



**Vanguard**<sup>®</sup>

# Die Vorteile der Indexierung am Beispiel europäischer und Offshore-Fonds

Vanguard research

April 2012

**Zusammenfassung.** Ein Index ist eine Zusammenstellung von Wertpapieren, die einen breiten Markt oder ein Teilsegment dieses Marktes repräsentieren soll. Ein Index spiegelt somit die Entwicklung eines bestimmten Marktes wider und wird daher von Anlegern als Referenzwert (Benchmark) herangezogen. Da Indizes per Definition einen Markt abbilden sollen, werden sie nach Marktkapitalisierung gewichtet. Mit einer Index-Anlagestrategie, beispielsweise einem Indexfonds oder einem börsengehandelten Fonds (ETF), können Anleger an der Entwicklung des Marktes partizipieren, in den der Fonds investiert. Durch die Anlage in einen breit gestreuten Index, beispielsweise ein Index, der den europäischen Aktienmarkt abbildet, können Anleger jederzeit zu relativ geringen Kosten an der Entwicklung dieses Marktes partizipieren. Dasselbe gilt für Anlagen in weniger breit gefasste Indizes, zum Beispiel Indizes mit Fokus auf eine bestimmte Branche oder ein bestimmtes Land. Auch hier können Investoren relativ kostengünstig ein bestimmtes Marktsegment in ihrem Portfolio abbilden. Aufgrund dieser Merkmale und Eigenschaften haben Indexanlagen in den vergangenen 30 Jahren an Popularität gewonnen.

Autor  
Christopher B. Philips,  
CFA

**Nur für professionelle Anleger im Sinne der MiFID. In der Schweiz nur für institutionelle Anleger. Nicht zur öffentlichen Verbreitung bestimmt.**

Dieses Dokument wird von The Vanguard Group, Inc. veröffentlicht. Es dient ausschliesslich Informationszwecken und stellt weder eine Empfehlung noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Anlagen dar. Es wird darauf hingewiesen, dass für den Text der Markt in den USA maßgeblich ist und die enthaltenen Daten und Analysen spezifisch für die USA sind.

In der Vergangenheit haben sich Indexstrategien aufgrund geringer Kosten, breiter Diversifizierung und minimaler «Cash Drags» (Ungenauigkeiten bei der Indexabbildung aufgrund von Barbeständen) im Vergleich zu aktiv verwalteten Fonds vorteilhaft entwickelt. Zusammengenommen stellen diese Faktoren eine erhebliche Hürde dar, die aktive Fondsmanager überwinden müssen, um wenigstens mit einem kostengünstigen Indexfonds gleichzuziehen, und zwar in jedem beliebigen Markt. Zwar können talentierte Fondsmanager diese Hürden durchaus überwinden, allerdings weisen sowohl unsere eigenen Untersuchungen als auch andere empirische Erkenntnisse darauf hin, dass es für aktive Manager im Laufe der Zeit immer schwieriger wird, den Markt zu übertreffen. Dies liegt im Wesentlichen an dem kumulativen Effekt der Kosten.

Seit den 1990er Jahren hat die Indexierung weltweit an Dynamik gewonnen, nicht zuletzt aufgrund des steigenden Interesses der Investoren und der Akzeptanz dieses Anlagekonzeptes. Diese Studie basiert auf einer kürzlich überarbeiteten Vanguard-Analyse US-domizilierter Fonds, in der wir die der Indexstrategie zugrunde liegende Theorie sowie Belege für deren Vorteile untersucht haben (Philips, 2011). In der aktuellen Studie befassen wir uns speziell mit europäischen und Offshore-Fonds.<sup>1</sup> Da die Effektivität von Indexstrategien zunimmt, je länger der Anlagehorizont eines Investors ist, gehen wir davon aus, dass die Ergebnisse unserer Analyse langfristig noch deutlicher zu Tage treten werden.

Zunächst stellen wir fest, dass Kapitalanlagen ein «Nullsummenspiel» darstellen und bringen dies in die Debatte um «Indexfonds versus aktive Fonds» ein. Anschliessend untersuchen wir die Bedeutung der Kosten in der Fondsverwaltung und deren Einfluss auf Index- und aktive Strategien. Zum Schluss erörtern wir alternative Sichtweisen auf den relativen Erfolg von Indexstrategien im Vergleich zu aktiven Strategien sowie einige zusätzliche Vorteile der Indexierung.

---

<sup>1</sup> Fondsdaten von Morningstar Direct. Die Erfassung weltweiter Anlagen durch Morningstar Direct umfasst Fonds mit Sitz in Australien, Kanada, Europa, China, Hongkong, Singapur und Taiwan; börsengehandelte Fonds, globale Hedge-Fonds, Offshore-Fonds, offene US-Fonds, US-Spezialfonds; US-Aktien und US-amerikanische fondsgebundene private Renten- und Lebensversicherungen. Im Mittelpunkt dieser Studie stehen Fonds, die in Offshore-Regionen wie Luxemburg, Dublin, den Kanalinseln, den Cayman Islands, den Bermudas und anderen internationalen Fondszentren ansässig sind, sowie Fonds, die ihr Domizil in verschiedenen europäischen Ländern haben. In Luxemburg domizilierte Fonds machen 27 Prozent der von Morningstar erfassten Fonds aus. Die fünf nächstgrössten Fondsländer sind Frankreich mit 21 Prozent, Deutschland mit 9 Prozent, Spanien mit 7 Prozent, Österreich mit 6 Prozent und Irland mit 4 Prozent.

Ein Index ist eine Zusammenstellung von Wertpapieren, die einen breiten Markt oder ein Teilssegment dieses Marktes repräsentieren soll. Anleger, die in herkömmliche oder börsengehandelte Indexfonds investieren, streben die durchschnittliche Rendite des entsprechenden Marktes oder Marktsegments an. Ihr Portfolio enthält dieselben Wertpapiere - oder eine repräsentative Auswahl dieser Wertpapiere - aus denen sich der Markt zusammensetzt, wobei ihre Gewichtungen jeweils proportional zu ihrem Marktwert sind.

### Anmerkungen zur Gewichtung nach Marktkapitalisierung:

Indizes sollten den Markt bzw. das Marktsegment, für die sie als Benchmark dienen, möglichst genau abbilden. Deswegen ist der beste Index nicht immer derjenige mit der höchsten Rendite, sondern derjenige, der die Performance einer bestimmten Anlagestrategie oder seines Zielmarktes am besten abbildet. Die grosse Mehrheit der Indizes ist dementsprechend nach Marktkapitalisierung gewichtet, wobei gilt:

Marktkapitalisierung = Anzahl ausstehender Aktien x Aktienkurs

Kapitalgewichtete Indizes spiegeln die Konsenseinschätzung des Marktes zum Wert jedes einzelnen Unternehmens zu einem beliebigen Zeitpunkt wider. In effizienten Märkten werden neue Informationen – seien sie makroökonomischer, finanzieller oder unternehmensspezifischer Natur – in den Kurs eines oder mehrerer Wertpapiere eingepreist und somit auch sofort im Index durch eine Veränderung der Marktkapitalisierung abgebildet. Ein fortlaufend aktualisierter Marktindex zeigt dementsprechend an, wie sich ein Markt entwickelt und ist zu jedem beliebigen Zeitpunkt ein Indikator für die Struktur- und Risiko-Merkmale dieses Marktes.

Da die aktuellen Kurse (und somit auch die Unternehmenswerte) der Kapitalmarkttheorie und insbesondere dem Capital-Asset-Pricing-Modell entsprechend auf der Grundlage aktueller und erwarteter Ereignisse ermittelt werden, spiegeln marktkapitalisierungsgewichtete Indizes das erwartete, theoretische Mittelwert-Varianz-effiziente Portfolio einer beliebigen Anlageklasse wider. Ausserdem werden marktkapitalisierungsgewichtete Indizes ständig neu gewichtet, wobei sich die Umschichtungen der Indexbestandteile auf Unternehmensereignisse wie Aktienrückkäufe oder Neuausgaben beschränken. Da marktkapitalisierungsgewichtete Indizes bestimmte Märkte abbilden, konzentrieren wir uns in dieser Studie auf marktkapitalisierungsgewichtete Indizes und die Index-Fonds, die sie nachbilden.

