



Konjunktur und Strategie

23. Juli 2026

Ein Herz für aktives Asset Management!

Die letzten Jahre waren für aktive Asset Manager nicht vergnügungssteuerpflichtig. Die Zuflüsse in passive ETFs, die marktkapitalisierungsgewichtete Indizes abbilden, waren gewaltig, und immer weniger Fonds ist es gelungen, ihre jeweiligen Benchmarks und die daran gekoppelten ETFs zu schlagen. Das hinterlässt logischerweise Spuren im Absatz von aktiven Fonds; so ist es vermutlich keine Überraschung, dass im Jahr 2026 in Deutschland der Vertrieb von aktiv gemanagten Fonds bisher so wenig erfolgreich war wie selten zuvor.

Im ersten Quartal 2026 wurden beispielweise für knapp 19 Mrd. Euro Aktien-ETFs in Deutschland verkauft, aber nur 0,7 Mrd. Euro bei aktiven Aktienfonds. Aktive Ansätze im Mantel klassischer Publikumsfonds sind inzwischen fast schon exotisch geworden, und selbst sehr große institutionelle Investoren mit einem langen Investmenthorizont investieren zunehmend nur noch in passive Investmentstrukturen. Jüngere Anleger besitzen nicht selten Depots, in denen kein einziger aktiver Fonds zu finden ist. Und selbst in den Hörsälen verbreiten Finance-Professoren die Empfehlung, nur in passive Fonds zu investieren, da der Markt effizient sei und sich Selektion ohnehin nicht mehr auszahle.

Bestätigt wird diese These scheinbar zunehmend durch die immer geringer werdende Anzahl an Fonds, die tatsächlich eine nachhaltige Outperformance gegenüber ihrer Benchmark erzielen. Sucht man beispielsweise nach

Fonds, die auch noch nach zehn Jahren einen hohen Information Ratio (Outperformance geteilt durch Volatilität der Outperformance) aufweisen, dann wird die Luft in der Tat sehr dünn.

Doch ist das tatsächlich der Beweis für die strukturelle Überlegenheit passiver Ansätze? Leiden alle aktiven Manager, die an ihrem Handwerk festhalten, an krankhafter Selbstüberschätzung? Oder gar an Starrsinnigkeit?

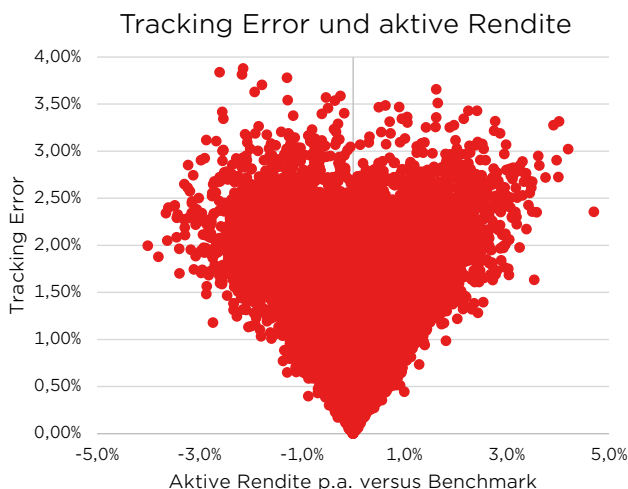
Simulationen aktiver Strategien

Wir sind der Frage auf den Grund gegangen, indem wir aktive Portfoliostrukturen und damit tatsächliche Möglichkeitenräume simuliert haben, die exakt so in der Vergangenheit hätten existieren können. Solche Simulationen sind inhaltlich wertvoller als tatsächliche aktive Portfoliostrukturen, da Portfoliomanager theoretisch kollektiv ähnliche Fehler machen könnten, was zu Verzerrungen führt und den theoretisch vorstellbaren Möglichkeitenraum des aktiven Managements einschränken würde.

