

# Aktiv, passiv oder doch lieber schmuse(n)?

## Sieben Wege zur Analyse der Fondsp(erformance)

Die Positionen sind klar abgesteckt, und der Streit wird teilweise heftig geführt. Anhänger von „aktiv“ gemanagten Fonds verweisen auf den Mehrwert, den gute Fondsmanager ihrer Meinung nach für Anleger erwirtschaften. Anhänger von „passiven“ ETF-Strategien verweisen auf Studien von Nobelpreisträgern, Ratingagenturen und Indexanbietern, die die günstigere Kostenstruktur der „passiven“ Fonds hervorheben. Gemäß den Studien kann kaum jemand „langfristig den Markt schlagen – oder wie es der „Erfinder“ der Indexfonds John C. Bogle einmal formulierte: „Kluge Investoren versuchen nicht, den Markt zu schlagen, sie kaufen langfristig Indexfonds und diversifizieren“.

Für die folgenden Betrachtungen halten wir es für hilfreich, den beiden Kategorien „aktiv“ und „passiv“ noch eine dritte Kategorie hinzuzufügen, den „aktiven Indexschmuser“. Er macht in der von der Zeitschrift „Capital“ und dem Greiff Research Institute im Juli 2021 veröffentlichten Studie<sup>1</sup> einen Großteil aller zugelassenen Fonds aus. Allerdings – so die Studie – braucht den Indexschmuser „heute kein Mensch mehr“<sup>2</sup>. Bei den folgenden Überlegungen beschränken wir uns deshalb bei den „aktiv“ gemanagten Fonds auf diejenigen, die nachweislich „aktiv“ gemanagt werden.

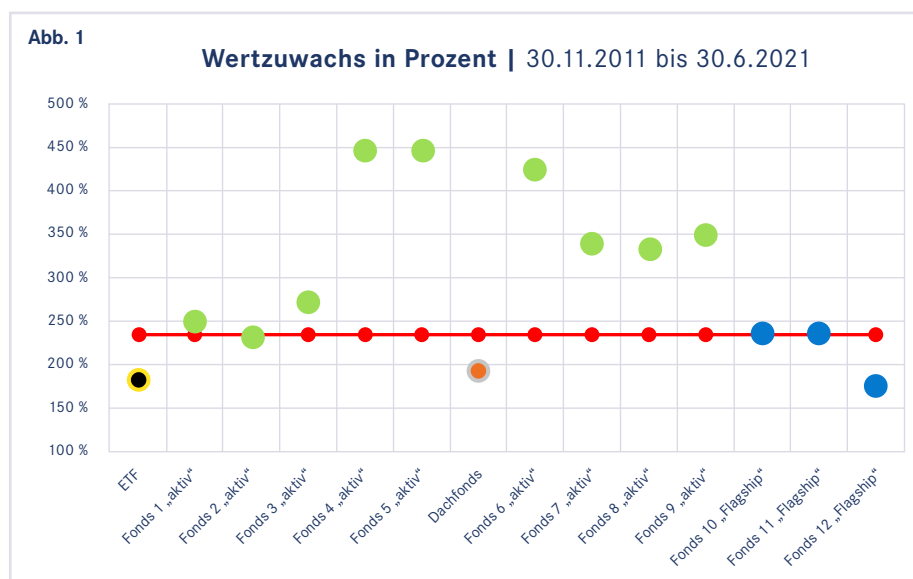
Wir vertreten dabei die Hypothese, dass die jeweilige „Messmethode“ starken Einfluss darauf haben kann, wie ein Fonds im Vergleich zur Benchmark (Index/ETF/(anderer) „aktiver“ Fonds) abschneidet. Für unsere Untersuchungen haben wir beispielhaft verschiedene Fonds nach unterschiedlichen Kriterien miteinander verglichen und an der Benchmark MSCI World AC (TRN) gemessen. Neun „aktiv“ gemanagte Aktienfonds „Welt“, ein aktiv gemanagter Dachfonds „Welt“ mit einem ETF<sup>3</sup> sowie drei „Flagship-Fonds“ großer Fondsgesellschaften der deutschen Bankenszene DWS, Union und Deka. Betrachtungszeitraum war jeweils vom 30. November 2011<sup>4</sup> bis zum 30. Juni 2021.

Unser Fokus lag auf dem Wertzuwachs, den ein Anleger nach Abzug von Kosten (ohne Depotgebühren) mit dem jeweiligen Fonds in seinem Depot erzielt hätte. Bei den „aktiven“ Fonds wurde unterstellt, dass sie ohne Ausgabeaufschlag gekauft wurden, weil das bei einem Kauf über die Economia immer so ist.

