

Asset Management:

Passive Investoren - Sklaven des mässigen Durchschnitts?

Jeder Epoche ihre Mode: In den Jahren 2002/2003 haben sich die Anleger allzu rasch der „absoluten Performance“ als angebliches Wundermittel der „Hedge Funds“ verschrieben. Heute läuft ihnen das Wasser im Munde zusammen, sobald sie die Wörter „passive Investments“ hören.

In der passiven Bewirtschaftung richtet sich das Portfolio nach einem den Markt darstellenden Referenzindex. Das Ziel besteht darin, tiefere Kosten nach sich zu ziehen, da kein Vermögensverwalter mehr benötigt wird. Da die Kosten aber trotzdem nicht gerade geringfügig sind, führt die passive Verwaltung zu einer „Under-Performance“ des Indexes. In anderen Worten: Sie bietet die durchschnittliche Marktrendite abzüglich nach wie vor erheblicher Kosten an.

In der aktiven Bewirtschaftung setzt der Asset Manager hingegen eine Anlagestrategie um, indem er Wertpapiere und deren Gewichtung auswählt. Die Gewichtungen unterscheiden sich von denjenigen des Index und gewisse Titel sind nicht darin eingeschlossen. Bezweckt wird hier die Erzielung einer Performance über dem Bezugsindex, und zwar nicht auf einer jährlichen Grundlage, sondern auf langfristige Sicht.

ETFs

Das bevorzugte Werkzeug der passiven Verwaltung ist der ETF („Exchange Traded Fund“), ein leicht handelbares Anlagevehikel, das den Vorteil hat, sehr tiefe Kosten aufzuweisen. Seit dem vergangenen Jahr strömt Geld in die ETFs, deren Anzahl rasch ansteigt. Der Reiz der passiven Vermögensverwaltung wird durch akademische Untersuchungen gestützt, wonach der durch die Gesamtheit der aktiven Asset Manager hervorbrachte Performance-Über-

schuss im Durchschnitt ungenügend bleibt, um deren Provisionen abzudecken.

Hedge Funds

Dieses Ergebnis ist zweifellos für professionelle Vermögensverwalter wenig befriedigend. Dies bedeutet allerdings noch nicht, dass die passive Verwaltung DIE Lösung darstellen würde.

Im Finanzbereich erbringt die Erfahrung konstant den Nachweis, dass es keine Wunderrezepte gibt und dass den Moden nicht gefolgt werden soll. Zu Erinnerung: Nach den Markteinbrüchen im Jahre 2002 schwor jedermann nur noch auf die absolute Performance, die auf die Illusion baute, die Portfolios im Falle einer Börsenbaisse zu schützen. Dies hat den Weg zur Vermehrung der „Hedge Funds“ geebnet. Nun haben aber die „Hedge Funds“ in den vergangenen Jahren ihre Versprechen überhaupt nicht eingelöst: Diese in Bezug auf Kosten aller Art sehr kostspieligen Produkte haben einen substantiellen Teil der von ihnen verwalteten Summen verloren.

Nach dieser Enttäuschung und dem Börsensturz hat die Zusage, von den Marktergebnissen nicht abzuweichen und reduzierte Verwaltungskosten zu tragen, sicher etwas Beruhigendes. Nichtsdestotrotz ist es wichtig, die passive Vermögensverwaltung in vollständiger Kenntnis der Sachlage ins Auge zu fassen.

Nachteile passiver Anlagen

Der grosse Nachteil passiver Anlagen besteht darin, dass sie dazu führen, teure Wertpapiere zu bevorzugen und kostengünstige Titel zu ignorieren. Ein guter Vermögensverwalter sollte jedoch gerade das Gegenteil tun! Die Börsenindizes auf die sich die passiven Strategien stützen, legen üblicherweise die Gewichtungen ihrer Bestandteile im Verhältnis zu ihrer Kapitalisierung fest. Es ergibt sich daraus, dass je mehr eine Gesellschaft überbewertet ist, sie umso mehr Platz im Index einnimmt und durch die passiven Anleger gekauft wird, was den Kurs noch weiter steigen lässt.

Gewichtete Indizes

Im Jahre 2000 hätte zum Beispiel ein in amerikanische Aktien passiv engagierter Investor 40% seines Vermögens den alleinigen Technologie-Titeln zugewiesen. Ein Jahr danach hatte dieser Bereich zwei Drittel seines Werts verloren. Im Jahre 2002, als dieselben Aktien dabei waren, wieder in die Höhe zu schnellen, stellten sie weniger als 20% des Indexes dar. Der passive Ansatz war nicht imstande, aus der Umkehrung der Tendenz vollen Nutzen zu ziehen. Beim Einsetzen der Kurssteigerung des Erdöls im Jahre 2002 wog der Energiesektor weniger als 7% in den Indizes. Die Energiethematik ist an den passiven Investoren also beinahe vorbeigegangen. Dagegen hatten sie 2008, als das Erdöl 140 US-Dollars pro Fass überstieg, 16% ihres Vermögens darin angelegt.

