



ADIG

FONDSVERTRIEB

DER INVESTMENTSPEZIALIST FÜR VERSICHERUNGSPARTNER

PORTFOLIO PRAXIS:
AKADEMIE
AKTIVES
MANAGEMENT

OKTOBER 2010

Inhalt

Neue Normalität · · · · ·	3
Vergangenheitsorientierung · · · · ·	4
Behavioural Finance · · · · ·	4
Aktiv scheint das Gebot der Stunde · · · · ·	5
FondsEcke · · · · ·	9



AKTIVES MANAGEMENT

Die Debatte über Vor- und Nachteile von aktivem und passivem Management gehört seit Jahren zu den lebhaftesten Diskussionen der Investmentindustrie. Doch was ist nun der bessere Investmentansatz? „Aktiv“ oder „Passiv“?

Neue Normalität

Wir verlassen gerade die schwerste Finanzmarktkrise seit Menschengedenken. Sie wird zu tiefgreifenden Veränderungen führen. PIMCO, der weltgrößte Rentenfondsmanager spricht zu Recht von einer „Neuen Normalität“, die von niedrigeren Wachstumsraten und zunehmender Regulierung gekennzeichnet sein wird. Aber gerade diese Neue Normalität bietet Chancen für das aktive Management. Wir gehen einer Phase der Veränderung, der Anpassungen entgegen, die von Unsicherheit geprägt sein wird. Diese Phase wird eingeläutet von einer immer noch hohen Volatilität, von Risikozuschlägen im Anleihensegment, die sich langsam zurückbilden und von Liquiditätsprämien, die der verdienen kann, der die Qualität wenig liquider Titel erkennt. Auch die Unternehmen werden sich auf diese Neue Normalität einstellen müssen. Nachfrageverschiebungen und ein neues regulatorisches Umfeld werden ein hohes Maß an Anpassungs- und Innovationsfähigkeit einfordern. Da gilt es als aktiver Manager Fundamental- und Kreditresearch zu bündeln, um die Firmen, die sich der Neuen Normalität am besten anpassen, heraus zu filtern.

Kasten 1: Aktives vs. Passives Management

Dem **aktiven Management** liegt die Zielsetzung zugrunde, durch Ausnutzung von Ineffizienzen an den Kapitalmärkten eine bessere Wertentwicklung als ein adäquater Vergleichsindex („Benchmark“) zu erzielen. Dabei werden im Wesentlichen drei Managementtechniken angewandt:

- > Aktienselektion („Stock Picking“),
- > Timing und
- > Branchenrotation

Dazu sollte noch eine entsprechende Risikokontrolle vorgenommen werden.

Der Grundgedanke des **passiven Managements** besteht in der Annahme „effizienter Märkte“. Auf effizienten Märkten lassen sich dauerhaft keine Überrenditen erzielen, denn: Alle Informationen sind bekannt und in den Kursen enthalten, so die These. Das Ziel der meisten passiv verwalteten Fonds besteht somit darin, die Entwicklung eines Indexes nachzubilden.

Kasten 2: Von Effizienz und Zufall

Über die Fähigkeit des Aktienmarktes, Informationen rasch zu verarbeiten, wird seit langem diskutiert. In der Fachliteratur haben sich drei Abgrenzungen von Informationseffizienz durchgesetzt:

- > Die **schwache Effizienz** geht davon aus, dass alle historischen Informationen (z. B. Kursentwicklung, Liquidität) bereits eingepreist sind. Die Schlussfolgerung wäre, dass eine technische Analyse nicht funktioniert.
- > Bei der **mittelstrengen Effizienz** wird angenommen, dass nicht nur historische Daten, sondern auch alle öffentlich zugänglichen Informationen (volkswirtschaftliche Daten, Geschäftsmeldungen etc.) im aktuellen Kurswert enthalten sind.
- > Die stärkste Form der Effizienzhypothese, die **strenge Effizienz**, basiert darauf, dass auch die sogenannten Insiderinformationen im Kurs enthalten sind.

