Markt sind und die Studien deshalb unsaubere Ergebnisse liefern können.

Aber auch ein Datensatz, der aktive und ausgeschiedene Fonds enthält, kann unter Umständen mit einer weniger offensichtlichen Form des „Survivorship Bias“ behaftet sein. So macht Evans (2010) auf den „Incubation Bias“ aufmerksam. Es ist üblich, dass Fondsgesellschaften mehrere Fondsstrategien für eine bestimmte Zeit testen, dann aber nur die erfolgreichen Strategien für Anleger öffnen, weil diese höhere Mittelzuflüsse anziehen. Wird die Performance geöffneter Fonds nun in einer Datenbank rückwirkend „aufgefüllt“, so ergibt sich eine positive Verzerrung der in der Datenbank dokumentierten Performance.

Linnainmaa (2013) zeigt hingegen, dass es auch zu einem „Reverse Survivorship Bias“ bei Fondsanalysen kommt. Fonds mit einer schlechten Performance werden oft aufgelöst, selbst wenn die Performance auf

rein idiosynkratische Faktoren zurückzuführen ist und der Fonds über ein positives wahres Alpha verfügt. Fonds, die einfach nur Glück haben, obwohl sie über kein wahres positives Alpha verfügen, werden dagegen viel weniger schnell eliminiert. In der Summe wird so das Bild über den tatsächlichen „Skill“ von Fonds nach unten verzerrt. Linnainmaa schätzt den Effekt auf das aggregierte Fondsportfolio auf beträchtliche 60 Basispunkte pro Jahr.

Die Ergebnisse von „Aktiv versus passiv“-Studien bleiben deshalb unter Umständen von Messfehlern beeinflusst. Auch wenn die Berücksichtigung von ausgeschiedenen Fonds bei einer Analyse den offensichtlichen „Survivorship Bias“ beträchtlich reduziert, so lassen sich Fehler aufgrund des „Incubation Bias“ oder des „Reverse Survivorship Bias“ nicht vollständig bereinigen.

## 2.1.5 Mehrertrag durch Faktorinvestitionen

Große Aufmerksamkeit erhielten seinerzeit die Studien von Grinblatt und Titman (1989), Hendricks, Patel und Zeckhauser (1993) sowie Goetzmann und Ibbotson (1994). Diese Untersuchungen zeigen, dass die Performance von bestimmten Fonds eine gewisse Persistenz aufweist und somit prognostizierbar ist. Manche Fondsmanager verfügen demnach also über eine „Hot Hand“ und sind in der Lage, wiederholt die richtigen Aktien auszuwählen. Diese sollte dann gleichbedeutend mit einem Nachweis von „Skill“ sein.

Die Ergebnisse von Malkiel (1995) deuten jedoch darauf hin, dass die „Hot Hand“-Ergebnisse der vorhergehenden Studien sich zu einem großen Teil durch Investmentstile beziehungsweise Faktoren erklären lassen. Beispielsweise ist bekannt, dass kleine Unternehmen systematisch über höhere risikoadjustierte Renditen verfügen als das Marktportfolio, das vor allem durch große Unternehmen repräsentiert wird. Nutzt nun ein Fondsmanager dieses „Size-Premium“ systematisch aus, so wird auch der Fonds systematisch den Markt schlagen.

Darauf aufbauend untersucht Carhart (1997) im Detail den Zusammenhang zwischen dem „Hot Hand“-Phänomen und bestimmten Investmentstilen. Zu diesem Zweck erweitert Carhart die Benchmark von Marktportfolios um Size-, Value- und Momentum-Faktoren (Fama und French [1993, 1995], Jegadeesh, Titman [1993]). In seiner Analyse zeigt sich dann, dass die zuvor gezeigte Persistenz in Fondsrenditen vollständig durch Investmentstile erklärt

werden kann. Alle neueren Studien, wie zum Beispiel Fama und French (2010), berücksichtigen aus diesem Grund Investmentstile in der Benchmark.

Frazzini, Kabiller und Pedersen (2013) zeigen, dass ein solches Faktormodell, erweitert um einen „Defensive-“ und „Quality“-Faktor, selbst die historisch herausragende Performance des Aktienportfolios des renommierten US-Investors Warren Buffett zu einem großen Teil erklären kann.

In diesem Sinne kann die Literatur so interpretiert werden, dass aktive Aktienfonds den klassischen „Markt“ in der Tat systematisch schlagen. Einem großen Teil von Fonds gelingt dies jedoch durch die Ausnutzung von Investmentstilen (zum Beispiel Size, Value, Quality, Momentum).

## 2.2 Empirische Evidenz: Staats- und Unternehmensanleihen

Auch wenn sich die meiste Literatur auf den Aktienmarkt konzentriert, so gibt es zumindest einige Studien, die auch die Performance von Rentenfonds näher betrachten. In Summe sind die Ergebnisse der Evidenz bei Aktien sehr ähnlich – aber vor allem auch sehr widersprüchlich.

Von Blake, Elton und Gruber (1993) ist die erste Studie, welche die Performance von US-Rentenfonds gegenüber einer Benchmark vergleicht. Im Ergebnis finden Blake, Elton und Gruber, dass Rentenfonds nach Abzug von Managementgebühren schlechter performen als ihre Benchmark. Die Underperformance entspricht in etwa den Managementgebühren, weshalb die Autoren davon ausgehen, dass die Fonds vor Kosten in etwa so gut performen wie ihre Benchmark. Zur Frage, ob eine Persistenz in der Performance nachzuweisen ist, kommen sie je nach Datensatz zu widersprüchlichen Ergebnissen.<sup>8</sup>

Elton, Gruber und Blake (1995) bestätigen ihre früheren Ergebnisse auf der Basis eines modifizierten Benchmarkmodells und für eine erweiterte Stichprobe von 126 Rentenfonds (die sich in die drei Segmente Corporates [40 Fonds], Government [58 Fonds] und Mortgages [40 Fonds] aufteilen).

Ferson, Henry und Kisgen (2006) führen eine konditionale Performance-Evaluation für US-Rentenfonds mit Anlagefokus auf Staatsanleihen durch und dokumentieren, dass die Rentenfonds (nach Management-

gebühren) um circa 80 Basispunkte schlechter als die (dynamische) Benchmark abschneiden. Diese Underperformance ist geringer, aber nahe an den zum Untersuchungszeitraum typischen Managementgebühren von 100 bis 150 Basispunkten.

Die Studie von Chen, Ferson, Peters (2010) kommt für ein Anlageuniversum, das um Unternehmensanleihen- und Hochzinsfonds erweitert wurde, zu einem insgesamt ähnlichen Ergebnis. Die Autoren untersuchen im Detail auch den Querschnitt der Rentenfondsrenditen. Sie kommen zu dem Schluss, dass 75 Prozent der Fonds über ein positives Alpha verfügen (vor Managementkosten). Allerdings, so die Autoren, fressen hohe Managementgebühren einen Großteil der erzielten Outperformance wieder auf. Weil die Outperformance nicht durch die dynamische Benchmark vollständig erklärt wird, gehen die Autoren davon aus, dass die Outperformance bei der Auswahl von Papieren mit hoher Wahrscheinlichkeit „Skill“ geschuldet sein muss und weniger etwaiger Market-Timing-Fähigkeiten.

Somit sind die Ergebnisse (vor Managementgebühren) im Einklang mit der

<sup>8</sup> Blake, Elton und Gruber betrachten zwei Datensätze. Der erste umfasst 46 Rentenfonds für die Periode 1979 bis 1989 und ist „Survivorship Bias“-frei. Ein weiterer Datensatz umfasst eine größere Anzahl an Rentenfonds, jedoch lediglich diejenigen, die 1991 noch aktiv waren, und verfügt somit über einen offensichtlichen „Survivorship Bias“. Sie finden keinen Hinweis darauf, dass im kleinen, aber „Survivorship Bias“-freien Datensatz die Performance im Querschnitt der Rentenfonds eine Persistenz aufweist. Fonds, die in den vergangenen fünf Jahren die Benchmark geschlagen hatten, konnten dies in den darauffolgenden fünf Jahren nicht wiederholen. Dieses Ergebnis spricht dafür, dass die beobachtbare Outperformance eher dem Zufall als „Skill“ zuzuschreiben ist. Für den größeren Datensatz stellen die Autoren eine stärkere Persistenz in den Fondsrenditen fest. Hier ist jedoch nicht klar, ob dieser Befund schlicht dem „Survivorship Bias“ geschuldet ist.

Hypothese, dass Fondsmanager mit „Skill“ im Segment Renten/Credits eher den Markt schlagen können als im Segment Aktien.

Die Arbeit von Cici und Gibson (2012) kommt jedoch zu einem genau umgekehrten Ergebnis: Rentenfonds können den Markt timen, sind aber nicht in der Lage, unterbewertete Anleihen zu erkennen. Die Studie konzentriert sich auf 746 US-Unternehmensanleihefonds (davon 209 Hochzinsanleihefonds) im Zeitraum 1996 bis 2006. Die verwendeten Fondsdaten basieren auf der Morningstar- und CRSP-Mutual-Fund-Datenbank und gelten als praktisch „Survivorship Bias“-frei. Im Einklang mit der Literatur finden die Autoren zunächst, dass weder Investment-Grade-Fonds noch Hochzinsfonds im Aggregat in der Lage sind, ihre jeweilige Benchmark zu schlagen.

Während Chen, Ferson, Peters (2010) die Rendite von Rentenfonds mithilfe eines Modells in „Market-Timing“ und „Selectivity“ trennen, untersuchen Cici und Gibson (2012) die Performance von Rentenfonds auf Basis der tatsächlichen

Portfoliozusammensetzung. Cici und Gibson kommen so zu dem Schluss, dass Rentenfonds über keinen „Selectivity-Skill“ verfügen, dafür aber über „Market-Timing-Skill“. Da die Analyse auf monatlichen Renditen basiert, die Informationen zu Portfoliogewichten, die zur Verfügung stehen, jedoch (überwiegend) lediglich halbjährlich aufgrund von gesetzlichen Bestimmungen in den USA offengelegt werden, bleibt allerdings fraglich, ob dieser Studie jedweder „Selectivity-Skill“ nicht ohnehin entgeht, weil dieser sich auf einer deutlich höheren Frequenz abspielt. Ohne weitergehende Untersuchungen lässt sich die Diskrepanz zwischen den Ergebnissen von Chen, Ferson, Peters (2010) und Cici und Gibson (2012) nicht abschließend klären.

Leippold und Ruegg (2018) kommen für das Segment Renten zu dem Ergebnis, dass der Anteil der „unskilled“ Rentenfonds 20 Prozent für institutionelle Fonds und 25 Prozent für „Retail“-Fonds beträgt. Allerdings fällt der Anteil an „skilled“ Rentenfonds mit neun Prozent (institutionelles Segment) und drei Prozent (Privatanlegersegment) deutlich höher aus als im Segment Aktien.

### **3 Passive Anlagen in Unternehmensanleihen:** Angebot, Anlageergebnisse und Hintergründe



### 3 Passive Anlagen in Unternehmensanleihen: Angebot, Anlageergebnisse und Hintergründe

Die Aktiv-passiv-Diskussion erfolgt in zweierlei Hinsicht sehr fokussiert: Zum einen liegt der Fokus auf der Assetklasse Aktien. Zum anderen geht es primär um die Frage, ob aktive Manager vor und/oder nach Kosten ihre Benchmark schlagen. Angesichts dieser Fokussierung gerät häufig in Vergessenheit, dass passive Anlagen ihre Benchmarks vor Kosten in der Regel underperformen, weil sie Replizierungs- beziehungsweise Marktzugangskosten tragen müssen.

Aus diesen Gründen ist es in einer Studie, die sich auf Unternehmensanleihen konzentriert, ein eigenes Kapitel wert, sich ein genaues Bild der verfügbaren passiven Angebote zu verschaffen. Schließlich ist die passive Anlage für einen institutionellen Investor die vermeintlich sichere Handlungsoption, welche für moderate Gebühren und möglicherweise moderate Underperformance steht. Die Alternative einer passiven Anlage ist die vermeintlich unsichere Handlungsoption der aktiven Anlage, die Chancen auf attraktive Outperformance sowie das Risiko einer Underperformance vereint. Die Aktiv-passiv-Entscheidung ist deshalb eine Abwägung dieser Vor- und Nachteile.

Für die Assetklasse europäische Unternehmensanleihen stellen sich die Fragen:

- Welches Angebot passiver Fonds besteht?
- Welche Anlageergebnisse zeigen diese Angebote?
- Welche Herausforderungen in der passiven Anlage begründen diese Ergebnisse?

Kapitel 3.1 zeigt den Markt passiver Fonds und ihre Anlageergebnisse auf. Kapitel 3.2 diskutiert die Ursachen der Underperformance passiver Fonds.

## 3.1 Anlageergebnisse passiver Fonds

Die Studie berücksichtigt die größten ETF-Produkte am Markt, die in europäische Unternehmensanleihen investieren, in Euro begeben sind und mindestens 200 Mio. Euro Fondsvolumen aufweisen.<sup>9</sup> Tabelle 1 zeigt die fünf volumenstärksten ETFs der 26 Fonds, welche nach den oben genannten Kriterien identifiziert wurden. Die ETFs werden in ihrer Bruttoperformance vor Kosten mit ihren bekannten Benchmarks verglichen.

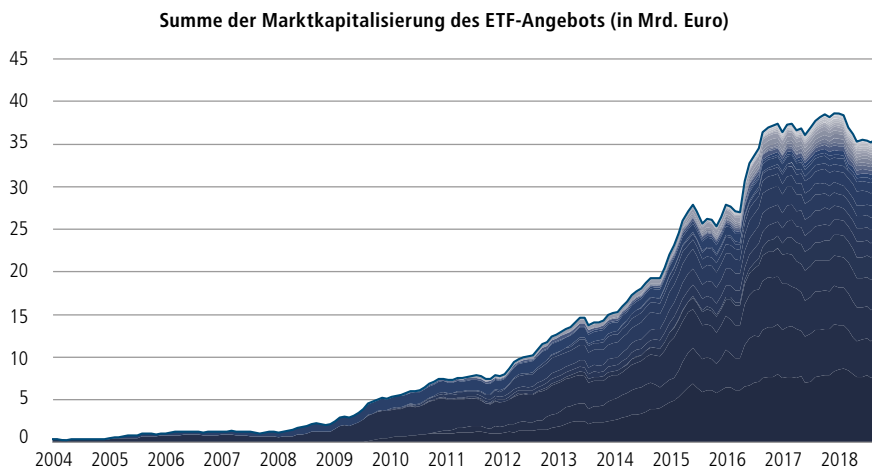
Tabelle 1 **Top-5-ETFs für europäische Unternehmensanleihen**

ETF	Start-datum Datenreihe	Volumen in Mio. Euro (per 30.03.2018)	Benchmark	Aktive Rendite 1J	Aktive Rendite 3J (p.a.)	Aktive Rendite 5J (p.a.)	Gebühren (pro Jahr)
iShares Core EUR Corp Bond	09.03.2009	8.651	Bloomberg Barclays Corporate Bond Index	-0,21%	-0,13%	-0,18%	0,20 %
iShares EUR High Yield Corp Bond	06.09.2010	5.057	Markit iBoxx EUR Liquid High Yield Index	-0,01%	-0,34%	-0,47%	0,50 %
iShares EUR Corp Bond Large Cap	17.03.2003	4.457	Markit iBoxx EUR Liquid Corporates Large Cap Index / Markit iBoxx EUR Liquid Corporate Bond Index	-0,06%	-0,08%	-0,14%	0,20 %
iShares EUR Corp Bond 1-5yr	30.09.2009	3.493	Bloomberg Barclays Corporate 1-5 Bond Index	-0,81%	-0,36%	-0,27%	0,20 %
iShares EUR Ultra-short Bond	17.10.2013	2.577	Markit iBoxx EUR Liquid Investment Grade Ultrashort Index	-0,08%	-0,01%	-0,06%	0,09 %

Quelle: Morningstar.

<sup>9</sup> Stichtag 17.08.2018; Quelle: Bloomberg, Fund Type ETF, Asset Class: Fixed Income, Strategies: Corporate, Aggregated. Auswahl aller Fonds mit den Kriterien AuM > EUR 200 Mio., Euro und Währung Euro.

Abbildung 1

**Entwicklung der Marktkapitalisierung der berücksichtigten ETFs**

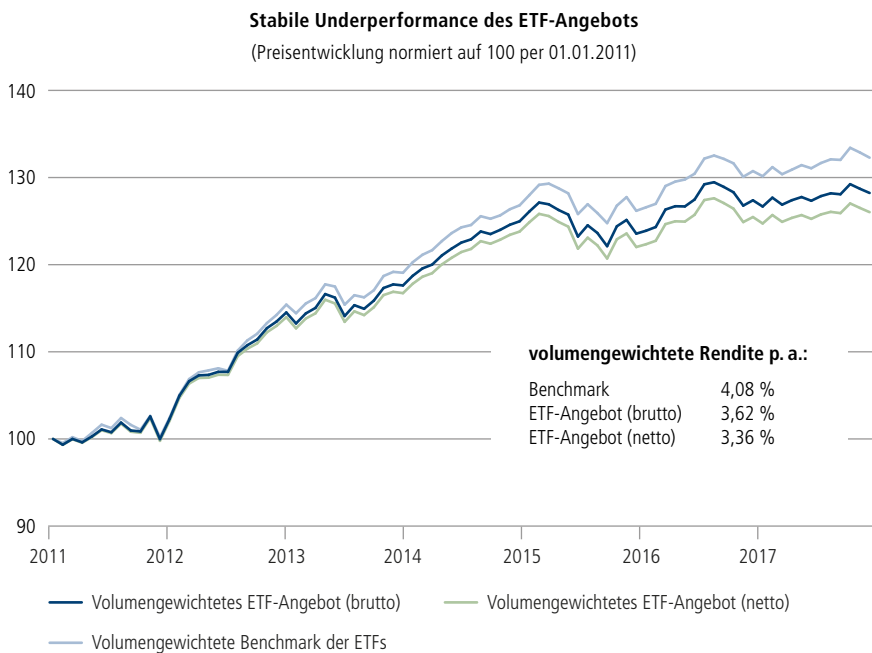
Quelle: Bloomberg.

