



White Paper Risikomanagement 2018

# **Aktives versus passives Management von Credits**

Dr. Thorsten Neumann und Vincent Ehlers

**Die öffentliche Diskussion  
über aktive und passive  
Managementansätze erfolgt  
meist ohne Differenzierung  
nach Assetklassen.**

**Diese Studie widmet sich dem  
Thema unter Berücksichtigung  
der Anlageklasse „Europäische  
Unternehmensanleihen“.**

# Inhalt

<b>1</b>	<b>Einführung</b>	<b>4</b>
<b>2</b>	<b>Grundlagen – Der aktuelle Forschungsstand</b>	<b>5</b>
<b>3</b>	<b>Der Markt für Unternehmensanleihen</b>	<b>6</b>
<b>4</b>	<b>Anlageergebnisse passiver und aktiver Fonds</b>	<b>8</b>
<b>5</b>	<b>Ein Modell zur Identifikation erfolgreicher aktiver Manager</b>	<b>10</b>
<b>6</b>	<b>Fazit</b>	<b>14</b>

# 1 Einführung

Passive Anlageformen haben in den vergangenen Jahren global wie auch auf dem deutschen Markt ein starkes Wachstum verzeichnet. Diese Entwicklung geht mit einer intensiven Debatte über die Vor- und Nachteile aktiver und passiver Managementansätze einher. Allerdings erfolgt die öffentliche Diskussion darüber meist ohne Differenzierung nach Assetklassen. Oft beziehen sich die Argumente fast ausschließlich auf Aktienanlagen.

Unter institutionellen Investoren wird die Aktiv-passiv-Debatte allerdings auch für Unternehmensanleihen geführt. Das Angebot von Exchange Traded Funds (ETFs) in diesem Segment hat sich zwar erst nach der Finanzkrise entwickelt. Seitdem ist der globale Markt jedoch auf über 300 Fonds angewachsen, die insgesamt etwa 440 Milliarden US-Dollar verwalten. Der europäische Markt umfasst immerhin etwa 60 Fonds mit einem verwalteten Vermögen von nahezu 40 Milliarden Euro. Zudem wird ein weiteres Wachstum von über 20 Prozent pro Jahr erwartet.

Die diesem White Paper zugrunde liegende aktuelle Studie von Union Investment vergleicht die Vor- und Nachteile von passivem und aktivem Investieren mit Fokus auf die Anlageklasse „Europäische Unternehmensanleihen“. Diese ist für institutionelle Investoren in Europa von großer Bedeutung. Die Studie beleuchtet die Anlageergebnisse und die Herausforderungen in diesem Marktsegment

und dient damit als eine Entscheidungshilfe. Zunächst fasst die Studie die akademische Literatur zusammen. Daran anschließend erläutert sie die strukturellen Besonderheiten des Marktes für Unternehmensanleihen sowie deren Auswirkungen auf die verschiedenen Anlageformen. Im Hauptteil werden die Anlageergebnisse aktiver und passiver Fonds auf Basis einer umfassenden proprietären Datenbasis detailliert untersucht. Die Analyse erörtert auch die Frage, auf welche Weise und mit welcher Zuverlässigkeit erfolgreiche aktive Fondsmanager ex ante identifiziert werden können.

Nachfolgend finden Sie die wesentlichen Punkte der Studie zusammengefasst. (Union Investment stellt die Langversion der Studie unter [www.die-risikomanager.de](http://www.die-risikomanager.de) gerne zur Verfügung.)

## 2 Grundlagen – Der aktuelle Forschungsstand

### Die theoretische Literatur liefert kontroverse Ansichten

Angesichts des anhaltenden Wachstums passiver Anlageformen werden aktive Fonds teilweise bereits als Auslaufmodell tituiert. Die Wissenschaft zeigt jedoch, dass es immer eine Koexistenz beider Anlageformen geben dürfte.

Denn je größer der Anteil passiver Anlagen, desto größer werden die Arbitragemöglichkeiten für aktive Manager. Grossmann, Stiglitz (1980) verdeutlichen die Rolle aktiver Investoren mit dem folgenden Gedankenexperiment: Sind alle Investoren passive Investoren, so investieren diese in das Marktportfolio, ohne möglicherweise relevante Informationen zu berücksichtigen. Dadurch stellen sich ineffiziente Marktpreise ein. Diese bieten mindestens für einige Investoren die Möglichkeit, durch aktives Management und unter Einbezug relevanter Informationen eine Überrendite gegenüber dem Markt zu erzielen.