Vergangenheitsorientierung

Gerade im aktuellen Umfeld kommt es bei der Titelselektion auf die Stabilität von Cash-Flows, die Bonität der Unternehmen und das Vermeiden von Insolvenzrisiken an. Wer hier nur dem Index folgt, folgt der Vergangenheit. Ein Index bildet die Erfolge von gestern ab. Unternehmen, Branchen oder ganze Regionen, die über längere Zeit in der Gunst der Anleger standen, haben an Marktkapitalisierung und damit an Gewicht im Index zugelegt. Die Erfolge von Gestern sind aber keine Garantie für zukünftige Performance. Die „TMT-Bubble“ des auslaufenden 2. Jahrtausends, die Technologie-,

Medien- und Telekomwerte stark ansteigen ließ, oder die Finanzmarktkrise, die wir gerade ausleben müssen und die bei ihrem Entstehen zu einem wachsenden Anteil an Banken in den Indizes führte, belegen sehr gut die Nachteile dieser Vergangenheitsorientierung. Aber auch eine MSCI-Welt-Benchmark bildet die Welt von Gestern ab: USA, Japan sowie europäische Industrieländer haben den größten Anteil. Das Aufholen z. B. von Asien belegt aber wie kurzfristig dies ist. Aktive Fondsmanager dagegen investieren aufgrund einer fundamentalen Aktienauserle bereits in die Gewinner von morgen. Aktuell bedeutet das: Sie investieren in die Gewinner der Krise, und weniger in die, welche zur Krise führten.



Behavioural Finance

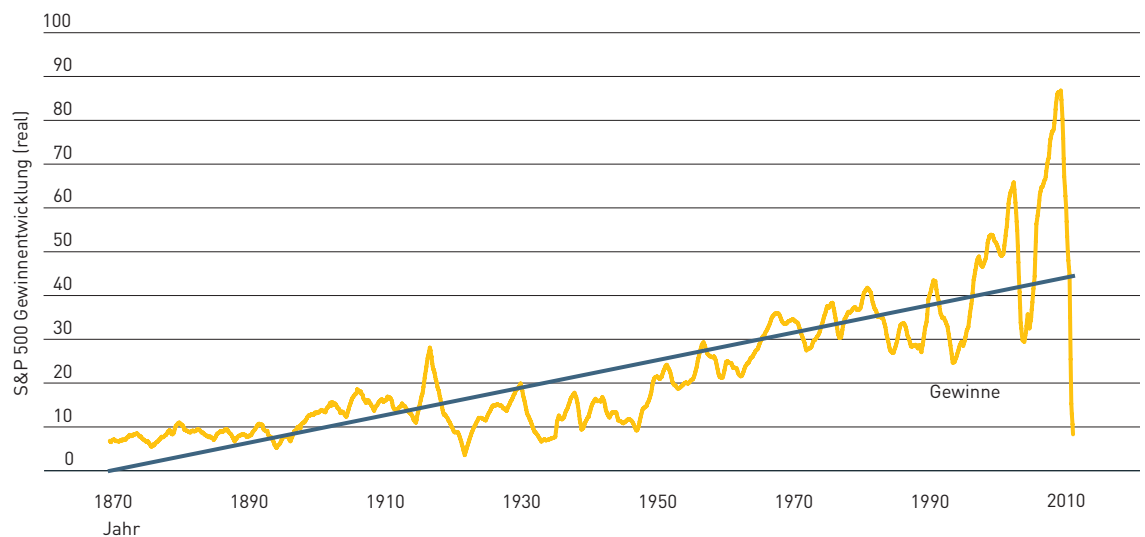
Aktives Management berücksichtigt auch eine „alte“ Normalität: Der Anleger ist eben kein „Homo Oeconomicus“ – die Märkte können in der Folge also nicht effizient sein. Die „Behavioural Finance Theorie“ zeigt, dass Anleger zum Herdenverhalten neigen, was zu Über- wie zu Untertreibungen führen kann, d. h. Investoren handeln nicht rational, sondern eher emotional. Rationale Entscheidungen werden dabei überlagert von Emotionen und Affekten, die auch unsere Anlageentscheidung beeinflussen. Da sich die Kurse von Wertpapieren zudem aus Angebot und Nachfrage vieler unterschiedlicher Marktteilnehmer ergeben, unterliegen sie genauso einer Vielzahl subjektiver Faktoren und Unvollkommenheiten. Je ausgeprägter diese Einflüsse sind, desto größer ist die Chance,

