ERFAHRUNGSBERICHT

Weshalb indexieren im Vorteil ist

Finanzdienstleistern, die ihren Erfolg in der aktiven Vermögensverwaltung suchen und dafür hohe Kosten in Rechnung stellen, ist mit Skepsis zu begegnen. Gepoolte, passiv verwaltete Vermögen weisen gegenüber herkömmlichen Anlageformen teils exorbitante Kostenvorteile auf. Indexanlagen minimieren ausserden die Portfoliorisiken. Das und noch mehr wirkt sich positiv auf die Performance aus.

VON ALEXANDRA JANSSEN UND MARTIN JANSSEN

Mehrfach sind in den letzten Jahren in den global besten Wissenschaftsjournalen Artikel erschienen, wonach sich das Anlagegeschäft weiter in Richtung Indexanlagen verschieben wird. Für Finanzinstitute und Anleger wäre es töricht, die Augen vor diesen neuen Erkenntnissen zu verschliessen.

Die Wissenschaftler V. DeMiguel, L. Garlappi und R. Uppal gehen in ihrer empirischen Studie «Optimal Versus Naive Diversification: How Inefficient is the 1/N-Portfolio Strategy?» (Review of Financial Studies, v 22 n 5 2009), die in der Literatur intensiv diskutiert wurde, der Frage nach, ob die bekannten Risikomodelle – Capital Asset Pricing Model (CAPM), Markowitz-Ansatz, Faktormodelle etc. – eine bessere Performance (Ertrag pro Einheit Risiko) aufweisen als eine «naive» 1/N-Strategie, wo in jede Aktie der gleiche Betrag investiert wird. Die Autoren finden kein Risikomodell, das in der Vergangenheit zuverlässig eine bessere Performance geliefert hätte als die 1/N-Strategie. Der Grund dafür liegt auch in Messfehlern: Tages-, Wochen- oder Monatsendpreise sind nicht genügend repräsentativ für die tatsächlichen Kursbewegungen von Aktien.

Begrenzter Nutzen theoretischer Modelle

Die Autoren zeigen anhand von Simulationen, dass es 6000 Monatsbeobachtungen braucht, um die Aussage machen zu können, ein gewisses theoretisches Modell mit 50 Titeln führe zu einer besseren Performance als eine 1/N-Strategie. Bei 25 Titeln braucht es noch immer 3000 Monatsbeobachtungen. Weil es offensichtlich keine 250 oder sogar 500 Jahre langen Zeitreihen gibt, kann man die Aussage machen, dass Titelselektion, welches Risikomodell auch immer die Grundlage ist, keinen Informationswert schafft.

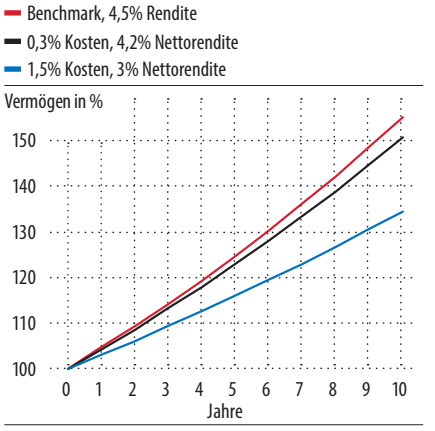
Dazu kommen zwei weitere Punkte: Erstens gibt es praktisch keine kotierten Unternehmen, die 500 Jahre alt sind. Und gäbe es sie, hätten sie heute ganz andere Eigenschaften als vor 500 Jahren. Zudem ist es de facto unmöglich ist, ex ante Underperformers von Outperformers, selbst wenn es sie gäbe, in nützlicher Frist zu unterscheiden. (Siehe hierzu J. White, James; J. Rosenbluth und V. Haghani, Victor, What's Past is Not Prologue (April 1, 2017). ssrn.com/abstract=3034686.)

Churchill meinte einmal in anderem Zusammenhang: «However beautiful the strategy, you should occasionally look at the results.» Das gilt auch hier: Die Theorie muss man als Student lernen und verstehen. Aber man muss auch wissen, dass in der Realität gute von schlechten Vermögensverwaltern nicht unterschieden werden können und dass aktive Selektion von Aktien keinen Mehrwert schafft.