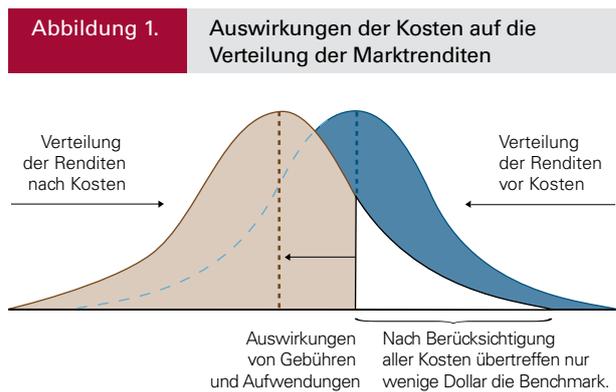
Alternativ gewichtete Portfolios spiegeln nicht die Durchschnittsrendite eines Anlegers in diesem Markt wider. In diesem Sinne stellen derartige Portfolios keine indexierte Anlage in einen bestimmten Markt dar und können daher entweder als aktiv verwaltete oder als regelbasierte passive Anlagestrategien betrachtet werden, die darauf ausgelegt sind, eine Rendite zu erwirtschaften, die nicht der Marktrendite entspricht. Sowohl aktive Fondsmanager als auch Manager regelbasierter passiver Strategien vertreten die Ansicht, dass sie über Informationen verfügen, die nicht in der Marktkapitalisierung einer bestimmten Aktie erfasst sind. So könnte beispielsweise ein aktiver Fondsmanager ein relativ hoch bewertetes Unternehmen als überbewertet erachten. Ein passiver Fondsmanager könnte ein Programm entwickeln, das ausschliesslich in Aktien mit der höchsten Dividendenausschüttung investiert. Beide gehen davon aus, mit ihrer jeweiligen Strategie ein Erfolgsrezept für überdurchschnittliche Renditen zu besitzen. Anlagestrategien, die nicht auf einer marktkapitalisierungsgewichteten Benchmark beruhen, sollten deshalb als gezielte Wetten gegen den Index betrachtet und entsprechend an ihrem Erfolg gemessen werden.

*Anmerkungen zu Risiken: In der Vergangenheit erzielte Ergebnisse sind keine Garantie für zukünftige Erträge. Die Wertentwicklung eines Index ist nicht mit der genauen Abbildung einer spezifischen Anlage gleichzusetzen, da Anleger nicht direkt in einen Index investieren können. Anlagen unterliegen Marktrisiken. Anlagen in Obligationen unterliegen Zins-, Kredit- und Inflationsrisiken. Die Kurse von Aktien mit mittlerer und geringer Kapitalisierung («Mid und Small Caps») unterliegen meist stärkeren Schwankungen als Aktien grösserer Unternehmen. Anlagen im Ausland bergen für Investoren zusätzliche Risiken, darunter Währungsschwankungen und politische Unsicherheiten.*

## Erläuterung des «Nullsummenspiels»

Bevor wir auf einige konkrete Unterschiede zwischen aktivem und passivem Fondsmanagement eingehen, empfiehlt es sich, einmal den Markt als Ganzes zu betrachten. In diesem Zusammenhang spricht man bei einer Outperformance oft von einem «Nullsummenspiel». Hierzu muss man zunächst verstehen, dass die Investitionen aller Anleger in einem bestimmten Markt – beispielsweise dem europäischen Aktien- oder Obligationenmarkt – zu jedem beliebigen Zeitpunkt zusammengenommen diesen Markt bilden (Sharpe, 1991). Erzielt ein Investor nun mit seiner Anlage eine Outperformance, ist er also besser als der Markt, muss ein anderer Investor in gleichem Umfang schlechter sein als der Markt. Die Summe der vermögensgewichteten Renditen aller Investoren entspricht damit exakt der Markttrendite.<sup>2</sup> Die Summe aller Renditen kann man als Glockenkurve darstellen (siehe **Abbildung 1**), wobei die Markttrendite dem Mittelwert entspricht. Dies gilt natürlich für alle Märkte, wie zum Beispiel länderspezifische Aktien- und Obligationenmärkte oder auch für spezialisierte Märkte wie den Immobilienmarkt. In **Abbildung 1** wird der Markt durch die blaue Kurve und die Markttrendite als vertikale gestrichelte blaue Linie dargestellt.<sup>3</sup>

In jedem beliebigen Zeitraum entspricht die vermögensgewichtete Überschussrendite auf der rechten Seite der Markttrendite in **Abbildung 1** dem Umkehrwert der vermögensgewichteten Überschussrendite auf der linken Seite der Markttrendite, sodass die Summe aus beiden der Markttrendite entspricht. In Wirklichkeit aber tragen Anleger auch Kosten wie Kommissionen, Managementgebühren, Steuern, Geld-Brief-Spannen, Verwaltungsgebühren sowie Kosten durch Kursschwankungen in Folge von Transaktionen<sup>4</sup>, die die tatsächlichen Renditen im Laufe der Zeit mindern. Durch die Summe dieser Kosten verschiebt sich die



Quelle: Vanguard.

Kurve in **Abbildung 1** nach links. Wir stellen die Anpassung aufgrund dieser Kosten durch die braun schattierte Verteilung dar. In ihr zeigt sich die Auswirkung von Managementgebühren und Transaktionskosten.

Obwohl ein Teil der vermögensgewichteten Performance nach Kosten auch weiterhin auf der rechten Seite der Markttrendite liegt – in **Abbildung 1** durch den weissen Bereich dargestellt –, befindet sich nun ein erheblich grösserer Teil der braunen Kurve links von der blauen gestrichelten Linie. Mit anderen Worten: der Grossteil der vermögensgewichteten Performance der Anleger bleibt nach Abzug der Kosten hinter der Markttrendite zurück. Durch Kostensenkungen können Anleger andererseits die Renditen ihrer Portfolios näher an die Markttrendite bringen, wodurch sie gegenüber einem ähnlichen Anleger mit höheren Kosten im Vorteil wären. So haben beispielsweise Investoren in Fonds mit einem Kostensatz von 0,5 Prozent – einem Kostensatz, der deutlich unter dem europäischen Durchschnitt für Large-Cap-Fonds von 1,92 Prozent liegt (Quelle: Morningstar, Inc., Daten per 31. Dezember

<sup>2</sup> Durch Vermögensgewichtung wird jede Anlage auf Grundlage ihrer Marktkapitalisierung proportional gewichtet. Im Vergleich zu einer Gleichgewichtung, die dazu beiträgt, dass die Ergebnisse nicht übermässig von einem einzelnen Wertpapier abhängen, jedoch gleichzeitig relativ hohe Wetten auf kleinere Bestandteile eingeht, spiegelt eine Kapitalgewichtung die Aktien- und Obligationenmärkte insgesamt genauer wider.

<sup>3</sup> Die Ergebnisse dieser Studie berücksichtigen Quellensteuern. Dementsprechend werden alle Performance-Ergebnisse mit den Netto-Benchmarkrenditen verglichen.

<sup>4</sup> Hierbei handelt es sich um die Auswirkungen der Handlungen eines Marktteilnehmers – also Kauf oder Verkauf – auf den Kurs eines Wertpapiers.

2011) –, bessere Chancen, die Mehrheit der Anleger in ähnlichen, aber teureren Fonds zu übertreffen. Dieses Prinzip trifft gleichermaßen auf Märkte zu, die als weniger «effizient» gelten, wie zum Beispiel Märkte für Small Caps oder internationale Aktien (Waring und Siegel, 2005). **Abbildung 3** auf Seite 7 geht näher auf diesen Aspekt ein.