„Passive Investments bilden in der Regel Indizes ab, die rückblickend sind - das heißt, dass sie die Vergangenheit und nicht die Zukunft darstellen.“¹

durch sorgfältige Analyse der auf längere Sicht entscheidenden fundamentalen Größen vorübergehende Verzerrungen zu erkennen und zum eigenen Vorteil auszunutzen. Gerade hier ist aktives Management gefragt, um, gestützt auf Analysen, diese Fehlentwicklungen („Anomalien“) zu erkennen.

Schaubild 1: „Die guten ins Töpfchen, die schlechten ins Kröpfchen“

Gewinnentwicklung des S&P 500 seit 1871 (in US-Dollar, real)

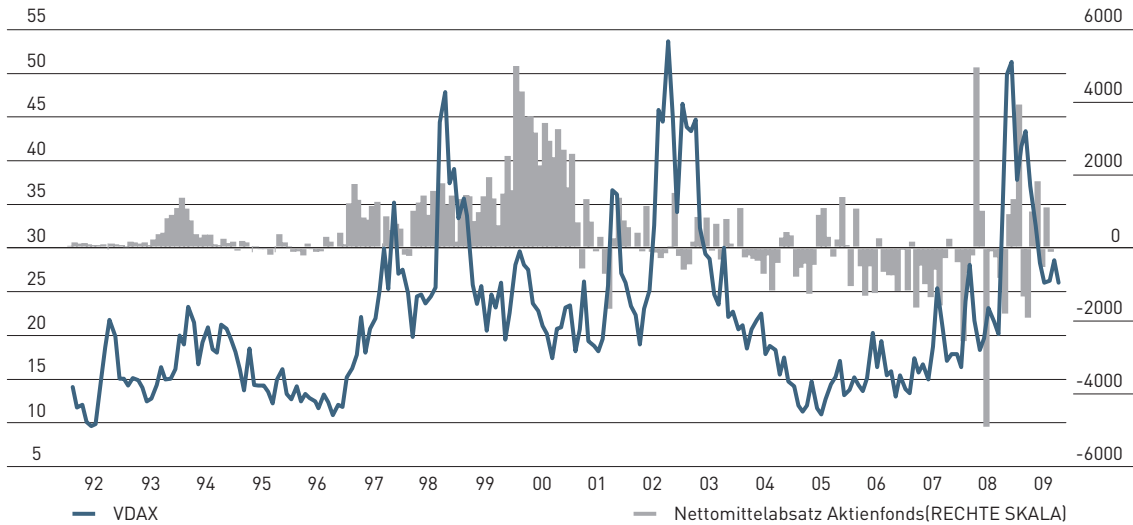


Quelle: Yale University, R.J. Shiller; Datastream; Darstellung: Kapitalmarktanalyse

1) Mohamed A. El-Erian (CEO und Co-CIO von PIMCO): „When markets collide – Investment strategies for the age of global economic change“, 2008

Schaubild 2: Steigende Volatilität = größere Streuung der Renditen

Volatilitätsindex (VIX) im Vergleich zum langfristigen Durchschnitt.