Ineffizienzen

Das systematisch prozyklische Verhalten der passiven Strategien ist kontraproduktiv. Je zahlreicher die passiven Anleger sind, je mehr diese Schwäche betont wird, desto mehr wird sie eine Quelle von Ineffizienzen und somit von Gele-

genheiten für aktive Vermögensverwalter bilden. Stellen wir uns einen Markt vor, der aus einer stattlichen Anzahl passiver Investoren besteht. Beschliesst der zuständige Ausschuss den Einbezug eines neuen Wertpapiers in einen Index – wie dies mehr oder weniger häufig der Fall ist – so sind die passiven Anleger dazu gezwungen, alle zusammen diesen Titel zu erwerben. Dies verursacht einen Anstieg des Kurses; die Folge besteht darin, dass die passiven Investoren nochmals danach tendieren, zu teuer zu kaufen. Das Umgekehrte geschieht, wenn ein Wertpapier aus einem Index ausgeschlossen wird. Dieser Nachteil war Gegenstand von akademischen Forschungen und wird von Spekulanten, die sich darin spezialisiert haben, ausgenützt.

Aktives Management

Allerdings sind nicht alle aktiven Vermögensverwalter gleich wertvoll. Nur einigen unter ihnen gelingt es, die Indizes auf signifikante Art und Weise zu übertreffen. Auch wenn es keine Sicherheit über die Resultate in der Zukunft gibt, kann ein Blick auf die historische Entwicklung der Performance bei der Meinungsbildung behilflich sein. Ein Asset Manager, der auf zwei Jahre eine „Überperformance“ erzielt, mag einfach Glück gehabt haben. Sind seine Resultate auf zehn Jahre oder mehr

überzeugend, so besitzt er wahrscheinlich Knowhow.

Zudem wird eine aufmerksame Analyse des Anlageanteils, der nicht dem Index entspricht – dieser sollte leicht 50 % der verwalteten Mittel überschreiten – die wahre Identität des Vermögensverwalters offenbaren: Ist er ein „Closet Indexer“, einer, der zögert, von seinem Index abzuweichen, oder ist er ein echter aktiver Asset Manager?

Timing und ...

Schliesslich gehören Geduld und Disziplin zu den notwendigen Merkmalen des effizienten aktiven Vermögensverwalters. Diese Eigenschaften sind allerdings eher selten, denn zahlreiche aktive Asset Manager – insbesondere die „Closet Indexer“ – erliegen den beiden „T“: Dem „Timing“ und dem „Tracking“.

Die Falle des „Timings“ lauert auf den antizyklischen Vermögensverwalter, der – weil er zu früh recht hatte – von den anderen als falsch eingeschätzt wird. Es ist leichter, sich von der momentanen Begeisterung leiten zu lassen, zum Beispiel mit dem Kauf von Kreditderivativen im Jahre 2006. Dieser Ansatz mag sich kurzfristig auszahlen. Nichts kommt jedoch rascher aus der Mode als die Mode selbst: Wenn der Markt auf den – zumeist harten – Boden der Realität zurückkehrt, hat der Asset Manager einzig die

Ausrede, dass er sich gemeinsam mit zahlreicher, manchmal illustrierer Gesellschaft verirrt hatte.

... Tracking

Die zweite Falle – das „Tracking“ – besteht darin, sich einem langandauernden Abweichen vom Bezugsindex zu verweigern, wenn der Markt den Überzeugungen des Vermögensverwalters zuwiderläuft. So hatte sich die UBS bis zum Jahr 2000 einem Engagement in die neuen Technologien widersetzt. Unter dem Feuer der Kritik, die dies als altmodisch bezeichnete, und unter dem Druck ihrer unzufriedenen Kunden gab die Grossbank schliesslich nach.

Demgegenüber haben die Investmentgesellschaft Berkshire Hathaway und ihr Leiter Warren Buffet für ihre Vorsicht und ihre Underperformance zwischen 2004 und 2007 viel Sarkasmus geerntet, als die Märkte eine Hausse erlebten. Sie sind von ihrer Strategie nicht abgewichen und waren deshalb in der Lage, ihre Beteiligungen – wie im Falle von Swiss Re, Goldman Sachs und General Electric – letztendlich zu sehr günstigen Konditionen zu erhöhen. Berkshire Hathaway ist eine Ausnahme und stellt deshalb ein Vorbild dar, dem es nachzuzahlen gilt.

Michel Thétaz, Generaldirektor IAM (Independent Asset Management), Genfer Vermögensverwalter von über 6 Mrd Franken.



PRIMANET
DIE VORSORGEPROFIS

IHR PARTNER FÜR DIE BERUFLICHE VORSORGE

Unsere Dienstleistungen umfassen die Kernbereiche Geschäftsführung, Vorsorgeverwaltung, Finanzen und Organisationsmanagement. Je nach Aufgabenstellung erweitern wir unsere Dienstleistungen mit externen Partnern für die gesamte berufliche Vorsorge.

PRIMANET AG, POSTFACH 5365, 3001 BERN
TELEFON 031-359 79 00, TELEFAX 031-359 79 01, WWW.PRIMANET.CH