Abbildung 1 zeigt sehr deutlich: Ein relevantes ETF-Angebot für europäische Unternehmensanleihen hat sich erst nach der Finanzkrise entwickelt. Dieses Angebot konzentriert sich auf wenige Fonds (vgl. Tabelle 1: umfasst mit fünf ETFs bereits 24 Mrd. Euro). Das Wachstum dieser Fonds und auch des globalen Marktes für Anleihen-ETFs, der mit über 20 Prozent pro Jahr wächst, ist zwar sehr hoch – der Marktanteil am gesamten Asset-Management-Markt für Unternehmensanleihen ist jedoch nach wie vor sehr gering und liegt deutlich unter dem ETF-Anteil bei Aktien. Angesichts dieses Sachverhalts berücksichtigt die Studie

Performancedaten ab dem 01.01.2011. Für diesen Zeitraum kann das Marktangebot hinsichtlich Anlagevolumen und Anzahl der Fonds als hinreichend breit angesehen werden.

Die Performance der berücksichtigten ETFs in Abbildung 2 bezieht sich auf den Zeitraum seit dem 01.01.2011 und ist aus obigen Gründen repräsentativ für das Leistungsangebot passiver Anlagen.

Abbildung 2 **Volumengewichtete Performance ETFs**



Aus Abbildung 2 ist eindeutig ersichtlich: ETFs für Unternehmensanleihen bleiben volumengewichtet seit 2011 vor Kosten 46 Basispunkte pro Jahr hinter ihrer Benchmark zurück und tragen zusätzlich eine Kostenbelastung von 26 Basispunkten. Nach Kosten liegen sie damit etwa 72 Basispunkte pro Jahr hinter ihrem Vergleichsindex.

Die Performanceergebnisse schwanken im Zeitablauf nicht unerheblich. Ein Tracking Error von 43 Basispunkten signalisiert, dass Investoren neben der durchschnittlichen Underperformance vor und nach Kosten auch einem deutlichen Abweichungsrisiko ausgesetzt sind.

Im Ergebnis müssen Investoren diese Eckdaten akzeptieren, wenn sie sich für eine passive Anlagestrategie und ein Engagement in einem ETF entscheiden.

## 3.2 Ursachen der Underperformance passiver Fonds

Für die oben vorgestellten Performanceergebnisse gibt es strukturelle Ursachen, die in den besonderen Herausforderungen des Marktes für Unternehmensanleihen und ihrer Benchmarks liegen.

### 3.2.1 Geringe Liquidität

Die geringe Liquidität von Unternehmensanleihen ist für passive und aktive Anlagen von hoher Bedeutung. Für passive Anlagen gilt das in noch stärkerer Weise als für aktive Anlagen, und zwar im negativen Sinne.

Eine primäre Ursache der geringen Liquidität ist ein im Vergleich zu Staatsanleihen sehr häufig geringes Emissionsvolumen bei einer zugleich relativ hohen Nachfrage. Verstärkt wird dieses ungünstige Verhältnis von Angebot und Interesse der Anleger durch die hohe Nachfrage von sogenannten nicht rein wirtschaftlich agierenden Marktakteuren (zum Beispiel EZB, Versicherungen und andere eigenkapitalregulierte Institutionen etc.).

Diese Akteure haben zum Teil Motive für den Kauf von Unternehmensanleihen, die nicht rein wirtschaftlicher Natur sind, sie aber veranlassen, hohe Volumina vom Markt aufzukaufen. Diese Bestände kehren auch nicht aufgrund von Preisbewegungen als Angebot zurück, weil sie in den Händen von Investoren liegen, die nicht preissensitiv sind und diese Papiere strukturell halten wollen.

Außerdem stellen Investmentbanken als Market Maker im Gegensatz zur Zeit vor der Finanzkrise nur in reduziertem Umfang Liquidität bereit. Hiermit reagieren sie auf in Folge der Krise erhöhte Eigenkapitalunterlegungspflichten durch die Regulierung.

Im Ergebnis stellen sich aufgrund geringer Liquidität erhöhte Geld-Brief-Spannen ein, welche Investoren Anreize für eine Anlagepolitik des Kaufens und Liegenlassens setzen beziehungsweise diese sogar mehr oder weniger dazu zwingen. Unternehmensanleihen werden bei geringer Liquidität nur noch unter Zwang verkauft, weil dies lediglich mit hohen Abschlägen möglich ist. Umgekehrt können diese Anleihen auch nur zu erhöhten Preisen erworben werden.

Tabelle 2 **Durchschnittlicher Liquidity Cost Score des ICE BofAML EuroCorporate Index**

Restlaufzeit < 1 Jahr					Restlaufzeit 5 – 10 Jahre				
Losgröße	Alter der Anleihe				Losgröße	Alter der Anleihe			
	< 1	1–5	5–7,5	> 7,5		< 1	1–5	5–7,5	> 7,5
unter 0,5 Mrd.		0,21	0,3	0,22	unter 0,5 Mrd.	0,39	0,47	0,54	0,51
0,5 – 1,0 Mrd.		0,23	0,25	0,27	0,5 – 1,0 Mrd.	0,38	0,45	0,51	0,50
1,0 – 2,0 Mrd.		0,15	0,19	0,15	1,0 – 2,0 Mrd.	0,37	0,43	0,46	0,38
über 2,0 Mrd.				0,11	über 2,0 Mrd.	0,31	0,39		0,34

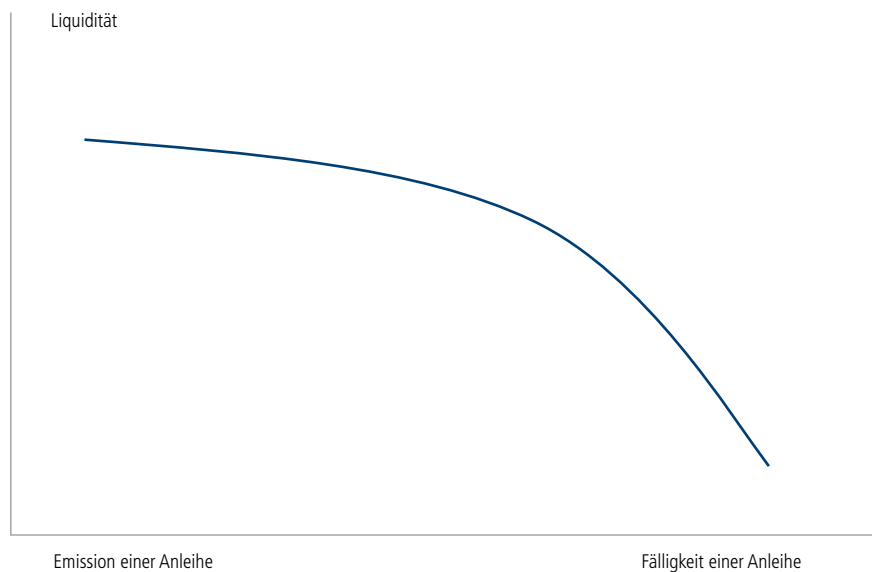
Restlaufzeit 1 – 5 Jahre					Restlaufzeit > 10 Jahre				
Losgröße	Alter der Anleihe				Losgröße	Alter der Anleihe			
	< 1	1–5	5–7,5	> 7,5		< 1	1–5	5–7,5	> 7,5
unter 0,5 Mrd.	0,30	0,31	0,33	0,34	unter 0,5 Mrd.	0,53	0,71	1,04	0,61
0,5 – 1,0 Mrd.	0,24	0,29	0,31	0,30	0,5 – 1,0 Mrd.	0,59	0,65	0,87	0,73
1,0 – 2,0 Mrd.	0,23	0,27	0,28	0,25	1,0 – 2,0 Mrd.	0,45	0,59	0,57	0,71
über 2,0 Mrd.		0,23	0,27	0,18	über 2,0 Mrd.	0,42	0,69		

Quelle: Bloomberg.

Von Bedeutung ist hierbei auch das Liquiditätsmuster am Markt. Der im Bloomberg-System bereitgestellte Liquidity Cost Score (LCS) gibt eine quantitative Indikation für die Liquidität von Anleihen. Tabelle 2 zeigt den LCS für alle Anleihen des ICE BofAML Euro Corporate Index. Dieser betrachtet, wie hoch die Kosten sind, um einen Titel zu liquidieren. Ein höherer Score steht also für geringere Liquidität. Bei Aggregation nach Restlauf-

zeit, Alter und Größe der Emission zeigt sich, dass die Liquidität mit zunehmendem Alter deutlich abnimmt. Dieser Effekt tritt vor allem bei kleineren Emissionsvolumen und bei länger laufenden Anleihen auf.

Die Liquidität von Anleihen nimmt insbesondere im Alter ab, das heißt, je mehr die Papiere sich ihrer Fälligkeit nähern, desto schlechter wird die Liquidität (vgl. Abbildung 3).

Abbildung 3 **Liquidität von Anleihen**

Quelle: Union Investment.

Für passive Anlagen erhöhen sich hierdurch die Marktzugangskosten in grundsätzlicher Weise. Für aktive Investoren gilt das zwar auch – für passive Anlagen kommen aber zwei entscheidende Effekte hinzu, welche die Herausforderung geringer Liquidität in zwei-facher Hinsicht entscheidend verschärfen:

- Die Konstruktionsweise von Rentenbenchmarks erzwingt entweder häufige und teure Portfolioanpassungen oder eine recht ungenaue Approximation des Vergleichsindizes.
- Kurzfristige Mittelflüsse durch taktische Investoren können nur zu erheblichen Kosten gehandhabt werden.

Beide Aspekte verdienen ein eigenes Unterkapitel.

### 3.2.2 Herausforderungen bei der Replikation der Benchmark

Die Struktur des Marktes für Unternehmensanleihen und die hieraus abgeleitete Konstruktion entsprechender Benchmarks erschweren deren Passivierung. Damit ein Index ein geeigneter Gradmesser eines Marktsegments ist, muss er zwei wesentliche Qualitätskriterien erfüllen. Er muss das Marktsegment repräsentativ abbilden und er muss replizierbar sein. Die Eigenschaften der Rentenmärkte machen bei Rentenindizes einen regelmäßigen Austausch einer Reihe von Papieren unvermeidlich.

- Aufgrund der Emissionstätigkeit der Schuldner und der Fälligkeiten begebener Anleihen entsteht eine fortlaufende Rotation der am Markt befindlichen Papiere. Marktabbildende Indizes vollziehen diese Veränderungen durch kontinuierliche Anpassungen regelmäßig nach. Bei den gängigen Rentenindizes werden Anleihen, deren Restlaufzeit unter ein Jahr sinkt, aus dem Index entfernt, weil diese Papiere dann nicht mehr die Entwicklung des Renten-, sondern vielmehr die des Geldmarktes wiedergeben.
- Anleihen in einem Index müssen ein bestimmtes Mindestvolumen aufweisen, um den Marktteilnehmern eine ausreichende Liquidität zu gewährleisten. Rückkaufangebote (Tender) können zwischenzeitlich dazu führen, dass die Emissionsgröße erheblich kleiner wird und es deshalb zu einem vorzeitigen Indexausschluss kommt. Weitere Gründe für einen vorzeitigen Indexausschluss können Ratingveränderungen und Übernahmen sein.

Eine adäquate Abbildung des Marktes erfordert neben der Rebalancierung, das

heißt die Anpassung der Indexgewichte an die jüngsten Marktbewegungen, deshalb einen relativ häufigen Austausch der Titel in einem Rentenindex. Neue Wertpapiere bestimmen daher einen großen Anteil der Indizes. Im Jahr 2017 schieden 287 Papiere aus dem ER00-Index (ICE BofA Merrill Lynch Corporate Index)<sup>10</sup> für europäische Unternehmensanleihen aus. Das entspricht einem Anteil von 11,9 Prozent. Zum Vergleich: Am Aktienmarkt beträgt das Ausmaß von Indexanpassungen etwa 1,0 Prozent.

Blickt man zudem auf die Anzahl der Titel in einem Index, dann wird die Herausforderung für passive Anlagen sehr deutlich. Viele Rentenindizes enthalten typischerweise eine sehr große Anzahl an Titeln. Der breit diversifizierte ER00-Index enthält beispielsweise fast 2.700 Titel.

Passive Anleger stehen damit vor der Herausforderung, welche der vielen Titel in das Portfolio aufgenommen werden, da es kaum möglich ist, alle Anleihen aufzunehmen. Insbesondere das Nachvollziehen der zahlreichen Indexanpassungen ist aufgrund der dadurch entstehenden Transaktionskosten nicht zielführend.

<sup>10</sup> Anfang 2017 enthielt der Index 2.413 Bonds. Von diesen verließen 287 den Index und 555 neue wurden zwischen Januar 2017 und Januar 2018 hinzugefügt. Somit waren Anfang 2018 2.681 Bonds im ER00 enthalten.



### 3.2.3 Kosten taktischer Mittelflüsse

ETFs werden vielfach von Investoren als Instrument genutzt, um taktische Anlageentscheidungen umzusetzen. Ein ETF wird im Rahmen taktischer Anlageentscheidungen häufig schon nach kurzer Zeit wieder desinvestiert. Aus diesem Grund haben Unternehmensanleihen-ETFs in hohem Maße taktische Mittelflüsse zu bedienen, die kurzfristig ausgerichtet sind.

Derartige Kapitalflüsse verlangen immer wieder die Anpassung des Portfolios an das veränderte Fondsvolumen. Zuflüsse können hierbei noch relativ gut genutzt werden, um das Portfolio enger an den Index zu bringen.

Abflüsse sind jedoch ein Problem, weil hier möglichst in der Breite verkauft werden müsste. Dieses ist aber aufgrund vieler illiquider Anleihen unter Umständen nur zu sehr unattraktiven Preisen möglich. Die Preisabschläge müssen als implizite Handelskosten verstanden werden. Die Herausforderung der geringen Liquidität wird hier schlagend. Im Ergebnis sind die impliziten Kosten von Abflüssen deshalb höher als die von Zuflüssen.

Taktische Mittelflüsse generieren deshalb implizite Handelskosten. Diese gehen zulasten aller Anleger, das heißt, die Kosten der Mittelflüsse taktischer Investoren werden in ETFs sozialisiert und auch von langfristigen strategischen Anlegern getragen. Für taktische Investoren ist das nicht unattraktiv, müssen sie doch die Kosten ihres Handelns nur zum Teil tragen. Für langfristige Investoren können sich allerdings unerwünschte Nachteile ergeben.

Außerdem eröffnet sich hier noch eine besondere Risikosituation. Sollte im Markt eine Panik ausbrechen und sollten in hohem Maße sowohl taktische als auch langfristige Anlagegelder abgezogen werden, so verstärkt sich der oben genannte Effekt. Ein möglicher Sell-off der Anleger in einem Unternehmensanleihen-ETF birgt deshalb eine besondere Crashgefahr, weil Investoren über das ETF-Konstrukt individuell von einer Liquidität ausgehen, die es für das investierte Kollektiv als Ganzes aber nicht gibt. Von einem solchen Crash wären besonders die ausgewählten vom ETF investierten Titel betroffen, weshalb der ETF stärker verlieren sollte als der Gesamtmarkt. Außerdem besteht die Möglichkeit eines Handelns unter dem NAV. Für Investoren bedeuten geballte Mittelflüsse deshalb ein weiteres Risiko, welches Underperformance verursachen kann.

Entscheidend für die kostenseitige Beurteilung von ETFs ist deshalb die Gesamtbelastung aus expliziten Gebühren und impliziten Handelskosten.

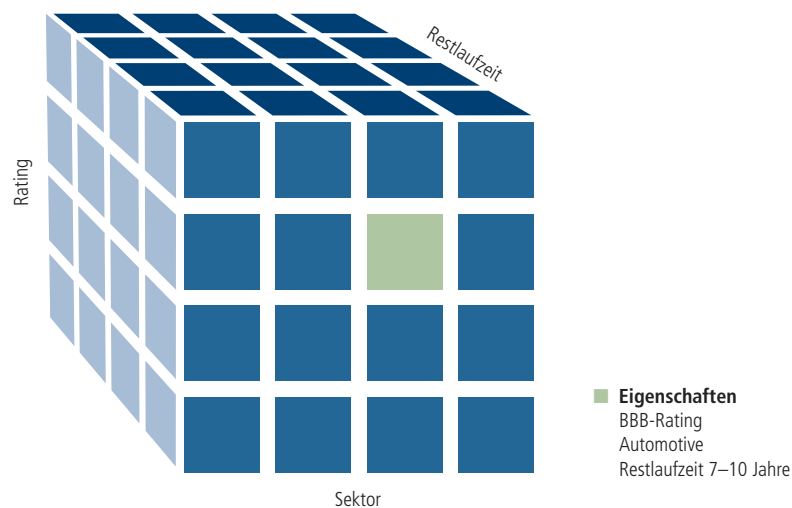
### 3.2.4 Indexapproximation

Die oben beschriebenen Herausforderungen machen eine vollständige Replikation eines Indizes für Unternehmensanleihen praktisch unmöglich, weil dies in der Umsetzung zweifellos zu teuer wäre.