Quelle: Datastream; Darstellung: Kapitalmarktanalyse

Aktiv scheint das Gebot der Stunde

Weitere Aspekte, warum aktives Management gerade im aktuellen Marktumfeld seine Vorteile ausspielen sollte:

1. Informationsverarbeitung

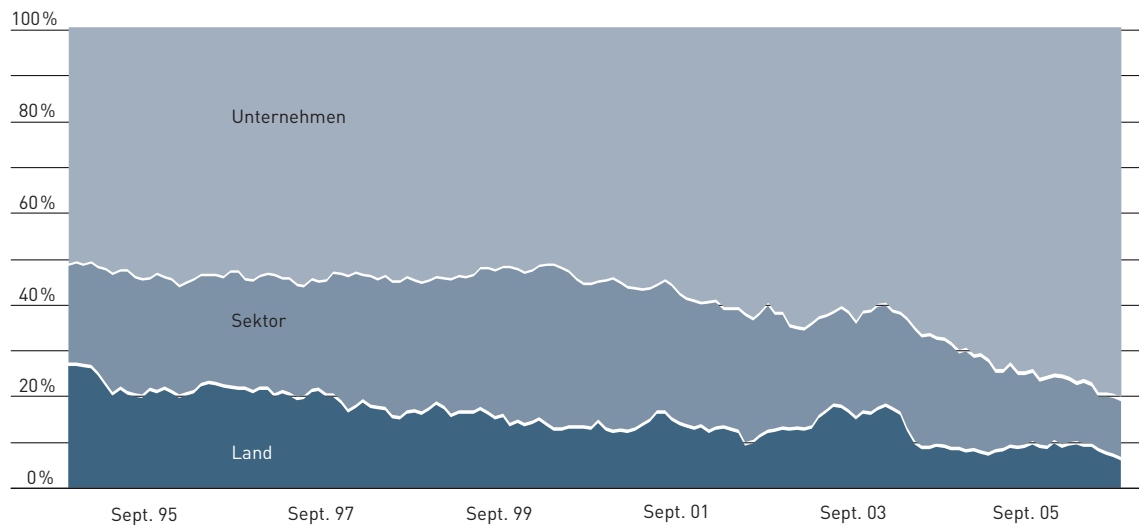
Einige Marktteilnehmer besitzen einen gewissen Informationsvorsprung. Dieser kommt dadurch zustande, dass die Daten, aus denen die Informationen bestehen, von einigen

Anlegern schneller festgestellt und besser analysiert werden als von anderen. Die Folge: Sie können schneller handeln, bevor andere Anleger aktiv werden. Beispiel: die (reale) Gewinnentwicklung des US-Aktienmarktes (S&P 500, seit 1871). Der Gewinneinbruch war hier 2008 dramatisch, doch nicht durchweg. Während Finanzinstitute in 2008 einen Gewinneinbruch von fast 90% verzeichneten, konnten Energieunternehmen ihre Gewinne um fast 20% und IT-Unternehmen um 12% steigern (gemessen am S&P 500 gegenüber Vorjahr). Selbst in Abschwungsphasen lassen sich somit Unternehmen identifizieren, die gute Gewinne erzielen können bzw. aus einer Rezession gestärkt hervorgehen dürften. Fundamentale, vorausschauende Analyse ist die Voraussetzung, um die Gewinner in einer Krise zu erkennen.



Schaubild 3: Zunehmende Bedeutung der Einzeltitelauswahl

Länder-, Branchen- und Einzeltiteleffekte im Zeitablauf.



Quelle: RCM; Darstellung: Kapitalmarktanalyse

2. Volatilität

Gerade in einem Marktumfeld, in dem die Kursschwankungen („Volatilität“) erhöht sind, können Ineffizienzen („Anomalien“) entstehen (siehe Schaubild 2). Diese jedoch können wiederum Chancen eröffnen, die ein aktiver Fondsmanager auch aktiv nutzen kann, z. B. durch „Stock Picking“ – das gezielte Auswählen bestimmter Titel. Denn: Eine steigende Volatilität führt zu einer größeren Streuung der Renditen. Ein Blick auf die Jahre 2003 bis 2007, in denen die Volatilität unter den langfristigen Durchschnitt fiel, zeigt, dass die Anleger einer Aktienselektion (fundamentales Research) wenig Aufmerksamkeit schenkten. Aktien wurden

