

Passive Anlagen – aus einer aktiven Perspektive



Von Manuel Lüthi, CIIA, CIWM
Kundenberater und Portfoliomanager
Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers

Passive Anlagen, wie börsengehandelte Fonds (ETFs) und nicht kotierte Indexfonds, erfreuen sich immer grösserer Beliebtheit. In den USA fliesst jeden Tag gut eine Milliarde US-Dollar in ETFs, was dazu führte, dass mittlerweile etwa 40% der Marktkapitalisierung der 500 grössten US-Unternehmen durch passive Anlagestrategien gehalten werden. Deren Ziel ist es, einen zugrundeliegenden Index möglichst genau nachzubilden und diesem zu folgen. Ein Index kann als regelbasierte Allokation innerhalb eines bestimmten Anlageuniversums definiert werden. Das erfordert von passiven Anlegern, dass sie ihre Portfolios regelmässig an die Indexgewichtung anpassen. Für aktive Anleger ist es im steigenden Marktumfeld der letzten Jahre schwieriger geworden, durch Über- oder Untergewichten von Positionen eine Mehrrendite nach Kosten gegenüber ihrem Vergleichsindex zu erzielen.

Ganz offensichtlich sollte Nobelpreisträger Eugene Fama mit seiner Effizienzmarkthypothese, gemäss der es den Marktteilnehmern nicht möglich ist, dauerhaft überdurchschnittliche



und Timotej Johanes
Investmentstrategie und Fondsanalyst
Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers

Gewinne zu realisieren, Recht behalten. Dies, obwohl historisch lediglich einige wenige Firmen für einen Grossteil der kumulierten Performance verantwortlich waren. So waren in den USA nur fünf Aktien (Apple, Exxon Mobil, Microsoft, GE und IBM) für ein Zehntel des für die Aktionäre in den Jahren 1926 bis 2016 geschaffenen Gesamtetrags verantwortlich. Auch in der jüngeren Vergangenheit lässt sich Ähnliches beobachten. So fusst die erfreuliche Entwicklung des US-Aktienmarkts massgeblich auf der Kursexplosion einiger weniger Aktien, den sog. FAANG (Facebook, Apple, Amazon, Netflix und Google bzw. Alphabet). Jedoch gestaltet sich die Identifizierung zukünftiger Gewinner offenbar schwierig, was durch den kontinuierlichen Kapitalabfluss aus aktiven Strategien untermauert wird. Investoren verschmähen mehr und mehr aktive Fondsmanager, missbrauchen sie aber als Trittbrettfahrer für die effiziente Suche nach dem richtigen Preis einer Vermögensanlage. Ironischerweise hat das Heer der passiven Investoren offenbar kein Problem damit, dass die Zusammensetzung des

von ihnen verfolgten Indexes in den Händen von aktiven Investoren liegt. Wenn aktive Investoren so wenig Einsicht haben, macht es dann wirklich Sinn, dass passive Investoren ihrem Diktat folgen? Eine andere spannende Frage ist, wie viele Trittbrettfahrer es verträgt, bis der Markt ineffizient wird und somit das Leben der aktiven Investoren erleichtert.