### Das Nullsummenspiels bei der Fondsperformance

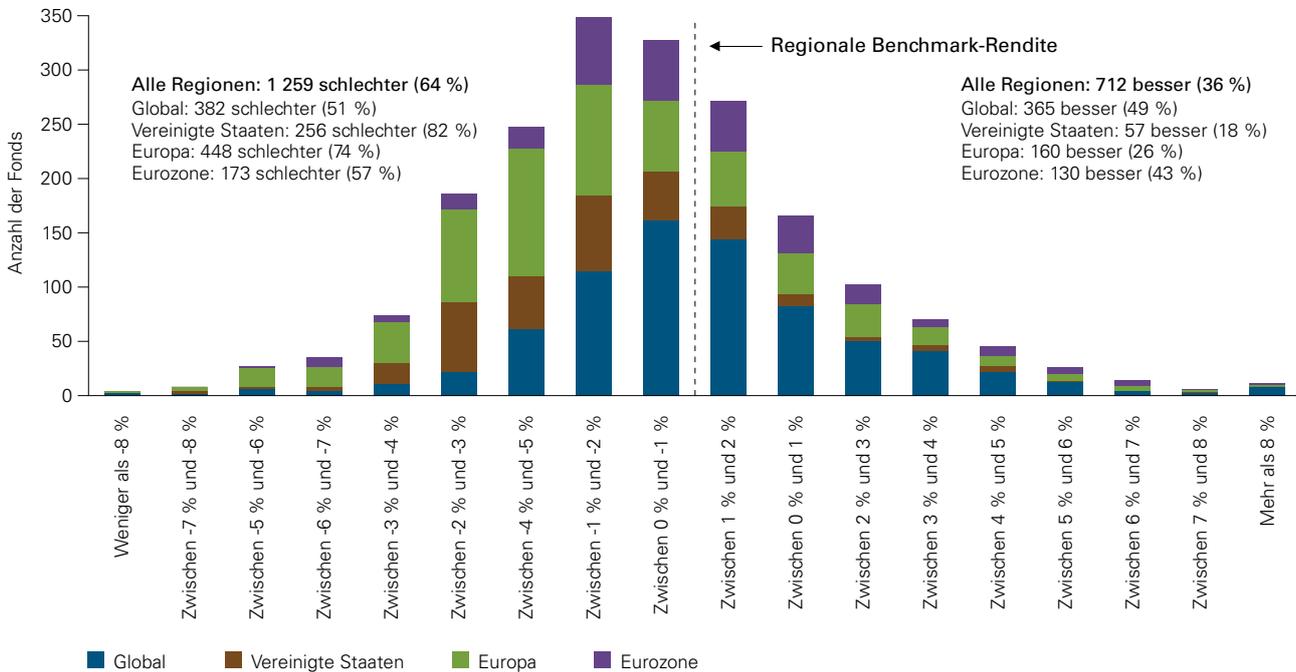
Das Konzept des Nullsummenspiels bezieht sich auf breite Märkte, kann aber zumindest näherungsweise auch auf langfristige Fondsperformance angewandt werden. **Abbildung 2** auf Seite 6 wendet das theoretische System des Nullsummenspiels auf das Universum aktiv verwalteter europäischer und Offshore-Aktienfonds an, das in dieser Studie verwendet wird. Obwohl Fonds lediglich einen Teil der Aktienmärkte ausmachen, zeigt **Abbildung 2** ein ähnliches Ergebnis wie **Abbildung 1**: Die langfristigen Nettoerträgen der Summe des diversifizierten, aktiv verwalteten Fondsuniversums verschieben sich auf die linke Seite der durchschnittlichen Renditen ihrer jeweiligen Benchmarks. In **Abbildung 2** haben wir die Verteilungen von Fonds globaler, US-amerikanischer, europäischer sowie der Eurozonen-Märkte zusammengefasst. In allen Fällen blieb die Mehrheit der aktiven Fonds für den Zehnjahreszeitraum bis Dezember 2011 hinter ihrer Benchmark zurück. Tatsächlich liegt die Gewinnschwelle in dieser Grafik zwischen 0 und 2 Prozent, was nach unseren groben Berechnungen bedeutet, dass der Median der Fonds in diesen zehn Jahren um etwa 100 Basispunkte p.a. hinter dem Markt zurückgeblieben ist. Dies ist wahrscheinlich in erster Linie auf Kosten zurückzuführen. Selbstverständlich haben viele Fonds möglicherweise geringere Kostenquoten, beispielsweise für ihre institutionellen Anteile. Geringere Kosten würden ihre relative Performance im Vergleich zu kostenintensiveren Anteilen um den Betrag der Kostendifferenz steigern.

Nach Auswertung der Kostendaten, die in **Abbildung 5** auf Seite 10 dargestellt werden, zeigt sich tatsächlich, dass ein grosser Teil der Underperformance direkt auf höhere Kosten zurückzuführen ist. Während **Abbildung 2** in erster Linie die Schwierigkeit demonstriert, eine Benchmark über einen längeren Zeitraum zu übertreffen, ist es auch interessant zu sehen, wie breit die Überschussrenditen gestreut sind. Zu dieser breiten Performance-Streuung tragen neben den Kostenunterschieden und der Qualität der Fondsmanager mehrere Faktoren bei: Die Art der erfassten Fonds, die verwendete Benchmark und der untersuchte Zeitraum können die Renditeverteilung und die Schlussfolgerungen daraus beeinflussen. Beispielsweise kann sich durch eine bestimmte Stil- oder Grössenausrichtung über einen bestimmten Zehnjahreszeitraum die relative Performance aktiver Fondsmanager insgesamt wesentlich verändern, je nachdem, wie sich die entsprechenden Marktsegmente, beispielsweise Small-Cap-Werte, entwickelt haben. Genauso kann sich die relative Performance in dem Mass ändern, wie die verschiedenen Benchmarks verschiedene Wertpapiergruppen (auch innerhalb derselben Region) darstellen. Da eine Underperformance oder Outperformance zudem je nach Zeitraum – beispielsweise fünf Jahre oder sogar noch kürzere Zeiträume – wesentlich variieren kann, kann der Untersuchungszeitraum die Schlussfolgerungen einer Analyse beeinflussen.<sup>5</sup>

Wir haben **Abbildung 2** auch im Hinblick auf Offshore-Fonds untersucht (also Fonds mit Sitz in Luxemburg, Dublin, den Kanalinseln, den Cayman Islands, den Bermudas und anderen internationalen Fondszentren), um eventuelle Unterschiede durch organisatorische oder aufsichtsrechtliche Umstände zu erfassen. Da Kostenquoten von Offshore-Fonds von jenen vergleichbarer inländischer Fonds abweichen, könnte man vermuten, dass sich auch ihre Nettoertragsverteilung unterscheidet (Khorana, Servaes und Tufano, 2007). Da Offshore-Fonds nur einer

<sup>5</sup> Eine Auswertung für in den USA domizilierte Fonds im Vergleich zu ihren stilspezifischen Benchmarks finden Sie in Philips (2011); eine Analyse der Zyklizität der Outperformance finden Sie in Philips und Kinniry (2009).

Annualisierte Zehnjahres-Überschussrenditen gegenüber Marktbenchmarks: per 31. Dezember 2011



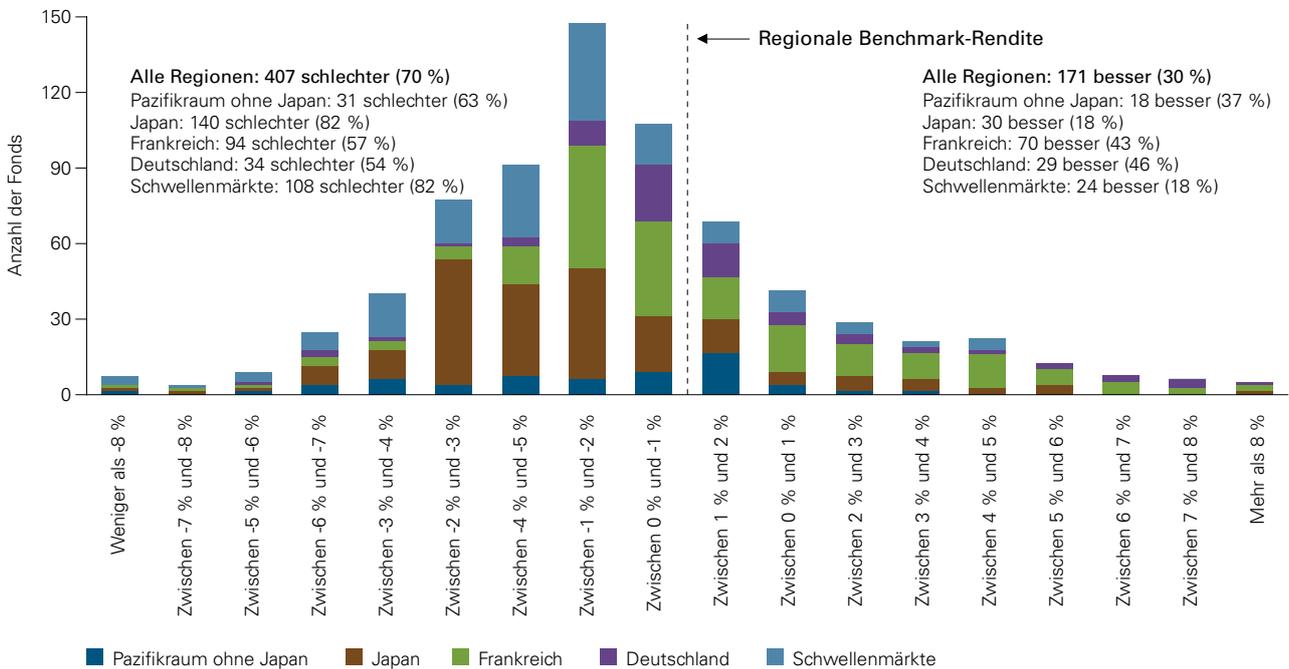
Anmerkungen:

- Ausgabeaufschläge und Rücknahmegebühren sind in den Daten nicht berücksichtigt.
- Für diese Gegenüberstellung haben wir aktive Fonds nach Kosten gegenüber kostenfreien Markt-Benchmarks bewertet. Bei der Durchführung mit herkömmlichen Fonds oder börsengehandelten Indexfonds sind Transaktionskosten, Kostenquoten und der Tracking Error zu berücksichtigen. Annualisierte Überschussrenditen von Fonds aus allen Regionen wurden gegenüber der entsprechenden MSCI®-Benchmark bewertet, für die Zehnjahres-Renditedaten zur Verfügung standen. Fonds mit Sitz in Europa wurden gegenüber dem MSCI Europe IMI Index gemessen, Fonds der Eurozone gegenüber dem MSCI EMU IMI Index, US-Fonds gegenüber dem MSCI USA IMI Index und globale Fonds gegenüber dem MSCI AC World IMI Index. Benchmark-Renditen wurden unter Verwendung von Angaben zur Gesamtrendite bewertet. Alle Renditen lauten auf Euro. Nicht berücksichtigt wurden Branchenfonds, Spezialfonds und Immobilienfonds. Ausserdem haben wir alle Anteilsklassen zusammengefasst, indem wir die Klasse mit der längsten Historie verwendet haben.
- Aufgrund des «Survivorship Bias» bei Anlagefonds (d. h. der Liquidation erfolgloser Fonds) fallen die durchschnittlichen langfristigen Renditen, die von Datenbanken für aktiv verwaltete Fonds ausgewiesen werden, tendenziell zu hoch aus. Survivorship Bias entsteht, wenn die Fondsrenditen nicht um die Fonds berichtigt werden, die aufgelöst wurden. Die meisten kommerziellen Datenbanken schliessen die Daten aufgelöster Fonds aus, die meist aufgrund unterdurchschnittlicher Ergebnisse geschlossen oder mit anderen Fonds zusammengelegt wurden. Infolgedessen steigen die durchschnittlichen Renditen, da nach dem Ausscheiden der Underperformer neue Fonds aufgenommen werden. So zeigt die Zehnjahres-Verteilung in Abbildung 2 beispielsweise nur Fonds, die derzeit existieren und zum 31. Dezember 2011 auf einen Zehnjahres-Track-Record zurückblicken konnten. Verbindet man die Survivorship Bias mit Gebühren und Benchmark-Diskrepanzen (d. h. dem Festhalten an Gewinnern), zeigt sich, dass aktive Fondsmanager, insbesondere von Small-Cap-Fonds, gegenüber einer bestimmten Benchmark meist eine Underperformance aufweisen (Malkiel und Radisich, 2001; Ennis und Sebastian, 2002).

Quellen: Berechnungen von Vanguard unter Verwendung von Daten von Morningstar, Inc. und Thomson Reuters Datastream.

**Abbildung 3. Verteilung der Überschussrenditen aktiver Fonds nach Kosten per Anlagemandat**

Zehnjahres-Verteilung der Netto-Überschussrenditen regionaler Fonds gegenüber regionalen Benchmarks: per 31. Dezember 2011



Anmerkungen:

- Ausgabeaufschläge und Rücknahmegebühren sind in den Daten nicht berücksichtigt.
- Annualisierte Überschussrenditen von Fonds aus allen Regionen wurden gegenüber einer entsprechenden Benchmark bewertet, für die Zehnjahres-Renditedaten zur Verfügung standen. Alle Renditen lauten auf Euro. Benchmark-Renditen wurden unter Verwendung von Nettogesamrenditen bewertet. Wir haben alle Anteilsklassen zusammengefasst, indem wir die Klasse mit der längsten Historie verwendet haben.

Quellen: Vanguard Investment Strategy Group und Morningstar. Alle Renditen lauten auf Euro, alle Daten bis einschliesslich 31. Dezember 2011. Zu den Benchmarks gehören der MSCI Pacific ex Japan IMI Index, der MSCI Japan IMI Index, der MSCI France IMI Index, der MSCI Germany IMI Index sowie der MSCI Emerging Markets IMI Index.

Gerichtsbarkeit unterliegen, aber in mehreren Ländern vertrieben werden, könnte man vermuten, dass sie gewisse Grössenvorteile nutzen und so ihren Kostensatz reduzieren können. Allerdings beschränken sich in Europa domizilierte Fonds nicht nur auf ein einzelnes Land, sondern sind häufig in mehreren Ländern aktiv, wodurch sich theoretisch ebenfalls Skaleneffekte ergeben müssten. Und obwohl eine länderübergreifende Registrierung die Verwaltungsgebühren senken könnte, erheben die Fonds ausserdem typischerweise höhere Zeichnungsgebühren, da die länderübergreifende Registrierung als solche zusätzliche Kosten verursacht. Diese zusätzlichen Vertriebskosten können die mit den Skaleneffekten verbundenen geringeren Kosten wieder aufheben. Bei einer gezielten Untersuchung von Offshore-Fonds haben wir festgestellt, dass 62 Prozent

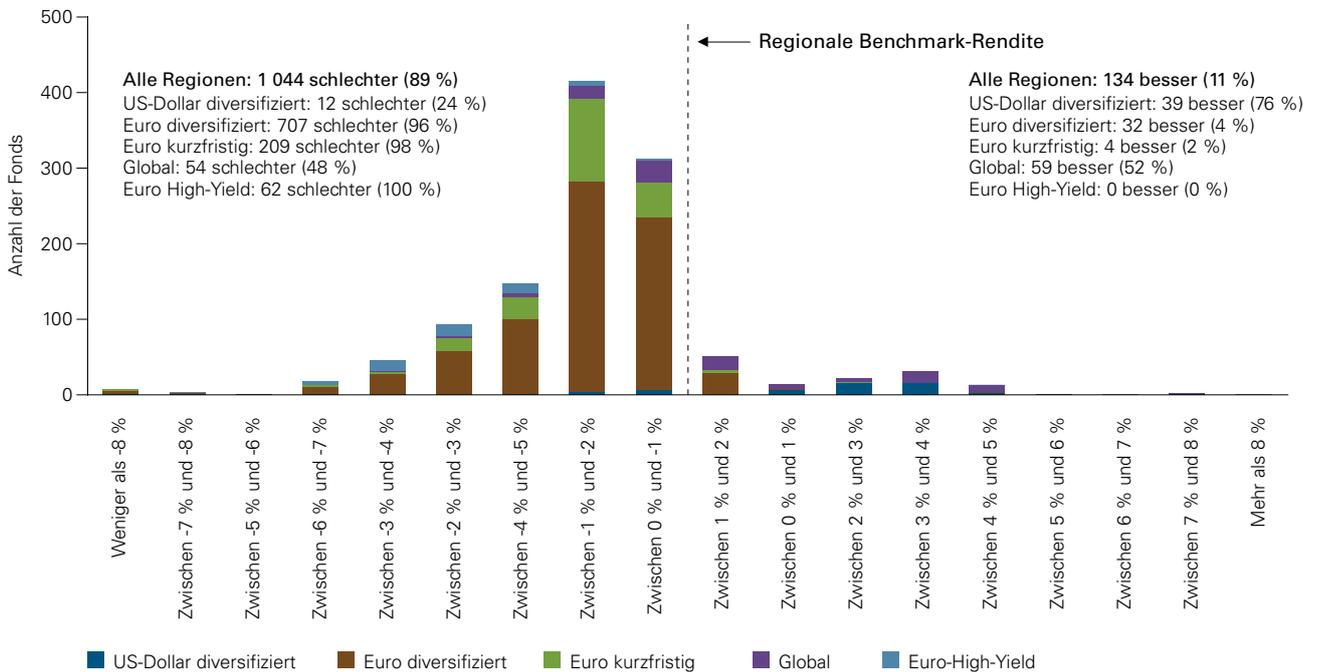
der Fonds (431 von 696), die in europäische, Eurozonen-, US-amerikanische oder globale Märkte investieren, hinter ihrer Benchmark zurückblieben – ein ähnliches Ergebnis wie bei Fonds, die in einem europäischen Land bzw. in mehreren europäischen Ländern domiziliert sind.

### Indexierung funktioniert sowohl bei Ländern und Regionen als auch bei Schwellenmärkten

In Abbildung 3 erweitern wir unsere Studie um zwei Länder – das Vereinigte Königreich und Japan – sowie um die Regionen Europa und Asien unter Ausschluss diese Länder. Abbildung 3 zeigt, dass das Konzept der Indexierung unabhängig von der Marktgrösse funktioniert und auch unabhängig davon, ob es sich um einen breiten Markt, beispielsweise mit globaler Benchmark, handelt oder um einen sehr fokussierten

**Abbildung 4. Verteilung der Überschussrenditen aktiver Anleihenfonds nach Kosten**

Zehnjahres-Verteilung der Netto-Überschussrenditen regionaler Fonds gegenüber regionalen Benchmarks: per 31. Dezember 2011



**Anmerkungen:**

- Ausgabeaufschläge und Rücknahmegebühren sind in den Daten nicht berücksichtigt.
- Die annualisierten Überschussrenditen der Fonds der einzelnen Regionen wurden gegenüber der entsprechenden Barclays-Benchmark bewertet, für die Zehnjahres-Renditedaten verfügbar waren. US-Dollar-diversifizierte Fonds wurden gegenüber dem Barclays U.S. Aggregate Bond Index bewertet, Euro-diversifizierte Fonds gegenüber dem Barclays Euro-Aggregate Index, kurzfristige Euro-Fonds gegenüber dem Barclays Euro-Aggregate 3-5 Year Index, globale Fonds gegenüber dem Barclays Global Aggregate Index und Euro-High-Yield-Fonds gegenüber dem Barclays Pan-European High Yield Index. Benchmark-Renditen wurden unter Verwendung von Angaben zur Gesamtrendite ermittelt. Alle Renditen lauten auf Euro. Wir haben alle Anteilsklassen zusammengefasst, indem wir die Klasse mit der längsten Historie verwendet haben.

Quellen: Berechnungen von Vanguard unter Verwendung von Daten von Barclays und Morningstar, Inc.

Markt, der sich beispielsweise auf ein bestimmtes Land beschränkt. Tatsächlich haben sich in jedem dieser Fälle in dem Zehnjahres-Zeitraum bis zum 31. Dezember 2011 über 50 Prozent der Fonds schlechter entwickelt als ihre Benchmark.

