

# INVESTIEREN SIE SCHON ODER INDEXIEREN SIE NOCH?

Reflexion / Positionspapier Albin Kistler AG  
März 2017

Als aktiver Investor stehen wir der industrialisierten Indexierung unzähliger Anlageklassen sehr kritisch gegenüber: Vordergründig einleuchtende Studienergebnisse gegen aktive Bewirtschaftung verlieren bei heutiger Betrachtung an Relevanz. Mit Blick auf die Annahmen und teilweise methodischen Fehlbarkeiten sowie unter Berücksichtigung der aktuellen Forschung zum Thema Preisfindung und Konzentrationsrisiken ergibt sich ein differenzierteres Bild.

# Investieren sie schon oder indexieren sie noch?

März 2017, Benjamin Schoch

## Umgang mit historischen Studienergebnissen

Auf die vielerorts heiss diskutierte Frage, ob Investitionen lieber aktiv oder passiv erfolgen sollen, wird häufig vom aktiven Investieren abgeraten und die Aussage durch Studienergebnisse aus vergangenen Zeiten untermauert. Auf den ersten Blick scheint die Argumentationskette schlüssig, da eine Mehrrendite nach Abzug aller Kosten im Durchschnitt nicht möglich ist.

Bei genauerer Lektüre dieser Studien stellen wir allerdings fest, dass sich zahlreiche Aussagen mit Blick auf die Entwicklung der Vermögensverwaltung seit den analysierten Zeitperioden relativieren lassen. Zusätzlich fallen die damaligen Annahmen zur gewählten Zeitperiode, Umfang und Zusammensetzung der Stichprobe, Berechnungsmethodologie und vereinzelt sogar methodische Fehlbarkeiten auf, durch welche die Studienergebnisse aus heutiger Optik verzerrt erscheinen.<sup>1</sup>

Am stärksten ins Gewicht fällt sicher die Tatsache, dass in den damaligen Zeitperioden die durchschnittlichen Vermögensverwaltungskosten der analysierten aktiven Anlagelösungen 2-3% pro Jahr betragen. Da erscheint es mehr als nachvollziehbar, dass kaum die Hälfte der Anbieter von aktiven Anlagelösungen eine Mehrrendite nach Kosten erzielen konnten. Wir möchten an dieser Stelle darauf hinweisen, dass zum heutigen Zeitpunkt die Kosten aktiver Anlagelösungen seriöser Anbieter deutlich niedriger liegen, teilweise sogar nur noch leicht höher als bei einigen Indexprodukten.

Selbst wenn die durchschnittliche Mehrrendite vergangener Studien um den Kostenfaktor bereinigt weiterhin negativ ausfällt, so sagt der Mittelwert der Stichprobe nichts über die Renditeverteilung und die Stärke beiderseitiger Ausreisser aus.

<sup>1</sup> J.T. Linnainmaa: "Reverse Survivorship Bias", Journal of Finance, 68/3 2013.  
D. Guercio, J. Reuter: "Mutual Fund Performance and the Incentive to Generate Alpha", Journal of Finance, 69/4 2014.

---

## In Kürze

- Aktiv investieren ist besser als häufig dargestellt
  - Aktive Investoren braucht es für die Preisfindung
  - Investieren bedeutet mehr als die Verwaltung zu delegieren
- 

## Preisfindung braucht aktive Investoren

Die Thematik der Preisfindung und der Konzentrationsrisiken wurde lange Zeit vernachlässigt, obwohl sich die Marktstruktur aufgrund des technologischen Wandels fundamental verändert hat.

Zur Preisfindung im Markt braucht es aktive Teilnehmer, die sich eine Meinung bilden und allfällige sich ergebende Opportunitäten bei Fehlpreisbildungen wahrnehmen. Sinkt das Verhältnis aktiver zu passiver Marktteilnehmer stark und wird der Markt durch das Wirken von Hochfrequenzakteuren zusätzlich beeinflusst, werden Marktpreise die finanzielle Situation von Unternehmen oder Schuldnern nicht mehr akkurat reflektieren. Fehleinschätzungen könnten sich verstärken und auffallend heftige Preisbewegungen bei kursrelevanten Nachrichten resultieren.

Nebst der Preisfindung müssen auch Konzentrationsrisiken und die Liquidität von Indexlösungen in Nischenmärkten beobachtet werden. Vereinfacht gesagt: Je mehr Investoren lange Zeit passiv im gleichen Boot in die gleiche Richtung fahren, desto stärker sind die Auswirkungen, falls sich beim ersten Aufkommen grosser Wellen der Kapitän und die Crew ins Rettungsboot verabschieden.

Diese Aussagen sind nicht aus der Luft gegriffen, sondern lassen sich mit Blick auf aktuelle Forschungsthemen bekräftigen.<sup>2</sup> Der Mehrwert aktiver Marktteilnehmer zur effizienten Kapitalallokation im Markt ist sogar bei namhaften Vertretern der passiven Anlageprodukte wie William Sharpe und Robert Litterman unumstritten: „If everybody starts buying index funds, then I'm going to issue shares at very high prices and have everyone buy them. We absolutely need people to do research, searching for mispriced securities. That's central to the argument.“<sup>3</sup>

<sup>2</sup> R.F. Stambaugh: "Investment Noise and Trends", Journal of Finance, 69/4 2014.