Es gibt mehrere Gründe, weshalb passive Anlagen während dieses Bullenmarkts ihre aktiven Pendanten dominiert haben. Neben den oft genannten Vorteilen bezüglich der Liquidität, Transparenz sowie tieferen Verwaltungskosten, haben manche auf Bewertungen fokussierte aktive Fondsmanager die Tendenz, Gewinne von stark gestiegenen und überteuerten Positionen mitzunehmen und dafür in günstigere Titel mit einem attraktiveren Bewertungsprofil zu investieren. Während dieser Hausse sind aber die Preise genau dieser Positionen nicht wie erwartet zurückgekommen, sondern weiter angestiegen (Momentum-Faktor). So wurde der Markt von Überfliegern wie beispielsweise dem Online-Versandhändler Amazon getrieben. Weil passive Strategien zwangsläufig an den Gewinnern festgehalten haben, waren diese den aktiven überlegen. Ein weiterer Grund ist die höhere Investitionsquote passiver Anlagen. Diese höhere Quote ist dem Umstand geschuldet, dass aktive Fonds Barmittelreserven halten müssen. Diese Reserven werden benötigt, um allfällige Rücknahmen bedienen zu können, ohne einen Teil des investierten Fondsvermögens veräussern zu müssen. Schlussendlich hat auch der unterschiedliche Anlagestil dazu beigetragen. Viele aktive Fonds konzentrieren sich auf sogenannte Value-Aktien. Dies sind Aktien von Firmen mit reifem Geschäftsmodell, welche tendenziell günstiger bewertet sind und ein geringes Risiko aufweisen. Seit der Finanzkrise 2008 haben sich Value-Aktien relativ zum Gesamtmarkt

schlechter entwickelt, weshalb dieser Fokus nicht förderlich war. Die positiven bzw. negativen Performance-Beiträge von einzelnen Faktoren ändern sich jedoch über die Zeit. Zudem sind Exposures zu Stil-Faktoren laut einer Studie vom Index-Anbieter MSCI nur für einen Teil des Alphas aktiv gemachter Fonds verantwortlich.

Allerdings sind nicht alle investierbaren Anlageklassen auch in einem Index repliziert und mit einer passiven Strategie zugänglich. Deshalb werden diese oftmals von vielen Anlegern vernachlässigt oder übersehen. Insbesondere in spezialisierten Anlagensegmenten oder in Nischenmärkten bieten sich interessante Opportunitäten an, welche nicht passiv abgebildet werden können. Dies können beispielsweise Fonds sein, die sich auf wachsende Firmen spezialisiert haben, deren Marktkapitalisierung noch zu klein ist, um in einen Index aufgenommen zu werden.

Im Folgenden wollen wir die Eigenschaften von passiven Strategien in den Anlagensegmenten Schwellenländeraktien, Anleihen und Immobilien näher beleuchten. Abgesehen von unserer grundsätzlich aktiven Anlagephilosophie, finden wir in diesen drei Segmenten besonders deutliche Argumente, die für einen aktiven Ansatz sprechen:

Schwellenländeraktien

Eine Studie von S&P Dow Jones zeigt, dass fast 97% der in Europa angebotenen aktiven Schwellenländerfonds nicht in der Lage waren, den Vergleichsindex über den Zeitraum 2006 bis 2016 zu schlagen. Trotz dieses deutlichen Befunds bevorzugen wir aktives Management, da wir glauben, dass die weiterhin mangelnde Preisfindungseffizienz dieser Märkte erfahrenen Fondsmanagern eine Überperformance ermöglicht. So hat der von uns verwendete Fonds, welcher in Unternehmen asiatischer Schwellenländer investiert, seit seiner Auflegung vor fast 11 Jahren den Vergleichsindex (MSCI AC Asia Pacific ex Japan Index) jedes Jahr um durchschnittlich 6,7% geschlagen.

Anleihen

Indizes auf Schuldpapiere sind nach dem gleichen Prinzip aufgebaut wie Aktienindizes. Demnach erhält bei ei-

nem Index auf Unternehmensanleihen dasjenige Unternehmen die höchste Gewichtung, welches absolut gesehen die höchsten Schulden aufweist. ETFs auf Anleihen verfügen über eine sehr hohe Liquidität, welche sie bei einer grösseren Verkaufswelle jedoch nicht halten können, da per Definition der ETF in Stressphasen nicht liquider sein kann als das zugrundeliegende Instrument. Gerade bei Unternehmensanleihen hat die Liquidität seit der Implementierung der Eigenkapitalvorschriften (Basel III) sehr gelitten, da Banken immer weniger Anleihen auf die eigenen Bücher nehmen. Noch schlimmeres Ungemach droht den Ramschanleihen (Junk-Bonds) im Fall einer erneuten Liquiditätskrise im Stil des Jahres 2008.