Um dem Argument der Effizienz Rechnung zu tragen, beinhaltet Abbildung 3 auch eine Analyse von Schwellenmärkten. Es wird oft behauptet, dass Indexierung nur in sehr grossen und effizienten Märkten effektiv funktioniert. Der US-amerikanische Markt für Staatsanleihen gilt beispielsweise als einer der effizientesten Märkte, weshalb es für aktive Fondsmanager hier relativ wenig Spielraum zur Erwirtschaftung von Alpha geben dürfte. Märkte für Hochzinsanleihen oder Aktien aus Schwellenländern gelten weithin als weniger effizient und damit als besser geeignet für aktives Fondsmanagement. Dementsprechend wird argumentiert, dass sich Indexfonds auf diesen Märkten schlechter entwickeln als die meisten aktiv verwalteten Fonds. Abbildung 3 veranschaulicht, dass 82 Prozent der Schwellenländerfonds hinter der Performance des MSCI Emerging Markets IMI Index zurückbleiben. Diese Ergebnisse ändern sich je nachdem, welchen Zeitraum oder welche Benchmark man betrachtet. Dennoch zeigt unsere Analyse, dass sich die Vorteile der Indexierung über Anlageklassen und Sub-Assetklassen sowie über einen längeren Zeitraum hinweg manifestieren. Zudem gehen wir davon aus, dass die Vorteile der Indexierung mit dem Markteintritt weiterer Fonds und wachsender Datenmengen noch deutlicher zu Tage treten werden.

### Indexierung bei festverzinslichen Anlagen

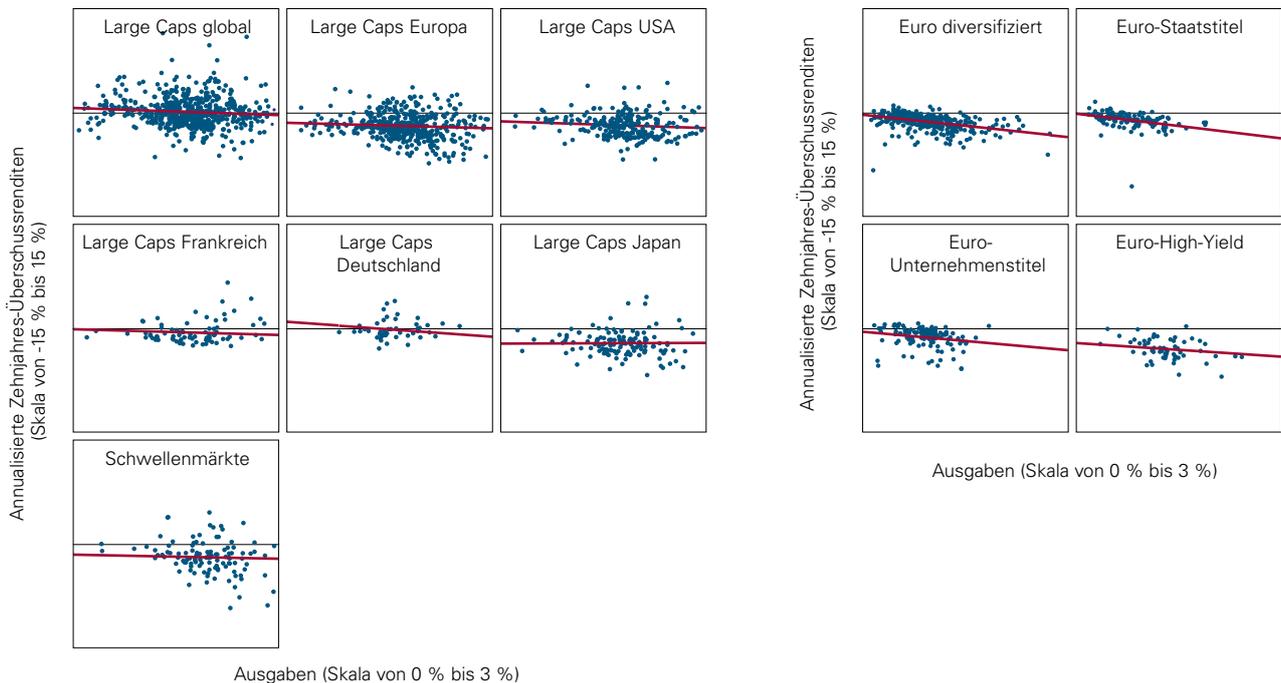
Betrachtet man die Überschussrenditeverteilung von Obligationenfonds, wäre zu erwarten, dass die Streuung deutlich geringer ausfällt als auf dem Aktienmarkt. Tatsächlich sind die Überschussrenditen der Aktienfonds, wie in den Abbildungen 2 und 3 gezeigt, mehr als doppelt so weit verstreut wie die der Anleihenfonds in **Abbildung 4**. Dies liegt im Wesentlichen an der höheren Bandbreite an Renditen am Aktienmarkt selbst. Uns fiel eine in Bezug auf die durchschnittliche Performance festverzinslicher Anlageformen typische Verteilung auf: Die Performance konzentrierte sich auf die mittleren Balken des Diagramms.

Diese enge Verteilung entsteht dadurch, dass ein grosser Teil der Obligationenrenditen durch Zinsschwankungen, Bewegungen der Zinsstrukturkurve, Veränderungen der Kreditqualität sowie durch die Positionierung eines aktiven Fonds im Vergleich zu anderen Fonds und im Vergleich zu seiner Benchmark bestimmt wird. Es sind im Wesentlichen diese Faktoren, die den Performance-Unterschied zwischen aktiven Obligationenfonds und ihren Benchmarks ausmachen. Dies steht in deutlichem Gegensatz zu den Aktienmärkten, auf denen die Renditestreuung viel breiter ausfällt und unterschiedliche Gewichtungen der Risikofaktoren wie Grösse und stillbedingte Unter- oder Übergewichtung gegenüber anderen Fonds und Benchmarks die Streuung der Renditen weiter erhöhen. Zudem sind die Renditeprofile in der Verteilung des Aktienuniversums für jedes Unternehmen und jeden Sektor einzigartig, was die relative Performance weiter beeinflussen kann.

Aufgrund der engeren Renditeverteilung bei Obligationenfonds kann eine kosteneffiziente Anlagestrategie sogar einen noch grösseren Unterschied machen und bietet noch bessere Chancen, einen Grossteil ähnlicher, aber teurerer Fonds zu übertreffen. Und da eine deutliche Mehrheit der Fonds in Abbildung 4 hinter der durchschnittlichen Entwicklung der Märkte zurückgeblieben ist, bietet eine kosteneffiziente Indexierungsstrategie wiederum langfristige Vorteile gegenüber aktiven Fonds. Auch High-Yield-Fonds konnten in diesem Zehnjahres-Zeitraum keine überdurchschnittlichen Renditen erzielen. Dies ist insofern bemerkenswert, als Hochzinsanleihen üblicherweise als besonders geeignet gelten, um durch aktives Fondsmanagement Alpha zu erwirtschaften. Allerdings scheint selbst hier das Potenzial, den Markt zu schlagen, zu gering zu sein, um die anfallenden Kosten zu kompensieren.

Auch wenn eine aktive Fondsverwaltung im Bereich festverzinslicher Wertpapiere klar durch Kosten beeinflusst wird, sind die Vorteile der Indexierung bei Obligationen möglicherweise weniger deutlich als bei Aktien. Im Gegensatz zu Aktien werden Obligationen nicht an effizienten Börsen mit hoher Liquidität gehandelt. Stattdessen wird der Obligationenmarkt von Brokern beherrscht, was zu einer relativen Illiquidität und höheren Kosten führt. Diese können die Performance von Obligationen-Indexfonds stärker belasten als die von Aktien-Indexfonds.

**Abbildung 5. Höhere Kosten führen zu geringeren Überschussrenditen**



Anmerkungen: Alle Renditen lauten auf Euro; alle Daten bis 31. Dezember 2011. Kostenspannen wurden standardisiert, um die Beziehungen zwischen den einzelnen Kurvenverläufen darzustellen. Die Kosten und Renditen einiger Fonds liegen ausserhalb der dargestellten Skalen.

Quellen: Berechnungen von Vanguard unter Verwendung von Daten von Morningstar, Inc. und Thomson Reuters Datastream. Zu den Benchmarks zählen der MSCI World Free Index, der MSCI Europe Index, der MSCI USA Index, der FTSE 100 Index, der FTSE 250 Index, der FTSE Emerging Markets Index, der Barclays Euro-Aggregate Index, der Barclays Euro-Aggregate Government Index, der Barclays Euro-Aggregate Corporate Index und der Barclays Pan-Euro High Yield Index.

### Kostenvorteile der Indexierung

Im Vergleich zu Indexfonds weisen aktiv verwaltete Fonds in der Regel höhere Managementgebühren und höhere Transaktionskosten auf. Die höheren Gebühren gehen oft auf Kosten zurück, die mit der Aktienanalyse und dem Anlageprozess eines aktiven Fondsmanagers verbunden sind. Die höheren Transaktionskosten liegen an dem allgemein höheren Umschlag an Wertpapieren, der wiederum darauf zurückzuführen ist, dass aktive Fondsmanager versuchen, ihre Benchmark zu übertreffen.