In den folgenden Charts ist die Index-Benchmark als Linie mit rotem Punkt ● abgebildet, der ETF als schwarzer Kreis mit gelbem Rand ●, die neun „aktiven“ Aktienfonds als grüne Punkte ●, der Dachfonds als oranger Punkt mit grauem Rand ● und „Flagship-Fonds“ als blauer Punkt ●.

### 1. Vergleichskriterium: Absoluter Wertzuwachs über maximalen Vergleichszeitraum<sup>5</sup>

Hier ist das Bild eindeutig. Alle „aktiven“ Fonds liefern über die gesamte Laufzeit gesehen einen (deutlichen) Mehrwert im Vergleich zum ETF, auch der Dachfonds. Neun von zehn der aktiven Fonds übertrafen selbst die völlig kostenfreie Index-Benchmark. Der ETF lag naturgemäß deutlich unter der Index-Benchmark. Die „Flagship-Fonds“ der DWS und Union erreichten die Benchmark. Mit Abstand am schlechtesten performte der „Flagship-Fonds“ der Deka.



Diese „Von-Beginn-an“-Vergleiche sind für einen Anleger leider wenig aussagekräftig, denn wer hat schon in genau diesem Zeitraum investiert?

### 2. Vergleichskriterium: Wertzuwachs über 1-/3-/5 Jahre<sup>6</sup>:

Etwas praxisrelevanter und sehr häufig zu finden, ist die Betrachtung des Wertzuwachses über die letzten x-Jahre hinweg – häufig werden drei Perioden dargestellt. Interessant dabei ist, dass ein ETF offensichtlich auch in der Lage sein kann, seine Index-Benchmark kurzfristig zu übertreffen.

Im Vergleichszeitraum zwölf Monate lagen der ETF sowie vier der „aktiven“ Fonds über der Index-Benchmark. Beim Betrachtungszeitraum drei Jahre waren es schon acht „aktive“ Fonds, die den Index übertrafen. In den letzten 60 Monaten lagen alle „aktiven“ Aktienfonds über dem Index. Bei den „Flagship-Fonds“ lagen DWS und Union in der Nähe des Index, während der Deka-Fonds bis auf die letzten zwölf Monate wieder das Schlusslicht bildet.

Auffällig ist: je länger der Betrachtungszeitraum, desto größer die Bandbreite der Ergebnisse.

In der folgenden Abbildung ist die Index-Benchmark als rote Linie eingetragen.

<sup>1</sup> „Capital“, 07/2021, S. 104

<sup>2</sup> „Capital“, 07/2021, S. 104

<sup>3</sup> SPDR MSCI ACWI ETF ISIN: IE00B44Z5B48

<sup>4</sup> Auflegedatum des jüngsten betrachteten Fonds Morgan Stanley Global Opportunities

<sup>5</sup> Maßgeblich ist jeweils das Auflegedatum des „jüngeren“ Fonds – 20.1.2011 – bis 30.6.2021

<sup>6</sup> Der Wertzuwachs über die letzten 10 Jahre war mangels verfügbarer Daten des ETF und einiger der „aktiven“ Fonds nicht darstellbar.

Nun ist die Auswahl einer oder mehrerer solcher „Halteperioden“ willkürlich und das Ergebnis unter Umständen stark beeinflusst vom „Einstiegszeitpunkt“. Außerdem sieht ein Fonds, der in den letzten zwölf Monaten sehr stark performte (wenn er vorher nicht ganz lausig war) beim absoluten Wertzuwachs wie ein Outperformer aus, auch wenn er in den Jahren davor eher ein Underperformer war.

**3. Vergleichskriterium: Wertzuwachs bis heute**

Ergänzende Informationen erhält man, wenn man jeden möglichen Einstiegszeitpunkt (bei Halteperiode „bis heute“) betrachtet. Hier wird für jeden Investitionszeitpunkt ermittelt, ob der Fonds bei einer Halteperiode „bis heute“ eine Outperformance zum Index erzielt hat. Über die jeweilige Höhe der Outperformance wird dabei keine Aussage getroffen.

Acht der zehn „aktiven“ Aktienfonds performten signifikant häufig über dem Index. Einer hielt sich mit dem Index die Waage. Selbst der ETF hätte in etwas mehr als der Hälfte aller Fälle seinen Index outperformt. Bei den Flagship-Fonds schaffte es nur der Union-Fonds, den Index regelmäßig zu schlagen. Auffallend schlecht sieht bei dieser Betrachtung der Dachfonds aus.