Nach der „Arithmetik des aktiven Managements“ von Sharpe (1991) gilt hierbei allerdings folgende Restriktion: Die Summe aller Anlagen entspricht dem Marktportfolio. Gewichtet ein Investor eine Anlage über, so muss ein anderer Investor die Anlage geringer gewichten. Aktive Manager stehen hierbei sowohl passiven benchmarkreplizierenden Investoren gegenüber als auch langfristigen Investoren, welche nicht benchmarkorientiert anlegen und einen Buy-&-hold-Ansatz verfolgen. Falls nun eine Gruppe von Investoren, vor Abzug aller Gebühren, über einen Mehrertrag gegenüber dem Markt verfügt, so muss dies auf Kosten einer anderen Gruppe von Investoren geschehen. Die Summe aller Investoren kann den Markt hiernach nicht schlagen. Für den einzelnen aktiven Manager gilt das deshalb aber nicht. Denn es gibt erfolgreiche und erfolglose aktive Manager.

Fama und French (2010) thematisieren die Frage, wie viele Fonds ihre Benchmarks schlagen müssen, damit davon gesprochen werden kann, dass aktive Manager als Gruppe wirklich Mehrwert liefern. Ziel der Analyse ist es, Fonds, die einfach nur mit Glück („Luck“) Outperformance generiert haben, von jenen Fonds, die tatsächlich über Kompetenz („Skill“) zur Generierung einer Überrendite verfügen, zu unterscheiden. Denn auch wenn im Sinne der sogenannten „Zero-Skill“-Hypothese kein aktiver Manager in Wahrheit über die Fähigkeit („Skill“) verfügen sollte, Outperformance zu generieren, so schlagen laut der These stets einige Manager aus Zufall („Luck“) ihre Benchmark. Weil die Ergebnisse aktiver Manager als Gruppe stark streuen, gibt es immer einige erfolgreiche Manager. Umstritten ist auch die Frage, ob erfolgreiche aktive Manager ihre Outperformance überwiegend durch systematische, statische Faktorexposures oder primär durch echte Managerleistung (Alpha) aufgrund richtiger Anlageentscheidungen, die einer fortlaufenden Überprüfung unterliegen, erwirtschaften.

► Die zahlreichen empirischen Arbeiten zu den oben aufgezeigten Fragestellungen beziehen sich fast ausschließlich auf Aktienfonds. Für Rentenfonds sind bisher nur relativ wenige Arbeiten entstanden. In Summe bleiben die vorliegenden Ergebnisse zu allen Fragen der skizzierten Debatte widersprüchlich.

### 3 Der Markt für Unternehmensanleihen

#### Strukturelle Herausforderungen bei Unternehmensanleihen – Chance oder Hindernis?

Die Aktiv-passiv-Diskussion fokussiert vor allem auf die Frage, ob aktive Manager ihre Benchmark schlagen können. Dabei gerät häufig in Vergessenheit, dass passive Anlagen ihre Vergleichsindizes schon vor Kosten in der Regel underperformen, weil sie die Replizierungs- oder auch Marktzugangskosten tragen müssen. Dies gilt insbesondere für die Anlage in Unternehmensanleihen.

Ein Investment in diesem Marktsegment ist für Investoren durch strukturelle Besonderheiten geprägt. Diese stellen einerseits für passive Investoren spezielle Herausforderungen dar. Andererseits bieten sich für aktive Investoren Ertragspotenziale.

#### **Eine enge Indexnachbildung wird für eine passive Anlagestrategie aufgrund des strukturellen Performancenachteils hoher Transaktionskosten nahezu unmöglich.**

Passive Anlagen in Unternehmensanleihen stehen vor der Herausforderung, dass sie aufgrund der strukturellen Besonderheiten im Vergleich zu aktiven Fonds typischerweise Kosten tragen müssen, die spezifisch durch das passive Investieren höher ausfallen. Gründe dafür sind unter anderem folgende:

#### **Liquidität und Benchmark-Charakteristika**

- Die geringe Liquidität der Unternehmensanleihemärkte führt zu hohen Bid-Ask-Spreads (soweit überhaupt Angebote gestellt werden). Entsprechend hoch sind die Transaktionskosten bei allen Portfolioanpassungen.

