

Was treibt die Aktienrenditen?

Stock Picking bringt hohe Ertragschance

Grundsätzlich stehen dem Fondsmanager zwei Möglichkeiten offen, um mit einem aktiven Anlagestil den Markt zu schlagen: nämlich «bottom up» oder «top down». «Bottom up» bezeichnet das klassische Stock Picking, also die Auswahl von Einzeltiteln auf Basis von Bewertungskennziffern oder anderen firmenspezifischen Faktoren wie Marktposition, Qualität der Unternehmensführung und so weiter. «Top down» dagegen bezieht sich darauf, dass der Fondsmanager zuerst eine übergeordnete Anlage-region oder -branche auswählt und erst in einem zweiten Schritt attraktive Einzeltitel aus diesen Bereichen selektioniert.

Der US-Fondsanbieter T. Rowe Price hat die Rolle dieser beiden Ansätze analysiert und ist zu erstaunlichen Resultaten gekommen. Das Investmenthaus untersuchte für den Zeitraum von Ende September 1994 bis Ende 2009, was die Performance von Aktien beeinflusst hat. Waren es vor allem globale Finanzmarkteinflüsse, denen alle Aktienmärkte unterworfen sind und denen sich Anleger folglich nicht entziehen können? Waren es eher länder- und branchenspezifische Faktoren, die sich mit einem Top-down-Ansatz fortdiversifizieren liessen? Oder waren es primär unternehmensspezifische Faktoren, die sich mit einem entsprechenden Stock Picking spielen liessen?

Der Befund von T. Rowe Price fällt eindeutig aus: Unternehmensspezifische Faktoren erklären rund die Hälfte der Aktienrenditen in den meisten geografischen Regionen und ökonomischen Sektoren. Damit sei das Stock Picking für einen Fondsmanager die wichtigste Ertragsquelle, um den Markt zu schlagen, folgert T. Rowe Price. Oder anders ausgedrückt: Aktives Management bietet im Bereich der Aktienanlagen hohe Renditechancen.

Besonders hoch ist der potenzielle Einfluss von Stock Picking zum Beispiel in Japan und Nordamerika, wo der unternehmensspezifische Einfluss über 60 Prozent der Aktienperformance erklärt. Das begründet sich mit dem grossen Binnenmarkt dieser Regionen, der bewirkt, dass die dortigen Firmen weniger durch Weltmärkte und interna-

Interview PRO PASSIV

«Wissenschaftliche Studien sind wie Kaugummi»

Wissenschaftliche Studien legen nahe, dass in Aufwärtsphasen aktives Management passivem unterlegen ist, dafür aber in wackeligen oder fallenden Börsen Mehrwert schaffen kann. Deckt sich das mit Ihren Erfahrungen?

Thomas J. Caduff: Das ist so eine Sache mit wissenschaftlichen Studien und Untersuchungen. Man kann sie kneten und langziehen wie einen Kaugummi. Je nachdem, was man zeigen will, nimmt man ein entsprechendes Zeitfenster oder unterlegt die Analyse mit der Währung, die einem gerade so passt. Kommt dazu: Gegen welchen Index soll man den oder die jeweiligen Fonds überhaupt messen? Sie sehen: Solche Studien sind alles andere als einfach. Sie bringen oft mehr Verwirrung als Licht ins Dunkel. Generell kann gesagt werden – und



Thomas J. Caduff

Chef der auf ETF und andere passive Anlageinstrumente spezialisierten Researchfirma ICN Trust Finance in Zürich

dies ist ja längst kein Geheimnis mehr –, dass die Mehrzahl der aktiv verwalteten Fonds ihren Vergleichsindex nicht schlägt, und das, wenn die Börse steigt und wenn sie fällt.

Gerade für wackelige Börsenphasen hat die ETF-Industrie sogenannte Buy-Write-Produkte entwickelt – also ETF, die systematisch einen Teil ihres Portfolios mittels Optionen verschreiben und dadurch das Verlustpotenzial zu begrenzen versuchen. Empfehlen Sie solche Produkte für volatile Marktphasen, wie wir sie derzeit erleben?

Die Idee überzeugt. Leider hat sie sich bis heute in der ETF-Industrie nicht durchsetzen können. Wahrscheinlich tönt sie für die meisten Investoren zu kompliziert. An der Schweizer Börse gibt es nur ein Produkt auf diese Strategie, den Lyxor-ETF Euro Stoxx 50 Buy-Write. Das geringe Fondsvolumen von rund 45 Millionen Euro zeigt, dass dieser intelligente

Ansatz bei Anlegern noch nicht angekommen ist. Schade, denn die Performance überzeugt. **ETF scheinen generell noch relativ wenig verbreitet zu sein bei Schweizer Vermögensverwaltern. Überspitzt formuliert: Bevorzugen vielleicht viele Vermögensverwalter auch deshalb aktiv gemanagte Fonds, weil sie so Anlageentscheide ans Fondsmanagement abschieben können und sich so aus der Verantwortung gegenüber dem Kunden stehlen können?**

Das hört man tatsächlich hinter vorgehaltener Hand. Es ist einfach verlockend, wenn man seinem Kunden sagen kann: «Schauen Sie, wenn es diese weltbekannte Fondsgesellschaft nicht schafft, den Markt zu schlagen, wie soll ich denn dies erreichen? – Ich tue doch mein Bestes für Sie.» Kommt noch das Dauerthema Retrozessionen hinzu: ETF-Anbieter zahlen keine, ihre Margen sind so dünn wie ein Blatt Papier. Die Spatzen pfeifen es aber von den Dächern: Der Retro-Ansatz ist ein Auslaufmodell. Die Kundschaft ist heute gut informiert. Der Einsatz von ETF kann speziell für Banken jedoch ein lohnendes Business sein. Denn sie werden häufiger umgesetzt als herkömmliche Fonds, und das spült logischerweise mehr Handels- und Währungsgebühren in die Kasse. Ich bin sicher: Mehr und mehr Banken werden in Zukunft dieses tolle Potenzial erkennen.

Sehen Sie in einem global diversifizierten Portfolio relevante Anlagesegmente, die sinnvollerweise nicht durch passives Management umgesetzt werden können?

Mir fällt ganz spontan keines ein. Denn eine vernünftige Performance erzielt man nicht mit Zufallstreffern, sondern mit einer ausgewogenen langfristigen Strategie. Und dafür gibt es schon heute mehr als genug ETF. Klar, wenn man beispielsweise Malaysia im Depot haben will, sucht man sich einen aktiv verwalteten Fonds für dieses Land. Ein Privatanleger, der von Asien insgesamt überzeugt ist, kauft wohl besser gleich einen ETF auf die gesamte Region. Aber die Freude und der Kitzel beim Investieren dürfen ja auch nicht zu kurz kommen, deshalb haben aktive Fonds durchaus eine Zukunft. Vorausgesetzt, sie schlagen über mehrere Jahre ihre Benchmark. Aber auf solche Produkte zu stossen, ist etwa so schwierig wie eine Nadel im Heuhaufen zu finden.