Für passive Anlagen ist deshalb die Approximation des Index unvermeidbar. Ziel ist hierbei eine möglichst gute Approximation der Benchmark bei möglichst geringen Transaktionskosten.

Um dieses Ziel zu erreichen, erfolgt in der Praxis ein sogenanntes Stratified Sampling, das heißt eine Schichtung des Index nach Risikofaktoren. Die Anleihen des Indizes werden hierbei nach Restlaufzeit, Rating, Sektorzugehörigkeit, Emissionswährung, Seniorität, Land und Emittent klassifiziert (vgl. Abbildung 4). Es werden dann für jede Klassifizierung repräsentative Anleihen ausgewählt, wobei auch Liquidität und Transaktionskosten eine entscheidende Rolle spielen.

Abbildung 4 Prinzip des Stratified Samplings



Quelle: Union Investment.

Abweichungen vom Index bedeuten immer ein unkontrollierbares Tracking-Risiko, das schnell zu einer Underperformance gegenüber dem Index führen kann. Eine Begrenzung des Tracking-Risikos erfordert jedoch kostspielige Portfolioanpassungen.

Anpassungen des Index werden bei passiven Anlagen möglichst opportunistisch genutzt. So werden Mittel aus fälligen Anleihen, Kuponzahlungen oder Mittelflüssen dazu verwendet, den Fonds näher an die Benchmark zu bringen. Insbesondere Mittelabflüsse können häufig aber nur schwer bedient werden und schnell den Verkauf illiquider Anleihen zu starken Abschlägen bedingen.

Erzwungene Anpassungen sind deshalb in Summe immer teuer.

Im Ergebnis stehen passive Anlagen immer in dem Trade-off zwischen höheren Transaktionskosten, das heißt sicherer Underperformance, und größerem Abweichungsrisiko, das heißt dem symmetrischen Risiko einer substantiellen Underperformance oder Outperformance. Letzteres möchten Investoren gering halten, weil es dem Prinzip der Produktwahrheit, das heißt der Abbildung des Indizes, zuwiderläuft. Wie in Kapitel 3.1. gezeigt, sind etwa 46 Basispunkte Underperformance pro Jahr vor Kosten bei einem Tracking Error von etwa 43 Basispunkten realistische Größen.

### 3.3 Zwischenfazit

Bevor die Performancemöglichkeiten aktiver Manager diskutiert werden, sollten folgende Fakten für ETFs festgehalten werden:

- Passive Anlagen in Unternehmensanleihen haben substantielle Marktzugangskosten. Die Performanceergebnisse der untersuchten ETFs für europäische Unternehmensanleihen weisen seit 2011 volumengewichtet eine Underperformance von 46 Basispunkten vor Kosten oder 72 Basispunkten nach Kosten auf.
- Die geringe Liquidität der Unternehmensanleihen und die Charakteristika der typischen Benchmarks treiben die Passivierungskosten in die Höhe. Die perfekte Indexnachbildung wird unmöglich, weshalb neben einem strukturellen Performancenachteil ein relativ hoher Tracking Error von etwa 43 Basispunkten unvermeidlich ist.

Die Performanceunsicherheit einer vermeintlich ergebnssicheren Anlage in ETFs ist somit relativ hoch.

- Kurzfristige Mittelflüsse taktischer Investoren treiben die Kosten und Risiken zusätzlich. Die generierten impliziten Handelskosten werden sozialisiert und auf alle Anleger abgewälzt. Im Falle eines Sell-offs beinhalten ETFs eine substantielle Crashgefahr.

Die Investition in einen ETF wird für einen Investor vielfach als die sichere Investitionsmöglichkeit gesehen. Bei Unternehmensanleihen weisen ETFs einen relativ hohen Tracking Error und damit Ergebnisunsicherheit auf. Relativ sicher scheint aus guten Gründen hingegen die Underperformance zu sein, die sich in den letzten Jahren eingestellt hat.

## **4 Aktive Anlagen in Unternehmensanleihen:** Performanceopportunitäten und Ergebnisse

## 4 Aktive Anlagen in Unternehmensanleihen: Performanceopportunitäten und Ergebnisse

Die Anlageergebnisse passiver Fonds sind aufgrund der beschriebenen Herausforderungen für Investoren nur begrenzt attraktiv. Aktives Management ist für Rentenanlagen aber nicht nur aufgrund der relativ schlechten Vergleichswerte der ETFs in einer guten Ausgangsposition. Kapitel 4.1 arbeitet heraus, warum aktive Investoren am Markt für Unternehmensanleihen gute Performancemöglichkeiten haben. Kapitel 4.2 geht der Frage nach, ob diese Möglichkeiten auch erfolgreich genutzt werden.

### 4.1 Warum aktive Fonds gute Performanceopportunitäten haben

Auch unter der Effizienzmarkt-Hypothese ist aktives Management immer möglich, weil aktive Investoren gebraucht werden, um die sich bietenden Arbitragemöglichkeiten wahrzunehmen und Markteffizienz herzustellen. Die Frage aber, wie leicht ein erfolgreiches aktives Management zugänglich oder möglich ist, hängt entscheidend vom Effizienzgrad eines Marktes ab.

Für Unternehmensanleihen gibt es gute Gründe für einen relativ niedrigen Effizienzgrad. Die klassischen Alphasmöglichkeiten treffen auf relativ gute Marktbedingungen, um erfolgreich Über- und

Untergewichtungen von Marktsegmenten einzugehen und Einzeltitel zu selektieren. Außerdem wird die geringe Liquidität zu einem bedeutenden relativen Vorteil aktiver Investoren.

### 4.1.1 Geringe Liquidität wird zum relativen Vorteil

Der Umstand geringer Liquidität wurde bereits in Kapitel 3.2.1 mit seinen Herausforderungen für passive Anlagen diskutiert. Aktive Fonds können der geringen Marktliquidität in ihrer Anlagepolitik besser Rechnung tragen, weil sie im Gegensatz zu passiven Investments kaum Situationen kennen, in denen sie unter Zwang handeln müssen. Ihre Anlagepolitik kann die hohen Geld-Brief-Spannen ex ante antizipieren. Das Portfolio wird nur dann angepasst, wenn der erwartete Mehrwert entsprechend hoch ist. Die Anlageentscheidungen sind dabei in der Regel längerfristig ausgerichtet. Die Transaktionskosten können auf diese Weise gering gehalten werden.

Außerdem müssen Anleihen mit kurzer Restlaufzeit nicht wie bei passiven Anlagen verkauft werden, um den Tracking Error gering zu halten. Stattdessen können sie gezielt als Bestandteil der aktiven Strategie und eines bewusst gewählten und gestalteten Tracking Errors genutzt werden.

Im Gegensatz zu ETFs erfolgen Mittelflüsse nur in relativ geringem Ausmaß. Aktive Publikumsfonds werden typischerweise in hohem Maße von Privatkunden oder

strategisch investierenden institutionellen Investoren genutzt. Kurzfristige taktische Dispositionen finden nur in geringem Maße statt und stellen für die Anlagepolitik meist eine weit geringere Herausforderung dar.

Bei einem institutionellen Spezialfonds entfällt die Mittelflussproblematik bekanntlich vollständig, beziehungsweise implizite Kosten von Zuführungen oder Entnahmen werden individuell vom Mandatgeber getragen.

## 4.1.2 Verzerrungen durch nicht rein wirtschaftliche Akteure

Die Intention der Marktteilnehmer zum Kauf von Unternehmensanleihen ist zum Teil sehr unterschiedlich. Investoren handeln im Normalfall gewinnmaximierend, wodurch Markteffizienz entsteht.

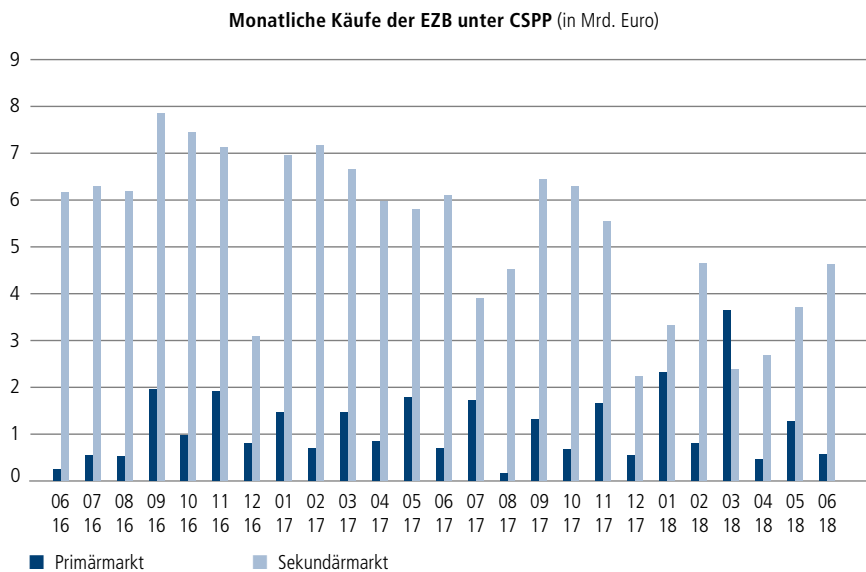
Im Markt für Unternehmensanleihen handeln bedeutende Marktteilnehmer wie zum Beispiel die Europäische Zentralbank (EZB) hingegen mit anderen Absichten. Die Ankaufprogramme der EZB nach der Finanzkrise 2007 erfolgten nicht mit dem Ziel, attraktive Erträge zu erwirtschaften. Der EZB ging es vielmehr darum, der Volkswirtschaft Liquidität zuzuführen und auf diese Weise ihr Inflationsziel zu unterstützen. Hierbei erwarb die EZB bekanntlich sogar Papiere mit negativen Renditen.

Aus Sicht der Zentralbank kann dies sehr wohl sinnvoll erscheinen, um ihrem Mandat gerecht zu werden. Mit Gewinnorientierung und Herstellung von Markteffizienz hat dieses Vorgehen jedoch nichts zu tun. Ganz im Gegenteil führen Ankäufe aus nicht ökonomischen Motiven zu Verzerrungen in der Preisbildung.

Mit dem Kaufprogramm ist die EZB zu einem sehr relevanten Marktteilnehmer herangewachsen. Bei Staatsanleihen hält die EZB inzwischen umfangreiche Bestände. In einigen Ländern wie etwa Portugal sind es bereits 30 Prozent der ausstehenden Staatspapiere. Die Ausdehnung der Ankäufe auf Unternehmensanleihen in 2016 erfolgte vor allem, weil die EZB ihre selbst gesteckten Obergrenzen bei Staatsanleihen von einigen Emittenten bereits erreicht hatte. Die monatlichen Ankäufe in Höhe von etwa sieben Mrd. Euro lasten auf dem Markt (vgl. Abbildung 5). Zum Vergleich: Das Gesamtvolumen der betrachteten ETFs beträgt in diesem Zeitraum etwa 35 bis 40 Mrd. Euro.

Abbildung 5

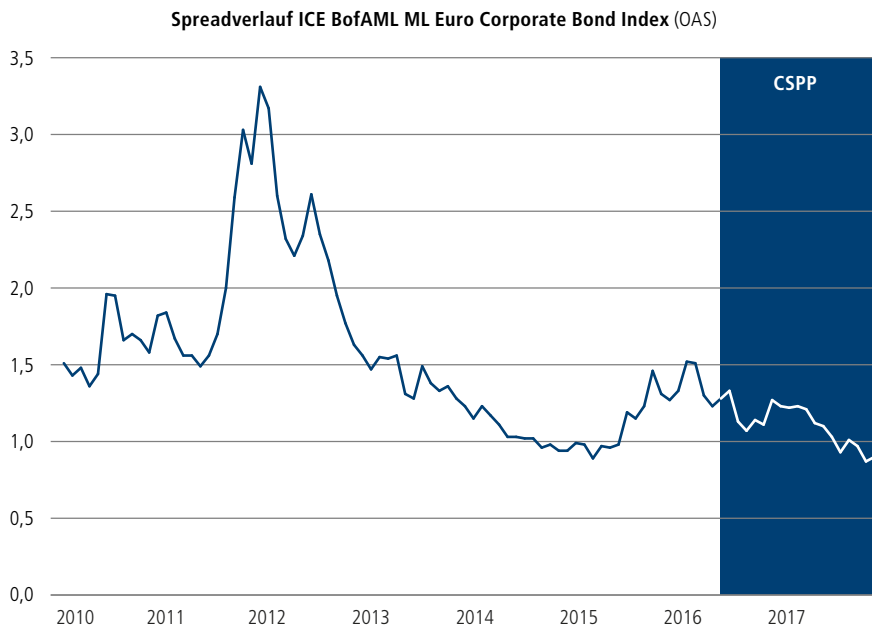
### Monatliche Käufe der EZB im Unternehmensanleihe-Ankaufprogramm CSPP



Eine große Rolle spielt an dieser Stelle auch die Regulierung der Eigenkapitalunterlegung von Versicherungen durch Solvency II, an welche sich viele Finanzinstitutionen anlehnen. Durch die Solvency-II-Regeln werden Anleihen systematisch bevorzugt, das heißt, für sie muss weniger Eigenkapital unterlegt werden als für alternative Anlagen wie zum Beispiel Aktien. Aufgrund dieser regulierungsseitigen Anreize halten die Institutionen mehr Anleihen, als sie es in einem unregulierten Markt aus rein ökonomischen Anlagemotiven tun würden.

Aus diesen nicht gewinnorientierten Interessen resultieren auf dem Markt für Unternehmensanleihen, welcher von Angebot und Nachfrage bestimmt wird, verzerrte Preise. Die Nachfrageseite ist durch EZB-Ankäufe und Regulierungswirkungen übermäßig gestärkt. Das treibt die Preise, drückt die Renditen und reduziert die Spreads der Anleihen. So ist das Spreadniveau des ER00-Index auf unter ein Prozent gefallen und hat im November 2017 ein historisches Tief erreicht (vgl. Abbildung 6).

Abbildung 6 **Spread des ICE BofAML Euro Corporate Index (ER00)**



Quelle: Bloomberg.

Schätzungen zufolge dürfte sich etwa die Hälfte aller Papiere am Rentenmarkt in den Händen von Anlegern befinden, die gewissen Restriktionen unterliegen.<sup>11</sup> Für aktive Manager ergeben sich hieraus jedoch ungleich mehr Arbitragemöglichkeiten. Es entstehen Verwerfungen am Markt, die ein aktiver Investor für sich nutzen kann, weil er Marktpreise vorfindet, die nicht unbedingt der

ökonomischen Ratio durch das Geschäftsmodell der Emittenten entsprechen. Diese Opportunitäten können einerseits im Prozess der Entstehung entsprechender Verzerrungen genutzt werden. Wenn die Preise steigen, weil die EZB kauft, kann ein aktiver Investor durch Übergewichtung profitieren. Umgekehrt kann er das auch, wenn die EZB ihre Ankäufe in den kommenden Jahren zurückführen wird.

<sup>11</sup> Lt. „Anleihen sind anders“, veröffentlicht von Dr. James Moore im Februar 2017.



### 4.1.3 Benchmarkstrukturen

Die in Kapitel 3.2.4 für passive Anlagen beschriebenen Herausforderungen der Passivierung von Rentenbenchmarks stellen sich für aktive Investoren nicht, weil diese aus ihrem Anlagegrundsatz heraus immer nur ausgewählte Anleihen halten. Weder die große Zahl der Titel in einer Benchmark noch ihre häufigen Anpassungen sind für aktive Investoren deshalb eine Herausforderung.

Die Konstruktion von Rentenbenchmarks nach Emissionsvolumen bietet aktiven Managern zudem Vorteile. Als Schwergewichte werden bei diesem Prinzip Emittenten mit einer hohen Verschuldung geführt. Fundamental schwache Unternehmen, die ein hohes Verschuldungsniveau benötigen, sind folglich überproportional vertreten. Aktive Investoren sind nicht versucht, in große Emittenten

zu investieren, sondern sie legen ihren Fokus auf Emittenten, die eine gesunde Verschuldungsquote aufweisen, und können hiervon im Vergleich zur Benchmark profitieren. Einerseits ist die Chance auf Spreadeinengungen bei strukturell gut aufgestellten Unternehmen deutlich größer. Andererseits kann bei sich andeutenden Zahlungsschwierigkeiten frühzeitig gehandelt werden.