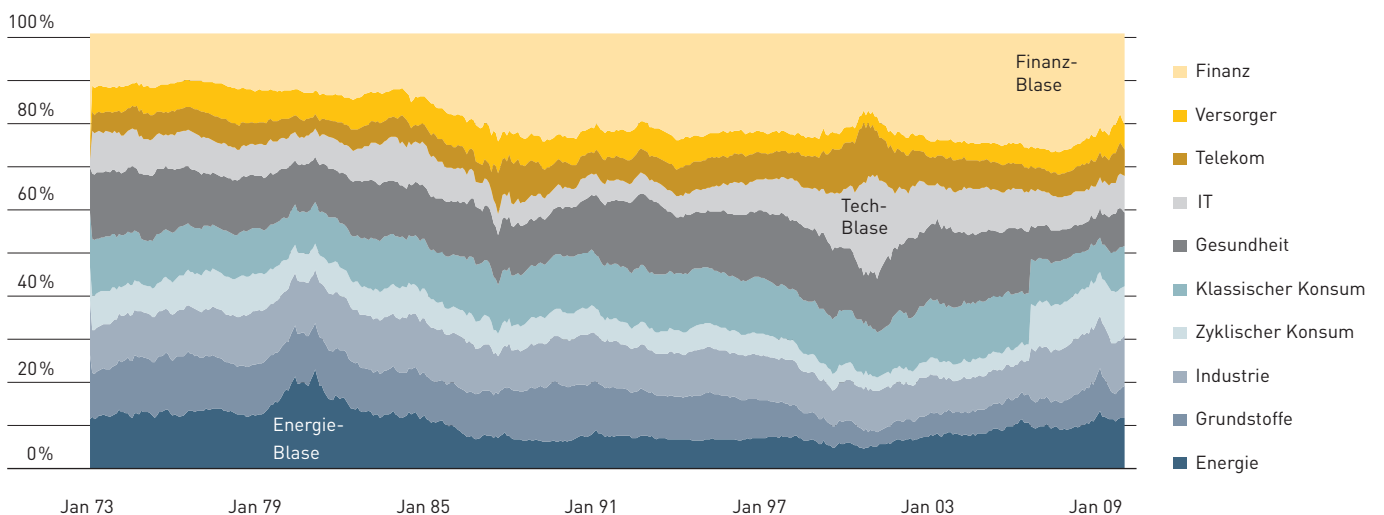
zwar als Anlageklasse betrachtet, doch eine Unterscheidung einzelner Unternehmen, z. B. hinsichtlich Zukunftsperspektiven bzw. Gewinnwachstum, fand kaum statt.

3. Branchenrotation

Eine Studie von RCM zeigt (Schaubild 3), dass über die letzten Jahre hinweg die Bedeutung von Länder- und Sektoreffekten innerhalb eines globalen Index (MSCI World) abnahm. So lieferten gerade einmal 5% der Länderallokationen bzw. fast 15% der Branchenallokationen, die einer Investmententscheidung zugrunde liegen, einen positiven Performance-Beitrag. Der größte Anteil stammt somit von der Einzeltitelselektion

Schaubild 4: Gewichtung der Branchen am Weltaktienmarkt (Datastream Branchenindizes)

Anomalien im Konjunkturzyklus.