Aber wie wären Anleger gefahren, die das Investment schon vor einiger Zeit wieder verkauft hätten? Um hierauf eine Antwort zu erhalten, wird bei vielen Vergleichen von Zeitschriften und Ratingagenturen die Performance deshalb auf Kalenderjahresbasis verglichen.

Bei vielen Vergleichen von Zeitschriften und Ratingagenturen wird deshalb die Performance auf Kalenderjahresbasis verglichen. Bei dem von uns untersuchten Zeitrahmen gab es neun komplette Kalenderjahresperioden.

**4. Vergleichskriterium: Wertzuwachs pro Kalenderjahr über alle vollständigen Kalenderjahre**

Bei dem von uns untersuchten Zeitrahmen gab es neun komplette Kalenderjahresperioden. Während Fonds Nr. 27 und 11<sup>8</sup> in mehr als 90 % aller Fälle bei Haltedauer „bis

Abb. 2

**Wertzuwachs in Prozent**  
letzte 12/36/60 Monate

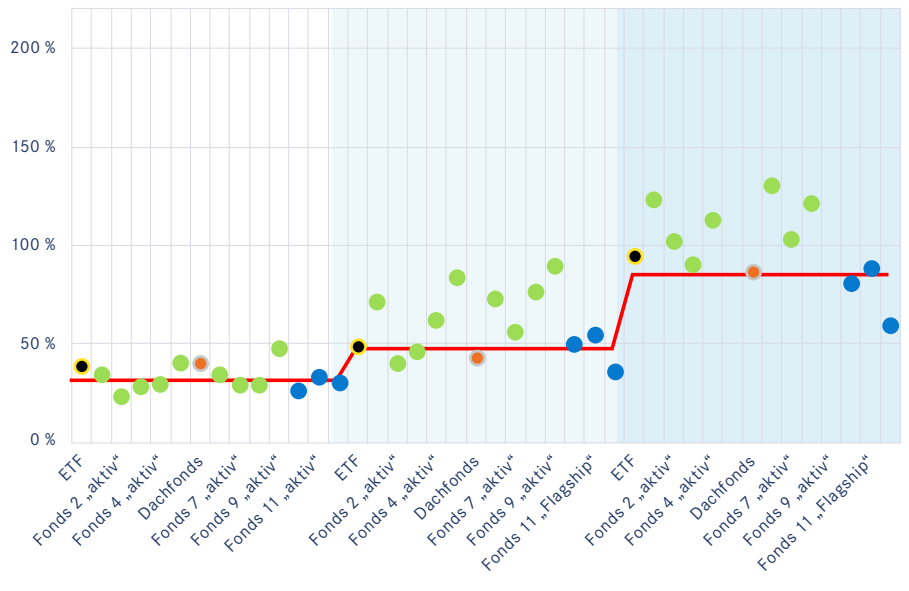
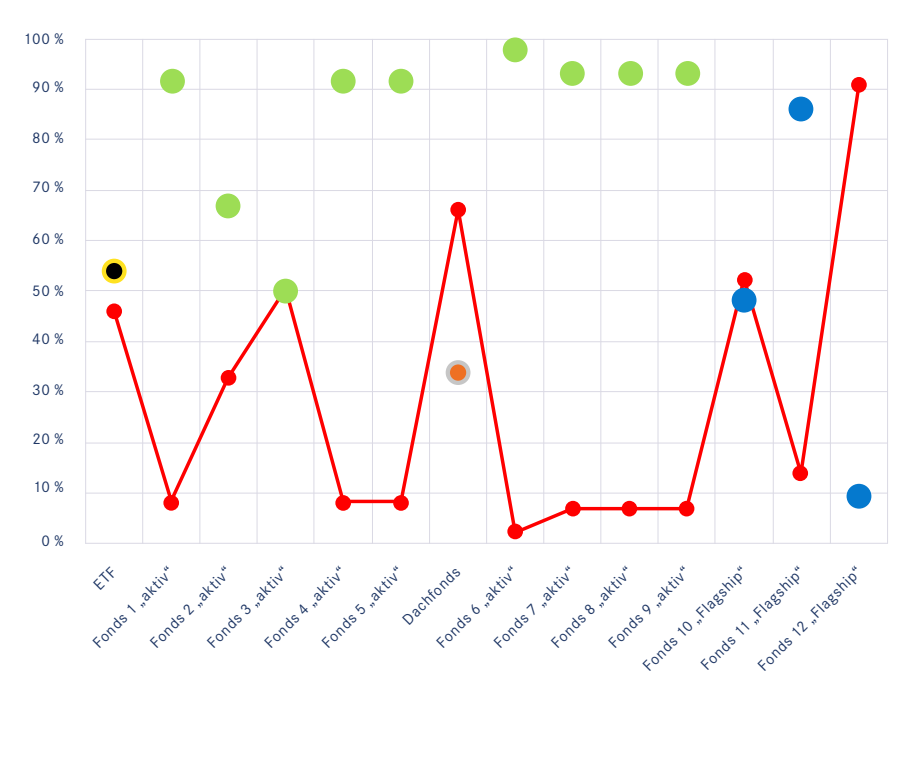