Unsere Methode und Vorgehensweise sah daher wie folgt aus: Wir haben uns in das Jahr 2023 begeben und eine Liste der jeweils größten 600 börsennotierten Unternehmen für Nordamerika, Europa, Asien und die Schwellenländer erstellt. Wir sind bewusst im Jahr 2023 gestartet, da in den letzten drei Jahren eine Outperformance von Indizes scheinbar fast unmöglich geworden war; wir haben uns also empirisch quasi in das Armageddon des aktiven Managements begeben. In einem zweiten Schritt

wurden dann per Zufallsgenerator Gewichtungsstrukturen festgelegt, wobei der Anker für die zufallsgewichtete Abweichung immer die freefloatbasierte Marktkapitalisierung (d. h. die Marktkapitalisierung auf Basis der frei handelbaren Aktien) war. Ab diesem Moment wurde das Portfolio bis Ende Juni 2026 laufengelassen. Aktien, die sich überproportional gut entwickelten, legten dementsprechend an Gewicht zu, während die Underperformer an Gewicht verloren – ganz genauso wie in einem „normalen“ Portfolio ohne Rebalancing. Diese Übung führten wir 10.000-mal durch und generierten damit 10.000 Portfolios mit üblicherweise etwa 1.000 bis 2.000 Aktien, die exakt alle genauso hätten existieren können. Die Ergebnisse konnten wir dann mit einem passiven Portfolio wie in einem ganz klassischen passiven ETF vergleichen, das 2023 exakt mit Gewichten auf Basis der damaligen Marktkapitalisierung (korrigiert um den Anteil der frei handelbaren Aktien, genau wie in einer Indexkonstruktion) gestartet war.

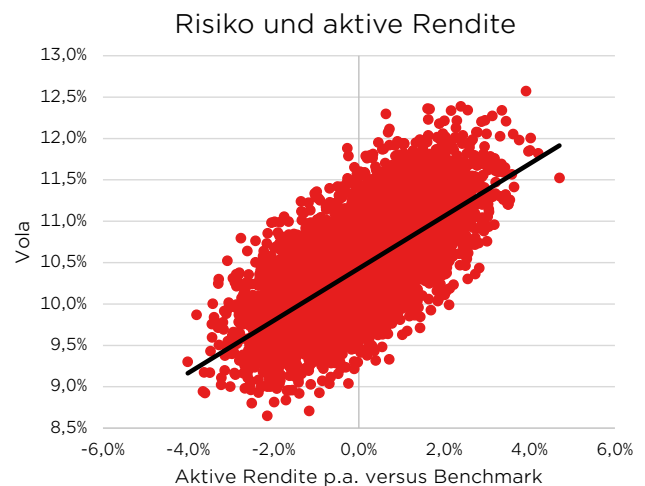
Das Ergebnis hat selbst uns überrascht. Denn es zeigt sich, dass eine Outperformance jederzeit möglich gewesen wäre. Ziemlich genau 50 Prozent der Portfolios haben die Benchmark geschlagen, 50 Prozent haben es nicht geschafft. Der Umfang der Abweichung von der Benchmark war eine Funktion des Tracking-Errors zur Benchmark, was auch theoretisch vollkommen logisch ist. Dass die Verteilung der Kombinationen aus aktiver Rendite und Tracking-Error in etwa einer Herzform entspricht, hätten wir zwar nicht erwartet, ist aber ebenfalls nachvollziehbar.



Darüber hinaus zeigte sich ein fast lehrbuchartiger Zusammenhang zwischen aktiver Rendite und absolutem

Risiko. So war eine Outperformance der Benchmark deutlich wahrscheinlicher, wenn man eine Portfoliostruktur mit einem höheren Risiko wählte. Es existierte also kein Free Lunch, sondern man musste in den letzten drei Jahren für die Outperformance einen Preis in Form eines höheren Risikos bezahlen.

So weit, so gut. Aber wie kann es sein, dass in den letzten Jahren kaum ein aktiver Fondsmanager diesen Weg eingeschlagen hat? Warum gingen ziemlich genau 50 Prozent aller möglichen Portfoliostrukturen mit einer Outperformance der Benchmark einher, aber warum haben es geschätzt 90 Prozent der Portfoliomanager nicht geschafft, Portfolios aus der „besseren Hälfte“ auszuwählen? Ein Teil der Erklärung betrifft die Kostenseite. Während die Benchmark ohne Kosten auskommt, lässt sich aktives (und selbst passives) Investieren in der realen Welt nie ohne Kosten darstellen.



Daher liegt der Erwartungswert für die Outperformance nach Kosten vielleicht eher bei 30 Prozent und nicht bei 50 Prozent. Aber auch dann ergibt sich noch eine gewaltige Diskrepanz zwischen dem, was möglich gewesen wäre, und dem, was empirisch im Bereich des aktiven Managements beobachtet werden konnte. Und so stellt sich weiter die Frage: Welche kollektive Verzerrung und Fehleinschätzung hat offensichtlich weltweit bei aktiven Portfoliomanagern stattgefunden?

Was ist schiefgelaufen bei aktiven Managern?