- Die typischen Benchmarks sind grundsätzlich durch eine hohe Anzahl von Titeln charakterisiert. Aufgrund von Neuemissionen, Fälligkeiten und Rückkaufangeboten kommt es zu häufigen Wechseln der Indexzusammensetzung, die passive Investoren nur unter hohen Kosten nachvollziehen können.
- ETFs werden häufiger für kurzfristige, taktische Anlagen genutzt als aktive Fonds. Zeitweilige Mittelflüsse taktischer Investoren erfordern daher insbesondere bei ETF-Lösungen regelmäßig Portfolioanpassungen, die mit hohen Kosten verbunden sind. Die durch kurzfristige Investoren generierten impliziten Handelskosten werden hierbei sozialisiert und auf alle Anleger abgewälzt. Beispielsweise im Falle eines Sell-offs, bei dem Investoren hohe Volumen in kurzer Zeit abziehen, muss unter Umständen zu sehr unvorteilhaften Preisen verkauft werden. Grundsätzlich sind hiervon sowohl passiv als auch aktiv gemanagte Anlagen betroffen – aktive Fonds profitieren in dieser Situation in einer vergleichenden Betrachtung aber von höheren Freiheitsgraden und können Portfolioanpassungen besser steuern.

Eine enge Indexnachbildung ist für eine passive Anlagestrategie aufgrund des strukturellen Performancenachteils hoher Transaktionskosten nahezu unmöglich. Die Benchmark wird aus diesem Grund in der Anlagepolitik typischerweise nicht repliziert, sondern nur grob approximiert. Ein relativ hoher Tracking Error wird hierbei bewusst in Kauf genommen. Die Performanceunsicherheit einer vermeintlich ergebnssicheren passiven Anlage ist daher relativ hoch.

Aktive Fonds können der geringen Marktliquidität und auch den häufigen Benchmarkanpassungen in ihrer Anlagepolitik hingegen besser Rechnung tragen, weil sie im Gegensatz zu passiven Investments kaum Situationen kennen, in denen sie unter Zwang handeln müssen. Aktive Investoren sind besser in der Lage, die hohen Geld-Brief-Spannen in ihrer Anlagepolitik zu antizipieren und entsprechend ihr Entscheidungsverhalten längerfristig auszurichten.

## Markteffizienz

Zusätzlich treffen aktive Investoren bei europäischen Unternehmensanleihen auf eine relativ niedrige Markteffizienz. So ist die Nachfrageseite übermäßig gestärkt. Einerseits kauft die EZB bis Ende 2018 in hohem Maße Bestände auf und prolongiert diese bei Fälligkeiten ab 2019, um der Volkswirtschaft Liquidität zuzuführen. Andererseits sind Regulierungsanreize wie zum Beispiel Solvency II dafür verantwortlich, dass bedeutende Gruppen institutioneller Investoren wie

Versicherungen und Pensionskassen überproportional in Unternehmensanleihen investieren. Die hohe Nachfrage treibt die Preise, drückt die Renditen und reduziert die Spreads der Anleihen.

Aus diesen nicht rein gewinnorientierten Interessen großer Investorengruppen resultieren auf dem Anleihemarkt, der von Angebot und Nachfrage bestimmt wird, verzerrte Preise jenseits der ökonomischen Ratio. Ein aktiver Investor kann diese Ineffizienzen für sich nutzen. Ein Beispiel: Ratingherabstufungen, insbesondere in den Hochzinsbereich, sorgen bei der gegebenen Marktstruktur für besonders hohe Kursabschläge. Die Renditeverteilung von Unternehmensanleihen ist deshalb grundsätzlich asymmetrisch, das heißt, vielen kleinen Titeln mit leicht überdurchschnittlichen Erträgen stehen wenige Titel mit sehr unterdurchschnittlichen Returns gegenüber. Der Fokus der Anlagestrategien von aktiven Managern liegt deshalb auf der Vermeidung von „schlecht performenden“ Anleihen.

Neuemissionsprämien, Arbitragemöglichkeiten und vor allem die Über- und Untergewichtung von Marktsegmenten können für zusätzlichen Ertrag sorgen.

► In Summe ist der Markt für Unternehmensanleihen durch eine Reihe von Besonderheiten geprägt, die für passive Manager bedeutende Herausforderungen darstellen – die aktive Manager aber nutzen können, um eine Überrendite zu realisieren.