Abb. 3

**Anlageperioden mit besserer Performance (in %)**  
jeder mögliche Investitionszeitpunkt bis „heute“



<sup>7</sup> AB Global Sustainable Themes, WKN A0JMHT

<sup>8</sup> T. Rowe Price Global Foc. Growth, WKN 541554

heute“ den Index übertrafen, sind sie auf der Basis einer kalenderjährlichen Betrachtung Underperformer. Aber wie realistisch ist diese Betrachtung für echte Anleger?

Kaum jemand wird sein Investment genau auf die Periode 1. Januar bis 31. Dezember eines Jahres legen. Selbst wenn ein potentieller Investor ausschließlich eine Ein-Jahres-Periode betrachten möchte, können andere Investitionszeitpunkte innerhalb eines Jahres zu anderen Ergebnissen führen.

**5. Vergleichskriterium: rollierende Ein-, Drei- und Fünf-Jahres-Zeiträume**

Das zeigt der Vergleich von rollierenden Ein-Jahres-Ergebnissen. Dabei wird für jeden möglichen Investitionstermin ermittelt, welchen Wertzuwachs der Fonds/die Benchmark innerhalb eines Jahres erzielt. Dieser Wertzuwachs wird als Punkt in einem Diagramm dargestellt. Am Beispiel von Fonds Nr. 8 „aktiv“<sup>9</sup> werden im Zeitraum vom 30. November 2011 bis 30. Juni 2021 insgesamt 3.135 Datenpunkte (= Ein-Jahres-Perioden) eingetragen, die aneinandergereiht eine Linie ergeben (Abb. 5):

