

Das grosse Zerren um den Anleger

Anbieter aktiv verwalteter Fonds versuchen verzweifelt Abflüsse zu stoppen – was an ihren Argumenten dran ist

MICHAEL SCHÄFER

Es geht um die Existenzberechtigung einer ganzen Branche, der die Felle immer mehr davonschwimmen. Es geht aber auch um enorme Geldsummen, und zwar nicht nur für die betroffenen Unternehmen, sondern auch für die grossen und insbesondere die kleinen Anleger weltweit. Und es geht um eine Debatte, die die Vermögensverwalter in zwei Lager teilt. Dabei hat die Intensität dieser Auseinandersetzung in der jüngeren Vergangenheit eher noch zugenommen, was so manchen Anleger eher verunsichern wird, als dass es ihm hilft.

Auf der einen Seite der Diskussion stehen jene, die die Gelder von Anlegern aktiv verwalten. Die Anbieter wählen die im Ergebnis ihrer Analysen verheissungsvollsten Titel aus und stellen ihren Kunden in Aussicht, dadurch bessere Anlageergebnisse zu erzielen als der Markt. Diese Rechnung kann jedoch insgesamt gar nicht aufgehen, halten die Verfechter des passiven Managements dagegen, die denn auch auf solche Wetten verzichten. Wie es der Nobelpreisträger William Sharpe einmal formuliert hat, entsprechen die Renditen, die aktive Manager im Durchschnitt und vor Kosten erzielen, denjenigen des Marktes. Mit anderen Worten steht jedem Manager, der besser abschneidet als der Markt, einer gegenüber, der entsprechend schlechter liegt.

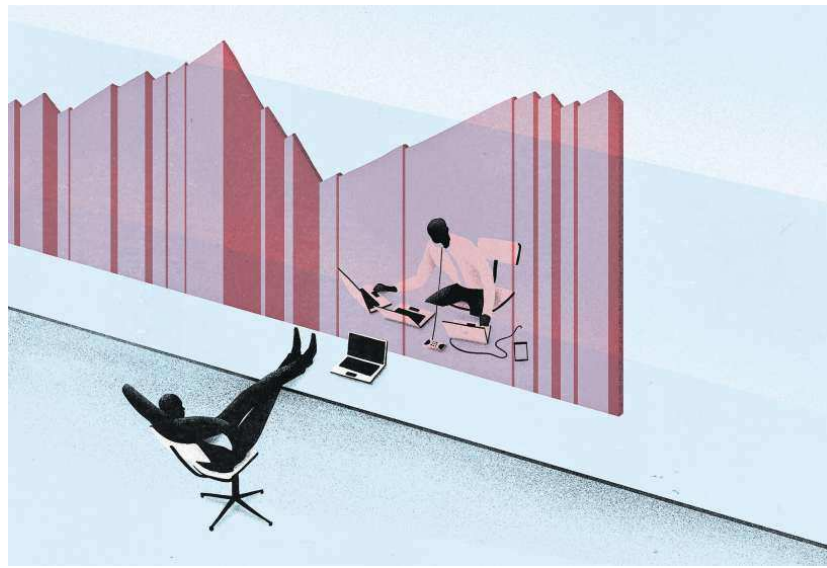
Da nun aber aktiv verwaltete Anlagelösungen mit deutlich höheren Kosten verbunden sind als passive, die kein aufwendiges und teures Research benötigen, scheiden die aktiven Manager im Durchschnitt deutlich schlechter ab.

Höhere Kosten sind dafür verantwortlich, dass aktive Fonds im Mittel schlechter abschneiden als passive.

Dieses Phänomen wurde in zahlreichen wissenschaftlichen Studien dokumentiert und bleibt nicht ohne Folgen – immer mehr Anleger wenden sich passiven Produkten zu.