## 4 Anlageergebnisse passiver und aktiver Fonds

### Performanceergebnisse zeigen Vorteile für aktive Fonds

Die Studie hat empirisch untersucht, inwieweit sich die oben geschilderten Gegebenheiten in den Anlageergebnissen passiver und aktiver Fonds widerspiegeln. Ihr empirischer Teil analysiert die Wertentwicklung der 26 größten ETFs und eines Universums von 178 aktiven Fonds für europäische Unternehmensanleihen. Als Betrachtungszeitraum wurden die Jahre seit 2011 gewählt, da das ETF-Angebot zuvor noch relativ überschaubar war. Die Studie betrachtet die Performanceergebnisse vor Kosten, denn nur so kann – jenseits von Gebühren, die bekanntlich stark durch Marktgegebenheiten oder Verhandlungen geprägt sind – die reine Managementleistung beurteilt werden.

Im Ergebnis bleiben passive Angebote in der Wertentwicklung hinter ihren zu replizierenden Indizes zurück: Der volumengewichtete Durchschnitt<sup>1</sup> der ETFs liegt in allen Kalenderjahren unter seinen Benchmarks. Über den Betrachtungszeitraum hinweg beträgt die Underperformance 0,46 Prozent pro Jahr vor Kosten.

Die aktiven Angebote hingegen erzielen in der Mehrheit eine Outperformance: Auch wenn die Streuung der aktiven Ergebnisse hoch ist, schlägt bereits der Median<sup>2</sup> der betrachteten Fonds in allen Kalenderjahren die Benchmark und erwirtschaftet über den Gesamtzeitraum eine Überrendite von 0,32 Prozent pro Jahr. Die besten zwanzig Prozent

der aktiven Fonds erzielen sogar eine Outperformance von 0,89 Prozent, die besten zehn Prozent von 1,25 Prozent oder mehr pro Jahr – eine sehr attraktive Überrendite.

Während passive Angebote für europäische Unternehmensanleihen also durchweg hinter ihren zu replizierenden Indizes zurückbleiben, schlagen aktive Manager im Mittel ihre Benchmarks. Damit bestätigt sich, dass diese in der Lage sind, die besondere Struktur des Unternehmensanleihemarktes für sich zu nutzen.

► Im Ergebnis bleiben passive Angebote in der Wertentwicklung hinter ihren zu replizierenden Indizes zurück.

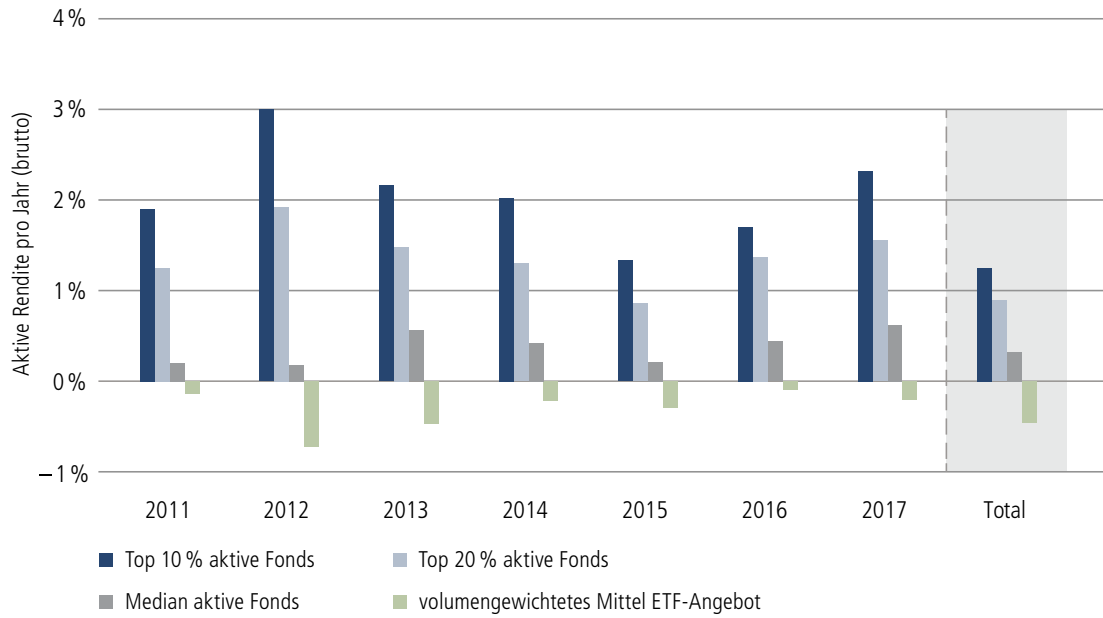
<sup>1</sup> Für ETFs bietet sich der volumengewichtete Durchschnitt an, da das Marktangebot lediglich durch wenige volumenstarke Produkte dominiert wird und die Studie aufgrund des geringen Angebots nur zwölf ETFs in 2011 bzw. 26 ETFs in 2017 betrachtet.

