

AKTIV INVESTIEREN: ERFOLGSFAKTOREN BEI AKTIEN

Reflexion Albin Kistler AG

April 2024

AKTIV INVESTIEREN: ERFOLGSFAKTOREN BEI AKTIEN

Steigende Prominenz passiver Anlageprodukte

Seit dem Aufkommen kostengünstiger Exchange Traded Funds (ETF) vor rund zwanzig Jahren hat passives Investieren bei institutionellen Kunden kontinuierlich an Bedeutung gewonnen. In der Regel bilden diese börsenkotierten Fonds einen Vergleichsindex nach und werden deshalb als «passiv» bezeichnet. Dies steht im Gegensatz zum «aktiven» Investieren, bei dem der Vermögensverwalter für die Titelselektion verantwortlich ist. Passive Produkte sind insbesondere in traditionellen Anlageklassen populär. Man erhält (abzüglich der Produktkosten) einen direkten Zugang zur Marktrendite. Zudem entfällt das Risiko, einen unterdurchschnittlichen Verwalter selektiert zu haben. Entsprechend sind auch wir der Ansicht, dass passive Anlagelösungen eine Bereicherung darstellen und ein sinnvoller Baustein eines durchdacht strukturierten Portfolios sein können.

Trotz der offensichtlichen Vorzüge ist es dennoch erstaunlich, wie teilweise dogmatisch die unbestrittenen Vorteile aktiven Investierens negiert werden. Wir sind der klaren Überzeugung, dass die Chancen auf überdurchschnittliche Renditen für einen aktiven Verwalter durchaus intakt sind. Auch hinsichtlich einer ernsthaften Berücksichtigung der kundenspezifischen Nachhaltigkeitsvorstellungen halten wir aktuell eine aktive Umsetzung gegenüber der passiven Alternative für deutlich überlegen. Im Folgenden gehen wir auf einige zentrale Aspekte ein, welche das Potenzial für eine Mehrrendite aktiver Manager begünstigen.

Vernünftige Kosten

Das wohl prominenteste Argument für passive Lösungen weist auf deren Kostenvorteil gegenüber ihren aktiven Pendanten hin und argumentiert, dass sich aktives Anlegen grundsätzlich nicht lohnen könne. Untermauert wird dies mit zum Teil jahrzehntealten Studien, die zum Schluss gekommen sind, dass die Mehrheit der aktiven Manager es

nicht geschafft hat, nach Abzug sämtlicher Kosten den Markt zu schlagen. Die in diesem Zusammenhang am häufigsten zitierte Studie stammt aus dem Jahr 2010 und bezieht sich ausschliesslich auf den US-Markt.¹

Zahlreiche der darin gemachten Aussagen lassen sich aus heutiger Sicht jedoch relativieren. Insbesondere haben sich die Gebührenunterschiede aktiver und passiver Produkte deutlich angenähert. So betragen die durchschnittlichen Vermögensverwaltungskosten der analysierten aktiven Produkte in der damaligen Zeitperiode 2-3 % pro Jahr. Da ist es wenig überraschend, dass der Vergleichsindex nach Kosten nur selten geschlagen werden konnte. Heute sind die Honorare aktiver Anlageprodukte seriöser Anbieter deutlich tiefer, was die Wahrscheinlichkeit einer Mehrrendite signifikant erhöht hat.

Weiter wird in der Argumentation häufig die Tatsache unterschlagen, dass der Durchschnittswert einer Stichprobe nichts über die Verteilung und die Ausprägung beidseitiger Ausreisser aussagt. Naturgemäss gab es aktive Produkte, deren Nettorendite unter dem Vergleichswert lag, so wie Manager anzutreffen waren, die über den Zyklus deutlichen Mehrwert schaffen konnten.

Ausprägung des Vergleichsindex

Die meisten Vergleichsindizes sind regional orientiert und marktkapitalisierungsgewichtet. Dafür gibt es sowohl gute als auch weniger gute Gründe. In der Regel erhält man aber mit einem breit gefassten Index einen ausgewogenen Zugang zu einem repräsentativen Aktienuniversum. Dies ist zum Beispiel beim Weltaktienindex der Fall.

¹ Fama, E. F. & French, K. R. (2010). Luck versus Skill in the Cross-Section of Mutual Fund Returns. *The Journal of Finance*.