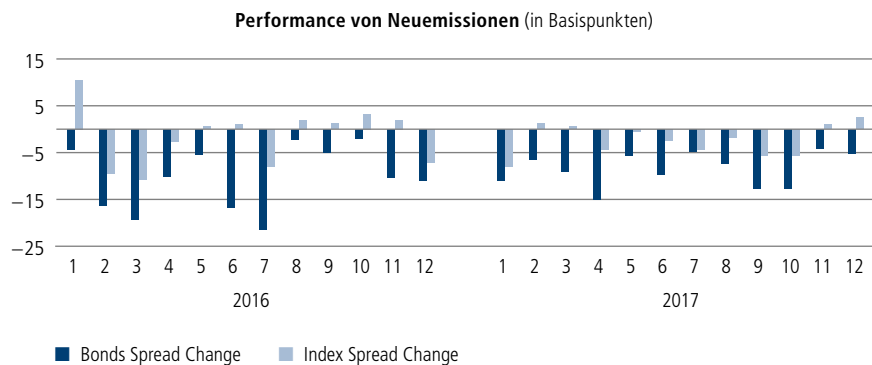
### 4.1.4 Vereinnahmung von Neuemissionsprämien

Gute Möglichkeiten für die Erzielung einer besseren Wertentwicklung bieten auch Neuemissionen. Das Interesse an der Begebung neuer Schuldverschreibungen ist bei Käufern wie Emittenten gleichermaßen hoch. Damit die Platzierung in jedem Fall erfolgreich verläuft, gewähren Emittenten gewillten Investoren der neuen Papiere einen Nachlass in Form eines Renditeaufschlags auf die bereits bestehenden Anleihen. Diese Neuemissionsprämie schlägt auf lange Sicht nach Schätzung von Union Investment mit durchschnittlich zehn Basispunkten zu Buche und ist für aktive Investoren ein wichtiger Performancetreiber.

Darüber hinaus performen neue Anleihen nach ihrer Emission in den ersten Handelstagen häufig besonders gut. Um aufzuzeigen, wie hoch dieser Performanceeffekt ist, hat Union Investment die Handelsdaten der vergangenen zwei Jahre genau analysiert. Grundlage sind 342 Neuemissionen aus dem Jahr 2016 und 321 Neuemissionen aus 2017, an denen das Fondsmanagement von UniEuroRenta Corporates teilgenommen hat. Hierfür

wurde das durchschnittliche Spreadniveau am Tag der Emission dem durchschnittlichen Spreadniveau am Tag der Indexaufnahme gegenübergestellt. Das Ergebnis in Abbildung 7 ist eindeutig. In jedem der untersuchten 24 Monate haben sich die Spreads eingeengt, das heißt, die neuen Papiere haben in den ersten Handelstagen deutliche Spreadeinengungen erfahren, welche durchweg höher ausfallen als für den ER00-Index im gleichen Zeitraum.

Abbildung 7 **Performanceeffekt von Neuemissionen**



Quelle: Bloomberg.

Die Analyse der Zeichnung neuer Papiere im Fondsmanagement von Union Investment legt in Summe einen Vorteil von 15 bis 20 Basispunkten pro Jahr aus der Teilnahme an Neuemissionen nahe. Dieser ergibt sich aus der Neuemissionsprämie und dem Performanceeffekt unmittelbar nach der Emission. Rentenindizes können neu emittierte Papiere allerdings erst nach der Emission aufnehmen, weswegen sie im Nachteil sind.

Im Neuemissionsgeschäft ist auch die Verlässlichkeit eines Investors im Zusammenspiel mit den Emittenten von Bedeutung. Im Sinne einer Partnerschaft sprechen die Unternehmen vor der

Ausgabe neuer Bonds im Rahmen ihrer Roadshow mit den potenziellen Investoren. Aus dem Dialog mit dem Emittenten lassen sich für aktive Manager nicht nur wichtige Erkenntnisse für aktive Anlageentscheidungen gewinnen. Genauso legt der Emittent in Zusammenarbeit mit dem begleitenden Konsortium im Nachgang der Gespräche die Zuteilungsquoten bei einer Neuemission fest. Gerade wenn die Nachfrage nach den neu zu begebenden Anleihen sehr hoch ist, erweist sich eine langfristige partnerschaftliche Zusammenarbeit als Vorteil. So kann, selbst wenn das Orderbuch überzeichnet ist, die Zuteilungsquote am Ende überproportional hoch ausfallen.

### 4.1.5 Titelselektion, Ratingveränderungen und Einzeltitelarbitrage

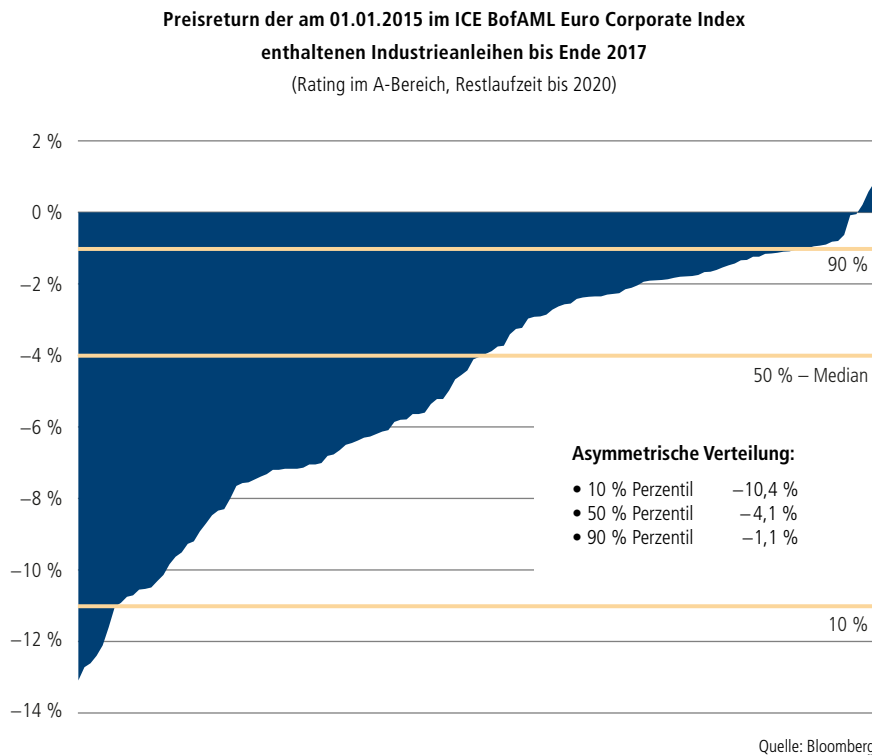
Aktive Investoren haben zudem traditionelle Alphamöglichkeiten. Ein wesentliches Feld ist die Titelselektion. Auf Basis der fundamentalen Einzelwertanalyse werden die gewonnenen Informationen hierbei genutzt, um diejenigen Emittenten in das Portfolio zu kaufen, deren Anleihen sich besser entwickeln sollten als die Vergleichsgruppe beziehungsweise der Markt.

Eine Besonderheit bei Unternehmensanleihen ist die Tatsache, dass die Renditeverteilung in diesem Marktsegment häufig asymmetrisch ist. Vielen moderat positiven Renditen stehen einige wenige, dafür aber deutlich negative Renditen gegenüber. Im Ergebnis zeigt sich zum Beispiel eine Verteilung, wie sie in Abbildung 8 für die Jahre 2015 bis 2017 gezeigt ist.

Der Renditeabstand vom Median zum 90-Prozent-Quantil, das heißt den zehn Prozent der Anleihen mit der besten Wertentwicklung, ist viel geringer als der Abstand zum 10-Prozent-Quantil, das heißt den Anleihen mit der schlechtesten Wertentwicklung.

Abbildung 8

#### Renditeverteilung der Titel im ICE BofAML Euro Corporate Index



Aus diesem Grund liegt der Fokus der Titelselektion auf der Vermeidung von „schlecht performenden“ Anleihen, weil das Renditepotenzial hier größer ist. Es ist leichter, den Index durch die Nichtinvestition von Ausfall- oder Downgradeanleihen zu schlagen als durch die Selektion von Anleihen, die eine sehr starke Bonitätsverbesserung erfahren und den Index auf diese Weise outperformen.

Das Research aktiver Investoren ist deshalb darauf ausgerichtet, die Warnzeichen einer sich verschlechternden Kreditwürdigkeit eines Unternehmens rechtzeitig zu erkennen. Es gilt, diese Anzeichen ausfindig zu machen, bevor die Anleihe eine Spreadausweitung erfährt oder durch eine Ratingagentur herabgestuft wird.

Ratingherabstufungen, insbesondere in den Hochzinsbereich, sorgen bei der gegebenen Marktstruktur für hohe Kursabschläge. Sinkt die Bonität einer Anleihe unter BBB-, so wird die Anleihe aus den Investment-Grade-Indizes entfernt. Diese Bonitätsschwelle stellt für viele institutionelle Investoren eine wichtige Hürde dar, die oft als Anlage-restriktion formuliert wird. Im Fall der Herabstufung müssen die Papiere von risikosensitiven Investoren umgehend verkauft werden. Da auch passive Anlagen in diesem Umfeld verkaufen müssen, ergibt sich unmittelbar ein hoher Verkaufsdruck. Die Spreads der betroffenen Unternehmen schießen typischerweise kurzfristig in die Höhe.<sup>12</sup>

Nicht nur die Verschlechterung der Kreditwürdigkeit, sondern auch die Verbesserung der Bonitätsnote kann ein wichtiger Performancetreiber sein, wenn auch in Summe in geringerem Ausmaß. Die Hochstufung einer Anleihe erhöht die Nachfrage nach dem Papier und ist mit einer Spreadeinengung verbunden.

Für aktive Investoren bieten die Ex-ante-Identifikation von bevorstehenden Veränderungen der Kreditwürdigkeit und nachfolgende Ratingänderungen deshalb großes Potenzial für Mehrertrag.

Eine weitere Renditequelle auf Einzel-titelbasis sind Arbitragemöglichkeiten.

So wird die Ausfallprämie eines Emittenten über Credit Default Swaps, sogenannte CDS-Kontrakte, separat gehandelt. Arbitragemöglichkeiten für aktive Investoren entstehen, weil die Preisentwicklung der CDS-Kontrakte nicht immer synchron mit dem Kassamarkt erfolgt. So können Fehlbewertungen auftreten, zum Beispiel sind die Kosten für eine Kreditausfallversicherung günstiger als der Spread der zugrunde liegenden Anleihen, was aktive Investoren für einen Arbitragegewinn nutzen können (sogenannte CDS-Basis Trades).

Eine weitere Arbitrageopportunität bieten Floater, die von größeren Emittenten ergänzend zu festverzinslichen Papieren begeben werden. Wird aber zum Beispiel das Kreditrisiko einer variabel verzinslichen Anleihe zeitweise besser bepreist als das der vergleichbaren festverzinslichen Anleihen, so ergeben sich auch hier Arbitragemöglichkeiten.

<sup>12</sup> Zwar ist dies oft eine gute Kaufgelegenheit für Hochzinsinvestoren, die gezielt in dieses Marktsegment investieren wollen. Das Marktsegment der Hochzinsanleihen ist aber wesentlich kleiner. Die Nachfrage, die in einer solchen Situation von Hochzinsinvestoren kommt, ist deshalb typischerweise geringer als das Angebot, das durch Verkäufe risikosensitiver Investoren aus dem High-Grade-Segment entsteht.

### 4.1.6 Top-down-Allokation

Sehr gute Möglichkeiten für eine bessere Rendite bieten sich auch durch eine von der Benchmark abweichende Positionierung in Form von Über- oder Untergewichtungen der grundlegenden Charakteristika einer Marktbenchmark.

Diese können in Bezug auf folgende Eigenschaften vorgenommen werden:

- **Laufzeiten:** Die Übergewichtung langer Laufzeiten gewinnt gegenüber dem Index bei fallenden Renditen sicherer Papiere. Diese Performancequelle ist für Staatsanleihefonds zentral, aber auch für Unternehmensanleihefonds ist sie eine Option. Für viele institutionelle Investoren ist es jedoch eine konzeptionelle Frage, ob es wünschenswert ist, auch im Segment Unternehmensanleihen Durationsmanagement zu betreiben oder dieses stattdessen auf das Segment der Staatsanleihen mit guter Bonität zu konzentrieren.
- **Sektoren:** Die Übergewichtung von Finanzwerten gewinnt gegenüber dem Index, wenn diese überdurchschnittlich performen. Diese Performancequelle ist sehr wichtig oder kann von dominierender Bedeutung sein, wie gerade die Erfahrung aus der Finanzkrise zeigt. Im Investmentprozess ist hierbei zu unterscheiden, ob die Sektorallokation als Ergebnis der Bottom-up-Analyse Top-down-Strategen erfolgt.
- **Länder:** Unternehmensanleihen werden auch durch die Länderzugehörigkeit getrieben. So haben Unternehmensanleihen aus den sogenannten Peripherieländern der Eurozone in der Finanzkrise und in der Eurokrise deutlich schlechter performt als diejenigen aus den Kernländern der Eurozone.
- **Bonitäten:** Eine Übergewichtung in niedrigen Ratingsegmenten gewinnt gegenüber dem Index, wenn die Spreads sich einengen und die niedrigeren Ratingsegmente höhere Kursgewinne verzeichnen. Deshalb ist die Bonitätsgewichtung elementar.
- **Senioritäten:** Schuldverschreibungen geringerer Seniorität gewinnen, wenn sich das Creditumfeld insgesamt aufhellt. Eine Übergewichtung zahlt sich in diesem Fall aus.
- **Off-Benchmark-Beimischungen anderer Rentensegmente:** Eine beliebte Strategie aktiver Manager ist die Beimischung von Titeln aus anderen Marktsegmenten wie zum Beispiel Anleihen aus dem Hochzinsbereich oder den Schwellenländern, wenn diesen bessere Ertragserwartungen beigegeben werden. Mitunter haben sie sogar den positiven Nebeneffekt einer Risikoreduzierung aufgrund von Diversifikationseffekten.

In der Summe ergeben sich substantielle Möglichkeiten, durch die richtige Grundausrichtung des Portfolios einen Mehrertrag gegenüber der Benchmark zu erzielen. Die genannten Strategien können zudem in vielen Fällen durch derivative Instrumente sehr einfach, kostengünstig und effizient implementiert werden.

## 4.2 Empirische Ergebnisse

Die beschriebenen Möglichkeiten, mit denen aktive Manager einen Mehrwert erwirtschaften können, müssen sich in der Praxis an ihren Ergebnissen messen lassen. Gelingt es, diese Möglichkeiten zu nutzen? In welchem Ausmaß? Mit welcher Zuverlässigkeit? Und was sind die Risiken einer Underperformance eines aktiven Managers?

### 4.2.1 Die Datenbasis aktiver Fonds

Eine fundierte Analyse kann nur auf Basis eines geeigneten Datensatzes erfolgen. Ein solcher Datensatz muss sorgfältig selektiert werden.

Die nachfolgende Analyse basiert auf den Morningstar-Daten von 200 Unternehmensanleihefonds, welche in Unternehmensanleihen investieren, die in Euro denominated sind. Es werden alle Fonds der Kategorien EAA Fund EUR Unternehmensanleihen und EAA Fund EUR Unternehmensanleihen-Short Term berücksichtigt. Bei Letzteren handelt es sich um Fonds, die in Papiere mit kurzen Restlaufzeiten investieren. Für Fonds mit mehreren Anteilscheinklassen wird nur die älteste Anteilscheinklasse berücksichtigt.

Die berücksichtigten Fonds unterscheiden sich zum Teil jedoch erheblich hinsichtlich ihres Anlageuniversums beziehungsweise der Benchmarks, an denen sie sich orientieren. Für eine aussagekräftige Analyse ist es deshalb entscheidend, die Fonds jeweils mit den Benchmarks zu vergleichen, gegen die sie auch gesteuert

werden, und ihre aktive Rendite somit sachgerecht zu bestimmen. Um die bestmögliche Qualität des Datensatzes sicherzustellen, wurde die Zuordnung der Fonds zu ihren Benchmarks manuell mit großer Sorgfalt vorgenommen.<sup>13</sup>

Die Performancedaten der so berücksichtigten 178 Fonds stehen auf monatlicher Basis zur Verfügung. Für die Analyse von Managerleistungen ist das die angemessene Datenfrequenz, weil auf diese Weise Datenprobleme, die sich bei Tagesdaten aus unterschiedlichen Zeitpunkten für das Fondspricing und das Fixing der Benchmark ergeben würden, vermieden werden. Außerdem gibt es für die Beurteilung von mittelfristiger Managerleistung keinen Bedarf für eine Analyse von Tagesdaten.

<sup>13</sup> 22 Fonds, welche sehr spezifische Strategien verfolgen (zum Beispiel Subordinated Financials, Hybridanleihen oder Total Return etc.) und somit über keine beziehungsweise keine adäquate Benchmark verfügen, wurden von der Analyse ausgeschlossen.

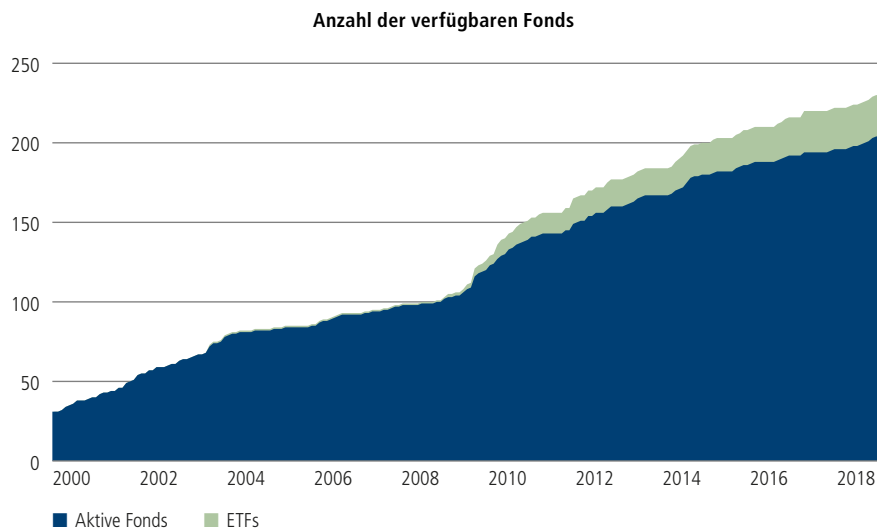
Abbildung 9 **Anzahl berücksichtigter Fonds**

Abbildung 9 zeigt die zeitliche Entwicklung des oben definierten Fondsuniversums. Die europäischen Märkte für Unternehmensanleihen sind immer noch relativ jung, was auch die kurze Historie verfügbarer Daten begründet. Nur relativ wenige Fonds verfügen über eine Historie, die über 2000 hinausgeht. Zur Zeit der Finanzkrise betrug die Anzahl der Fonds nur etwa die Hälfte des heutigen Angebots. Das Wachstum des Fondsangebots ist bis heute ungebrochen stabil. Zusätzlich zu den 178 aktiv gemanagten Fonds (blau) werden in der Grafik außerdem die 26 ETFs (grün) ausgewiesen, die bereits in Kapitel 3 beschrieben wurden.

