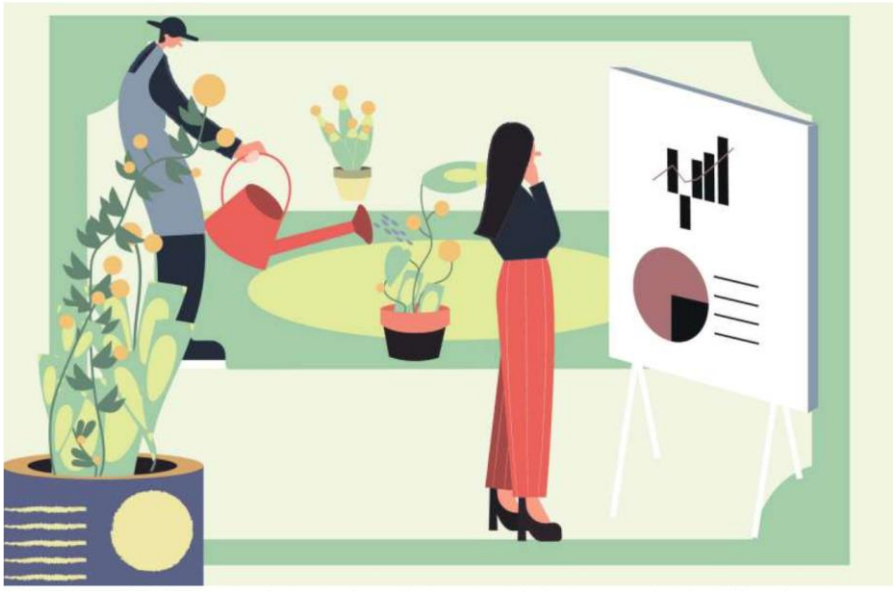
Aktiv oder passiv ist fast ein Glaubenskrieg

Indexbasiertes Anlegen ist en vogue, hat aber auch Nachteile – nicht nur bei Marktkorrekturen

WERNER GRUNDLEHNER

In den vergangenen Jahren ist das Anlagevolumen in Exchange Traded Funds (ETF, kotierte Indexfonds) explodiert. Während der ETF einen Vergleichsindex nachbildet, übernimmt beim «aktiven Anlegen» ein Anleger, Vermögensverwalter oder Fondsmanager die Auswahl der Wertpapiere mit der Absicht, eine überdurchschnittliche Performance zu erzielen. ETF besitzen einen Kostenvorteil, da keine Verwaltungsarbeit anfällt.

Zahlreiche Studien zeigen, dass die Mehrheit der Fondsmanager es nicht schafft, den Markt zu schlagen. Die Verfechter des passiven Anlagestils führen meist eine Studie von Fama und French von 2010 an. Diese Studie fokussierte aber nur auf den US-Markt für Privatanleger und untersuchte über 5000 aktive und nur 6 passive Fonds. Eine Studie der Universität Zürich kommt jedoch zu dem Schluss, dass es auf dem globalen Fondsmarkt nach Gebühren keinen signifikanten Unterschied zwischen aktiv und passiv gibt.



Soll man besser jedes Pflänzchen einzeln giessen, oder macht eine automatische Bewässerungsanlage den Job besser? ILLU. CH. ECKSTEIN / NZZ

Einseitige Studien

«Die meisten Studien gehen von langfristigen Zeitreihen aus, und die sind in den USA verfügbar», sagt Maurice Pedergnana, Finanzprofessor und geschäftsführender Partner bei Zugerberg Finanz. In den vergangenen Jahren sei es besonders schwierig gewesen, den Markt zu übertreffen, weil er von wenigen Schwergewichten angetrieben worden sei. «Fünf Aktien machten den Grossteil des Zuwachses im S&P-500 in den Jahren 2020 und 2021 aus.» Um den Markt zu schlagen, hätte man diese Tech-Titel übergewichten müssen. Oder aber man gehe mit dem Core-Satellite Prinzip vor: Man bildet den US-Markt zu zwei Dritteln passiv ab und zu einem Drittel mit den Aktien, die einem am meisten überzeugen: «Zum ETF haben wir noch vereinzelte Titel wie Alphabet, Microsoft und Apple dazugenommen – aber die hoch bewerteten Amazon und Tesla nicht.»

Viele Marktbeobachter sind überzeugt, dass die starre Indexabbildung in Krisenzeiten ein grosses Verlustrisiko birgt. Die ETF übertragen die heftigen Schwankungen der Kapitalmärkte ungefiltert auf die Anleger. Ein Manager könnte hier eingreifen und die Risiken abfedern.