Abb. 4

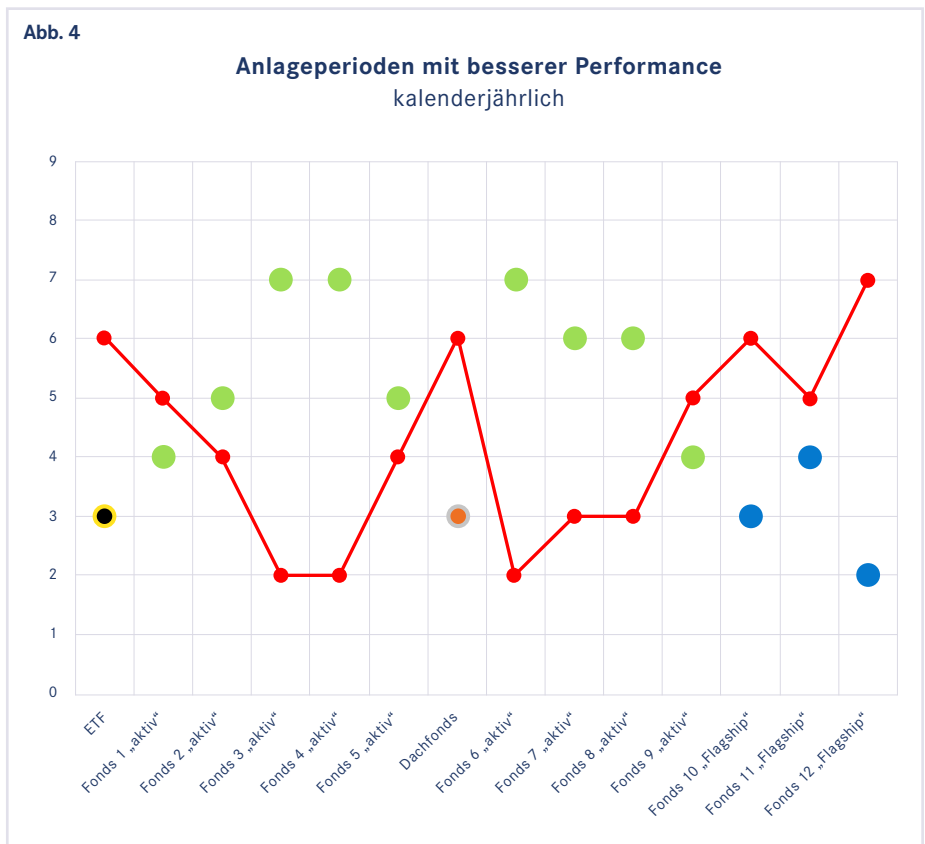
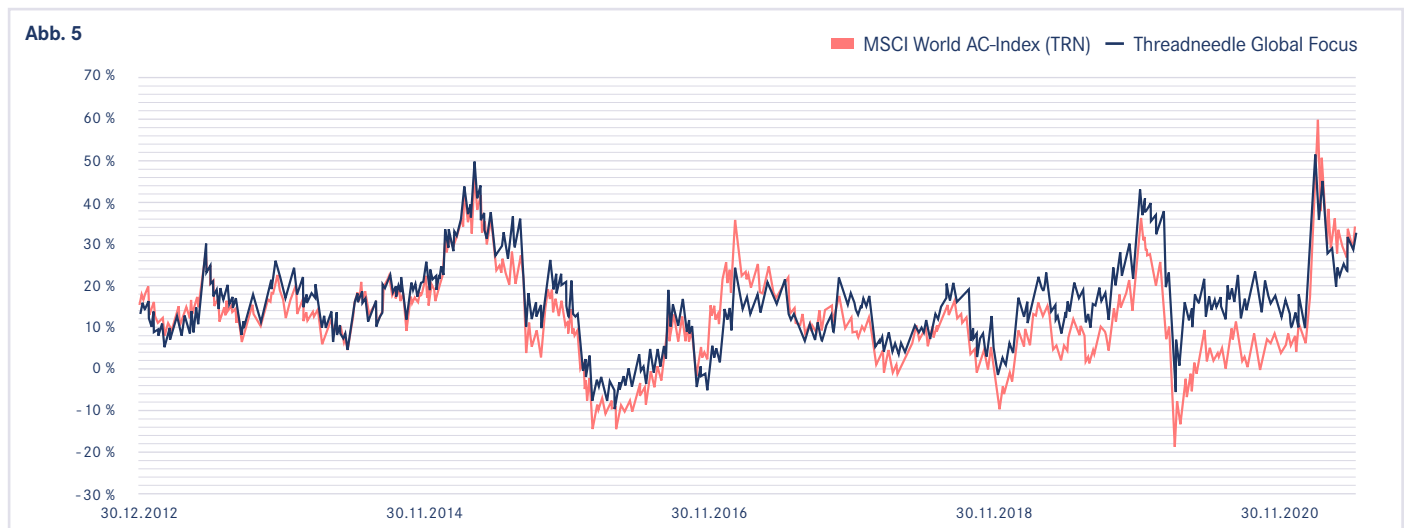


Abb. 5



Vergleicht man für jede mögliche Ein-Jahres-Periode den Fonds mit seiner Benchmark, kann man ermitteln, in wie viel Prozent aller Fälle der Fonds über der Benchmark lag. Die Charts mit den rollierenden Anlagezeiträumen liefern darüber hinaus noch weitere wichtige Informationen. Am Beispiel von Abb. 5 kann man sehen, dass der maximale Ein-Jahres-Verlust der Index-Benchmark doppelt so hoch war wie beim „Aktiv“-Fonds. Bei den rollierenden Ein-Jahres-Zeiträumen kreuzen sich die Kurven

von Fonds und Benchmark oft. Bei rollierenden Drei-Jahreszeiträumen schon seltener und noch seltener bei Fünf- und Zehn-Jahres-Zeiträumen. Das zeigt, dass es sich lohnt, gute Fonds länger zu halten und nicht gleich zu verkaufen, wenn sie einmal in einem Zeitfenster hinter dem Markt laufen.

Die Grafik zeigt, dass alle „aktiven“ Aktienfonds sowie der Fonds 10 „Flagship“ (DWS) im Ein-Jahres-Bereich häufiger den Index