<sup>2</sup> In der zahlenmäßig 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 fallen somit weniger stark ins Gewicht.



Abbildung 4.1

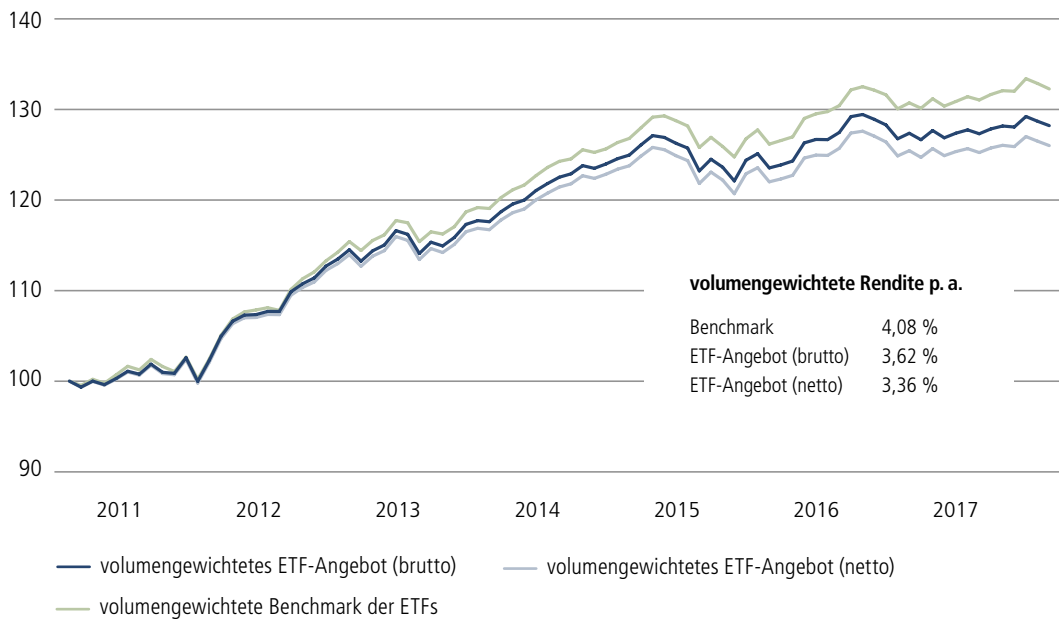
### Performanceergebnisse ETF-Angebot und aktive Manager



Quelle: Morningstar, Bloomberg, Union Investment.

Abbildung 4.2

### Stabile Underperformance des ETF-Angebots (Preisentwicklung normiert auf 100 per 01.01.2011)



Quelle: Morningstar, Bloomberg, Union Investment.

## 5 Ein Modell zur Ex-ante-Identifikation erfolgreicher aktiver Manager

### Risikofaktor-Modell schafft Mehrwert

Auch wenn aktive Manager ihre Benchmarks mehrheitlich schlagen, so bleibt für die praktische Kapitalanlage die Frage, ob und wie zuverlässig erfolgreiche aktive Manager ex ante identifiziert werden können.

Die Studie untersucht, ob die Separation aktiver Renditen für die Selektion eines erfolgreichen Managers Mehrwert stiftet. Dabei werden diese in sogenanntes Alpha, welches als Managerleistung interpretiert werden kann, und in Faktorbeiträge, welche auf strukturelle Positionierungen gegenüber den Risikofaktoren der Assetklasse zurückgehen, zerlegt. Je höher das Alpha eines aktiven Managers, desto größer sollte das Vertrauen sein, dass dieser Manager auch in Zukunft Outperformance generieren wird.