Union Investment hat für alle aktiven Fonds die öffentlich verfügbaren Unterlagen geprüft. Diejenigen 68 Fonds, für die Angaben zu ihrer Benchmark aus den Fondsdokumenten verfügbar waren, wurden gegen die genannten Benchmarks gemessen.

Um für die restlichen Fonds eine faire Benchmark zu identifizieren, wurden sowohl die Fonds als auch die Indizes in die folgenden Gruppen unterteilt:

- **Covereds bzw. Pfandbriefe (10 Fonds, 6 Indizes):**  
Fonds, die einen signifikanten Anteil (mind. 60 Prozent) Covereds im Portfolio haben
- **Nachhaltigkeit (21 Fonds, 2 Indizes):**  
Fonds, die einen nachhaltigen Investmentansatz verfolgen
- **Financial (2 Fonds, 2 Indizes):**  
Fonds mit einem Fokus auf Financials (mind. 50 Prozent)
- **Non-Financial (7 Fonds, 5 Indizes):**  
Fonds mit Fokus auf Non-Financials, das heißt primär auf Industrials und Utilities

- **Kurze Laufzeiten (21 Fonds, 17 Indizes):**  
Fonds, die auf Anlagen mit kurzen Restlaufzeiten restringiert sind
- **Investment Grade (28 Fonds, 3 Indizes):**  
Fonds, die auf Anlagen restringiert sind, die nur eine Investition in Anleihen bzw. Unternehmen mit einer sehr guten Bonität erlauben
- **Credit (44 Fonds, 15 Indizes):**  
Diese Fonds investieren nicht in Staats- oder staatsähnliche Anleihen, besitzen aber sonst keine allgemeinen Restriktionen.
- **Aggregated (45 Fonds, 17 Indizes):**  
Alle Fonds, die nicht in die oberen Gruppen fallen, wurden gegen breite Benchmarks gestellt. Diese Gruppe umfasst demnach Fonds, die neben Unternehmensanleihen auch in einem beschränkten Ausmaß in Staatsanleihen investieren können.

Sämtliche 67 Benchmarks, die entweder mindestens einem aktiven Fonds oder einem ETF auf Basis öffentlich verfügbarer Informationen zugeordnet werden konnten, wurden als potenzielle Benchmarks für die Fonds der oben genannten Gruppen betrachtet und den Fondsgruppen zugewiesen. Anschließend wurde anhand der Gruppeneinordnung der Fonds ohne öffentliche Benchmark der ex post Tracking Error zu denen für die jeweilige Gruppe infrage kommenden Benchmarks bestimmt. Dies geschah im Zeitraum zwischen 2011 und 2017. Jeder Fonds einer Gruppe wurde derjenigen Benchmark seiner Gruppe zugeordnet, für welche er den geringsten Tracking Error aufweist.

Dieses Vorgehen soll eine bestmögliche Zuordnung gewährleisten und zugleich verhindern, dass Fonds gegenüber Benchmarks bewertet werden, die eine andere Anlageidee verfolgen.

Anschließend wurden alle Fonds ausgeschlossen, für die sich auch nach qualitativer Zuordnung ein sehr hoher Tracking Error von über 2,5 Prozent zeigte. In solchen Fällen erscheint die Gefahr einer falschen Zuordnung aufgrund fehlender Daten, welche die Analyseergebnisse unter Umständen sehr stark beeinflussen würde, relativ hoch. Durch den Ausschluss dieser Fonds ergibt sich ein Datensatz, dessen Analyseergebnisse nicht durch Ausreißer geprägt sein sollten.

Eine weitere Restriktion, um dem Inkubations-Bias entgegenzuwirken, besteht in der Anforderung eines Mindestvolumens von 50 Mio. Euro verwaltetem Vermögen (AuM) per 30.03.2018. Auf Basis dieser Kriterien verbleibt eine Untersuchungsbasis von 94 aktiven Fonds in 2011, die sich über die Zeit bis 2017 auf 135 ausweitete.

Die Art und Weise der Zuordnung und Optimierung darf als konservativ für aktive Manager bezeichnet werden, da der mögliche Spielraum für die Generierung von Outperformance durch die gewählten Mechanismen beschränkt wird.

Die verwendete Morningstar-Datenbank berücksichtigt den möglichen „Survivorship Bias“ nicht. Da der Markt für Unternehmensanleihen immer noch relativ jung ist, ist das Fondsangebot nach wie vor wachsend. Die Zahl der vom Markt genommenen Fonds sollte deshalb eher gering sein. Der „Survivorship Bias“ in dieser Grundgesamtheit sollte folglich relativ moderat ausfallen und die nachfolgenden Analyseergebnisse nicht grundsätzlich infrage stellen.

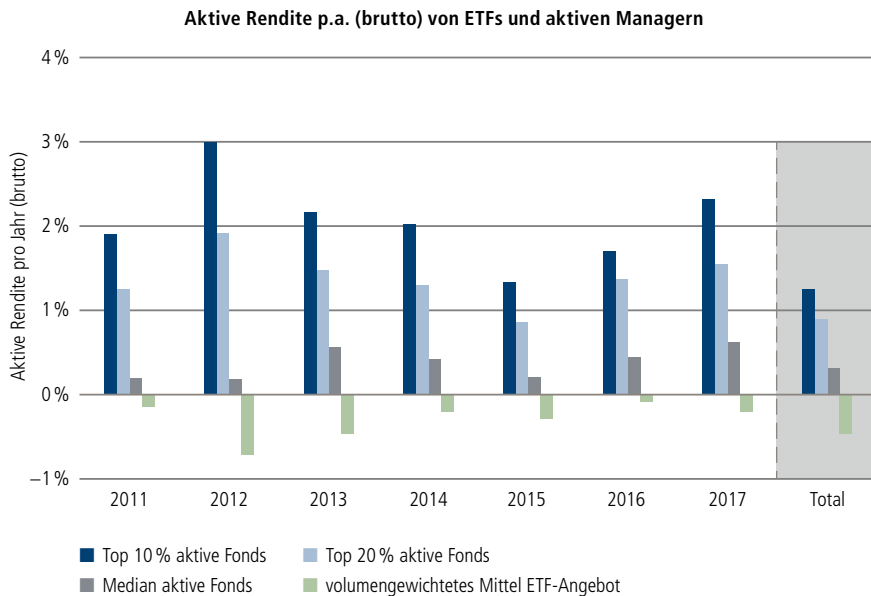
In der gesamten nachfolgenden empirischen Analyse wird die Bruttoperformance vor Kosten betrachtet. Nur auf diese Weise gibt die Studie Aufschluss über die reine Managerleistung jenseits von Gebühren, die bekanntlich stark durch Marktgegebenheiten bestimmt werden.



## 4.2.2 Anlageergebnisse aktiver Manager

Die Anlageergebnisse seit 2011 sind in Abbildung 10 dargestellt. Für jedes Kalenderjahr bezieht sich die Darstellung auf alle in diesem Jahr bestehenden Fonds. Für den Gesamtzeitraum wurde die Menge der 94 Fonds, die in 2011 existierten, zugrunde gelegt.

Abbildung 10 Performanceergebnisse ETF-Angebot und aktive Manager



Im Gesamtzeitraum seit 2011 gilt: Der Median aktiver Manager schlägt seine Benchmark um fast 0,32 Prozent pro Jahr.<sup>14</sup> Der volumengewichtete Durchschnitt der ETFs liefert im Vergleich eine Underperformance von  $-0,46$  Prozent pro Jahr.<sup>15</sup> Zudem zeigt sich in jedem Kalenderjahr ein deutlicher Renditevorsprung aktiver Fonds. Die Werte vor Kosten zeigen, dass in den letzten Jahren für institutionelle Investoren eine attraktive Performancespanne zwischen aktivem und passivem Angebot zu beobachten ist.

Insbesondere ein Blick auf die Gruppe der sehr guten aktiven Manager verstärkt

dieses Bild zusätzlich. Das Top-10-Prozent-Quantil weist eine aktive Rendite von über 1,25 Prozent pro Jahr auf. Mit anderen Worten, die zehn Prozent besten Manager erzielen mindestens über 0,93 Prozent pro Jahr mehr aktive Rendite als der Median der aktiven Manager, der wiederum jährlich über 0,78 Prozent vor den ETFs liegt.

Dieses Ergebnismuster zeigt sich in Tabelle 3 über die letzten Jahre in robuster Weise. Denn auch für andere Startzeitpunkte nach 2011 und entsprechend angepasster Fondsuniversen ergibt sich ein sehr ähnliches Bild.

<sup>14</sup> In der großen Gruppe aktiver Fonds sind der Median, das Top-10-Prozent- und das Top-20-Prozent-Quantil gute Maße, um die Streuung der Ergebnisse mit möglichst hoher Robustheit zu beschreiben. Mögliche Ausreißer oder unpassende Zuordnungen fallen bei Quantilen weniger stark ins Gewicht.

<sup>15</sup> Für die ETFs bietet sich hingegen der volumengewichtete Durchschnitt an, da das Marktangebot von wenigen großen Produkten dominiert wird und die Studie nur zwölf Fonds in 2011 beziehungsweise 26 Fonds in 2017 betrachtet.

Tabelle 3 **Anlageergebnisse aktiver und passiver Fonds**

Aktive Rendite p.a. seit	2017	2015	2013	2011
Anzahl Fonds (ETFs)	135 (26)	119 (21)	109 (17)	94 (12)
ETF-Angebot	-0,20 %	-0,20 %	-0,34 %	-0,46 %
Median aktive Fonds	0,62 %	0,42 %	0,42 %	0,32 %
Top 20% aktive Fonds	1,55 %	0,93 %	0,89 %	0,89 %
Top 10% aktive Fonds	2,32 %	1,30 %	1,29 %	1,25 %

Quelle: Morningstar, Bloomberg, Union Investment.

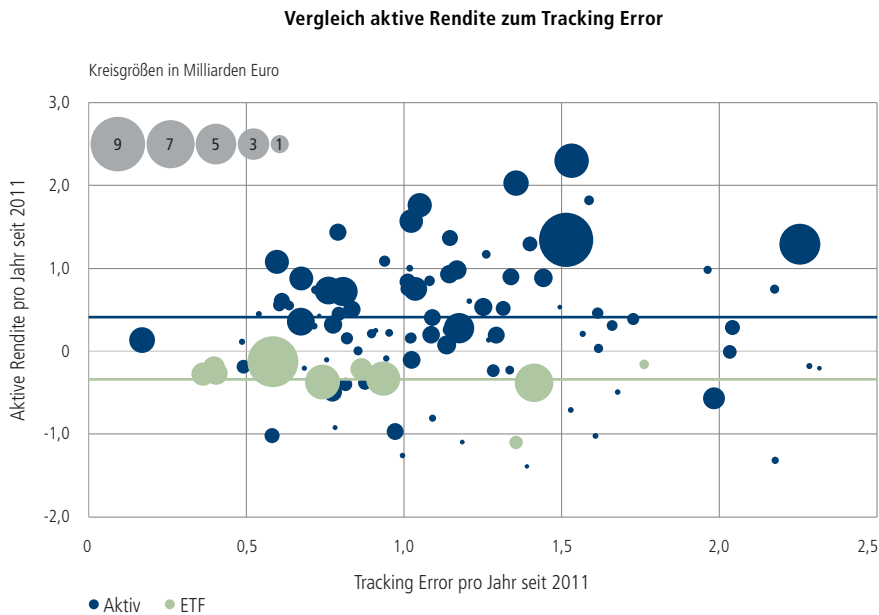
Diese empirischen Ergebnisse der letzten Jahre stützen die in der Literatur bekannten Befunde:

- Aktive Manager schlagen im Mittel vor Kosten ihre Benchmarks.
- ETFs weisen eine Underperformance gegenüber ihren Benchmarks auf.
- Gute aktive Manager liefern substanziellen Mehrwert.

Interessante Aspekte ergeben sich zudem aus der Analyse der Aktivitätsgrade der aktiven Manager, aber auch der vermeintlich passiven ETFs. Hierzu wird der Tracking Error als zentrale Messgröße verwendet. Für passive Anlagen beschreibt der Tracking Error das Abweichungsrisiko von der Benchmark, das heißt, es ist ein Maß ihres Zielverfehlungsrisikos. Für aktive Manager hingegen zeigt der Tracking Error deren Aktivitätsgrad beziehungsweise ihre Risikoneigung.

Die Abbildung 11 visualisiert die Tracking-Error-Werte der untersuchten Fonds im Vergleich zu ihren aktiven Renditen seit 2011.

Abbildung 11 **Tracking Error und aktive Renditen**



Quelle: Morningstar, Bloomberg, Union Investment.

Unter den aktiven Managern (blaue Kreise, deren Größe proportional zur Größe der Fonds gewählt wurde) gibt es in allen Wertebereichen für den Tracking Error zum Teil sehr gute Ergebnisse. Die vielfach vorherrschende Idee, aktive Manager müssten hochgradig aktiv sein, um sich von passiven zu differenzieren und aktiven Mehrwert zu stiften, wird hier nicht bestätigt. Viel Aktivität allein macht nach den gezeigten Ergebnissen noch keinen Mehrwert.

Die berücksichtigten ETFs haben gemäß Abbildung 11 durchweg Tracking-Error-Werte in ähnlicher Größenordnung wie die Mehrheit der aktiven Fonds. ETFs gehen somit ähnliche Abweichungsrisiken ein wie aktive Manager. Die ETFs (grüne Kreise) liegen also entgegen gängigen Erwartungen nicht nahe an ihren Benchmarks, denn dann hätten sie Tracking-Error-Werte nahe null. Während aktive Manager bei der Ausschöpfung ihrer Tracking Error

ideengetrieben vorgehen, um Mehrwert zu erzielen, ist es der Auftrag passiver Manager, ihr Abweichungsrisiko zu minimieren. Ihre Tracking-Error-Werte sind deshalb als Zielverfehlung zu verstehen, die im Trade-off mit den Transaktionskosten einer Portfolioanpassung, die zusätzliche Underperformance bedeutet, offenbar akzeptiert werden.

Im Gegensatz zu aktiven Fonds aber liegen die aktiven Renditen aller berücksichtigten ETFs hinter oder bestenfalls mit ihrer Benchmark gleichauf. Mit anderen Worten, auf der Renditeseite hat es bei den ETFs in den vergangenen Jahren kein Produkt gegeben, welches als Ausreißer bei relativ hohem Tracking Error eine positive aktive Rendite erwirtschaftet hat.

## 4.3 Zwischenfazit

Die Charakteristika des Marktes für Unternehmensanleihen bieten für aktive Manager gute Möglichkeiten, Mehrwert zu stiften. Gegenüber passiven Anlagen hat aktives Management aufgrund geringer Liquidität, Benchmarks mit vielen Emissionen und vielen Veränderungen, zahlreichen Neuemissionen und einer asymmetrischen Renditeverteilung bei Unternehmensanleihen etc. substantielle Vorteile.

Die Anlageergebnisse vor Kosten seit 2011 zeigen Folgendes:

- Die Gruppe der ETFs weist im volumengewichteten Mittel gegenüber ihren Benchmarks eine Underperformance von fast 0,46 Prozent pro Jahr auf. Diese Ergebnisse werden zum Teil unter Inkaufnahme von Tracking-Error-Werten erzielt, die dem Niveau aktiver Fonds entsprechen.
  - Die aktiven Fonds haben im Median ihre Benchmark um fast 0,32 Prozent pro Jahr geschlagen. Der mittlere Performanceabstand zwischen aktiven und passiven Anlagen beträgt über 0,78 Prozent.
  - Die sehr guten aktiven Fonds haben ihre Benchmark um 1,25 Prozent pro Jahr geschlagen (auf Basis des Top-10-Prozent-Quantils). Der mittlere Performancevorsprung sehr guter aktiver Manager zu ihrem Median beträgt jährlich etwa 0,93 Prozent und zur Gruppe der ETFs etwa 1,71 Prozent.
- Für die praktische Aktiv-passiv-Entscheidung von Investoren ist die Frage von zentraler Bedeutung, wie zuverlässig aktive Manager ihre Benchmarks schlagen. Auch wenn aktive Manager als Gruppe attraktive Ergebnisse erzielt haben, so ist die Streuung der Ergebnisse innerhalb der Gruppe und im Zeitverlauf unzweifelhaft hoch. Mit anderen Worten, nicht alle Manager liefern Outperformance, und auch erfolgreiche Manager können in der Zukunft underperformen. Der Frage, inwieweit es möglich ist, erfolgreiche Manager ex ante zu identifizieren, ist das nachfolgende Kapitel gewidmet.