Indexfonds verursachen generell geringere Kosten, unabhängig von der Anlageklasse oder Unterkategorie dieser Anlageklasse. Ihre effiziente Kostenstruktur verdanken sie niedrigen Managementgebühren und geringem Wertpapierumschlag. Der Umschlag, also der Kauf und Verkauf von Wertpapieren eines Fonds, führt zu Transaktionskosten wie Kommissionen, Geld-Brief-Spannen, Marktauswirkungen und Opportunitätskosten. Solche Handelskosten sind, auch wenn sie bei jedem

Fonds anfallen, im Allgemeinen intransparent, schlagen sich aber in der Nettorendite nieder. Ein Fonds mit einem überdurchschnittlichen Handelsvolumen verursacht höhere Handelskosten. Unter sonst gleichen Bedingungen würden die Auswirkungen dieser Kosten die Gesamtrendite (Total Return) senken, die die Fondsanleger erhalten. Der Kostensatz eines Fonds ist hingegen transparent und stellt die Zahlungen der Investoren an den Fondsanbieter dar.

### Schlüsselbegriffe

**Alpha:** Die risikobereinigte Überschussrendite eines Portfolios im Vergleich zu seiner effektiven Benchmark.

**Beta:** Massstab für die Volatilität eines Wertpapiers oder Portfolios im Vergleich zu einer Benchmark.

Für einen langfristigen Anlageerfolg ist es entscheidend, die Kosten zu minimieren. Es ist daher nicht überraschend, dass wir zu dem Ergebnis gekommen sind, dass dies für europäische Fonds und Offshore-Fonds genauso gilt wie für US-domizilierte Fonds. Man sollte bedenken, dass Kosten, anders als die zukünftige Performance, leichter vorhersehbar und besser zu kontrollieren sind. Höhere Kosten führen langfristig in der Regel nicht zu höheren Renditen, anders als das in der Ökonomie bekannte Verhältnis zwischen Preis und Wert es vermuten lässt. Prinzipiell gilt: Jeder Dollar, der für Managementgebühren, Handelskosten sowie für eventuell anfallende Steuern ausgegeben wird, vermindert die potentielle Rendite um einen Dollar. Untersuchungen belegen dies. Die Financial Research Corporation (2002) bewertete beispielsweise die Bedeutung verschiedener Kennzahlen für die Vorhersage der Entwicklung von Fonds mit Sitz in den Vereinigten Staaten, darunter die Kostenquote eines Fonds, seine bisherige Performance, sein Morningstar-Rating sowie Alpha- und Betawerte. In der Studie erwies sich der Kostensatz als verlässlichster Faktor für die Prognose zu der Performance eines Fonds, und kosteneffiziente Fonds wiesen in allen untersuchten Zeiträumen eine überdurchschnittliche Performance auf. Der Kostensatz ist ein wertvoller Indikator für die zukünftige Performance des Fonds, da er als einer der wenigen Performance-Faktoren im Voraus bekannt ist.

Abbildung 5 stellt für zehn unterschiedliche Fondskategorien die umgekehrte Beziehung zwischen Kosten und Überschussrenditen im Zehnjahres-Zeitraum bis zum 31. Dezember 2011 dar. Die Abbildung zeigt insbesondere die annualisierten Zehnjahres-Renditen der einzelnen Fonds in Relation zu ihren jeweiligen regionalen oder Stil-Benchmarks.

Um die Auswirkungen der Kosten darzustellen, zeigen wir die Überschussrenditen der Fonds in Relation zu ihrem bei Morningstar angegebenen Kostensatz. Die rote Linie in den einzelnen Kästchen entspricht der Trendlinie, die das lineare Verhältnis von Ausgaben und Überschussrenditen grafisch darstellt. Diese Analyse macht deutlich, dass höhere Kosten tendenziell zu geringeren Überschussrenditen führten. Für Anleger folgt daraus, dass sie mit kosteneffizienten Fonds wahrscheinlich bessere Renditen erzielen als mit hochpreisigen Fonds.

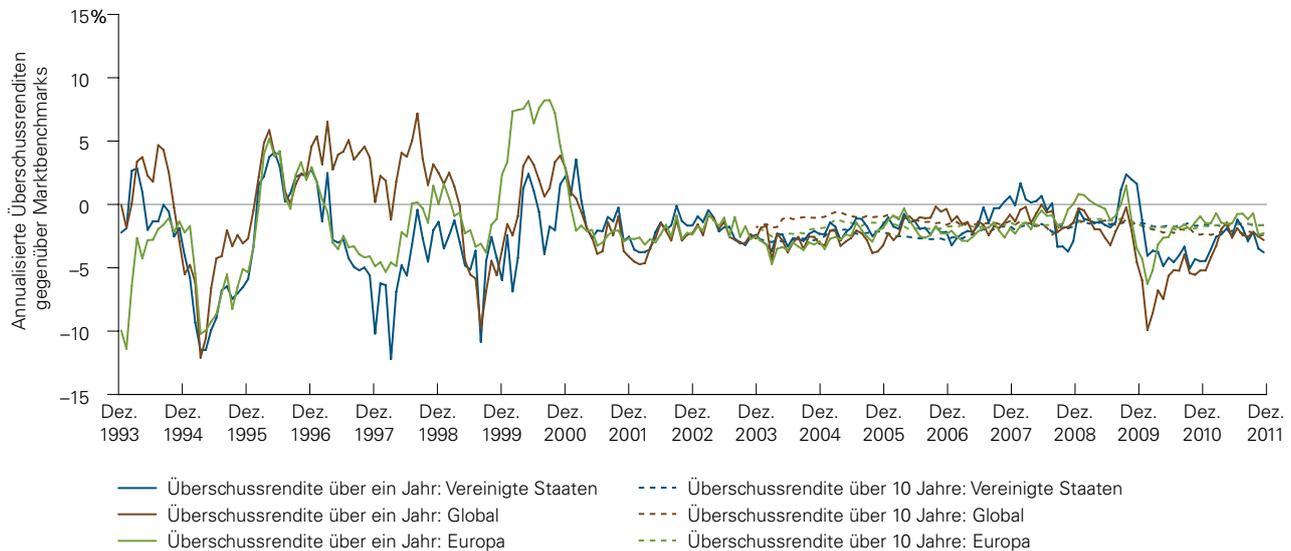
### Auswirkung der Kosten auf die Fondsperformance

Auf lange Sicht kann die Kostenbelastung («Cost Drag») aktiver Fonds die tatsächliche Performance im Vergleich zu einer Benchmark erheblich mindern. Im Gegensatz dazu haben kostengünstigere Indexfonds ihre Benchmarks langfristig oft genauer abgebildet und konnten so die Renditen kostenintensiverer, aktiv verwalteter Fonds übertreffen. Doch obwohl die Kosten für die *langfristige* relative Performance aktiv verwalteter Fonds gegenüber Indexfonds eine grosse Rolle spielen, können die relativen Kostenunterschiede im Falle der *kurzfristigen* Entwicklung einen geringeren Einfluss auf das relative Ranking eines Fonds oder einer Kategorie haben. Das liegt vor allem daran, dass die Renditen aktiver Fonds stark variieren können. Je nach Streuung der Renditen aktiv verwalteter Fonds kann der Kostenfaktor über kürzere Zeiträume weitaus weniger Einfluss haben als über Zeiträume von einem, drei oder sogar fünf Jahren.

Im Laufe der Zeit verstärken sich jedoch die relativen Kostenvorteile der Indexierung. In Kombination mit der geringeren Renditestreuung sowie der Tatsache, dass die wenigsten Fondsmanager über einen längeren Zeitraum den Markt schlagen können, treten die Vorteile der Indexierung deutlicher zu Tage und tendieren zu einer relativen Netto-Outperformance.

**Abbildung 6.** Managementkosten wirken sich kurzfristig weniger stark aus

Rollierende Überschussrenditen aktiv verwalteter Fonds mit Fokus auf europäische, globale und US-Märkte (31. Dezember 1993 bis 31. Dezember 2011)



Anmerkungen: Der europäische Markt wird bis 30. April 1995 durch den MSCI Europe Index, den MSCI World Index und den MSCI USA Index und danach durch den MSCI Europe IMI Index, den MSCI ACWI IMI Index und den MSCI USA IMI Index dargestellt.

Quellen: Berechnungen von Vanguard unter Verwendung von Daten von Morningstar, Inc. und Thomson Reuters Datastream.