<sup>9</sup> Threadneedle Global Focused

Abb. 6

**Prozentualer Anteil an rollierenden 1-, 3- oder 5-Jahres-Perioden mit Outperformance von Fonds bzw. Index-Benchmark**

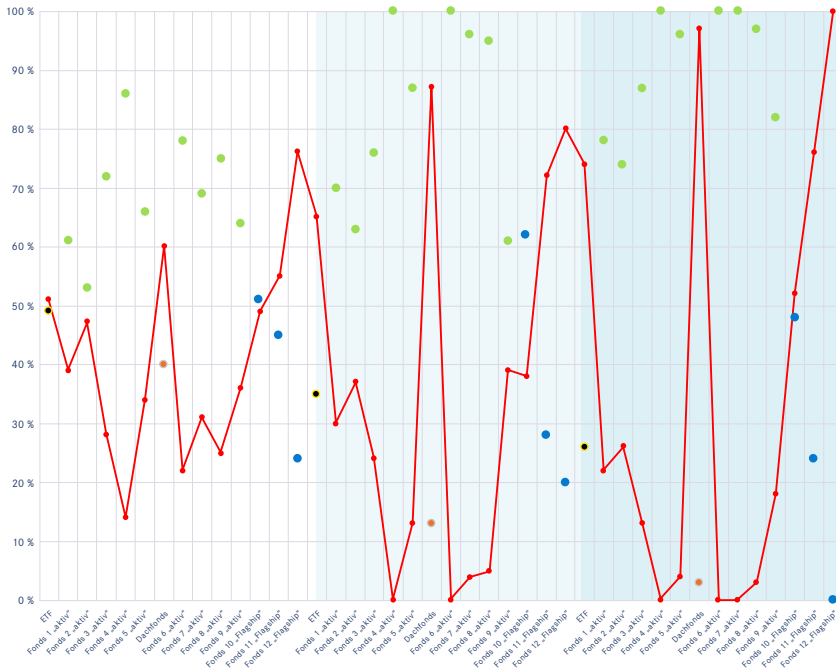


Abb. 7

**prozentualer Anteil der Tage mit positivem Tagesergebnis**

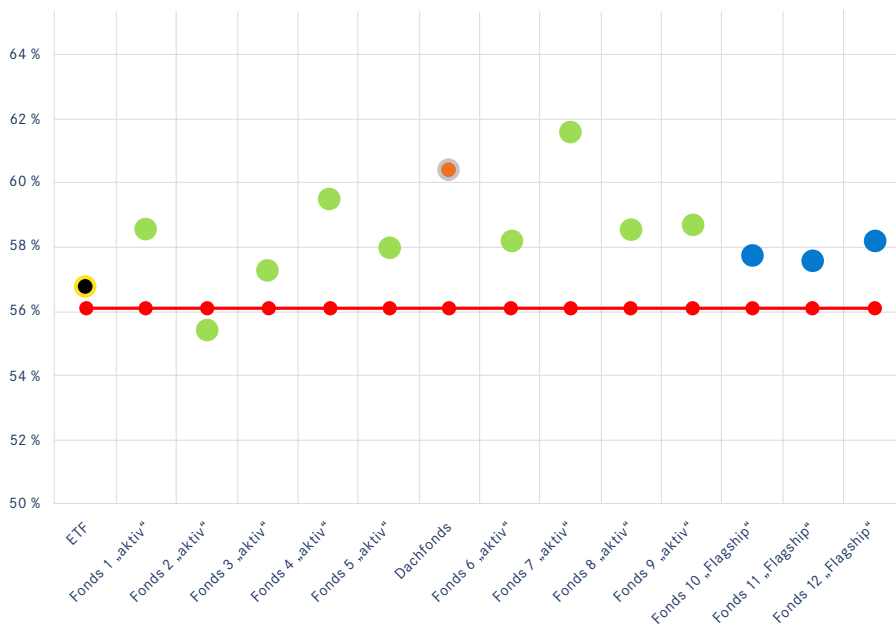
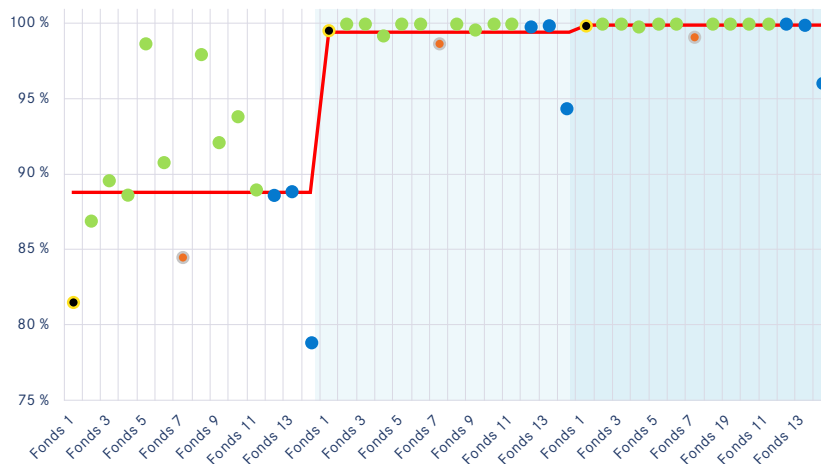


Abb. 8

**Anlagenperioden mit positivem Ergebnis**  
Rollierende 1-, 3-, 5-Jahres-Zeiträume



Aktiv, passiv oder doch lieber schmusen?

schlugen als umgekehrt. Der ETF schaffte es naturgemäß in weniger als der Hälfte der Fälle den Index zu schlagen, ebenso der Dachfonds und die „Flagship-Fonds“ der Union und der Deka. Das Schlusslicht bildet einmal mehr der Deka-Fonds.