# **5 Möglichkeiten zur Selektion erfolgreicher aktiver Manager**

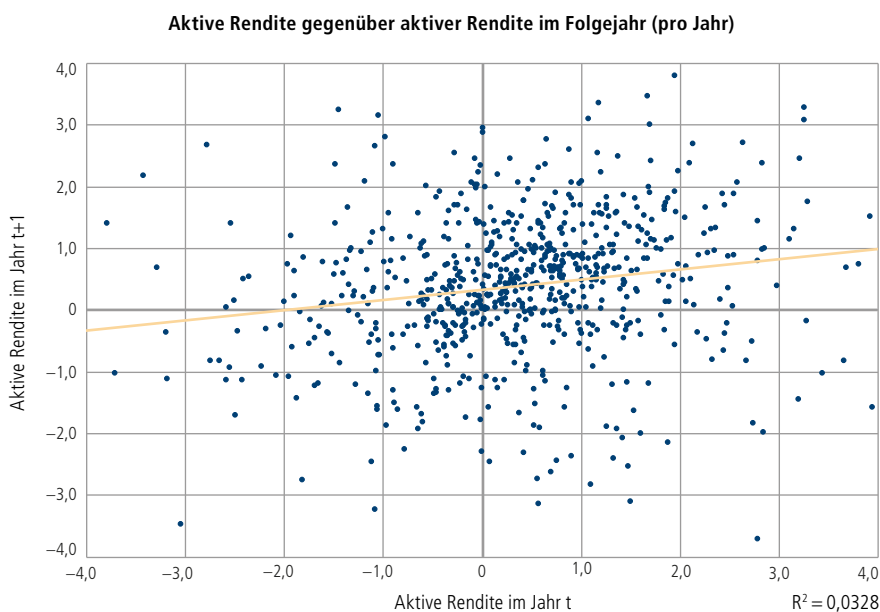
## 5 Möglichkeiten zur Selektion erfolgreicher aktiver Manager

Die Anlageergebnisse aktiver Manager aus Kapitel 4.2 streuen stark. Dies gilt sowohl innerhalb der Gruppe aktiver Manager (es gibt gute und schlechte) als auch über die Zeit (bisher gute Manager können in der Zukunft Underperformance zeigen). Für Investoren besteht deshalb ein Bedarf, die Einflussfaktoren der zukünftigen Performance aktiver Manager zu verstehen und diese ex ante für eine erfolgreiche Managerselektion zu nutzen. Nur wenn diese Möglichkeit gegeben ist, bietet das in Kapitel 4 identifizierte Performancemuster Investoren mehrwertstiftende Handlungsoptionen. Den Herausforderungen der Managerselektion ist dieses Kapitel gewidmet.

## 5.1 Autokorrelation aktiver Renditen

Wenn gute aktive Fonds attraktive Ergebnisse zeigen, stellt sich die Frage, ob die Renditewerte stabil sind. Mit anderen Worten, bleiben die Guten gut – oder sind es jedes Jahr andere? Wenn gute aktive Renditen eine Persistenz aufweisen, dann sollten die Manager mit guten Ergebnissen in einem Kalenderjahr auch im folgenden Kalenderjahr in der Tendenz bessere Ergebnisse aufweisen.

Abbildung 12 Autokorrelation aktiver Renditen



Quelle: Morningstar, Bloomberg, Union Investment.

Abbildung 12 zeigt die aktiven Renditen aufeinanderfolgender Kalenderjahre als Scatterplot mit einer Regressionsgeraden. Hierbei werden für alle Kalenderjahre von 2011 bis 2017 jeweils sämtliche verfügbare Fonds in einer Grafik berücksichtigt.

Das  $R^2$  dieses offensichtlich positiven Zusammenhangs liegt bei 0,03. Dies mag vordergründig nicht als hoher Wert erscheinen. Jedoch ist zu berücksichtigen, dass es in einem effizienten Markt beziehungsweise einer Welt mit ausschließlich „Luck“ und keinem „Skill“ keinen Zusammenhang geben sollte. Der gefundene Zusammenhang ist statistisch aber stark signifikant.

Dieses Ergebnis ist eine deutliche Evidenz gegen die „Zero-Skill“-Hypothese und auch gegen die Effizienzmarkthypothese. Dennoch unterliegt die ökonomische Relevanz Grenzen. Es sei explizit betont: Es gibt in Abbildung 12 viele Fonds, die in einem Jahr Outperformance erzielen, aber im Folgejahr zu Underperformern werden. Die Streuung des Zusammenhangs ist auch bei hoher statistischer Signifikanz relativ groß.

Aufgrund dieser Streuung besteht ein großes Interesse von Investoren, ein besseres Verständnis der zukünftigen Performance aktiver Manager zu gewinnen, um in der Managerselektion eine höhere Treffsicherheit zu ermöglichen.

## 5.2 Separation von Alpha und Faktorbeiträgen

Die im Literaturüberblick schon angesprochenen Arbeiten von Fama und French (1993, 1995) sowie ihre Anwendung auf Managerrenditen durch Malkiel (1995) und andere haben die Frage aufgeworfen, ob aktive Fondsmanager ihre Outperformance durch strukturelle Stilinvestments oder durch echtes sogenanntes Alpha erzielen.

Die Separation von Alpha und Faktorbeiträgen kann für die Selektion eines erfolgreichen Managers genutzt werden. Ein aktiver Manager, der ein hohes positives Alpha aufweist, sollte aussichtsreicher sein als einer, der zwar outperforms, dessen Outperformance sich aber in hohem Maße durch Faktorbeiträge erklärt. Je höher das Alpha, desto größer das Vertrauen, dass ein erfolgreicher Manager auch in Zukunft erfolgreich sein wird.

Ein bewährtes Instrument für die Separation von Alpha und Faktorbeiträgen sind Regressionen aktiver Renditen auf die unterliegenden Risikofaktoren einer Assetklasse. Die Zerlegung aktiver Renditen mittels einer Faktorregression erfolgt auf Basis des folgenden Modells (1):

$$r_{i,t}^{aktiv} = \alpha_i + \sum_{j=1}^m (\beta_{i,j} \cdot F_{j,t}) + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

Die aktive Rendite  $r_{i,t}^{aktiv}$  eines aktiven Managers  $i=1, \dots, n$  über die Zeit  $t=1, \dots, T$  wird bei diesem Ansatz auf sogenannte Risikofaktoren  $F_{j,t}$  mit  $j=1, \dots, m$  regressiert, die ebenfalls als Zeitreihen vorliegen. Durch die Regression werden für jeden aktiven Manager  $i$  entsprechende Koeffizienten  $\alpha_i$  und  $\beta_{i,j}$  gewonnen. Die sogenannten Faktorladungen  $\beta_{i,j}$  zeigen an, welche Elastizität die aktive Rendite des Managers  $i$  zum Faktor  $j$  aufweist. Der Koeffizient  $\alpha_i$  gibt das sogenannte Manageralpha an. Das ist derjenige Teil der aktiven Rendite  $r_{i,t}^{aktiv}$ , welcher nicht durch Marktrisikofaktoren erklärt werden kann und deshalb auf individuelle Anlageentscheidungen zurückzuführen sein sollte. Hierunter fallen Entscheidungen der Titelselektion, Performanceeffekte durch die Teilnahme an Neuemissionen genauso wie das Timing von Marktrisikofaktoren.

Hierfür ein Beispiel: Wenn ein Manager in Phasen stabiler oder sich einengender Spreads Hochzinsanleihen übergewichtet hat, aber in Phasen sich ausweitender Spreads eine Untergewichtung eingeht, so hat er zwar kurzfristig in seiner Position immer ein starkes Exposure zum Risikofaktor Hochzins – aus einem wiederholten Wechsel seiner Positionen ergibt sich im Zeitablauf aber längerfristig eine Nullkorrelation. Erfolgreiche Anlageentscheidungen im Sinne eines Timings (das heißt der Über- beziehungsweise Untergewichtung schlechter Bonitäten zum richtigen Zeitpunkt) werden durch den gewählten Regressionsansatz dem Alpha zugerechnet. Permanente Über- und Untergewichtungen schlechter Bonitäten werden hingegen dem Faktorbeitrag zugerechnet.

Wenn ein Manager zum Beispiel dauerhaft eine Übergewichtung in unterdurchschnittlichen Bonitäten eingeht, so wird seine aktive Performance hiervon langfristig profitieren, wenn Papiere mit unterdurchschnittlicher Bonität langfristig besser performen. Die Klasse eines Managers zeigt sich aber daran, ob es auch gelingt, eine solche Übergewichtung in eine Untergewichtung zu drehen, wenn Hochzinsanleihen schlechter performen als der Markt. Anspruch eines institutionellen Investors ist es schließlich nicht, für ein strukturelles Engagement in Hochzinsanleihen zu zahlen, das dann dann mit einer breiten Marktbenchmark verglichen wird. Gesucht sind stattdessen Manager, die ihre Benchmark kontinuierlich durch richtige Entscheidungen schlagen, welche einer fortlaufenden Überprüfung unterliegen.



## 5.3 Separation mit dem Marktmodell und Risikofaktor-Modell

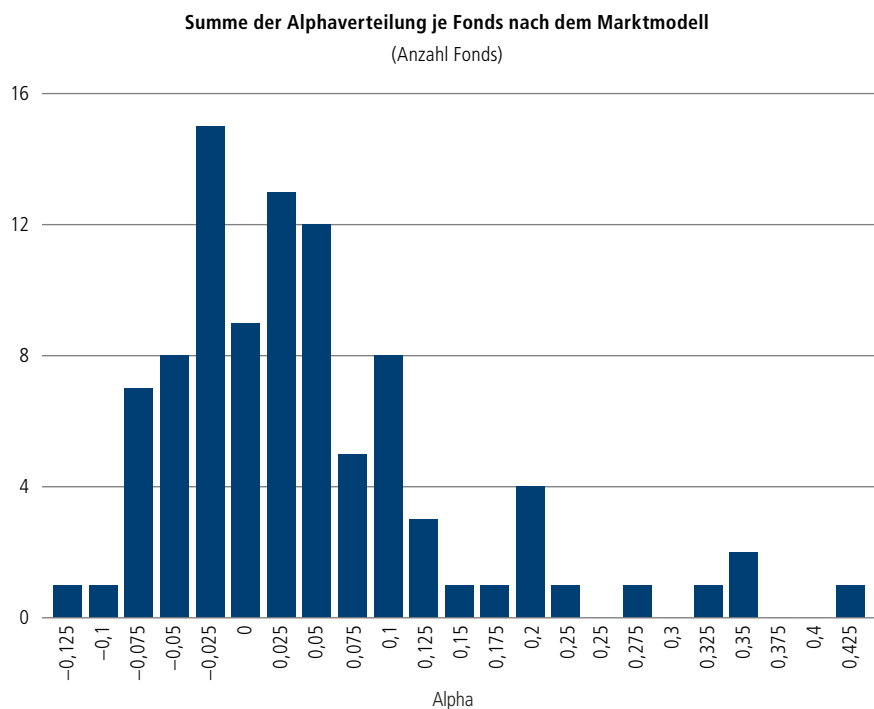
Bei der praktischen Anwendung der in Kapitel 5.2 vorgestellten Methodik ist die Wahl der Faktoren von entscheidender Bedeutung. Das klassische Ein-Faktor-Modell des CAPM nach Sharpe (1964) regressiert die Rendite eines Assets auf den Gesamtmarkt. Übertragen auf die Separation von Alpha wird deshalb im Standardverfahren die aktive Rendite eines Managers auf den Markt, in welchen dieser Manager investiert, regressiert. Betrachtet wird deshalb folgendes Marktmodell (2):

$$r_{i,t}^{aktiv} = \alpha_i + \beta_i \cdot r_{i,t}^{BM} + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

wobei die Notation der Darstellung aus dem Kapitel 5.2 folgt und  $r_{i,t}^{BM}$  die absolute Rendite der Benchmark des Fonds  $i$  und  $r_{i,t}^{aktiv}$  die aktive Rendite des Fonds bezeichnen. Das Marktmodell (2) wird für 94 aktive Fonds, die vor dem 01.01.2011 aufgelegt wurden und bis zum 01.01.2018 existieren, mit Monatsdaten geschätzt.

Abbildung 13

### Alphaverteilung nach dem Marktmodell



Quelle: Morningstar, Bloomberg, Union Investment.

Abbildung 13 zeigt die empirische Verteilung der geschätzten Manageralphas  $\alpha_i$ , die mit dem Marktmodell (2) gewonnen wurden. Die Alphas sind teilweise relativ asymmetrisch verteilt.<sup>16</sup> Es gibt einige wenige Fonds mit stark positivem Alpha. In jedem Fall weist die Gesamtheit der Fonds einen positiven Median auf. Es bleibt jedoch offensichtlich, dass auch Manageralphas wie aktive Renditen eine hohe Streuung aufweisen. Das einfache Marktmodell (2) generiert immerhin ein durchschnittliches AdjR<sup>2</sup> von 0,16. Dennoch bleibt die Frage, ob es Modelle mit einem höheren Erklärungsgrad gibt.

<sup>16</sup>Zur Erinnerung, das Modell wird mit Monatsdaten geschätzt. Die Alphawerte entsprechen folglich ebenfalls Monatswerten.

Eine weiterführende detailliertere Analyse mit einem möglicherweise höheren Erklärungsgehalt sollte jedoch auch Risikofaktoren berücksichtigen, die für Unternehmensanleihen spezifisch sind. In einem zweiten Schritt wird deshalb das nachfolgendes Risikofaktor-Modell (3) geschätzt:

$$r_{i,t}^{aktiv} = \alpha_i + \beta_i^{Spread} \cdot r_{i,t}^{Spread} + \beta_i^{Carry} \cdot r_t^{Carry} + \beta_i^{FinNonFin} \cdot r_t^{FinNonFin} + \epsilon_{i,t} \quad (3)$$

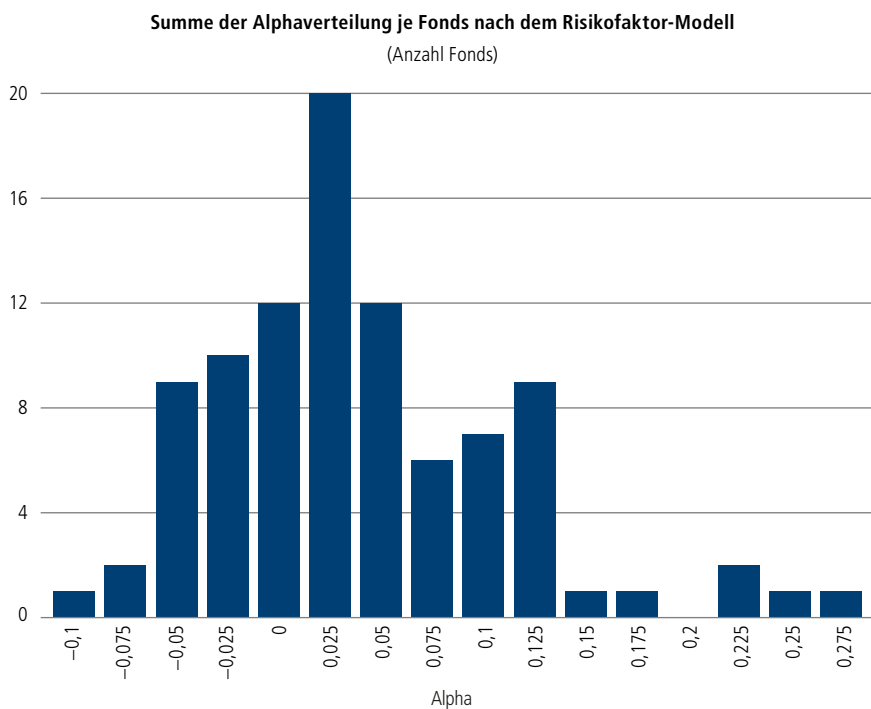
Hierbei werden die Variablen  $r_{i,t}^{Spread} = r_{i,t}^{ind.BM} - r_t^{Bund5-7}$  sowie  $r_t^{Carry} = r_t^{Bund5-7}$  und  $r_t^{FinNonFin} = r_t^{Fin(EB00)} - r_t^{NonFin(EN00)}$  als Risikofaktoren definiert, die als Return in der Periode  $t$  formuliert sind, das heißt, die Zeitreihe  $r_{i,t}^{Spread}$  repräsentiert den Mehrertrag der individuellen Corporate Benchmark eines Fonds  $r_{i,t}^{ind.BM}$  gegenüber einer Benchmark, welche Bundesanleihen mit einer Restlaufzeit von fünf bis sieben Jahren umfasst.

Das Risikofaktor-Modell (3) hat gegenüber dem Marktmodell (2) den Vorteil, dass der Einfluss folgender Positionierungen separiert wird, soweit sie dauerhaften Charakters sind:

- Bonitätspositionierungen, das heißt Über- und Untergewichtungen von Anleihen mit besserer oder schlechterer Bonität.
- Durations- oder Carrypositionierungen, das heißt Über- und Untergewichtungen von Anleihen mit längerer oder kürzerer Laufzeit.
- Sektorpositionierungen, das heißt der Effekt von strukturellen Über- und Untergewichtungen von Financials vs. Non-Financials.

Abbildung 14

### Alphaverteilung nach dem Risikofaktor-Modell



Quelle: Morningstar, Bloomberg, Union Investment.