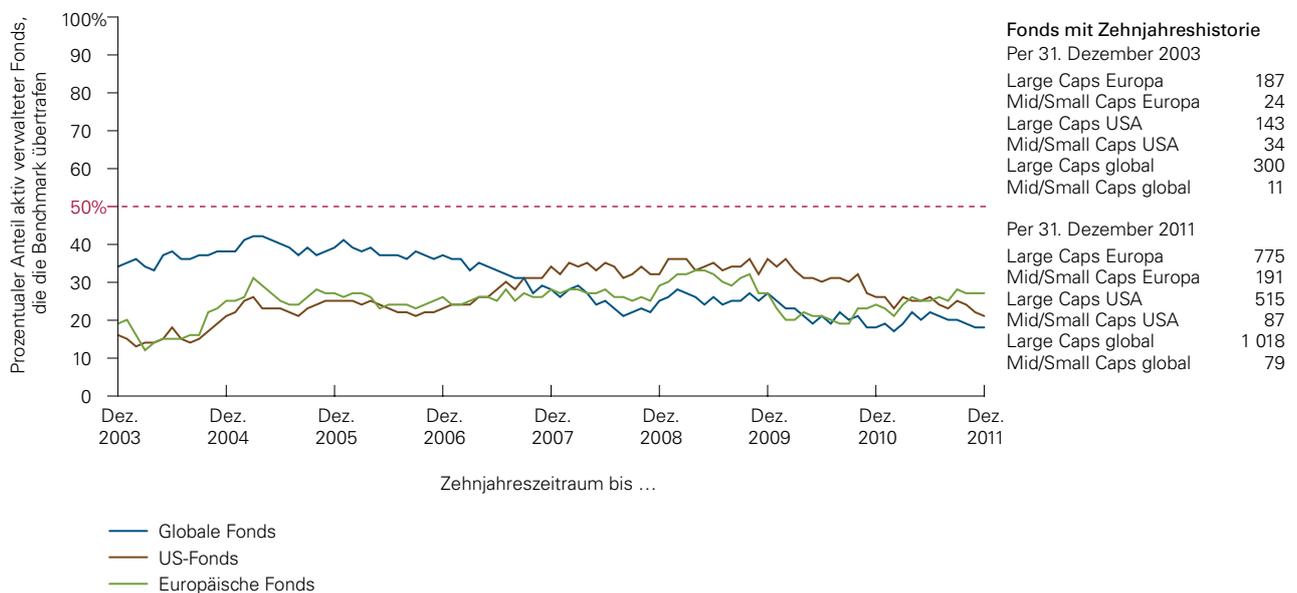
Beim Vergleich der Verteilungen der Überschussrenditen von Aktien- und Obligationenfonds haben wir beispielsweise gezeigt, dass aktive Manager von Obligationenfonds im Gegensatz zu denjenigen von Aktienfonds geringere Renditestreuungen verzeichneten. Deshalb könnte man erwarten, dass die Kosten für die Manager von Obligationenfonds im Vergleich zu Aktienfondsmanagern sowohl kurz- als auch langfristig eine grössere Rolle spielen. Doch über längere Zeiträume werden die Kosten auch bei Aktienfonds zu einem Haupteinflussfaktor für relative Performance.

Um den Einfluss der Kosten kurz- und langfristig quantitativ besser darstellen zu können, zeigen wir in **Abbildung 6** die einjährigen und zehnjährigen Überschussrenditen aktiver Fonds, die in europäische, US-amerikanische und globale Aktien anlegen. Auch für diese Analyse haben wir Fonds mit Sitz in Europa und Offshore-Fonds zusammengefasst, da ihre Kostenstrukturen ähnlich sind.

Wir haben Überschussrenditen verwendet, um eine bessere Korrelation mit den Kosten zu erreichen. Wie erwartet legen die Zahlen den Schluss nahe, dass sich die Kosten mit der Zeit stetig erhöhen und somit langfristig einen beständigen Einfluss auf die annualisierten Renditen haben. Kurzfristig ist die Volatilität in Folge von Wertpapier-, Anlagestil- und Managerstreuung viel grösser. Dies bedeutet natürlich nicht, dass aktives Fondsmanagement kurzfristig bessere Renditechancen bietet, sondern lediglich, dass Entscheidungen zur Portfoliokonstruktion bei der kurzfristigen relativen Performance eine weitaus grössere Rolle spielen. Auf Märkten mit breiter Renditestreuung profitieren aktive Fondsmanager direkt von der Outperformance bestimmter Marktsegmente, was die möglichen Kostennachteile kaschiert.

Abbildung 7.

Relative historische Performance aktiv verwalteter Fonds:  
 Rollierender Zehnjahreszeitraum von Ende 31. Dezember 2003 bis einschliesslich 31. Dezember 2011.



Anmerkungen: Der europäische Markt wird bis 30. April 1995 durch den MSCI Europe Index, den MSCI World Index und den MSCI USA Index und danach durch den MSCI Europe IMI Index, den MSCI ACWI IMI Index und den MSCI USA IMI Index dargestellt. Die Renditen wurden mit FTSE- und Dow-Jones-Benchmarks mit ähnlichen Ergebnissen verglichen. Alle Renditen lauten auf Euro.

Quellen: Berechnungen von Vanguard unter Verwendung von Daten von Morningstar, Inc. und Thomson Financial.

## Weiterführende Erörterung relativer Outperformance

### Relative Performance im Laufe der Zeit

Traditionell werden zur Darstellung der relativen Performance von Indexierungs- und aktiven Strategien Point-in-Time-Statistiken (Statistiken, die sich auf einen bestimmten Zeitraum beziehen) verwendet, wie wir sie in den Abbildungen 2 bis 4 verwendet haben.

Alternative Analysen können die Diskussion jedoch bereichern und möglicherweise zu einer allgemeingültigeren Antwort in Bezug auf die relative Performance beitragen. Im Laufe der Zeit variiert der tatsächliche Prozentsatz der aktiven Fonds, die hinter der Performance eines bestimmten Index zurückbleiben. Historisch gesehen neigt die langfristige Renditeverteilung aktiv verwalteter Fonds jedoch zu einer Underperformance des breiten Marktes, vor allem aufgrund der kumulativen Kosteneffekte. Eine Studie

aus dem Jahr 2006 des Londoner Finanzberatungsunternehmens Bestinvest (Ruzicka, 2007) hat gezeigt, dass seit Mitte der 1980er-Jahre nur 35 Prozent der aktiv verwalteten Fonds im United Kingdom All Companies Sector über einen rollierenden Dreijahres-Zeitraum die Performance des FTSE All-Share Index übertroffen haben.

Wir haben in **Abbildung 7** eine ähnliche Analyse durchgeführt und dabei ein rollierendes Zehnjahres-Zeitfenster aktiver Fonds gegenüber ihren jeweiligen MSCI-Benchmarks verwendet. Ein rollierendes Zehnjahres-Zeitfenster zeigt die langfristigen Auswirkungen des «Cost Drag» besser als ein rollierendes Dreijahres-Zeitfenster. Die Abbildung deutet indirekt ebenfalls an, wie sich die Zehnjahres-Verteilungen aus Abbildung 2 im Laufe der Zeit verändert haben.

Abbildung 8.

Überschussrenditen helfen bei der Quantifizierung der relativen Performance aktiv verwalteter europäischer und Offshore-Fonds

**Aktienmärkte**

Europe Large Blend	Global Large Blend	US Large Blend	US Large Growth
-0.73%	-0.84%	-2.69%	-2.05%
1.11	1.03	-0.64	-1.17
-1.84	-1.87	-2.05	-0.88

Asien/Pazifikraum mit Japan	Asien/Pazifikraum ohne Japan
1.45%	6.94%
2.05	7.77
-0.59	-0.83

**Anleihenmärkte**

US-Dollar diversifiziert	Euro diversifiziert	Euro kurzfristig	Global	Euro-High-Yield
0.64%	3.37%	2.03%	2.98%	5.04%
1.86	4.58	3.61	3.19	8.08
-1.22	-1.21	-1.58	-0.21	-3.03

- Gleichgewichteter Durchschnitt
- Benchmark-Rendite
- Überschussrendite

Anmerkungen: Die Analyse stellt annualisierte Zehnjahresrenditen zum 31. Dezember 2011 dar. Um statistisch einheitlich zu bleiben, haben wir Fonds-Samples mit weniger als 30 Fonds ausgeschlossen. Die Überschussrendite stellt die durchschnittlichen Nettoerträgen der Fonds für ein bestimmtes Anlagemandat im Vergleich zur Performance der am besten für dieses Mandat geeigneten Benchmark dar. Alle Renditen lauten auf Euro. Eventuelle Abweichungen in den Daten über die Underperformance sind auf Rundungen zurückzuführen.

Quellen: Es wurden durchschnittliche Renditen aktiv verwalteter Fonds von Morningstar, Inc. MSCI und Barclays Capital verwendet. Aktien-Benchmarks wurden durch den MSCI Europe IMI Index, den MSCI AC World IMI Index, den MSCI USA IMI Index, den MSCI USA Growth IMI Index, den MSCI Pacific IMI Index und den MSCI Pacific Ex Japan IMI dargestellt. Obligationen-Benchmarks wurden durch den Barclays U.S. Aggregate Bond Index, den Barclays Euro-Aggregate Index, den Barclays Euro-Aggregate 1-5 Year Index, den Barclay's Global Aggregate Index, und den Barclay's Pan Euro High Yield Index dargestellt.