Ein bewährtes Instrument zur Analyse von Renditestrukturen sind Regressionen aktiver Renditen auf die unterliegenden Risikofaktoren einer Assetklasse. In der vorliegenden Studie wird für die aktive Rendite  $r_{i,t}^{aktiv}$  von Unternehmensanleihefonds folgendes Risikofaktor-Modell entwickelt:

$$r_{i,t}^{aktiv} = \alpha_i + \beta_i^{Spread} r_{i,t}^{Spread} + \beta_i^{Carry} r_t^{Carry} + \beta_i^{FinNonFin} r_t^{FinNonFin} + \epsilon_{i,t}$$

Die Variablen sind wie folgt definiert:

- $r_{i,t}^{Spread}$  = Rendite Fondsbenchmark – Rendite Bundesanleihen (5–7 Jahre)
- $r_t^{Carry}$  = Rendite Bundesanleihen (5–7 Jahre)
- $r_t^{FinNonFin}$  = Rendite Financials – Rendite Nicht-Financials

## Das Manageralpha

Das sogenannte Manageralpha  $\alpha_i$  ist derjenige Teil der aktiven Rendite  $r_{i,t}^{aktiv}$  eines Fonds  $i$ , welcher nicht durch die Risikofaktoren Spread, Carry und FinNonFin (Renditeunterschied zwischen Financials und Nicht-Financials) erklärt werden kann. Das Manageralpha sollte deshalb auf individuelle Anlageentscheidungen zurückzuführen sein. Darunter fallen Entscheidungen der Titelselektion, Performanceeffekte durch die Teilnahme an Neuemissionen genauso wie das Timing von Risikofaktoren.

### Alpha kann durch das Risikofaktor-Modell mit hoher statistischer Signifikanz identifiziert werden.

Das Modell separiert davon den Einfluss von Positionierungen in den berücksichtigten Risikofaktoren, das heißt Über- und Untergewichtungen in Bonitäts- und Durationssegmenten oder Sektoren, soweit sie dauerhaften, statischen Charakters sind.

Die Ergebnisse für das untersuchte Fondsuniversum zeigen: Alpha kann durch das Risikofaktor-Modell mit hoher statistischer Signifikanz identifiziert werden. Es ist somit unzweifelhaft bei sehr vielen Fonds vorhanden.

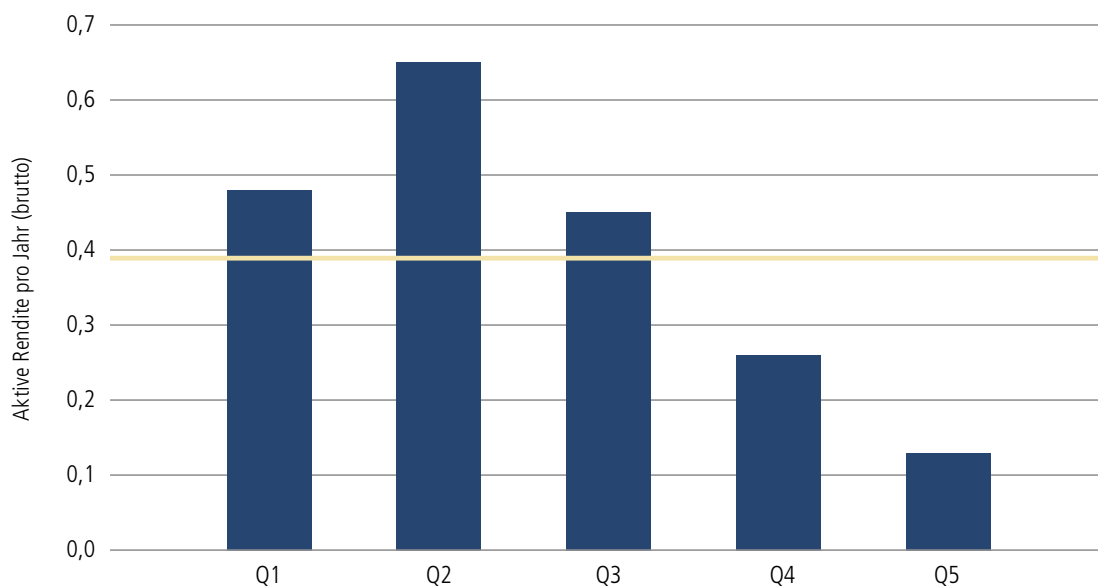
Mehrwert für die Managerselektion resultiert aus dieser Erkenntnis aber nur dann, wenn das Alpha eines Managers aus der aktiven

Rendite der Vergangenheit Prognosegüte für seine aktive Rendite in der Zukunft besitzt. Hierfür wird das Risikofaktor-Modell für jedes Kalenderjahr geschätzt und jeweils die Kalenderjahresrendite  $r_{i,t}^{aktiv}$  und das Alpha  $\alpha_{i,t}$  des Kalenderjahres  $T$  bestimmt. Die Ergebnisse der Studie bestätigen ebenfalls mit hoher statistischer Signifikanz, dass ein hohes Alpha eines Managers in einem Kalenderjahr einen Mehrwert für die Prognose einer Outperformance im Folgejahr liefert. Nach diesen Ergebnissen stiftet die Separation von Alpha somit statistisch einen Nutzen für die Ex-ante-Selektion erfolgreicher Manager.