Quelle: Datastream; Darstellung: Kapitalmarktanalyse



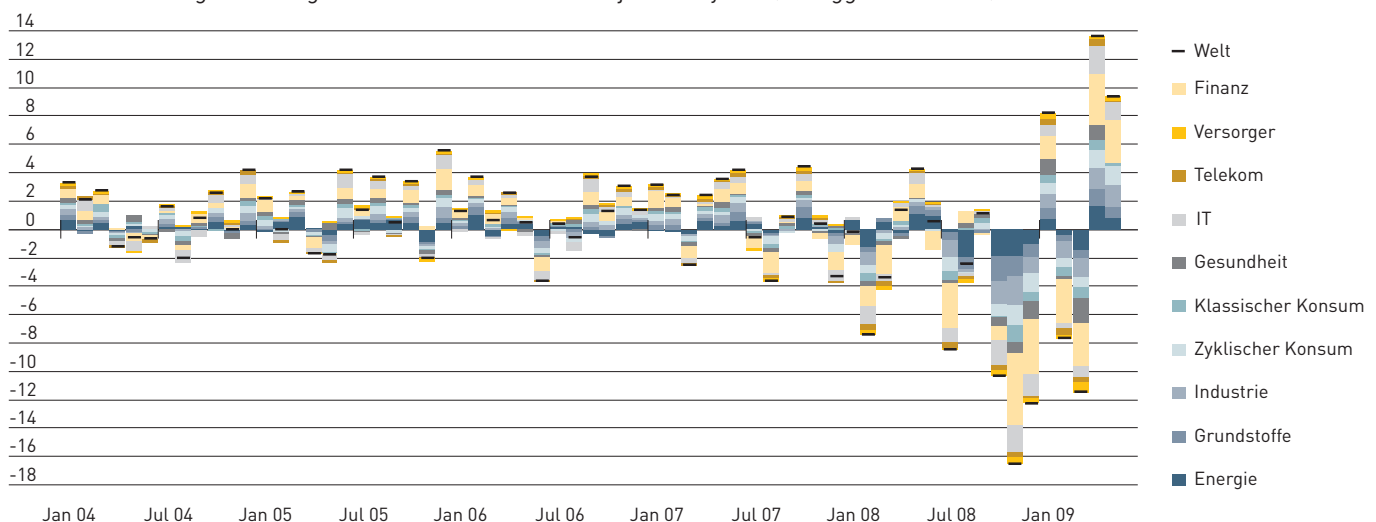
(über 80%). Ergo: Getreu dem Motto „Die guten ins Töpfchen, die schlechten ins Kröpfchen“ wird eine fundamental orientierte Einzeltitelauswahl in Zukunft wichtiger denn je.

Hinzu kommt, dass passives Management, wie bereits beschrieben, vergangenheitsorientiert und daher tendenziell prozyklisch geprägt ist. D. h. mit steigenden Kursen erhöht sich unter anderem das jeweilige Gewicht des Sektors im Portfolio. Beispiel: Der Anteil des Finanzsektors am Weltaktienmarkt (MSCI World) hat sich über die Jahre 2000 bis

Anfang 2007 kontinuierlich von fast 19% auf über 27% erhöht. Doch durch den Ausbruch der Finanzkrise verlor der Finanzsektor an Gewicht (von ca. 27% im Februar 2007 auf knapp 23% im August 2009). Wäre in diesem Fall ein Investor einem passiven Managementansatz gefolgt, hätte er diese vorübergehenden Ineffizienzen nicht aktiv nutzen können, sondern hätte den Index und dessen Performance 1:1 nachgebildet. Das kann gerade in Bärenmärkten von Nachteil sein. Ähnlich prozyklisch hätte der Investor mit Energieaktien während der Ölkrise Anfang der 1980er-Jahre gehandelt

Schaubild 5: Performancebeitrag der Sektoren des MSCI World

Über- oder Untergewichtung einzelner Branchen im Konjunkturzyklus (in % ggü. Vormonat).



Quelle: Datastream; Darstellung: Kapitalmarktanalyse

oder mit Technologiewerten während der „TMT-Bubble“ zu Beginn des 20. Jahrhunderts (siehe Schaubild 4).

Ein ebenso wichtiger Aspekt ist die Branchenrotation. Neben dem Einfluss der realwirtschaftlichen Entwicklung ist auch auf Branchenebene zu betrachten, wie sich die einzelnen Sektoren zum gesamten Aktienmarkt verhalten (siehe Schaubild 5). Generell gilt: In Aufschwung- und Boomphasen sollten zyklische Sektoren (Zyklischer Konsum, Industrie, Grundstoffe, IT) Übergewicht werden, da sie im Konjunkturaufschwung gewinnen. Dagegen könnten nicht-zyklische Sektoren (Versorger, Gesundheit und Klassischer Konsum) in Phasen einer sich abschwächenden Konjunktur bzw. Rezession den Ton im Depot angeben. So zuletzt während der Finanzmarktkrise: Defensive Branchen wie der Klassische Konsum und die Gesundheitsbranche konnten sich im Gesamtkontext relativ stabil halten, während Finanzwerte stark abgestraft wurden. Hier zeigt sich ein Ansatzpunkt für aktives Management, durch Über- oder Untergewichtung einzelner Branchen im Konjunkturzyklus eine Überrendite zu generieren.