Werden rollierende Drei- und Fünf-Jahres-Zeiträume betrachtet, verbessert sich die Outperformance-Quote der „aktiven“ Aktienfonds signifikant. Oder wie es die Investorenlegende Charlie Munger einmal formulierte: „Das große Geld liegt nicht im Kauf oder Verkauf, sondern im Warten.“

Obwohl der Vergleich von taggenau rollierenden Anlagezeiträumen sicherlich den präzisesten Vergleich von Fonds und Benchmark ermöglicht, wird diese Methode nur sehr selten angewandt. Das kann daran liegen, dass sie sehr aufwändig ist. Es kann aber auch daran liegen, dass bei dieser Analysemethode am wenigsten geschönt werden kann.

„Den Index schlagen“ kann aber auch heißen „hat nur weniger Verlust erwirtschaftet.“ Deshalb kann es sinnvoll sein, an dieser Stelle gleich mit zu untersuchen, wie oft das Ein-, Drei-, Fünf-Jahres-Ergebnis positiv war.

**6. Analyse Kriterium:**  
**Anzahl der Tage / Perioden mit positivem Ergebnis bei rollierenden Anlagezeiträumen**

Vergleicht man den prozentualen Anteil der Tage mit positivem Tagesergebnis, so stellt man fest, dass sich dieser in einem relativ engen Korridor von 55 % bis knapp 62 % bewegt – und zwar über alle Fonds und die Index-Benchmark hinweg.

Sobald man aber den Anlagezeitraum verlängert, erhöht sich spürbar auch der prozentuale Anteil der positiven Ergebnisse.

Während in der Ein-Jahres-Betrachtung die Bandbreite (von 79 % bis 98 % aller Fälle) der positiven Jahresergebnisse noch relativ stark schwankt, steigt der Anteil der positiven Periodenergebnisse bei den Drei- und Fünf-Jahres-Zeiträumen in die 100%-Region. Der einzige Ausreißer ist jeweils der „Flagship-Fonds“ Nr. 3. In der Grafik ist die Index-Benchmark mit roter Linie eingezeichnet.