Der Siegeszug des passiven Anlegens, das in der Regel mit börsenhandelnden ETF oder Indexfonds umgesetzt wird, hat vor gut 40 Jahren mit der Gründung von Vanguard durch John Bogle begonnen. Die Investmentfirma setzt stark auf Anlagen, die marktgewichtete Indizes abbilden. Während die passiven Produkte laufend Zuflüsse verzeichnen, mehren sich bei den aktiven seit einigen Jahren die Abflüsse.

Im Ergebnis gewinnen die passiven Produkte an Marktanteilen hinzu. Am stärksten verbreitet sind sie im US-Aktienmarkt, wo bereits rund ein Drittel der Mittel passiv investiert ist. Je mehr sich die Gewichte verschieben, umso lauter melden sich die Befürworter des aktiven Managements zu Wort, denen das Geschäft zusehends weg-



Die Verfechter von aktivem und passivem Anlegen trennt einies.

ILLUSTRATION DANIEL STOLLE

bricht. Neben Argumenten, die für ihren eigenen Ansatz sprechen sollen, wollen sie auch immer mehr Fliegen in «Bogles Suppe» gefunden haben, die diese ungeniessbar machen würden. So mancher Anleger dürfte diese Argumente schon im Gespräch mit seinem Bankberater gehört haben, in dem ihm jener aktive Produkte schmackhaft machen wollte – was ist also an ihnen dran?

Der erste Einwand des aktiven Lagers lässt sich relativ leicht abtun. Es gebe gar kein passives Investieren, heisst es immer wieder. Das ist korrekt, zielt aber am Thema vorbei. Natürlich muss sich jeder Anleger überlegen, wie er sein Vermögen auf Anlageklassen, Währungen und Branchen aufteilen will. Ebenso kommt man nicht an der Frage vorbei, wie man beispielsweise in den US-Markt investieren will, etwa mit den Aktien von grossen oder kleinen Firmen. Erst an der Titelauswahl scheiden sich die Geister. Und dort überzeugt das Argument, dass man mit indexorientierten Anlagen mit Gebühren um die 0,2% jährlich im Schnitt weit besser fährt als mit aktiv verwalteten, die Privat Anleger oft das Fünf- bis Zehnfache kosten.

Verfechter des aktiven Anlegens wie der Leiter des Asset Managements der Bank Vontobel, Axel Schwarzer, setzen darauf, dass die Anleger oder ihre Berater die guten von den schlechten Fonds unterscheiden können, um so trotzdem Vorteile gegenüber dem passiven Investieren zu erzielen. Schon durch die Konzentration auf wirklich aktive Fonds sei viel gewonnen. Kein Verständnis hat Schwarzer für Anbieter, die als aktiv ausgewiesene Produkte so eng an einem Index verwalten, dass sie keine Chance haben, diesen zu schlagen, für ihre «Leistung» aber dennoch hohe Gebüh-

ren verlangen. Zwar nimmt die Zahl solcher Fonds, die einen Index «umarmen» (Index Huggers), ab, verschwunden sind sie aber noch lange nicht.

Und wie eine Studie von Martijn Cremers von der University of Notre Dame zeigt, braucht es ein hohes Mass an Aktivität, um den Markt langfristig hinter sich lassen zu können. Nur dem Fünftel der US-Aktienfonds, das am stärksten vom Markt abwich, ist es gelungen, diesen zwischen 1990 und 2015 zu schlagen. Nur knapp hinter dem Markt lag das zweite Fünftel, während die anderen drei Fünftel, die sich näher am Markt bewegten, weit abgeschlagen abschnitten (vgl. Grafik).

Allerdings scheint das positive Ergebnis auf relativ kurzen Zeiträumen zu beruhen, in denen die aktiven Manager

mit denen man bei einer hohen Trefferquote besonders schlechte Fonds identifizieren könne. Solche, die systematisch auf das künftige gute Abschneiden eines Fonds hinweisen, gebe es aber nicht.

Auch gegenüber dem Argument, dass aktive Manager dank ihrem Risikomanagement in schwachen Marktphasen besser abschneiden, ist Ammann skeptisch. Klammere man die Cash-Bestände aus, die aktiv verwaltete Fonds im Gegensatz zu Indexfonds halten, bleibe kein messbarer Effekt übrig. Allerdings seien grosse Korrekturen eher selten, so dass sich das Phänomen nur schwer untersuchen lasse.