Was kann der Anleger aus diesen Erkenntnissen lernen? Erstens ist den Schalmeienklängen der Finanzdienstleister, die ihr Glück respektive das ihrer Kunden in der Selektion von Titeln, das heisst in der aktiven Vermögensverwaltung, suchen und dafür hohe Kosten in Rechnung stellen, mit Skepsis zu begegnen.

Zweitens sollen sich die Anleger an den bewährten Anlageprozess halten: Feststellen der Ziele resp. der Verpflichtungen, Bestimmen der Anlagestrategie (inklusive Rebalancing-Regeln), Definition einer spezifischen Benchmark, kostengünstige Abbildung der Benchmark, Monitoring von Strategie und Portfolio, Durchführen des Rebalancing, Einbau von Spezialitäten. Wegen Spezialisierungseffekten lohnt es sich nicht, diese Tätigkeiten selbst auszuführen. Es ist eine Transparenz- und Vertrauensfrage, wen man mit diesen Tätigkeiten beauftragt.

VERMÖGENSERTRAG



Quelle: Ecofin / Grafik: FuW, sp

Bestimmen von Anlagestrategie und Benchmark

Die Anlagestrategie muss aus der Bilanzsicht des Anlegers festgelegt werden. Seine Ziele und der Grad seiner Risikoaversion – bei einem institutionellen Anleger würde man von Verpflichtungen und von einem Risikobudget sprechen – sind dabei wichtig. Die Verpflichtungen übernehmen auf diese Weise die Rolle eines direkten Risiko-Hedge: Will ich, beispielsweise, in fünf Jahren ein Haus bauen, lege ich mein Geld in der Zwischenzeit so an, dass Erhöhungen der Baukosten und Wertsteigerungen von Grundstücken von meinem Anlageertrag möglichst kompensiert werden.

Wie die Umschichtungsregeln (maximale Abweichung zwischen Portfolio und Benchmark, Frequenz der Anpassung etc.) festgelegt werden, hat etwas mit der erwarteten Kursentwicklung und mit der individuellen Risikoaversion zu tun. Diese Informationen werden in der spezifischen Benchmark und in den Umschichtungsregeln festgehalten.

Einkaufsgemeinschaft

Die Benchmark soll mit kostengünstigen, meist passiv gemanagten Indizes umgesetzt werden. Bei Ecofin Portfolio Solutions werden die Kapitalien gepoolt, um im Sinne einer Einkaufsgemeinschaft für alle Anleger niedrige Kosten zu realisieren. Gegenüber herkömmlichen Anlageformen sind teils exorbitante Kostendifferenzen festzustellen, die sich ganz direkt in einer deutlich höheren Performance niederschlagen. Bezahlt beispielsweise ein Anleger bei einer Bruttorendite von 4,5% p. a. eine Vermögensverwaltungsgebühr von 1,5% p. a., ist der Vermögensertrag der Benchmark, gerechnet auf zehn Jahre, 60% höher als die Nettorendite. Können diese Kosten mit einer Einkaufsgemeinschaft auf realistische 0,3% p. a. gesenkt werden, ist die Differenz zwischen Nettorendite und Benchmark nur 8,5%. Wichtig ist auch, dass auf diesem Weg das Portfoliorisiko zuverlässiger kontrolliert werden kann als mit einer aktiven Strategie.

Schliesslich ist festzuhalten, dass mit indexierten Anlagen keineswegs nur Standardlösungen möglich sind. Es können Nachhaltigkeitskriterien (ESG, vgl. Seite 6) berücksichtigt, Tail Hedges eingebaut, kryptographische Goldbarren oder andere Anlageideen einbezogen werden.

ALEXANDRA JANSSEN

Alexandra Janssen, MA UZH (Banking and Finance), Leiterin Ecofin Portfolio Solutions

MARTIN JANSSEN

Martin Janssen, CEO Ecofin-Gruppe und em. Prof. für Finanzmarktökonomie