**Überschussrenditen liefern zusätzliche Erkenntnisse**

Da für die Höhe der Out- oder Underperformance von Fondsmanagern gegenüber einem Index keine Angaben zur Verfügung stehen, unterscheidet eine Bewertung der Fondsmanager unter Verwendung der prozentualen Outperformance nicht zwischen einer Outperformance von 0,01 Prozent und einer Outperformance von 10 Prozent gegenüber der Benchmark, sondern bewertet beide als gleichwertig.

Um der Höhe der Performance Rechnung zu tragen, können wir uns die durchschnittlichen Überschussrenditen aktiv verwalteter Fonds im Vergleich zu einer Benchmark ansehen. Eine solche Statistik vermittelt Anlegern eine Vorstellung davon, wie ein aktiv verwalteter Fonds durchschnittlich abgeschnitten hat – ob er positive oder negative Überschussrenditen eingebracht hat und wie hoch diese waren. **Abbildung 8** berechnet die durchschnittlichen Überschussrenditen aktiver europäischer und Offshore-Aktien- und -Obligationenfonds. Sie zeigt beispielsweise, dass der durchschnittliche Global-Large-Blend-Fondsmanager eine Underperformance von 187 Basispunkten verzeichnete, während der durchschnittliche europäische Large-Cap-Blend-Fondsmanager eine Underperformance von 184 Basispunkten aufwies.

Obwohl die Betrachtung von Überschussrenditen zusätzliche Einblicke gewährt, möchten wir betonen, dass sie sich mit fortschreitender Anlagedauer dem durchschnittlichen «Cost Drag» aktiver Fonds annähern dürften. Wir erwarten beispielsweise nicht, dass europäische Large-Cap-Blend-Fonds über einen längeren Zeitraum eine Underperformance von 184 Basispunkten aufweisen. Diese Performance-Unterschiede sind höchstwahrscheinlich konjunkturabhängig und dürften auf längere Sicht mit dem durchschnittlichen «Cost Drag» konvergieren.

## Vorteile der Indexierung bei der Portfoliozusammenstellung

Aktive Fondsmanager müssen bei der Zusammenstellung ihres Portfolios von ihrer Benchmark abweichen, um sie zu übertreffen. Dadurch können sich Portfolios in ihrer Zusammensetzung und ihrer Performance sehr deutlich von einem Index unterscheiden. Anleger, die in erster Linie die Markttrendite erzielen oder die Volatilität eines Fonds gegenüber einer Benchmark reduzieren möchten, sollten Indexierung daher in Erwägung ziehen. Historisch haben breite Diversifizierung und konsequente Einhaltung eines Anlagestils dazu beigetragen, konsistentere Renditen im Vergleich zu einer breiten Ziel-Benchmark zu erwirtschaften. Dementsprechend spielen Indexfonds und ETFs beim Portfolioaufbau eine entscheidende Rolle. Indexierung ermöglicht zudem eine bessere Kontrolle der Portfoliorisiken. Wenn man beispielsweise die von einem bestimmten Modell vorgegebene Aktienallokation mit einem sehr konzentrierten Portfolio erreichen will, erzielt man unter Umständen eine Exposition, die zu jedem beliebigen Zeitpunkt sowohl von dem Risiko-Rendite-Profil des Aktienmarktes also auch von den Modellannahmen zur Asset Allocation abweicht.

## Diversifizierung

Indexfonds weisen typischerweise eine höhere Diversifizierung auf als aktive Fonds. Dies ist ein Nebeneffekt der Art der Zusammensetzung dieser Indizes. Mit Ausnahme von Indexfonds, die sehr kleine Marktsegmente nachbilden, müssen die meisten Indexanlagen zur Nachbildung ihrer Indizes eine hohe Anzahl an Wertpapieren halten, egal ob sie diese vollständig oder optimiert replizieren. Die hohe Anzahl an Wertpapieren reduziert das aktienspezifische Risiko und neutralisiert dadurch eine Komponente der Renditevolatilität. Aktiv verwaltete Fonds neigen andererseits dazu, weniger Wertpapiere mit unterschiedlich hohen Renditekorrelationen zu halten.

## Stilkonsistenz

Ein Indexfonds behält seinen Anlagestil stets bei, indem er versucht, einen Index möglichst genau nachzubilden. Anleger, die eine Exponierung gegenüber einem bestimmten Markt suchen und in einen Indexfonds investieren, der diesen Markt nachbildet, können sich einer konsistenten Allokation praktisch sicher sein. Ein aktiver Fondsmanager kann je nach Mandat mehr Freiheiten haben, was zu häufigen Veränderungen des Anlagestils führen kann. Vielen aktiven Fondsmanagern steht die Entscheidung frei, ihre Anlagen durch Small-, Medium- oder Large-Cap-Titel zu variieren und auf das Segment zu setzen, das gerade die beste Performance verspricht. Auch bei Fondsmanagern mit genau definierten Mandaten führt die Entscheidung über die Gewichtung eines Wertpapiers im Vergleich zur Benchmarkgewichtung zu Performance-Unterschieden.

## Fazit

Indexanlagen sind seit ihren Anfängen zu Beginn der 1970er Jahre stark gewachsen, da sie für Investoren ein einfaches und effizientes Instrument zur Anlage in eine Reihe von Märkten und Sub-Anlageklassen darstellen. Die gegenwärtige Beliebtheit sowohl von herkömmlichen als auch börsengehandelten Indexfonds in Europa zeigt das steigende Interesse europäischer Anleger an passiven Strategien. Indexanlagen im Allgemeinen bieten vor allem durch ihre kosteneffiziente Struktur die Chance einer langfristigen Outperformance im Vergleich zur Mehrheit der aktiv verwalteten Fonds. Könnten breit gestreute, aktiv verwaltete Fonds ihre Gebühren und Handelsumsätze so reduzieren wie Indexfonds, würden die Vorteile der Indexierung in erheblichem Umfang schwinden. Im Allgemeinen sind die Kosten bei einem aktiven Fondsmanagement jedoch höher, weshalb Indexfonds einen relativen Performance-Vorsprung haben.

## Bibliographie

Davis, Joseph H., Glenn Sheay, Yesim Tokat und Nelson Wicas, 2007. *Evaluating Small-Cap Active Funds*. Valley Forge, Pa.: Vanguard Investment Counseling & Research, The Vanguard Group.

Ennis, Richard M. und Michael D. Sebastian, 2002. 'The Small-Cap Alpha Myth'. *Journal of Portfolio Management* 28(3): S.11-16.

Evans, Richard E. und Burton G. Malkiel, 1999. *Earn More (Sleep Better): The Index Fund Solution*. New York: Simon & Schuster.

Financial Research Corporation, 2002. *Predicting Mutual Fund Performance II: After the Bear*. Boston: Financial Research Corporation.

Investment Company Institute, o.J., Frequently Asked Questions About Shareholder Response to Market Volatility. Washington, D.C.: Investment Company Institute; <http://www.ici.org/>

Khorana, Ajay, Henri Servaes und Peter Tufano, 2007. *Mutual Fund Fees Around the World*. Cambridge, Mass.: Harvard Business School Finance Working Paper No. 901023, 23.July.

Malkiel, Burton G. und Aleksander Radisich, 2001. 'The Growth of Index Funds and the Pricing of Equity Securities'. *Journal of Portfolio Management* 27: S. 9-21.

Philips, Christopher B., 2011. *The Case for Indexing*. Valley Forge, Pa.: Vanguard Investment Counseling & Research, The Vanguard Group.

Philips, Christopher B. und Francis M. Kinniry Jr., 2009. *The Active-Passive Debate: Market Cyclicity and Leadership Volatility*. Valley Forge, Pa.: Vanguard Investment Counseling & Research, The Vanguard Group.

Ruzicka, Angelique, 2007. 'Retail Passive – Buying the Index'. *funds europe* 53 (May); [http://www.funds-europe.com/index.php?option=com\\_content&task=view&id=8357&Itemid=228](http://www.funds-europe.com/index.php?option=com_content&task=view&id=8357&Itemid=228).

Sharpe, William F., 1991. 'The Arithmetic of Active Management'. *Financial Analysts Journal* 47 (1, Jan./Feb.): S. 7-9.

Waring, M. Barton und Laurence B. Siegel, 2005. 'Debunking Some Myths of Active Management'. *Journal of Investing* (Sommer): S. 20-28.









Nur für professionelle Anleger im Sinne der MiFID. In der Schweiz nur für institutionelle Anleger. Nicht zur öffentlichen Verbreitung bestimmt.

*CFA*® ist eine Marke des CFA Institute.

Die hierin genannten Fonds oder Wertpapiere werden von MSCI weder gesponsert noch unterstützt oder beworben, und MSCI übernimmt keine Haftung in Bezug auf solche Fonds oder Wertpapiere. Für alle derartigen Fonds oder Wertpapiere enthalten der Prospekt oder die Zusätzlichen Angaben eine detailliertere Beschreibung der begrenzten Beziehung von MSCI zu The Vanguard Group und den betreffenden Fonds.