4. Marktphasen

Nicht nur zwischen einzelnen Sektoren sollten sich Ineffizienzen ausnützen lassen, auch Investmentstile (z. B. „Small vs. Large Caps“, „Value vs. Growth“) bieten in gewissen Marktphasen Chancen, die aktiv genutzt werden können.

Bei einem wachstumsorientierten Investitionsstil („Growth-Stil“) rückt die Zukunft näher in den Vordergrund. D. h. nicht die heute vorhandenen Werte machen hier den Reiz einer Aktie aus, sondern die Hoffnung auf ein überdurchschnittliches, zukünftiges Umsatz- und Gewinnwachstum. Ein „Value-Manager“ hingegen konzentriert sich vorwiegend auf Unternehmen mit niedriger Bewertung sowie stabilen

Gewinn- und Wachstumsaussichten. Die These des Value-Investors: „Über kurz oder lang sollte der Markt die Unterbewertung erkennen – infolge dürfte der Aktienkurs steigen.“ Hier setzt ein aktiver Fondsmanager an, um von dieser Unterbewertung frühzeitig zu profitieren.

Doch nicht nur im Bereich des wachstums- und wertorientierten Investmentstils können sich Chancen ergeben, sondern auch bezogen auf die Unternehmensgröße: Während sich um die „Large Caps“ eine Vielzahl von Analysten und professionellen Anlegern kümmert, wird den „Small Caps“ deutlich weniger Aufmerksamkeit zuteil. Die Informationseffizienz ist geringer, kursrelevante Informationen verbreiten sich also weniger schnell. Wer sich aber gut informiert, kann den Vorteil der Informationen besser für sich generieren. Gerade bei „Small Caps“ bietet daher ein guter Analyseprozess Vorteile, da er die geringere Informationseffizienz nutzen und gleichzeitig die Spreu vom Weizen trennen kann.

5. Marktgegebenheiten

Aktives Management von Wertpapierportfolios kann zwar keine Garantie auf dauerhaft überdurchschnittliche Anlageergebnisse bieten. Es eröffnet aber zusätzliche Chancen. Dabei können sowohl Index-Anomalien (Bsp. Volkswagen) ausgenutzt werden (siehe auch Abschnitt zu „Vergangenheitsorientierung“) als auch Anomalien in gewissen Kapitalmarktsegmenten, in denen die Liquidität und Transparenz vergleichsweise gering sind und erfolgreiche Teilhabe am Marktgeschehen außerordentliche Kenntnisse und Analysen erfordert (Bsp. Unternehmen in weniger etablierten Schwellenländerbörsen). Doch selbst in hochliquiden und transparenten Segmenten bieten sich immer wieder Ansatzpunkte für aktive Positionierungen, etwa durch kurzfristiges Ausnutzen von Kursüber- oder -untertreibungen, die auf längere Sicht überlegene Ergebnisse erwarten lassen.