In Zeiten irrationalen Überschwangs kann das gedankenlose passive Abbilden der vorherrschenden Indizes jedoch gefährlich sein. Es werden dann just diejenigen Aktien oder Sektoren am meisten gekauft, welche die grössten Übertreibungen erfahren haben (z. B. Japan Ende der 1980er-Jahre, Dot-com-Blase um die Jahrtausendwende). Die zumeist kapitalisierungsgewichtete Logik passiver Produkte wirkt dann als zusätzlicher Trendverstärker und befeuert die Ungleichgewichte weiter. Aktive Manager können hingegen differenzieren und damit ungesunde Konzentrationen vermeiden. Ein guter Vermögensverwalter stellt Preis und Qualität eines Unternehmens in den Vordergrund und bestimmt die Portfoliozusammensetzung nicht auf Basis der Marktkapitalisierung der einzelnen Firmen.

Der Schweizer Leitindex SPI stellt bezüglich Unausgewogenheit in der Zusammenstellung ein extremes Beispiel dar. Die drei Indexschergewichte Nestlé, Roche und Novartis verfügen über ein Gewicht von insgesamt rund 40 %. Dies ist nicht nur ein beachtliches Klumpenrisiko, sondern hat auch zur Folge, dass vielen attraktiven Firmen innerhalb des Indexes nur eine sehr geringe Bedeutung zukommt – eine ideale Ausgangslage für einen aktiven Verwalter.

Potenziell ineffiziente Marktsegmente

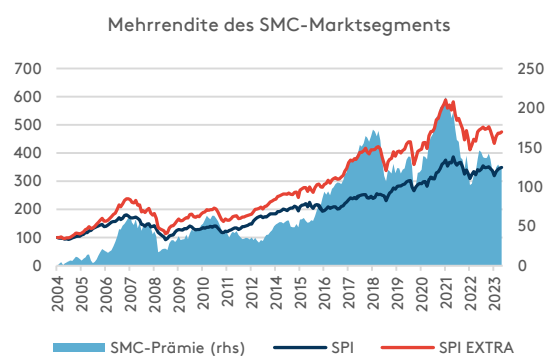
Nehmen wir an, Sie hätten es sich zur Aufgabe gemacht, mit Tenniswetten Ihren Lebensunterhalt zu bestreiten. Auf welche Begegnungen würden sich Ihre Einsätze konzentrieren? Würden Sie vorwiegend an den grossen Turnieren wetten, die stark medial verfolgt werden und in welchen die bekanntesten Athleten auftreten? Oder fokussieren Sie sich eher auf die wenig beachteten Begegnungen, die auf Nebenplätzen stattfinden?

Wenn Sie Ihre Gewinnchancen optimieren möchten, ist die Antwort aus unserer Sicht eindeutig: Sie würden sich auf eine Nische konzentrieren, in der Sie über spezialisiertes Wissen verfügen. Ihre Konkurrenz ist dort viel weniger ausgeprägt als bei den grossen Wettbewerben, wo die geballte Intelligenz gegeneinander antritt und die Quoten sich derart gestalten, dass die Chancen auf einen grossen Gewinn entsprechend geringer sind.

Das Bild lässt sich auf die Aktienmärkte übertragen. Klammert man die 20 grosskapitalisierten Titel des SPI aus, kommt den restlichen rund 190 Firmen des Small- und Midcap-Marktsegments (SPI Extra) ein kombiniertes Gewicht von weniger als 20 % zu. Globale Vermögensverwalter sind aufgrund ihres Investitionsvolumens oftmals nicht in der Lage, sich in diesem Segment aktiv zu bewegen: Weniger Konkurrenz erhöht die Chancen auf eine Mehrrendite.

Darüber hinaus kommt diesen Unternehmen nicht zuletzt aufgrund der deutlich tieferen Analystenabdeckung auch eine geringere Aufmerksamkeit zu. Während beispielsweise die 20 grosskapitalisierten SMI-Titel von durchschnittlich 25 Analysten abgedeckt werden, sinkt diese Anzahl für die restlichen rund 190 Unternehmen des SPI Index auf durchschnittlich fünf, wobei über 80 Unternehmen von maximal zwei Analysten abgedeckt werden.² Die Wahrscheinlichkeit, eine unentdeckte Perle aufzuspüren, ist grösser.