Auf diese Weise werden die Einflüsse der drei wichtigsten Risikofaktoren des Marktes für Unternehmensanleihen differenzierter kontrolliert als im einfachen Marktmodell (2). Hierdurch sollte der Erklärungsgehalt der Separation von Alpha und Faktorbeiträgen ansteigen.

Abbildung 14 zeigt die Verteilung der Manageralphas für Modellschätzungen des Risikofaktor-Modells (3). Es zeigt sich optisch ein ähnliches Bild wie für das Marktmodell (2). Der Anteil von Managern mit besonders hohem Alpha reduziert sich jedoch offenbar deutlich, wenn strategische Faktorexposures herausgefiltert werden. Dies hat auch Auswirkungen auf den Erklärungsgehalt. Das durchschnittliche AdjR<sup>2</sup> steigt im Risikofaktor-Modell (3) auf 0,38 nach 0,16 im Marktmodell (2). Somit erklärt das Risikofaktor-Modell (3) aktive Renditen deutlich besser als das Marktmodell (2). Aus diesem Grund konzentriert sich die weiterführende Analyse auf die Separationsergebnisse des Risikofaktor-Modells (3).

Als Zwischenfazit ergibt sich somit: Alpha kann durch Faktorregressionen identifiziert werden und ist unzweifelhaft in sehr vielen Fällen vorhanden – unabhängig von der Modellspezifikation. Ein spezifisch auf den Unternehmensanleihemarkt ausgerichtetes Faktormodell hat einen deutlich höheren Erklärungsgrad als das einfache Marktmodell (2).

## 5.4 Mehrwert für die Prognose aktiver Renditen

Es gilt nachfolgend zu analysieren, welcher Mehrwert für die Managerselektion aus der Separation von Alpha und Faktorbeiträgen resultiert. Ein Nutzen ist dann gegeben, wenn das Alpha eines Managers, das mittels Faktorregression aus seiner aktiven Rendite aus der Vergangenheit gewonnen wurde, Prognosegüte für seine aktive Rendite in der Zukunft besitzt.

In Kapitel 5.1 wurden bereits der Scatterplot und das Regressionsmodell vergangener und zukünftiger aktiver Renditen betrachtet. Das verwendete Regressionsmodell entspricht unter Verwendung von  $r_{i,T}^{aktiv}$  für die Kalenderjahresrendite des Jahres  $T$  hierbei dem nachfolgenden AR(1)-Prognosemodell (4)

$$r_{i,T}^{aktiv} = \gamma_0 + \gamma_1 \cdot r_{i,T-1}^{aktiv} + u_{i,T} \quad (4)$$

Für die Schätzung der Regressionsgraden aus der Abbildung 12 beziehungsweise dem Modell (4) werden für alle Kalenderjahre von 2011 bis 2017 jeweils sämtliche verfügbare aktive Fonds berücksichtigt, das heißt, die Zahl der berücksichtigten Fonds steigt im Zeitablauf. Es ergeben sich folgende Schätzergebnisse<sup>17</sup>:

$$\hat{r}_{i,T}^{aktiv} = 0,33^{***} + 0,17^{***} \cdot r_{i,T-1}^{aktiv} \quad \text{Adj.R}^2 = 0,03$$

Die aktiven Renditen des Vorjahres erklären die aktiven Renditen des Folgejahres mit einem Koeffizienten von 0,17 bei hoher Signifikanz auf dem 99-Prozent-Niveau. Dieses Ergebnis ist eine klare Evidenz gegen die „Zero-Skill“-Hypothese und auch gegen die Effizienzmarkthypothese.

<sup>17</sup> Signifikanz der Koeffizienten gemäß \*\*\* für  $p < 0,01$ , \*\* für  $p < 0,05$  und \* für  $p < 0,1$ .

Nach der Gewinnung von  $\alpha_i$  und den Faktorexposures  $\beta_i^{Spread}$ ,  $\beta_i^{Carry}$  und  $\beta_i^{FinNonFin}$  für jeden Manager  $i$  aus dem Risikofaktor-Modell (3) können die Ergebnisse für die Prognose zukünftiger aktiver Renditen genutzt werden.

Hierfür wird eine Regression des Risikofaktor-Modells (3) für jeden Fonds  $i$  für jedes Kalenderjahr  $T$  von 2010 bis 2017 geschätzt und jeweils die Kalenderjahresrendite  $r_{i,T}^{aktiv}$  sowie das Alpha  $\alpha_{i,t}$ , die Faktorexposures  $\beta_{i,t}^{Spread}$ ,  $\beta_{i,t}^{Carry}$  und  $\beta_{i,t}^{FinNonFin}$  und das Kalenderjahr  $T$  bestimmt.

Die Faktorexposures aus dem Risikofaktor-Modell (3) repräsentieren zwar die Marktsteuerung eines Managers, sie geben aber keine Information über den Anteil der aktiven Rendite, welcher auf diese Über- und Untergewichtungen in den Risikofaktoren zurückzuführen ist. Dieser Anteil wird durch die Faktorbeiträge beschrieben, die für jeden Fonds aus den Ergebnissen des Risikofaktor-Modells (3) für jedes Kalenderjahr  $T$  von 2010 bis 2017 wie folgt berechnet werden können:

$$r_{i,T}^{Spread} := \beta_{i,T}^{Spread} \cdot \overline{r_{i,T}^{Spread}}$$

$$r_{i,T}^{Carry} := \beta_{i,T}^{Carry} \cdot \overline{r_T^{Carry}}$$

$$r_{i,T}^{FinNonFin} := \beta_{i,T}^{FinNonFin} \cdot \overline{r_T^{FinNonFin}}$$

wobei  $\overline{r_{i,T}^{Spread}}$ ,  $\overline{r_T^{Carry}}$  und  $\overline{r_T^{FinNonFin}}$  jeweils den monatlichen Durchschnittsreturn der Risikofaktoren Spread, Carry und Financials vs. Non-Financials im Kalenderjahr  $T$  bezeichnen.

Durch die Einbeziehung von Manageralpha und Faktorbeiträgen ergibt sich das Prognosemodell (5):

$$r_{i,T}^{aktiv} = \gamma_0 + \gamma_1 \cdot \alpha_{i,T-1} + \gamma_2 \cdot r_{i,T-1}^{Spread} + \gamma_3 \cdot r_{i,T-1}^{Carry} + \gamma_4 \cdot r_{i,T-1}^{FinNonFin} + u_{i,T} \quad (5)$$

Die Ergebnisse der Modellschätzung lauten wie folgt:

$$\hat{r}_{i,T}^{aktiv} = 0,31^{***} + 2,00^{***} \cdot \alpha_{i,T-1} + 17,53^{***} \cdot r_{i,T-1}^{Spread} + 0,18^{***} \cdot r_{i,T-1}^{Carry} + 0,10^* \cdot r_{i,T-1}^{FinNonFin} \quad \text{Adj. } R^2 = 0,03$$

Modell (5) zeigt keinen höheren Erklärungsgehalt als Modell (4). Aber alle Größen in diesem Modell sind statistisch signifikant. Das gilt insbesondere für das Alpha eines Managers, das den höchsten t-Wert aufweist. Aber auch positive Faktorbeiträge eines Managers aus seiner Spread-, Durations- und Sektorpositionierung in einem Jahr haben nachweislich signifikante Prognosekraft für seine aktive Rendite im Folgejahr.

Die vorliegenden Ergebnisse gelten für den relativ kurzen Zeitraum seit 2010. In diesem Zeitraum sind sowohl die Renditen sicherer Bundesanleihen gesunken als auch die Bonitätsspreads. Bedeutende Risikofaktoren haben somit eindeutige Performancemuster gezeigt. Dieser Umstand kann eine Ursache dafür sein, warum Faktorbeiträge in diesem Zeitraum Prognosekraft für zukünftige aktive Renditen haben. Ob sich dies ändern wird, wenn die Wertentwicklungen der Risikofaktoren in der Zukunft häufiger ihre Richtung wechseln sollten, ist ex ante schwer abzuschätzen. Zweifel sind angebracht. Die Ergebnisse für das Manageralpha sollten hierbei wahrscheinlich verlässlicher sein als die für die Faktorbeiträge.

## 5.5 Ökonomische Relevanz der Alphaseparation

Nach den Ergebnissen des vorherigen Kapitels liefert die Separation von Alpha und Faktorbeiträgen statistisch einen signifikanten Mehrwert für die Prognose zukünftiger aktiver Renditen beziehungsweise die Ex-ante-Selektion erfolgreicher Manager. Dieser Mehrwert lässt sich auch ökonomisch quantifizieren. Hierfür werden die Performanceeigenschaften einfacher Managerselektionsstrategien evaluiert.

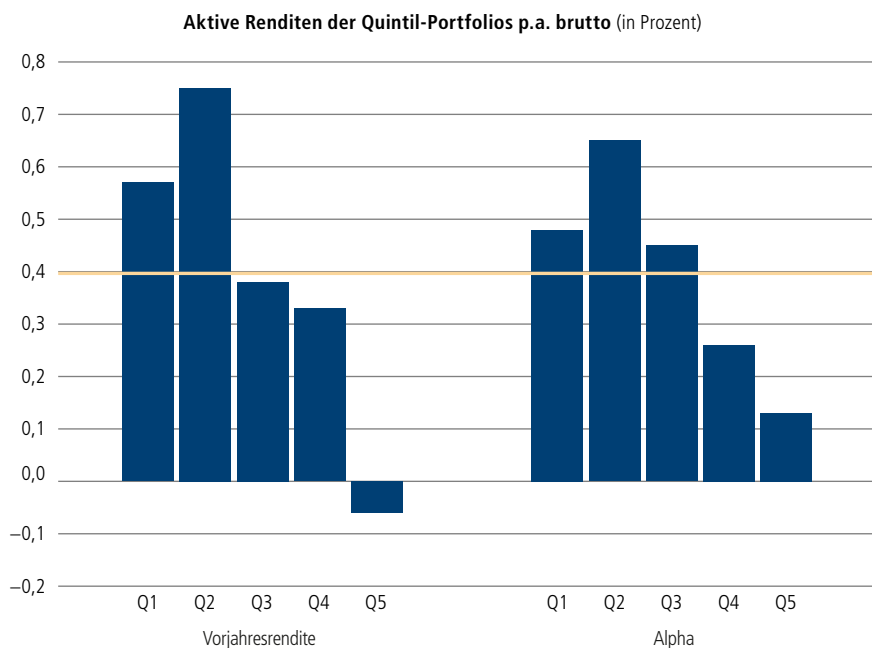
In einem ersten Schritt wird untersucht, welchen Mehrwert die Vorjahresrendite als Selektionskriterium stiftet.

Hierfür wird folgende Investitionsstrategie verfolgt: Zu Beginn eines jeden Jahres werden alle Fonds nach ihrer Performance im Vorjahr sortiert und entsprechenden Quintil-Portfolios zugeordnet. Jedes Quintil-Portfolio wird für ein Jahr gehalten und in seiner Wertentwicklung betrachtet. Nach Ablauf eines jeden Kalenderjahres werden die Quintil-Portfolios nach der

Performance der Fonds in diesem Jahr neu gebildet. Abschließend kann über den Gesamtzeitraum 2010 bis 2017 die Performance dieser Investitionsstrategie für jedes der fünf Quintil-Portfolios beurteilt werden.<sup>18</sup>

Abbildung 15 zeigt auf der linken Seite die Performanceergebnisse der Quintil-Portfolios, die nach der oben beschriebenen Investitionsstrategie gemäß der Vorjahresrendite gebildet wurden.<sup>19</sup> Wird in den Jahren 2011 und 2017 jeweils in die besten

Abbildung 15 **Quintil-Portfolios nach Vorjahresrendite und -alpha**



Quelle: Morningstar, Bloomberg, Union Investment.

<sup>18</sup> Eine gängige Methode, um die Selektionsfähigkeit eines Sortierkriteriums zu messen, ist das Bilden von Long-Short-Portfolios. Die Top-20-Prozent werden gekauft. Die Bottom-20-Prozent werden verkauft. Da eine Short-Investition in Fonds aber nicht möglich ist und die Analyse bereits auf aktiven Renditen basiert, ist die Analyse von Long-Only-Portfolios in diesem Fall sachgerecht.

20 Prozent der Manager des Vorjahres investiert, so resultiert daraus eine aktive Rendite von etwa 57 Basispunkten pro Jahr. Zum Vergleich: Die durchschnittliche aktive Rendite pro Jahr über alle Fonds und alle Kalenderjahre liegt bei 39 Basispunkten (hellgelbe Linie). Die Selektionsstrategie stiftet somit einen attraktiven Mehrwert von 18 Basispunkten, welcher auf die Quintilselektion nach Vorjahresrendite zurückzuführen ist.

Des Weiteren nehmen die Renditen ab, je tiefer das Quintil gewählt wird. Die Vorjahresrendite erweist sich somit als differenzierendes Kriterium mit einer gewissen Trennschärfe für die Ex-ante-Auswahl aktiver Manager.

Um Fehlinterpretationen zu vermeiden, sei angemerkt: Nicht alle Manager in einem Quintil performen wie der Durchschnitt des Quintils. Ein tieferer Blick in das Top-Quintil zeigt eine hohe Streuung der Managerleistungen. Aber in Summe gelingt mit der Bildung von Quintil-Portfolios eine Diversifikation dieses Selektionsrisikos – das gesamte Portfolio der besten 20 Prozent weist eine positive aktive Rendite auf.

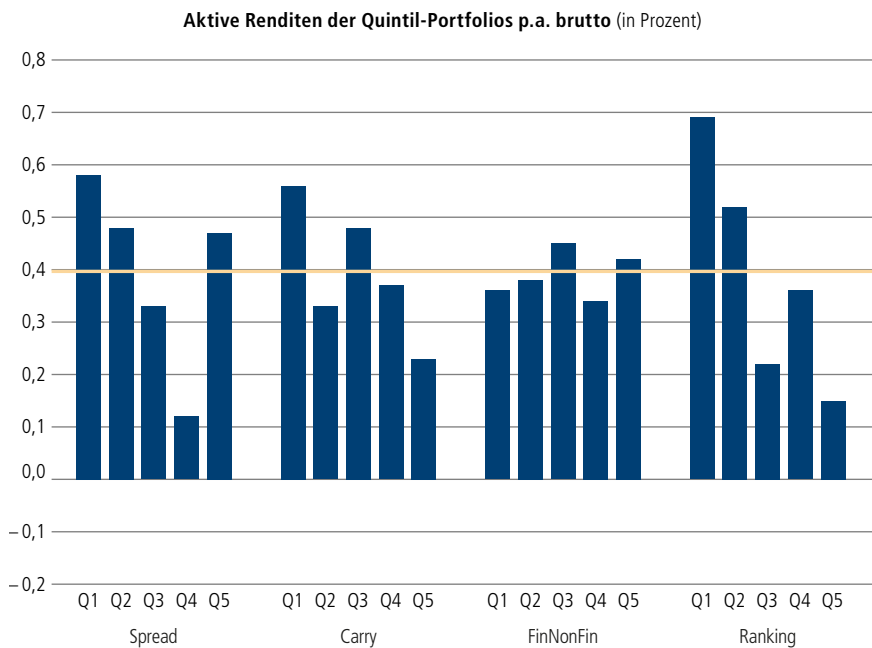
Die gleiche Investitionsstrategie kann nun für das Alpha eines Managers im Vorjahr untersucht werden. Abbildung 15 zeigt auf der rechten Seite die entsprechenden Ergebnisse der Strategie, welche die Quintil-Portfolios auf der Basis des Vorjahresalpha bildet. Hinter diesem Vorgehen steht folgende Idee: Der Blick auf Alpha, das heißt reine Managerleistung, die um Faktoreinflüsse bereinigt wurde, sollte unter Umständen eine noch zuverlässigere Selektion ermöglichen.

Auch in diesem Fall liegt das erste Quintil mit 48 Basispunkten pro Jahr und das zweiten Quintil sogar mit 65 Basispunkten pro Jahr deutlich über dem Durchschnitt aller Manager. Außerdem nehmen die Renditen in den unteren Quintilen wie zuvor ab. Die Selektion nach dem Alpha im Vorjahr ist somit ähnlich trennscharf wie die nach der Vorjahresrendite.

Nach dem gleichen Prinzip können die Portfolios anhand der Risikofaktoren Spread, Carry und Sektor gebildet werden. Die Ergebnisse finden sich in Abbildung 16.

Abbildung 16

### Quintil-Portfolios nach Risikofaktoren



Quelle: Morningstar, Bloomberg, Union Investment.

<sup>19</sup> Bei diesem Vorgehen wächst die Anzahl der berücksichtigten Fonds im Zeitablauf, weil in jedem Jahr jeweils alle verfügbaren Fonds berücksichtigt werden, das heißt auch solche Fonds, die erst nach 2010 aufgelegt wurden.

Die Ergebnisse zeigen kaum Trennschärfe für die Risikofaktoren, das heißt, sie sind als Selektionskriterium weniger geeignet.

die Kombination aus Alpha und Risikofaktoren zeigt ein ähnliches Muster wie die Selektion nach Alpha.

