

Selektion im Indexzeitalter

Passive Anlagen oder aktives Management?

Die Popularität von passiven indexierten Anlagen, wie börsengehandelten Fonds (ETF) und nicht kotierten Indexfonds, hat seit dem Ende der Finanzkrise stark zugenommen. Allein in den USA fließt täglich etwa eine Milliarde US-Dollar in ETF. Dies hat zur Folge, dass mittlerweile etwa 40 Prozent der Marktkapitalisierung der 500 grössten US-Unternehmen durch passive Anleger gehalten werden. Passive Anlagestrategien versuchen einen zugrundeliegenden Index möglichst genau nachzubilden und diesem zu folgen. 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.

Fünf Firmen machen den Markt

Allem Anschein nach sollte Nobelpreisträger Eugene Fama mit seiner Effizienzmarkthypothese, gemäss der es den Marktteilnehmern nicht möglich ist, dauerhaft überdurchschnittliche 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 Gesamtertrags 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, der 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.

Passive Strategien halten an den Gewinnern fest

Es gibt mehrere Ursachen, weshalb passive Anlagen während dieses Bullenmarkts ihre aktiven Pendanten dominiert haben. Neben den oft genannten Vorteilen bezüglich Liquidität,

Transparenz sowie tieferer Verwaltungskosten haben manche auf Bewertungen fokussierte aktive Fondsmanager die Tendenz, Gewinne von stark gestiegenen und überbewerteten 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 sie 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.

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

Anleihen

Indizes auf Schuldpapiere sind nach dem gleichen Prinzip aufgebaut wie Aktienindizes. Demnach erhält bei einem Index auf Unternehmensanleihen dasjenige Unternehmen die höchste Gewichtung, welches absolut gesehen die höchsten Schulden aufweist. ETF 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.

Es kommt regelmässig vor, dass Anleihen einer Neuschätzung der Schuldnerqualität durch Ratingagenturen wie Moody's oder Standard & Poor's unterzogen werden und

nicht mehr den Indexkriterien 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-Mindestrating voraussetzt. Dies hat zur Folge, dass die entsprechenden Obligationen-ETF diesen Titel aus ihrem Portfolio verkaufen müssen. Ein solches Rebalancing 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. Nicht nur hat sich über die letzten 10 Jahre die durchschnittliche Kreditqualität verschlechtert, auch das Zinsänderungsrisiko hat sich verändert (vgl. Grafiken). So ist die modifizierte Duration um über 50 Prozent gestiegen, weil viele Unternehmen und Staaten das niedrige Zinsumfeld zur Emission von Schuldpapieren mit langer Laufzeit nutzten. Wer also passiv in Anleihenindizes anlegt, musste seine Position immer wieder kürzen, um ein stetig ansteigendes Zinsänderungsrisiko zu vermeiden, was mit zusätzlichen Kosten verbunden ist.

Immobilien

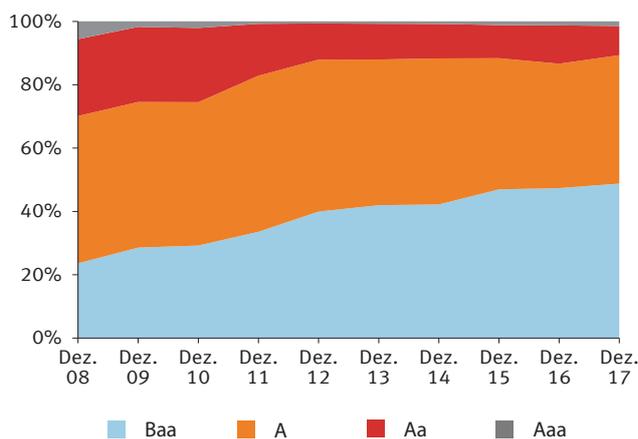
Besonders in illiquiden und ineffizienten Anlagesegmenten, wie zum Beispiel schweizerischen Immobilienfonds, macht eine aktive Titelselektion Sinn. Diese Fonds erfreuen sich im Zug des durch die niedrigen Zinsen entstandenen Anlagenot-

stands 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 ETF, den neu kotierten Fonds zu kaufen, um den Tracking-Error (ein Mass, welches die Abweichung des ETF 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 Bullenphase entwickelter Aktienmärkte, welche seit 2009 anhält, wird von passiven Anlagen dominiert. Dennoch sehen wir weiterhin genug Opportunitäten, um aktiv positioniert zu bleiben. 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 und der Konzentrationsrisiken der Indizes sowie der mangelnden Preisfindungseffizienz des Marktes ein aktives Management.

Grafik 1:

Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Ratingverteilung im Global Aggregate Corporate Bond Index



Grafik 2:

Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Modified Duration des Barclays Global Aggregate Bond Index



Bei den in unserer Analyse verwendeten Kursen handelt es sich um Schlusskurse des jeweiligen Zeitraumes. Die unseren Bewertungsmodellen zu Grunde liegenden Zahlen sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Die Verwendung von Bewertungsmodellen schliesst das Risiko nicht aus, dass faire Bewertungen über einen genannten Anlagezeitraum nicht erreicht werden. Eine unübersehbare Vielzahl von Faktoren hat Einfluss auf die Kursentwicklung. Unvorhersehbare Änderungen können sich zum Beispiel aus technologischen Entwicklungen, aus gesamtkonjunkturellen Aktivitäten, aus Wechselkursschwankungen oder aus Änderungen gesellschaftlicher Wertvorstellungen ergeben. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers
 Aeschenvorstadt 16 | Postfach | 4002 Basel | Schweiz
 Telefon +41 61 286 66 66 | Fax +41 61 272 24 38
 contact@dreyfusbank.ch | www.dreyfusbank.ch