Abb. 9 MSCI World AC-Index (TRN) — DWS Akkumala

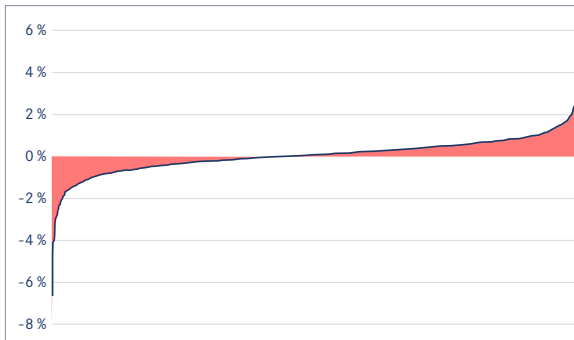


Abb. 10 MSCI World AC-Index (TRN) — Sauren Global Growth

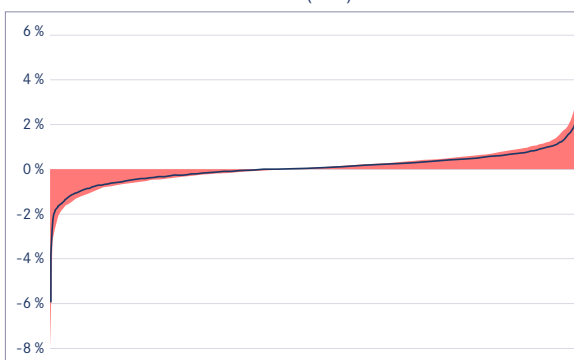


Abb. 11 MSCI World AC-Index (TRN) — Siemens Global Growth

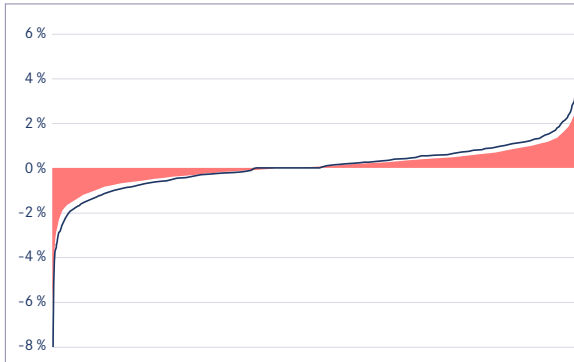


Abb. 12 MSCI World AC-Index (TRN) — SPDR MSCI ACWI ETF



**Herausgeber:** Wolfgang Spang | Economia Vermögensberatungs- und Beteiligungs-GmbH | Schickstraße 9 | 70182 Stuttgart | Texte: Wolfgang Spang, wenn nicht anders angegeben | Redaktion & Gestaltung: heudorf.com | **Apropos:** Haben Sie Freunde, Bekannte oder Kollegen, die sich für diese Themen interessieren? Gerne senden wir auch ihnen unseren Newsletter. Schreiben Sie uns: [spang@economia-s.de](mailto:spang@economia-s.de)

## 7. Analysekriterium: Verteilung der Tagesergebnisse

Werden die Tagesrenditen in aufsteigender Reihenfolge in einen Chart eingetragen, können sich ebenfalls interessante Erkenntnisse ergeben. Dabei kristallisieren sich verschiedene Typen von Verteilungskurven heraus:

- Abb. 9: Der „indexnahe“-Fonds: Die Renditeverteilungskurven von Fonds und Benchmark liegen praktisch aufeinander. Dieses Bild würde man eigentlich beim ETF erwarten, es ist aber typisch für die „Flagship-Fonds“.
- Abb. 10: Der „defensive“ Aktiv-Fonds: Die Kurve zeigt, dass der Fonds in schlechten Zeiten weniger stark fällt als die Benchmark, dafür aber in guten Zeiten hinter der Benchmark läuft. Bei insgesamt mehr Tagen mit positivem Ergebnis (Analysekriterium 6) kann auch das eine langfristige Outperformance mit weniger Stress für den Anleger bedeuten.
- Abb. 11: Der „mutige“ Aktiv-Fonds: Die Kurve zeigt, dass dieser Typ in schlechten Zeiten tendenziell mehr verliert als die Benchmark, dafür an guten Tagen aber regelmäßig die Benchmark outpermt. Da die guten Tage häufiger sind als die Minustage, performt dieser Fondstyp regelmäßig besser als die Benchmark.
- Der Fondstyp „Anlegertraum“ weist deutlich mehr positive Tage auf als die Benchmark – an schlechten Tagen verliert er weniger und an guten Tagen gewinnt er mehr als die Benchmark. Diesen Fondstyp haben wir bei unseren Analysen bisher noch nicht angetroffen.

Erstaunlicherweise liegen zumindest bei zwei der für diesen Artikel untersuchten „Flagship-Fonds“ die Verteilungskurven der Fonds näher am Index als beim ETF, bei dem die Kurve wie Abb. 12 aussieht:

### Fazit:

- Offensichtlich unterscheiden sich die Performance-Ergebnisse von Fonds im gleichen Anlagesegment über längere Anlagedauern gesehen durchaus spürbar. (siehe Abb. 1).
- Die alleinige Betrachtung der letzten 12, 36 bzw. 60 Monate hat wenig Aussagekraft. Das zeigt z. B. Abb. 2 nach der der ETF besser oder gleich wie seine Index-Benchmark abschneidet. Abb. 1 hingegen macht deutlich, dass die Langfristperformance deutlich unter der Benchmark liegt.
- Abb. 3 zeigt klar, dass manchmal der zufällige Kaufzeitpunkt darüber entscheidet, ob ein Fonds eine Index-Benchmark in einem definierten Zeitfenster schlägt.
- Alle Vergleiche, die von festen Startpunkten oder Endpunkten ausgehen, sind mit Vorsicht zu genießen. Sie fokussieren nur eine von vielen möglichen Investitionsperioden und sind maßgeblich beeinflusst von der Fonds-/Benchmark-Performance im ersten bzw. letzten Drittel der Anlageperiode.
- Das genaueste Bild von der relativen Performance eines Fonds erhält man bei der Analyse von rollierenden Anlagezeiträumen.
- Es ist sehr wohl möglich (sogar regelmäßig und in einer Mehrzahl von Fällen), einen ETF bzw. eine Index-Benchmark mit „aktiven“ Fonds zu schlagen – trotz der höheren Kosten. Allerdings schafft es auch eine Index-Benchmark nicht immer und nicht in jeder Anlageperiode einen „aktiven“ Fonds zu schlagen – selbst wenn dieser dauerhaft leistungsschwach ist wie z. B. der Fonds 12 aus der Kategorie „Flagship“.
- Das genaueste Bild von den Performance-Qualitäten eines Fonds ergibt die Kombination von Analysekriterien.