In der jüngeren Vergangenheit haben die Verfechter des aktiven Managements ein besonders grosses Geschütz aufgeföhren. Bei dieser «dicken Berta» handelt es sich um den Vorwurf, dass passives Management die Effizienz der Kapitalmärkte unterwandere und die Gefahr bestehe, dass das Kapital nicht mehr richtig alloziert werde. Immer mehr Investoren würden etwa in die Aktien von Apple investieren, nur weil diese ein grosses Gewicht in wichtigen Indizes besitzen und nicht weil es das Resultat einer sorgfältigen Analyse war. Dadurch würden solch schwergewichtige Aktien automatisch und ungerechtfertigt immer noch teurer.

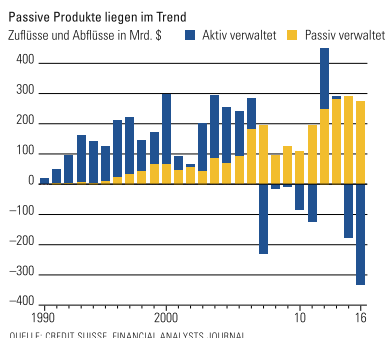
Andreas Homberger von Hinder Asset Management, wo Anlagestrategien massgeblich mithilfe von ETF umgesetzt werden, hält solche Zweifel am Funktionieren der Marktmechanismen für übertrieben. Je mehr Investoren auf passive Anlagen setzen, umso ineffizienter werde der Markt und umso mehr lohne sich der Aufwand, der hinter dem aktiven Management steht. Sobald genug Investoren zum Schluss kommen, dass die Apple-Aktien zu teuer sind, werde der Kurs wieder sinken. Die Börsen seien keine Einbahnstrasse und die Richtung werde primär von den aktiven Anlegern bestimmt, sagt Homberger. Wie Ammann ist er überzeugt, dass Letztere keineswegs aussterben werden. Stattdessen werde sich längerfristig aus ökonomischer Sicht ein Gleichgewicht zwischen beiden Ansätzen einstellen.

Auch wenn das aktive Lager noch weitere Argumente zugunsten der eigenen Produkte ins Feld führt (wie etwa die Gefahr, dass passives Investieren den Märkten Liquidität entzieht oder dass das Umfeld für aktive Strategien gerade wieder besonders günstig ist), sollten sich Privat Anleger nicht verunsichern lassen. Selbst die Credit Suisse schreibt in einer Studie zum Thema, dass kleine Anleger mit passiv verwalteten und kostengünstigen Anlagen am besten fahren. Dem ist nichts hinzuzufügen.

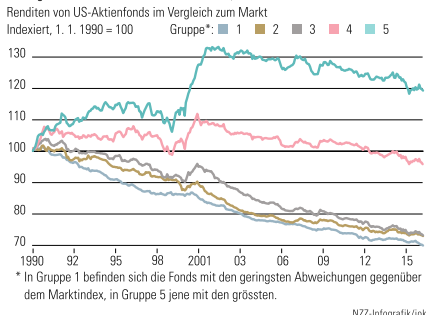
Langfristig gesehen wird sich ein Gleichgewicht zwischen aktivem und passivem Investieren einstellen.

einen Mehrwert erzielt haben. Klammere man die Phase um die Jahrtausendende (Platzen der Technologieblase) aus, schmilzt der Vorteil dahin. Laut Manuel Ammann, Finanzprofessor an der Universität St. Gallen, lassen sich die Ergebnisse von Cremers mit jüngeren Daten nicht replizieren. Selbst die Gruppe der aktivsten Manager fällt immerhin bereits seit 2001 gegenüber dem Markt ab. Zwar gebe es Kriterien,