Dieser Mehrwert kann auch ökonomisch quantifiziert werden. Dafür analysiert die Studie folgende Investitionsstrategie: Zu Beginn eines jeden Jahres werden alle aktiven Fonds nach ihrem Alpha im Vorjahr sortiert und entsprechenden Quintil-Portfolios zugeordnet. Dabei umfasst das erste Quintil diejenigen mit dem höchsten Alpha. Jedes Quintil-Portfolio wird für ein Jahr gehalten und in seiner Wertentwicklung betrachtet. Nach Ablauf eines jeden Kalenderjahres werden die Quintil-Portfolios gemäß dem Alpha der Fonds im vergangenen Jahr neu gebildet. Abschließend lässt sich über den Gesamtzeitraum 2011 bis 2017 die Performance dieser Investitionsstrategie für jedes der fünf Quintil-Portfolios beurteilen.

Abbildung 5.1

## Quintil-Portfolios sortiert nach Vorjahresalpha



Quelle: Morningstar, Bloomberg, Union Investment.

Die Abbildung zeigt die Ergebnisse dieser Investitionsstrategie. Das erste Quintil mit 0,48 Prozent und das zweite Quintil sogar mit 0,65 Prozent pro Jahr zeigen aktive Renditen, die deutlich über dem Durchschnitt aller Manager von 0,39 Prozent liegen. Außerdem nehmen die aktiven Renditen in den unteren Quintilen ab. Die Selektion nach dem Alpha im Vorjahr bietet somit eine gewisse Trennschärfe für die aktiven Renditen im Folgejahr.

Um Fehlinterpretationen zu vermeiden, sei angemerkt: Auch das Top-Quantil weist eine hohe Streuung der Managerleistungen auf. In diesem gibt es ebenso Manager, die in

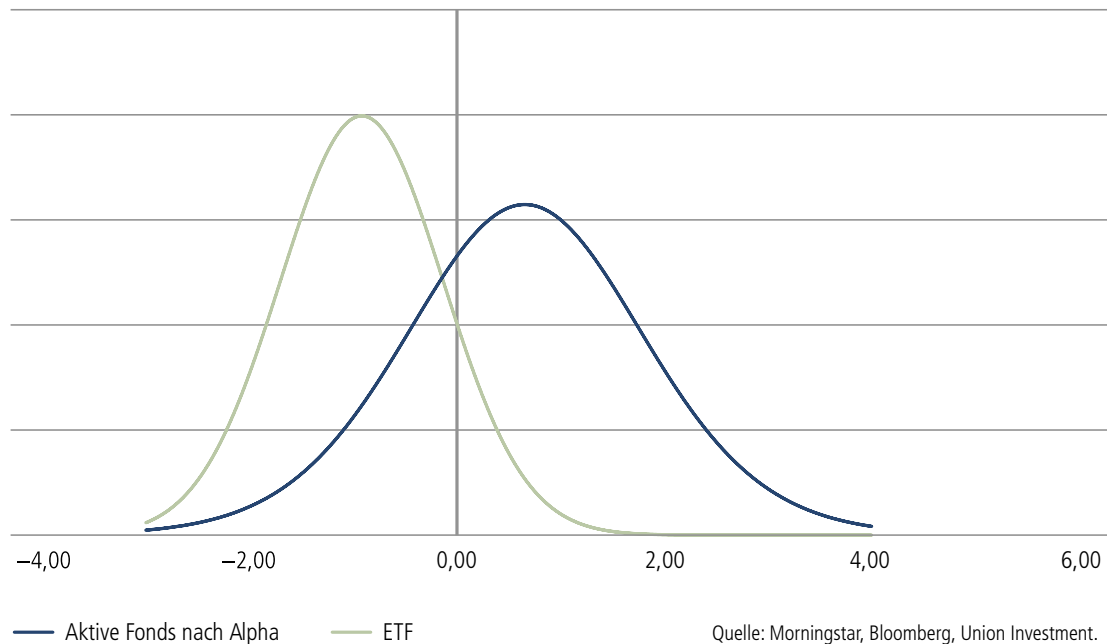
Folgeperioden Underperformance zeigen. Allerdings schlagen 70 Prozent aller Fonds, deren Alpha in einem Jahr im Top-Quintil liegt, im nächsten Jahr ihre Benchmark. Nur 30 Prozent dieser Gruppe liefern im Folgejahr Underperformance.