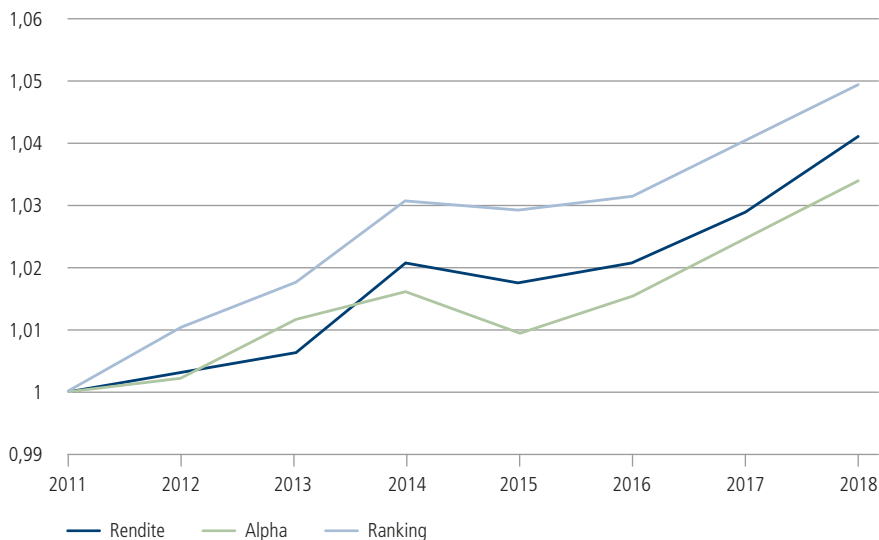
Die rechte Grafik in Abbildung 16 (Ranking) bezieht sich auf die gleichgewichtete Zusammenfassung von Alpha und Faktorbeiträgen aus Spread, Carry und Sektoren.<sup>20</sup> Hier wird deutlich, erst

Diese Ergebnisse deuten insgesamt darauf hin, dass auch der Prognosegehalt der Vorjahresrendite stark auf Alpha zurückzuführen ist und die anderen Faktoren sich mehr oder weniger aufheben.

Abbildung 17

### Wertentwicklung von Managerselektionsstrategien

**Renditeverlauf der Top-Quintile, selektiert nach Vorjahresalpha, Vorjahresrendite und Ranking p.a.**  
(normiert auf 1 per 01.01.2011)



Quelle: Morningstar, Bloomberg, Union Investment.

Abbildung 17 zeigt, das jeweilige Top-Quintil weist für die drei Selektionsstrategien nach der Vorjahresrendite, nach dem Vorjahresalpha und nach dem Ranking eine relativ stabile Wertentwicklung auf.

Auch auf Basis der Vorjahresperformance war das möglich. Die Ergebnisse der Alphaselektion sollten jedoch ein höheres Vertrauen genießen, weil die Risikofaktoren im Untersuchungszeitraum relativ hohe Renditebeiträge bei vielen aktiven Managern geliefert haben, die sich in der Zukunft in dieser Form möglicherweise nicht wieder einstellen werden.

Erfolgreiche aktive Manager konnten im Untersuchungszeitraum somit relativ zuverlässig auf Basis von Alpha identifiziert werden.

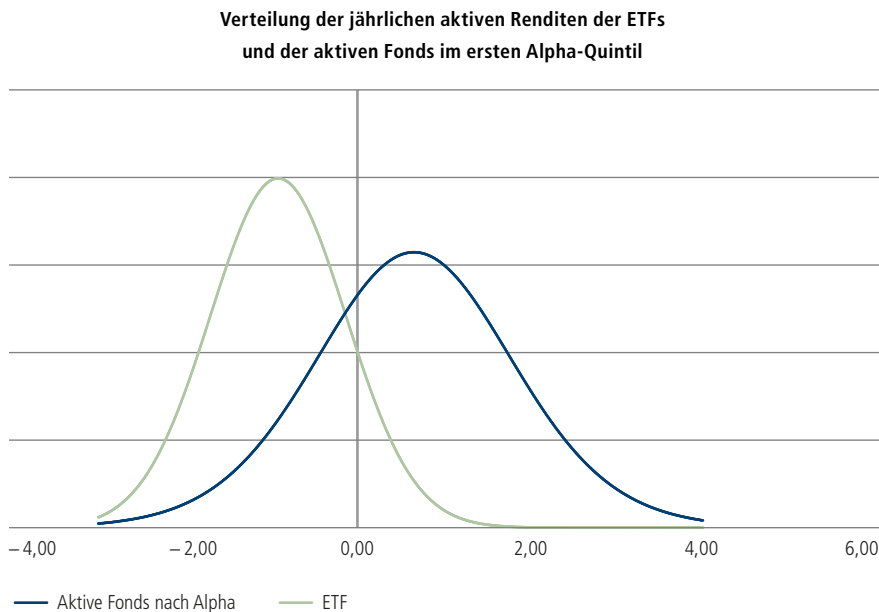
<sup>20</sup> In jedem Kalenderjahr wird jeder Risikofaktorbeitrag in ein Ranking transferiert, das den Wert 1 für den höchsten Beitrag und den Wert 0 für den geringsten Beitrag annimmt. Anschließend wird für jeden Fonds der Durchschnitt seiner vier Rankings (jeweils nach Alpha, Spread, Carry und Sektoren) ermittelt. Anschließend werden die Quintil-Portfolios wie gehabt über diesen Durchschnitt bestimmt.

Es gilt abschließend, einen Vergleich zu den Anlagemöglichkeiten bei ETFs zu ziehen. Dieser sollte auf Basis von Renditeverteilungen erfolgen. Welches Chance-Risiko-Verhältnis ergibt sich, wenn in einen zufällig ausgewählten Manager

aus dem Top-Quintil, selektiert nach Manageralpha, investiert wird, und welches Chance-Risiko-Verhältnis ergibt sich, wenn das Investment in einen zufällig ausgewählten ETF erfolgt?

Abbildung 18

**Verteilung aktiver Renditen von ETFs und aktiven Fonds**



Quelle: Morningstar, Bloomberg, Union Investment.

Abbildung 18 zeigt den Vergleich der Renditeverteilungen, denen Investoren gegenüberstehen. Für die aktiven Manager ergibt sich eine Renditeverteilung aus 143 Kalenderjahresrenditen (sieben Jahre mit durchschnittlich jeweils etwa 20 Fonds im Top-Quintil). Für die ETFs ergibt sie sich aus 79 Kalenderjahresrenditen (26 Fonds in 2017, aber nicht alle haben über den gesamten Zeitraum existiert).<sup>21</sup> Der Schwerpunkt der ETF-Verteilung liegt im negativen Bereich. Für die Gruppe der 20 Prozent aktiven Fonds, die im Vorjahr das höchste Alpha aufweisen, liegt der Schwerpunkt hingegen eindeutig im positiven Bereich.

Mit anderen Worten, es kann aktive Fonds geben, die ein schlechteres Ergebnis aufweisen als ein zufällig gewählter ETF – aber viele sind es nicht. So hat ein zufällig ausgewählter ETF im Untersuchungszeitraum mit einer Wahrscheinlichkeit von 85 Prozent eine Underperformance erzielt. Für die Vergleichsgruppe der aktiven Fonds (erstes Quintil nach Vorjahresalpha) lag die Wahrscheinlichkeit einer Underperformance bei nur ungefähr 30 Prozent – 70 Prozent lieferten hingegen eine Outperformance. Underperformance ist bei ETFs demnach dreimal wahrscheinlicher als bei aktiven Fonds mit hohem Manageralpha.

<sup>21</sup> Zur Veranschaulichung wurden für beide Gruppen jeweils die Parameter einer t-Verteilung geschätzt und diese Verteilungsdichten einander in Abbildung 18 gegenübergestellt.



## 6 Fazit

## 6 Fazit

Die vorliegende Studie präsentiert empirische Ergebnisse für aktive und passive Anlagen in europäischen Unternehmensanleihen.

- Die Gruppe der ETFs weist im volumengewichteten Mittel seit 2011 gegenüber ihren Benchmarks eine Underperformance von fast 0,46 Prozent pro Jahr auf.
- Die aktiven Fonds hingegen haben ihre Benchmarks um fast 0,32 Prozent pro Jahr im Median geschlagen. Der mittlere Performanceabstand zwischen aktiven und passiven Anlagen beträgt über 0,78 Prozent.
- Die besten 20 Prozent der aktiven Fonds haben ihre Benchmarks sogar um 0,89 Prozent pro Jahr geschlagen. Der mittlere Performancevorsprung dieser sehr guten aktiven Manager zum Median aller aktiven Manager beträgt etwa 0,57 Prozent und zur Gruppe der ETFs etwa 1,35 Prozent.

Für die Anlageergebnisse der letzten Jahre gibt es gute Gründe. Passive Anlagen sehen sich am Markt für Unternehmensanleihen hohen Passivierungskosten ausgesetzt. Diese werden primär durch die Struktur der Benchmarks für Unterneh-

mensanleihen mit ihrer hohen Titelanzahl und dem häufigen Austausch von Titeln sowie durch die geringe Liquidität, die Portfolioanpassungen sehr teuer macht, getrieben. Für aktive Manager bieten sich hingegen relativ gute Möglichkeiten, Mehrwert zu stiften. Sie können sich in ihrer Anlagestrategie besser auf die geringe Liquidität einstellen und von ihren Anlageideen bei der Titelselektion und der Über- und Untergewichtung von Ratingklassen, Ländern, Duration und Sektoren profitieren. Zusätzlich verzerren die Ankaufprogramme der EZB, die Eigenkapitalregulierung vieler Finanzinstitutionen und die Passivierung von Anlagen die Marktpreise und senken den Effizienzgrad des Marktes. Aktive Manager haben diese Bedingungen in den letzten Jahren mehrheitlich erfolgreich nutzen können.

Für institutionelle Investoren bleibt trotzdem die Herausforderung, einen erfolgreichen aktiven Manager ex ante zu identifizieren. Auch wenn aktive Manager als Gruppe attraktive Ergebnisse erzielt haben, so ist die Streuung dieser innerhalb der Gruppe und im Zeitverlauf unzweifelhaft hoch. Mit anderen Worten: Nicht alle Manager liefern Outperformance, und auch erfolgreiche Manager können in der Zukunft underperformen.

Die Studie untersuchte deshalb auch, wie zuverlässige und erfolgreiche aktive Manager ex ante identifiziert werden können. Separiert man die Renditen aktiver Manager in Alpha und Faktorbeiträge, so zeigt sich:

- Aktive Manager, die in der jüngeren Vergangenheit Alpha erzielt haben, haben auch für die Zukunft eine deutlich höhere Wahrscheinlichkeit, Outperformance zu generieren.
- Die Gruppe der Top-20-Prozent der Manager, die im Vorjahr das höchste Manageralpha zeigen, weisen im Folgejahr eine Outperformance-Chance von ungefähr 70 Prozent auf – die Gruppe der ETFs liegt hier nur bei etwa 15 Prozent.
- Manageralpha, das durch ein Risikofaktor-Modell identifiziert wird, ist somit ein starker Prädiktor für zukünftige Outperformance, welcher sich unabhängig von der jeweiligen Marktbewegung als hilfreich erweisen kann.

- Andere Risikofaktoren wie Spread, Carry und die Sektoreuzuordnung helfen bei der Identifikation von echtem Alpha. Die Faktorbeiträge dieser Risikofaktoren stiften für die Managers Selektion aber keinen zusätzlichen Mehrwert.

Für institutionelle Investoren ist die Aktiv-passiv-Entscheidung in jedem Fall eine individuelle Entscheidung, welche primär auf Basis von Risikopräferenzen getroffen werden sollte. Hierbei gilt es, die relativ sichere Underperformance passiver Angebote gegen die relativ gute Chance auf Outperformance bei aktiven Managern abzuwägen.

Aktive Manager haben im Gegensatz zu passiven Anlagen in den letzten Jahren sehr attraktive Ergebnisse erzielt. Nach den Ergebnissen dieser Studie gibt es zudem gute Möglichkeiten, auch für die Zukunft erfolgreiche aktive Manager zu finden, wenn die Selektion den Fokus auf Alpha legt.

**7 Anhänge**

## Literaturverzeichnis

- Banegas, A., Gillen, B., Timmermann, A., and Wermers, R., 2013, "The cross section of conditional mutual fund performance in European stock markets", *Journal of Financial Economics* 108, 699–726.
- Blake, C., Elton, E., and Gruber, M., 1993. "The performance of bond mutual funds". *Journal of Business* 66, 371–403.
- Carhart, M. M., 1997, "On persistence in mutual fund performance", *Journal of Finance* 52, 57–82.
- Chang, E. C., and Lewellen, W. G., 1984, "Market timing and mutual fund investment performance", *Journal of Business* 57, 57–72.
- Chen, Y., Ferson, W., and Peters, H., 2010. "Measuring the timing ability and performance of bond mutual funds". *Journal of Financial Economics* 98, 72–89.
- Chen, H.-L., Jegadeesh, N., and Wermers, R., 2000. "The Value of Active Fund Management: An Examination of the Stockholdings and Trades of Fund Managers." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 35, 343–368.
- Cici, G., and Gibson, S., 2012. "The performance of corporate-bond mutual funds: evidence based on security-level holdings". *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 47, 159–178.
- Elton, E., Gruber, M., and Blake, C., 1995. Fundamental economic variables, expected returns, and bond fund performance. *Journal of Finance* 50, 1229–1256.
- Evans, R., 2010, "Mutual fund incubation", *Journal of Finance* 65, 1581–1611.
- Fama, E. F., and French, K. R., 1993, "Common risk factors in the returns on stocks and bonds", *Journal of Financial Economics* 33, 3–56.
- Fama, E. F., and French, K. R., 1996, "Multifactor explanations of asset pricing anomalies", *Journal of Finance* 51, 55–84.
- Fama, E. F., and French, K. R., 2010. "Luck versus Skill in the Cross-Section of Mutual Fund Returns." *Journal of Finance* 65, 1915–1947.
- Ferreira, M. A., Keswani, A., Miguel, A. F., and Ramos, S. B., 2013, The determinants of mutual fund performance: A cross-country study, *Review of Finance* 17, 483–525.
- Ferson, W., Henry, T., Kisgen, D., 2006. Evaluating government bond fund performance with stochastic discount factors. *Review of Financial Studies* 19, 423–455.
- Frazzini, A., Friedman, J., and Pomorski, L., 2016, Deactivating Active Share, *Financial Analysts Journal* 72, 14–21.
- Frazzini, A., Kabiller, D., and Pedersen, L. H., 2013, "Buffett's Alpha", working paper.
- French, K. R., 2008, The cost of active investing, *Journal of Finance* 63, 1537–1573.
- Gennaioli, N., Shleifer, A., and Vishny, R., 2015. "Money Doctors." *Journal of Finance* 70, 91–114.
- Goetzmann, W. N., and Ibbotson, R., 1994, "Do winners repeat? Patterns in mutual fund behavior", *The Journal of Portfolio Management*, Winter 1994, 9–18.

- Grinblatt, M., and Titman, S., 1992, "The persistence of mutual fund performance", *The Journal of Finance* 47, 1977–1984.
- Grossman, S. J., and Stiglitz, J. E., (1980), "On the impossibility of informationally efficient markets." *The American Economic Review* 70.3, 393–408.
- Gruber, M. J., 1996, "Another puzzle: the growth in actively managed mutual funds", *Journal of Finance* 51, 783–810.
- Del Guercio, D., and Reuter, J., 2014. „Mutual fund performance and the incentive to generate alpha", *Journal of Finance* 69, 1673–1704.
- Hendricks, D., Patel, J., and Zeckhauser, R., 1993, "Hot hands in mutual funds: short-run persistence of relative performance", 1974–1988, *The Journal of Finance* 48, 93–130.
- Henriksson, R. T., 1984, "Market timing and mutual fund performance: An empirical investigation", *Journal of Business* 57, 73–96.
- Ippolito, R. A., 1989, "Efficiency with costly information: A study of mutual fund performance", 1965–84, *Quarterly Journal of Economics* 104, 1–23.
- Jegadeesh, N., and Titman, S., 1993, Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency. *Journal of Finance* 48, 65–91.
- Jensen, M. C., 1968, The performance of mutual funds in the period 1945–1964, *Journal of Finance* 23, 2033–2058.
- Kosowski, R., Timmermann, A., Wermers, R., and White, H., 2006, "Can mutual fund 'stars' really pick stocks? New evidence from a bootstrap analysis", *Journal of Finance* 61, 2551–2595.
- Leippold, M., and Ruegg, R., 2018, "Fifty Shades of Active and Index Alpha", Working Paper.
- Linnainmaa, J. T., 2013, "Reverse Survivorship Bias", *Journal of Finance* 68, 789–813.
- Malkiel, B. G., 1995, Returns from investing in equity mutual funds: 1971–1991, *Journal of Finance* 50, 549–572.
- Pedersen, L. H., 2018, "Sharpening the Arithmetic of Active Management", *Financial Analysts Journal* 74, 21–36.
- Sharpe, W. F., 1964, "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk." *Journal of Finance* 19, 425–442.
- Sharpe, W. F., 1991, "The arithmetic of active management", *Financial Analysts Journal* 47, 7–9.
- Wermers, R., 2000. "Mutual Fund Performance: An Empirical Decomposition into Stock-Picking Talent, Style, Transactions Costs, and Expenses." *Journal of Finance* 55, 1655–1703.

**Herausgeber:**

Union Investment Institutional GmbH  
Weißfrauenstraße 7  
60311 Frankfurt am Main

Tel.: 069 2567-7652  
Fax: 069 2567-1616

[www.die-risikomanager.de](http://www.die-risikomanager.de)

Diese Studie wurde mit großer Sorgfalt hergestellt,  
dennoch wird die Haftung auf grobes Verschulden  
beschränkt. Änderungen vorbehalten.

Stand: Oktober 2018