

# Monatsbericht August 2009

Strategiebericht des Fondsmanagers

## Ineffiziente Märkte



In der Theorie des effizienten Marktes wird angenommen, dass Kapitalmärkte insofern effizient sind, als alle relevanten Informationen relativ schnell in die Kurse der Wertpapiere einfließen und alle Marktteilnehmer völlig rational handeln.

In der aktuellen Wirtschaftskrise wird immer intensiver darüber diskutiert und disputiert, ob diese Theorie aufgrund der Erfahrungen der letzten Jahre überhaupt noch haltbar ist. Die Frage nach der Gültigkeit dieser Theorie ist dabei für jeden Investor von grösster Bedeutung, da sie in praktisch jeden Anlageentscheid einfließt. Dass die Marktteilnehmer immer stärker von der Gültigkeit dieser Theorie überzeugt zu sein scheinen, obwohl ihre Schwächen gerade in der aktuellen Krise wieder deutlich sichtbar geworden sind, zeigt sich vor allem an der immer noch rasant und stetig wachsenden Nachfrage nach ETFs. Die Hinwendung vieler Investoren zu passiv gemanagten Fonds hängt dabei mit dem Versagen vieler Fondsmanager zusammen, mit einem aktiven Management den Beweis einer höheren Rendite für ihre Anleger zu erbringen.

Anbieter von ETFs argumentieren genau auf dieser Ebene, wenn sie darauf hinweisen, dass ihre Produkte über einen längeren Betrachtungszeitraum gesehen besser abschneiden als der Durchschnitt der aktiv gemanagten Fonds. Die bessere Performance gegenüber aktiv gemanagten Fonds hänge dabei vor allem mit der eigenen günstigeren Kostenstruktur zusammen, da aktives Fondsmanagement kostenintensiver sei als das passive Nachbilden von einem Index.

## Job kündigen?

Wäre ich von der Theorie des effizienten Marktes überzeugt, so wäre meine Position als Fondsmanager völlig überflüssig, da meine Aufgabe wesentlich darin besteht, die mir anvertrauten Vermögen in aktiver Form zu verwalten, um so mindestens eine Überrendite gegenüber dem Markt zu erwirtschaften.

Da ich jedoch - wie Sie bereits vermuten dürften - von der Theorie des völlig effizienten Marktes nicht gänzlich überzeugt bin, wage ich es, diese Theorie auf theoretischer Ebene und anhand eines praktischen Beispiels zu widerlegen und aufzuzeigen, warum aktives Fondsmanagement gegenüber einer passiven Anlagestrategie überlegen sein kann.

## Theoretische Argumentation

Betrachten wir hierzu das immer wieder aufgeführte Hauptargument gegen aktives Fondsmanagement: Die Performance. Es kann anhand diverser Studien tatsächlich gezeigt werden, dass bei aktiv gemanagten Fonds nur ein geringer Teil langfristig besser abschneidet als deren zugrunde liegende Benchmark. Daraus wird vermeintlich schlüssig der Beweis der Theorie der Kapitalmarkteffizienz abgeleitet. In einem ineffizienten Markt müssten nämlich informierte Fondsmanager es ansonsten schaffen, gegenüber den weniger rationalen Marktteilnehmern und somit auch gegenüber dem gesamten Markt bzw. ETFs besser abzuschneiden. Da dies nicht der Fall ist, sei der Markt folglich nicht ineffizient, also müsse er im Umkehrschluss effizient sein. Diese Art der Argumentation ist jedoch nicht zulässig. Dass viele Fondsmanager es nicht schaffen, den Markt zu schlagen kann auch einfach daher rühren, dass viele von ihnen einfach genauso wenig rational sind wie der Markt selber. Dass in dieser Konstellation keine Outperformance zum Markt erwirtschaftet werden kann und aufgrund der oftmals recht hohen Managementgebühren sogar eine relative Underperformance sehr wahrscheinlich ist, überrascht auf Basis dieser Annahmen nicht. Falls also der Durchschnitt aller aktiven Fondsmanager genauso wenig rational sein sollte wie der Markt, so wäre dies enttäuschend. Darin jedoch einen Beweis für die Richtigkeit der Theorie effizienter Märkte zu erkennen, erfordert sehr viel Mut zur argumentativen Lücke.

## Praktisches Beispiel

Unser Aktienfonds ARVEST GLOBAL STARS wurde im Jahre 2000 aufgesetzt und wird seitdem aktiv verwaltet. Während er seit Lancierung trotz mehrerer Börsencrashes eine absolute Performance von aktuell immerhin 16% aufweist, verlor sein Vergleichsindex, der S&P Global 1200, im gleichen Zeitraum 49.6%. Daraus ergibt sich eine relative Outperformance von +65.6%. In Geldeinheiten ausgedrückt: Wer von Anfang an in unseren Fonds sagen wir 1 Mio. CHF investiert hat, verfügt heute über 1.16 Mio. CHF. Wer stattdessen in einen ETF investierte hat sein Vermögen praktisch halbiert. Diese Outperformance des ARVEST GLOBAL STARS wurde nicht erwirtschaftet, indem höhere Risiken eingegangen wurden. Die Risiken wurden ganz im Gegenteil durch aktive Managemententscheide immer wieder temporär abgebaut, um das Kapital der Anleger vor Verlusten zu schützen.

Diese markante Outperformance bei gleichzeitig tieferem Risikoprofil sollten Grund genug sein, dass wir mit Neugeldern geradezu überschwemmt werden. Dass dies nicht der Fall ist, zeigt mir, dass Märkte mindestens kurz- bis mittelfristig verfügbare Informationen nicht immer effizient verarbeiten. Aber vielleicht hilft dieser Monatsbericht, die Effizienz des Marktes langfristig zu steigern.

30.07.2009  
ARVEST Funds AG,  
Beyzade Han, Fondsmanager