<sup>3</sup> W. Sharpe, R. Litterman: "Past, Present and Future Financial Thinking", Financial Analyst Journal, 70/6 2014.

Wie so oft im Leben sind gute Dienstleistungen nicht kostenlos. Auch der aktive Vermögensverwalter und sein Kunde möchten für den Mut, sich in bestimmten Firmen und Schuldner zu positionieren entschädigt werden. Der Aufwand der Fundamentalanalyse muss sich für den Kunden (Mehrrendite) und den Vermögensverwalter auszahlen (Finanzanalyse als Aufwand benötigt einen Ertrag damit die Erfolgsrechnung aufgeht). Dass eine aktive Umsetzung zukünftig gleich viel kostet wie die passive Umsetzung ist demnach eine Illusion, und ein moderater gerechtfertigter Aufschlag bleibt wohl eher die Realität.

### **Investieren bedeutet mehr als die Verwaltung zu delegieren**

Sollten Sie trotz pointierten Aussagen diese Lektüre noch nicht weggelegt haben, so möchten wir auf den aus unserer Sicht zentralsten Punkt eingehen: Investieren im Sinne der Vermögensvermehrung für beispielsweise Destinatäre oder Nachkommen bedeutet für uns mehr als die Verwaltung zu delegieren und die Allokation durch Investition in eine Indexlösung den restlichen Marktteilnehmern zu überlassen. Schon der Entscheid der Umsetzungsvariante und die Wahl des Anlageuniversums (Index) stellen genau genommen einen höchst aktiven Entscheid dar, wie und wo das Vermögen investiert wird.

Fällt der Entscheid beispielsweise bei den Aktien Schweiz zugunsten einer rein passiven Umsetzung des SMI Index aus, verzichtet der Anleger wahrscheinlich ungewollt auf den nachweislich höheren Mehrwert klein- und mittelkapitalisierter Unternehmen.<sup>4</sup> Bei einer ähnlich suboptimalen Selektion zur passiven Umsetzung der Obligationen CHF mit dem Anleihenindex SBI AAA-BBB, investiert der Anleger Stand heute mehrheitlich in negativ verzinste Anleihen der Eidgenossenschaft und der Pfandbriefinstitute. Wohl unbewusst misst er den positiv rentierenden Anleihen qualitativ hochstehender Unternehmensschuldner ein sehr tiefes Gewicht bei.

Diese Beispiele lassen sich für zahlreiche weitere Anlageklassen applizieren und die Kernaussage bleibt identisch: Die Passivierung von Anlageklassen kann unerwartete Folgen haben. Die sich er-

gebenden negativen Auswirkungen auf die Rendite können die vermeintlich eingesparten Umsetzungskosten bei weitem übertreffen und werden leider häufig erst im Nachhinein ersichtlich.

Bei Albin Kistler bedeutet der grundsätzliche Verzicht auf Indexierung, dass wir gezielt Anteile in Form von Eigenkapital und Fremdkapital an sorgfältig analysierten Unternehmen und Schuldnern erwerben. Wir sind der Meinung, dass Investitionen von langfristig orientiertem Kundenvermögen nicht ohne vorgängige seriöse Fundamentalanalyse mit einem Fokus auf finanzielle Solidität, hohe Qualität sowie der Prognostizierbarkeit der Erträge erfolgen dürfen.

Durch unseren aktiven Ansatz verfügen wir über die Möglichkeit der Einflussnahme bei ungünstigen Entwicklungen, bis hin zum Abbau der Beteiligungen, sollten die ausgesuchten Unternehmen oder Schuldner unsere hohen Qualitätsansprüche nicht mehr erfüllen können.

### **Schlussfolgerung**

Wie eingangs erwähnt, lässt sich die Umsetzungsdiskussion „Aktiv versus Passiv“ nicht alleine mit retrospektiven Studienergebnissen beantworten, sondern bedarf kritischer Betrachtung der vielfach zitierten Studien. Des Weiteren braucht es viel Aufmerksamkeit beim Umsetzungsentscheid und insbesondere bei der Definition des Anlageuniversums (Index).

Letzten Endes muss sich jeder Anleger die Frage stellen, ob sie oder er die Allokation des Vermögens lieber vollumfänglich dem Markt oder einem sorgfältig ausgewählten aktiven Vermögensverwalter mit nachweisbarer historischer Mehrrendite überlässt.<sup>5</sup>

### **Benjamin Schoch**

Leiter Bereich Asset Management, Analyst Währungen / Anleihen.

Diese wie auch andere periodisch erscheinenden Studien stehen auf der Website von Albin Kistler als PDF-Download zur Verfügung:  
[www.albinkistler.ch](http://www.albinkistler.ch)

<sup>4</sup> B. Ginesta: "Attraktive Small und Mid Caps", NZZ 22.7.2016

<sup>5</sup> Belege für unsere historisch geschaffene Mehrrendite finden Sie auf unserer Webseite: [www.albinkistler.ch](http://www.albinkistler.ch)