Schliesslich profitieren diese oftmals wenig liquiden Werte von einer «Illiquiditätsprämie», die den Anleger für die geringere Handelbarkeit entschädigt. In Anbetracht der Mehrrendite, die dieses Marktsegment in der Vergangenheit aufwies, stellt dies für einen langfristig orientierten Anleger eine attraktive Renditequelle dar.



Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung.

² Quelle: Bloomberg, Anzahl Analysten-Schätzungen.

Berücksichtigung von Nachhaltigkeitskriterien

Nicht zuletzt kann durch die aktive Verwaltung auf die bestimmten Präferenzen oder Wertvorstellungen der Kundschaft eingegangen werden. Dies kann konkret den Ausschluss bestimmter Unternehmen oder Branchen sowie die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitskriterien bedeuten. Auch wenn in der Zwischenzeit eine Vielzahl an passiven ESG-Produkten lanciert wurden, verschreibt man sich dabei meistens einer intransparenten und zugleich nicht beeinflussbaren Definition von Nachhaltigkeit, die keineswegs mit persönlichen Ansichten übereinstimmen muss. Darüber hinaus verfolgen diese vielfach lediglich einen «Best-in-Class»-Ansatz. Dies bedeutet, dass innerhalb einer Branche diejenigen Unternehmen mit der besten Nachhaltigkeitsleistung Berücksichtigung finden, was allenfalls dem eigentlich gewünschten Nachhaltigkeitsansatz zuwiderläuft.

Ein aktiver Vermögensverwalter profitiert ab einer gewissen Grösse vielfach von einem direkten Zugang zum Management der jeweiligen Unternehmen. Dies ermöglicht ihm, sich ein persönliches Bild von der Unternehmensführung zu verschaffen und damit deren Qualität zu beurteilen. Schliesslich verfügen aktive Vermögensverwalter über die Möglichkeit, bei unerwünschten Entwicklungen direkt Einfluss zu nehmen. Das Spektrum reicht hier von Abstimmungen an der Generalversammlung bis hin zum Totalverkauf einer Position.

Konklusion

Bei der Entscheidung, ob eine Aktienanlagestrategie aktiv oder passiv umgesetzt werden soll, müssen mehrere Kriterien bedacht werden. Dabei ist insbesondere bei der unkritischen Abstützung auf veraltete Studienergebnisse Vorsicht geboten. Vielmehr gilt es, die konkreten Umstände zu berücksichtigen und der gewissenhaften Selektion eines seriösen Anbieters mit einem langfristigen Erfolgsausweis

einen entsprechend hohen Stellenwert einzuräumen.

Wir sehen besonders Vermögensverwalter mit einer klaren und konsistenten Anlagephilosophie, kombiniert mit einer fairen und transparenten Preisstruktur, als gut positioniert. Erfolgreiche aktive Vermögensverwalter verfügen über eine fundierte Analysekompetenz und setzen dabei regionale oder stilistische Schwerpunkte. Sie nutzen Unausgewogenheiten in der Zusammensetzung des passiven Vergleichsindex zu ihrem Vorteil und bewegen sich in Marktsegmenten, die möglicherweise wenig verfolgt werden oder aufgrund ihrer beschränkten Marktgrösse bei Grossinvestoren unberücksichtigt bleiben.

Schliesslich gilt es zu bedenken, dass rein «passives» Investieren ohnehin eine Illusion ist. Denn selbst wenn ein passives Produkt zur Umsetzung einer Anlagestrategie ausgewählt wird, müssen zahlreiche «aktive» Entscheidungen getroffen werden. Diese reichen von der Gewichtung der einzelnen Anlageklassen über die regionale Diversifikation bis hin zur Auswahl der eingesetzten Produkte oder des konkreten Nachhaltigkeitsansatzes. So erachten wir angesichts der Komplexität und hohen Relevanz all dieser Aspekte den Einbezug eines professionellen Partners in den allermeisten Fällen als sinnvoll.

Simon Subiaz

Stv. Leiter Asset Management

Andreas Buner

Analyst Banken/Finanzdienstleister & Informationstechnologie
Berater Privatkunden

Die periodisch erscheinenden Studien stehen auf der Website von Albin Kistler als PDF-Download zur Verfügung:

www.albinkistler.ch