FondsEcke

Gespart werden kann direkt mit Aktien- und/oder Rentenfonds. Beispielfhaft seien hier folgende Fonds genannt:

Geldmarktfonds

CB Geldmarkt Deutschland 1

(ISIN: LU0052221412; TER 0,66 %)

Rentenfonds

Adirenta

(ISIN: DE0008471079; TER 0,81 %)

Adireth

(ISIN: DE0009769554; TER 0,69 %)

Mischfonds mit Wertsicherungskonzept

Total Return Protect

(ISIN: LU0172205352, TER 1,33 %)

Mischfonds

Plusfonds

(ISIN: DE0008471087; TER 1,53 %)

Dachfonds

Aktien-Renten-Dachfonds Europa

BIO Europe Balanced I

(ISIN: DE0006372568; TER: 1,31 %)

Aktien-Dachfonds Welt

BIO World I

(ISIN: DE0009787002; TER: 1,56 %)*

Aktiefonds

Fondak

(ISIN: DE0008471012; TER 1,51 %)*

cominvest Fondak Wait or go

(ISIN: LU0391761227)

CONVEST 21 VL

(DE0009769638; TER1,53 %)

Fondis

(ISIN: DE0008471020; TER 1,52 %)

Garantiefonds

Garant Dynamic

(ISIN: LU0253954332; TER 1,37 %)

cominvest Dynamic SAFE 80

(ISIN: LU0301268404; TER 1,24 %)

Die von uns genannten Fonds können sich sowohl als Portfoliobeimischung als auch als Basisallokation verstehen, bei deren Umsetzung die individuellen Verhältnisse inklusive des jeweiligen Ertrag-Risiko-Profiles des Anlegers berücksichtigt werden müssen. Auch empfiehlt sich die Beratung durch einen Anlagespezialisten. Verkaufsprospekte sowie alle weiteren Informationen zu den einzelnen Fonds erhalten Sie direkt bei Ihrem Anlageberater oder bei der ADIG Fondsvertrieb GmbH. Fällt beim Erwerb der Fondsanteile ein Ausgabeaufschlag an, wird dieser bis zu 100 % vom Vertriebspartner vereinnahmt. Daneben kann die KAG aus der Verwaltungsvergütung eine laufende Vertriebsprovision an den Vertriebspartner zahlen. Im Rahmen der Anlageberatung teilt der Vertriebspartner die genaue Höhe der Vertriebsprovision und des von ihm vereinnahmten Ausgabeaufschlages mit.

TER (Total Expense Ratio): Gesamtkosten (ohne Transaktionskosten), die dem Fondsvermögen im letzten Geschäftsjahr belastet wurden.

* Die Volatilität (Wertschwankung) der Fondsanteilspreise kann erhöht sein.

Kapitalmarktanalyse - unser besonderer Service für Sie!

„Strategie – Taktik – Portfoliooptimierung“ heißt der Dreiklang der Geldanlage, dem sich die in der Kapitalmarktanalyse tätigen Ökonomen und Analysten verschrieben haben. U.a. veröffentlichen sie jeden ersten Freitag im Monat den „Börsen-Navigator“, der eine schnelle Einschätzung zu den wichtigsten Segmenten der Kapitalmärkte gibt.



ADIG FONDSVERTRIEB

DER INVESTMENTSPEZIALIST FÜR VERSICHERUNGSPARTNER

ADIG Fondsvertrieb GmbH

Seidlstraße 24–24a
80335 München

Kapitalmarktanalyse

Hans-Jörg Naumer (hjn),
Dennis Nacken (dn),
Stefan Scheurer (st)

Unsere aktuellen Studien finden Sie
direkt unter www.adig.de/kapitalmarktanalyse/index.html

Soweit nicht anders vermerkt, stammen die Daten von Thomson Financial Datastream.

Auf die Vergangenheit bezogene Daten erlauben keine Prognose für die Zukunft.

Dieser Veröffentlichung liegen Daten bzw. Informationen zugrunde, die wir für zuverlässig halten. Die hierin enthaltenen Einschätzungen entsprechen unserer bestmöglichen Beurteilung zum jeweiligen Zeitpunkt, können sich jedoch – ohne Mitteilung hierüber – ändern.

Für die Richtigkeit bzw. Genauigkeit der Daten können wir keine Gewähr übernehmen. Diese Publikation dient lediglich Ihrer Information. Für eine Anlageentscheidung, die aufgrund der zur Verfügung gestellten Informationen getroffen worden ist, übernehmen wir keine Haftung.

Stand: Oktober 2010