Eine naheliegende Antwort lautet: Viele aktive Manager waren nach klassischen Regeln vernünftig diversifiziert,

aber eben vielleicht schon „zu viel“ davon. Wer nach Kurszuwächsen regelmäßig Gewinne mitnahm, vermeintlich günstigere Titel zukaufte und Positionsgrößen begrenzte, verkaufte in einem von wenigen strukturellen Gewinnern dominierten Markt systematisch die richtige Seite des Portfolios. Das war aus Sicht der Risikosteuerung nachvollziehbar, aus Sicht der Rendite aber nachteilig. Denn der Index rebalanciert nicht zurück: Erfolgreiche Unternehmen werden automatisch immer größer. Ein aktiver Manager, der aus Diversifikationsgründen bei solchen Aktien untergewichtet bleibt, setzt damit permanent auf eine Umkehr, die in den vergangenen Jahren häufig nicht beobachtet werden konnte.

Die wissenschaftliche Literatur liefert dafür mehrere Begründungsansätze. Die Momentum-Forschung zeigt seit Jegadeesh und Titman, dass Gewinner über mittlere Horizonte häufiger Gewinner bleiben, als es ein naives Zufallsmodell erwarten ließe. Bessembinder dokumentiert zudem, dass die langfristige Vermögensschöpfung am Aktienmarkt extrem schief verteilt ist und von sehr wenigen Unternehmen getragen wird. Daraus folgt nicht, dass Konzentration automatisch überlegen ist. Es folgt aber, dass das vorschnelle Kappen von Gewinnern besonders kostspielig sein kann. Hinzu kommt: Benchmark-, Tracking-Error- und Gewichtslimite können Portfolios ökonomisch verzerren. Neuere Arbeiten zeigen sogar, dass diversifikationsgetriebenes Rebalancing institutionelle Anleger dazu veranlasst, immer wieder große Gewinner zu früh zu verkaufen und Mega-Caps damit strukturell unterzugewichten.

Vielleicht lag die eigentliche Fehleinschätzung deshalb weniger in der Aktienausswahl als in der Portfolioarchitektur. Stockpicker suchten nach dem nächsten Gewinner, obwohl der alte Gewinner noch lange nicht zum alten Eisen gehörte. Gerade in der Plattformökonomie können Netzwerkeffekte, Datenvorsprünge, Skaleneffekte und hohe Wechselkosten dazu führen, dass Marktanteile, Margen und Kapitalrenditen erstaunlich persistent bleiben. In einem stabilen Regime mit niedrigen Finanzierungskosten, global skalierbaren Geschäftsmodellen und begrenzter kartellrechtlicher Gegenwehr kann ein informationseffizientes Portfolio daher zeitweise sogar konzentrierter sein als der kapitalisierungsgewichtete Index.

Das klingt paradox, ist aber in letzter Konsequenz schlüssig: Wenn das Marktportfolio durch Anlagegrenzen und

institutionelle Rebalancing-Regeln künstlich diversifiziert wird, muss ein aktives Portfolio nicht noch stärker diversifizieren, sondern tatsächlich die wenigen dauerhaften Gewinner stärker gewichten.

Selbstredend sollte man das Risiko dieser Vorgehensweise nicht ignorieren. Denn Momentum bricht typischerweise nicht langsam zusammen, sondern abrupt. Die oben beschriebene Logik endet, wenn technologische Führerschaft erodiert, Regulierung Netzwerkeffekte begrenzt, Kapitalrenditen durch neuen Wettbewerb sinken oder hohe Bewertungen nur noch durch immer optimistischere Annahmen zu rechtfertigen sind. Auch ein Wechsel des Inflations- und Zinsregimes kann einige Aktien und teilweise sogar ganze Sektoren empfindlich treffen. Wir gehen zudem davon aus, dass in den kommenden Jahren Verwerfungen aufgrund geopolitischer Einflussfaktoren und resilienter zu gestaltender Lieferketten eine Disruption des noch bestehenden Marktregimes wahrscheinlicher machen könnten. Momentum ist daher nicht zwingend der einzige Schlüssel zum Erfolg. Entscheidend ist daher nicht, große Gewinner mechanisch und unreflektiert immer weiter aufzustocken, sondern zwischen kursgetriebener Größe und fundamental hinterlegter Bedeutung zu unterscheiden. Solange Gewinnrevisionen, freie Cashflows, Kapitalrenditen und Marktanteile die Kursentwicklung hinreichend bestätigen, sollte aber die Beweislast nicht beim Halten, sondern beim Verkaufen liegen. Das wäre dann auch die eigentliche Chance des aktiven Managements. Es sollte nicht darum gehen, den Index aus Prinzip anders zu bauen, sondern dort konzentriert abzuweichen, wo Informationen und Überzeugung dies rechtfertigen. Ansonsten sollte dem Markt einfach die Demut entgegengebracht werden, Gewinner laufen zu lassen. Ein Herz für aktives Asset Management bedeutet aus unserer Sicht schlussendlich, ein Herz für Entscheidungen zu haben, die einer ökonomischen Logik folgen, auch wenn man bei den resultierenden Portfoliostrukturen angesichts der Gewichte für Einzelaktien, Sektoren und Länder ein leichtes Bauchgrummeln bekommt. Und weil dazu immer auch etwas Mut gehört, gilt unser Herz den Portfoliomanagern, die diesen Mut beweisen, auch wenn es nicht sofort und nicht jeden Tag zum Erfolg führt. Wer aber glaubt, dass man mit aktivem Management grundsätzlich keinen Blumentopf mehr gewinnen kann, macht einen gewaltigen Fehler.