Die Überlegenheit passiver Anlagen nimmt gemäss René Stiefelmeyer, vom ETF-Spezialisten Hinder Asset Management, mit der Anlagedauer zu, und zwar unabhängig von der Marktphase. Die Aufgabe, den Index möglichst genau nachzubilden, gelinge auch in Abschwüngen. Lediglich die Spanne zwischen Kauf- und Verkaufskurs könne sich kurzzeitig ausweiten, weil die Liquidität des Basiswerts in diesen Phasen abnimmt.

Stiefelmeyer fügt an, dass Anlagestrategien aus mehreren Bausteinen bestünden, das heisst, wenn diese mit passiven Anlagen umgesetzt würden, sei es ein Mix verschiedener Indizes. So gesehen sei jede Anlagestrategie aktiv. Er räumt ein: «Aktives Management lohnt sich in Märkten, die nicht effizient sind, etwa in Nischenmärkten, für die wenig Research besteht, und dies wiederum unabhängig von der Marktphase.»

«Es wird schwieriger, einen Index konstant zu schlagen, je liquider, je umfassender und je transparenter der abgebildete Markt ist», sagt Benjamin Schoch, Leiter Asset-Management von Albin Kistler. Der Vermögensverwalter setzt ausschliesslich auf aktives Asset-Management. Bei einem Index, der sich in seiner Zusammensetzung laufend wandle oder permanent hohe Zuflüsse erfahre, sollte sich ein Anleger zum aktiven Investieren tendieren, sagt Schoch. Denn einerseits werden relevante Risikogrössen verändert, andererseits profitierten alle Indexmitglieder vom Geldzufluss, auch wenn

sie dies aufgrund der Bonität oder der Geschäftsentwicklung gar nicht verdient hätten.

Schoch führt als Beispiel die Anleihen-Indizes an. Wer in diesen investiere, erhalte immer mehr von Unternehmen und Körperschaften, die sich stark verschulden, ohne dass eine Bonitätsanalyse stattfinde. «Es ist ja so, dass Unternehmen oder Staaten, die sich stärker verschulden, eher eine sinkende Kreditqualität aufweisen», so Schoch. Zudem tummelten sich etwa im Schweizer-Franken-Bond-Index auch ausländische Unternehmen, die der Anleger gar nicht wolle, wie Gazprom oder die russische Eisenbahn.

Doch auch Aktienindizes bilden für Schoch den Markt nicht immer optimal ab. So veränderten sich die Gewichtungen von Regionen und Branchen in einem Index stark, und der passive Anleger vollziehe diese Verschiebungen mit, ob er wolle oder nicht.

Grossbanken ausblenden

«Der SMI lässt sich relativ einfach schlagen», sagt Pedergnana. Weil er von Schwergewichten dominiert wird, die man nach diversen Faktoren (Momentum, Managementwechsel usw.) gewichten könne. Ein weiterer Faktor: Seit zehn Jahren investiere er nicht mehr in UBS- und CS-Aktien, weil diese keinen Mehrwert für Aktionäre brächten.

Der Vermögensverwalter Albin Kistler betreibt ein diszipliniertes Rebalancing. In der Hausse würden zu stark gestiegene Aktienpositionen reduziert, um Gewinne zu realisieren. Umgekehrt würden bei Rückschlägen Qualitätstitel zugekauft. Die Frage, ob aktiv oder passiv, ist gemäss Schoch auch stark von der Grösse des Engagements abhängig. Selbst der eingefleischte Aktien-Picker Warren Buffett erachte ETF für Kleinanleger, die 200 Franken im Monat investieren könnten, als sinnvoll. Für den Kleinanleger ist entscheidend, genug breit in Aktien zu investieren, und das ist etwa bei einem Aktienpreis von gegen 10 000 Franken für eine Lindt-&-Sprüngli-Aktie schwierig.

«Strategisch anlegen orientiert sich am Wachstumstrend, das taktische Anlegen am Konjunkturzyklus», sagt Pedergnana. Flexible Strategien, die sich am Konjunkturzyklus orientieren, seien nachweislich besser als ein passives Vorgehen. Im Aufschwung – typischerweise mit steigender Inflation und restriktiverer Geldpolitik verbunden – seien Financials (Banken, Versicherungen und insbesondere Lebensversicherer), Zykliker, Erdöl- und Gaskonzerne sowie hochverzinsliche Anleihen gefragt. «Im Abschwung dagegen sind eher defensive Branchen wie Nahrungsmittel, Pharma, Gesundheit, IT-Dienstleister und Telekom mit einem Übergewicht zu versehen», sagt der Finanzprofessor.

In Phasen von Marktschwächen könne der Anleger profitieren, indem die Gegenposition des Marktes eingenommen, also antizyklisch gehandelt werde, sagt Stiefelmeyer. «Dies gilt für passive und aktive Manager gleichermassen.»