Es kommt regelmässig vor, dass Anleihen einer Neueinschätzung der Schuldner-Qualität durch Rating-Agenturen wie Moody's oder Standard & Poor's unterzogen werden und nicht mehr den Index-Kriterien entsprechen. Wird zum Beispiel eine Anleihe von BBB- (Investment-Grade) auf BB+ (Non-Investment-Grade) herabgestuft, fällt diese aus einem Index, welcher ein Investment-Grade Mindest-Rating voraussetzt. Dies hat zur Folge, dass die entsprechenden Obligationen-ETFs diesen Titel aus ihrem Portfolio verkaufen müssen. Ein solches Re-Balancing ist oft mit Preisschwankungen der betroffenen Titel verbunden. Solche Konstellationen bieten aktiven Managern die Möglichkeit, ein Alpha gegenüber passiven Strategien zu generieren, indem sie die betroffenen Titel in ihrem Portfolio vor der Indexanpassung verkaufen – Opportunitäten, die durch einen passiven Ansatz nicht ausgenutzt werden können. Auch das Zinsänderungsrisiko der Anleihen-Indizes hat sich in den vergangenen Jahren massiv verändert. So ist die modifizierte Duration um über 50% gestiegen, weil viele Unternehmen und Staaten das niedrige Zinsumfeld zur Emission von Schuldpapieren mit langer Laufzeit nutzten. Wer also passiv in Anleihen-Indizes anlegt, musste seine Position immer wieder kürzen, um ein stetig ansteigendes Zinsänderungsrisiko zu vermeiden, was mit zusätzlichen Kosten verbunden ist.

Immobilien

Besonders in illiquiden und ineffizienten Anlagensegmenten, wie zum Beispiel schweizerischen Immobilienfonds, macht eine aktive Titelselektion Sinn. Diese Fonds erfreuen sich im Zug des durch die niedrigen Zinsen entstandenen Anlagenotstands grosser Beliebtheit. Entsprechend wurde die erhöhte Nachfrage durch zahlreiche Neuemissionen gestillt. Ab einer bestimmten Grösse streben diese Fonds oftmals die Kotierung an einer Börse an, womit meist eine Aufnahme in den Immobilienfondsindex, welcher die kotierten Immobilienfonds abbildet, verbunden ist. Die Aufnahme in den Index zwingt die Indexfonds und ETFs, den neu kotierten Fonds zu kaufen, um den Tracking Error (ein Mass, welches die Abweichung des ETFs zum Index misst) möglichst niedrig zu halten. Die zunehmende Nachfrage führt, zusammen mit dem limitierten Angebot, zu einem Preisanstieg (es handelt sich um geschlossene Fonds mit einer fixen Anzahl ausstehender Anteile). Dieser Preisaufschlag gegenüber dem Nettoinventarwert (Agio genannt) bildet sich meistens kurz vor oder nach der Kotierung.

Die seit 2009 anhaltende Bullenphase entwickelter Aktienmärkte wird von passiven Anlagen dominiert. Dennoch sehen wir weiterhin genug Opportunitäten, um aktiv positioniert zu bleiben.

Beim Einsatz von aktiven Strategien empfiehlt es sich, dass ein Investor die zugrundeliegende Marktstruktur und seine Funktionsweise kennt. Je mehr Kapital in passive Anlagestrategien fließt, umso besser stehen die Chancen für aktiv verwaltete Vermögen, eine Outperformance gegenüber passiven Indizes zu erzielen. Insbesondere bei Anlageklassen wie Immobilien, Anleihen oder Schwellenländeraktien bevorzugen wir aufgrund der Zusammensetzung, der konzeptionellen Eigenschaften, der Konzentrationsrisiken sowie der mangelnden Effizienz bei der Preisfindung ein aktives Management.

manuel.luethi@dreyfusbank.ch
timotej.johanes@dreyfusbank.ch
www.dreyfusbank.ch