Dr. Christian Jasperneite

Marktdaten im Überblick

Aktienmärkte (in lokaler Währung)	Stand	Veränderung zum				
	23.07.2026 13:55	09.07.2026 -1 Woche	15.06.2026 -1 Monat	15.04.2026 -3 Monate	15.07.2025 -12 Monate	31.12.2025 YTD
S&P 500	7493	-0,7%	-0,8%	6,7%	20,0%	9,5%
Nasdaq	25691	-2,0%	-3,7%	7,0%	24,2%	10,5%
Russell 2000	2960	-1,1%	-0,2%	9,1%	34,2%	19,3%
DAX	24999	-0,5%	0,4%	3,9%	3,9%	2,1%
MDAX	31861	0,1%	-2,2%	3,2%	2,5%	4,1%
TecDAX	3724	-2,6%	-6,9%	3,4%	-4,6%	2,8%
EuroStoxx 50	6246	-0,6%	0,3%	5,2%	16,7%	7,9%
Stoxx 50	5387	0,0%	1,7%	5,6%	19,6%	9,5%
Nikkei 225	66423	-2,0%	-4,2%	14,3%	67,4%	31,9%
MSCI Welt	4837	-0,3%	-0,5%	5,4%	20,0%	9,2%
MSCI Welt SRI	4414	-0,2%	-0,7%	9,6%	19,9%	12,0%
MSCI Emerging Markets	1654	-1,3%	-6,2%	4,5%	33,4%	17,8%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	124,47	-94	-189	-82	-499	-310
Bobl-Future	113,66	-83	-135	-194	-378	-250
Schatz-Future	105,33	-39	-55	-61	-190	-146
3 Monats Euribor	2,46	8	5	22	41	43
3M Euribor Future, Dez 2026	2,74	7	10	9	82	63
3 Monats \$ Libor	3,83	0	4	12	-59	16
Fed Funds Future, Dez 2026	3,86	-6	6	30	59	80
10-jährige US Treasuries	4,70	15	23	41	21	55
10-jährige Bunds	3,19	14	24	18	52	37
10-jährige Staatsanl. Japan	2,78	-5	21	40	122	74
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,49	10	13	8	3	17
IBOXX A.A. €	3,72	5	16	14	61	38
IBOXX BBB, €	3,92	5	16	7	51	35
Rohstoffmärkte						
Rohöl Brent	98,71	29,3%	18,5%	3,9%	43,6%	62,2%
Gold	4083,67	-1,0%	-6,1%	-15,1%	22,0%	-5,6%
Silber	57,80	-3,7%	-17,5%	-26,9%	53,1%	-18,9%
Kupfer	13534,07	0,7%	-1,0%	2,6%	41,0%	8,7%
Eisenerz	98,38	-0,2%	-3,5%	-7,8%	1,9%	-8,2%
Frachtraten Baltic Dry Index	2715	-6,7%	-0,2%	9,3%	45,5%	44,6%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1392	-0,4%	-1,9%	-3,3%	-2,3%	-3,0%
EUR/ GBP	0,8530	-0,1%	-1,2%	-1,9%	-1,6%	-2,3%
EUR/ JPY	186,23	0,3%	0,2%	-0,6%	7,9%	1,2%
EUR/ CHF	0,9297	0,8%	0,9%	0,8%	0,0%	-0,2%

Quelle: LSEG Datastream



Carsten Klude
+49 40 3282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Jan Mooren
+49 40 3282-2132
jmooren@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen. Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.