Aktiv verwaltete Anlagen haben einen schweren Stand



Je enger ein aktiver Fonds am Index klebt, umso schlechter



MÄRKTE UND MEINUNGEN

Blasen-Meldung aus dem SPI

Werner Grundlehner · Der Aktienkurs der Schweizerischen Nationalbank (SNB) legte in den vergangenen Monaten eine unglaubliche Performance auf Börsen-Parkett. Vielen Investoren gefällt die Fähigkeit der Nationalbank, aus dem Nichts Franken zu schaffen und damit Dollars und dann US-Wertpapiere zu kaufen. Die Kombination von schwächerem Franken und steigenden Aktienkursen machte die Anlagen der SNB, in Franken gerechnet, wertvoller und führte zu hohen Gewinnen.

Die Devisenanlagen der Notenbank betragen Ende Juli über 720 Mrd. Fr. Eine Bilanzreduktion dürfte noch lange kein Thema sein, da der Markt dies als Zeichen einer neuen impliziten Obergrenze und des Eingeständnisses der SNB, der Franken sei nicht mehr überbewertet, auffassen würde. Langfristig droht von der Zinseite Ungemach. Die Zinsen werden steigen, die Frage ist nur, wann und in welcher Geschwindigkeit. Diese Zinswende wird den Wert der im SNB-Portfolio befindlichen festverzinslichen Papiere – und auch der Aktien – verringern und zu erheblichen Kurskorrekturen führen.

Doch egal, ob die SNB weiterhin hohe Gewinne ausweist oder nicht, der Privatanleger ist davon kaum betroffen. Wie gross das Missverständnis ist, zeigt etwa der Nachrichtendienst Bloomberg. Dieser weist für die SNB-Aktie ein Kurs-Gewinn-Verhältnis von 0,07 aus und rechnet jedem Titel einen Gewinn von 43 911 Fr. zu. Die Gewinnverteilung erfolgt aber nicht nach dem Aktienrecht, sondern ist im Nationalbankgesetz geregelt. Die Ausschüttung an Privatpersonen ist limitiert, sie beträgt höchstens 6% des Aktienkapitals bzw. 15 Fr. Damit beträgt die Rendite 0,5%, die Aktie wird oft als langfristige Bundesanleihe bezeichnet – im Fall eines Verlustes kann die Dividende ausfallen.

Der verbleibende Gewinn fällt zu einem Drittel an den Bund und zu zwei Dritteln an die Kantone. Die Aktienmehrheit der SNB liegt bei Bund und Kantonen, die fast 75% der stimmberechtigten Aktien besitzen; die Stimmkraft der Privatanleger ist zudem auf 100 Aktien beschränkt. Da fragt man sich, welche Absichten der Deutsche Theo Sieger verfolgt, der fast 7% der Aktien besitzt und in letzter Zeit seinen Anteil stetig ausbaute. Hier kann man nur mutmassen, dass die Privatinvestoren mit einem Rückkauf der SNB-Aktien rechnen, denn eine kotierte Notenbank wird von vielen als Anachronismus bezeichnet. Rollenverbild dürfte da die BIZ, die Notenbank der Notenbanken, sein. Zur Jahrtausendwende wurden deren Aktionäre ausgekauft und mit einem Aufschlag von 300% belohnt. Eine abenteuerliche Begründung fand ein anderer «Aktien-experte»; er verglich den SNB-Titel mit der Briefmarke «Blaue Mauritius» und argumentierte, der Sammlerwert der «seltenen» Aktien treibe den Kurs.

Diese sehr vagen Aussichten genügen jedoch nicht, um die jüngste Kursexplosion zu begründen. Auch diese Blase wird platzen, wie alle vor ihr.

ANZEIGE

RIGHT TO PLAY

Right To Play nutzt Sport und Spiel für Entwicklung und Frieden.

Herzlichen Dank für Ihre Spende!
IBAN, Rahn & Bodmer Co.:
CH92 0877 9001 3544 7602 4

www.righttoplay.ch
Right To Play, Seefeldstr. 162, 8008 Zürich