**70 Prozent aller Fonds, deren Alpha in einem Top-Quintil liegt, schlagen im nächsten Jahr ihre Benchmark.**

Diese Ergebnisse sprechen gegen einen effizienten Markt für Unternehmensanleihen und auch gegen die von Fama und French (2010) untersuchte „Zero-Skill“-Hypothese.

Abbildung 5.2

### Approximierte Verteilung der jährlichen aktiven Renditen der gesamten ETFs und der aktiven Fonds im ersten Alpha-Quintil



Für die praktische Anlageentscheidung können die Ergebnisse der Managerselektion nach Alpha mit den Anlagemöglichkeiten in ETFs verglichen werden. Oben stehende Abbildung zeigt die Verteilung der aktiven Kalenderjahresrenditen beider Fondsgruppen. Die aktiven Renditen der Manager des Top-Quintils, wenn nach dem Alpha des Vorjahres sortiert wird, weisen im Folgejahr eine relativ symmetrische Verteilung (blau) mit einem positiven Mittelwert auf. Die Wahrscheinlichkeit einer Outperformance im Folgejahr lag im Untersuchungszeitraum seit 2011 bei 70 Prozent.

Die Alternative der Investition in ETFs sieht sich einer Verteilung aktiver Renditen mit einem negativen Mittelwert gegenüber. Die Wahrscheinlichkeit, mit einem ETF im Folgejahr Outperformance zu erzielen, beträgt nur etwa 15 Prozent. Die Wahrscheinlichkeit einer Underperformance liegt hingegen bei 85 Prozent.

► Die Ergebnisse der Studie untermauern für die Investition in europäische Unternehmensanleihen die hohe Attraktivität aktiver Fonds – aktive Manager haben im Gegensatz zu passiven ETFs in diesem Jahrzehnt überzeugende Ergebnisse erzielt.

## 6 Fazit

### Die Wahl des richtigen Managers bei aktiven Fonds ist entscheidend

Der Markt für europäische Unternehmensanleihen ist für Investoren durch Herausforderungen wie eine geringe Liquidität, verzerrte Preisstrukturen und schwer nachbildbare Benchmarks geprägt. Diese Rahmenbedingungen belasten passive ETF-Investments und bieten gleichzeitig gute Voraussetzungen für ein erfolgreiches aktives Management.

Die empirischen Ergebnisse der Studie zeigen, dass passive Anlagen in diesem Marktsegment aus den thematisierten Gründen eine konstante Underperformance aufweisen. Aktive Fonds hingegen können im Mittel ihre Vergleichsindizes deutlich schlagen.

Für institutionelle Investoren bleibt die Herausforderung, einen erfolgreichen aktiven Manager ex ante zu identifizieren. Die Zerlegung der aktiven Rendite in Alpha und statische Faktorbeiträge stiftet hierbei einen substantiellen Mehrwert. Manager, deren Outperformance in der Vergangenheit ein hohes Alpha aufweist, haben nach den Ergebnissen der Studie auch für die Zukunft eine deutlich höhere Wahrscheinlichkeit, eine Überrendite zu generieren. So schlagen aus der Gruppe der aktiven Manager mit dem höchsten Alpha im Folgejahr immerhin 70 Prozent ihre Benchmarks. Vergleich: Bei den ETFs bleiben 85 Prozent der beobachteten Kalenderjahresrenditen hinter ihrer Benchmark zurück.

**Manager, deren Outperformance in der Vergangenheit ein hohes Alpha aufweist, haben nach den Ergebnissen der Studie auch für die Zukunft eine deutlich höhere Wahrscheinlichkeit, eine Überrendite zu generieren.**

Die Langversion der Studie können Sie unter [www.die-risikomanager.de](http://www.die-risikomanager.de) herunterladen.

**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