



CONREN
FONDS

Eine Analyse: Aktives vs Passives Investieren

Sommer 2017



Besuchen Sie uns auf www.conrenfonds.com



Inhalt

	Seite
A Vorwort: „Plädoyer für bewusstes und aktives Investieren“	3
B Eine Analyse: Aktives vs Passives Investieren	7
1. Einige Fakten zur gegenwärtigen Situation	7
2. Was genau ist passives Investieren?	10
3. Warum sind passive Investments aktuell so beliebt?	11
4. Theoretisches Hintergrundwissen	12
5. Ist reines passives Investieren überhaupt möglich?	14
6. Was sind die Auswirkungen von passivem Investieren bzw. wann kann aktives Investieren vorteilhaft sein?	15
C Quellen/Zum Weiterlesen	19
D Rechtlicher Hinweis	20
E Koordinaten	22

A Vorwort I „Plädoyer für bewusstes und aktives Investieren“

Die Diskussion „passives versus aktives Investieren“ wird aktuell hart und öffentlichkeitswirksam geführt. Dabei haben beide Seiten stichhaltige Argumente – aber auch erhebliche Eigeninteressen.

Was ist besser: Aktives oder passives Investieren? Kaum ein Thema wird in der Finanzbranche leidenschaftlicher diskutiert als diese Frage. Mal abgesehen davon, dass es für **beide Ansätze gute Argumente** und generell nicht den einen richtigen Weg, sondern viele gibt: **In der Debatte werden häufig Äpfel mit Birnen verglichen und Statistiken zweckgebunden erstellt.**

Es beginnt schon damit, dass ETFs oft als passiv und alle anderen Fonds als aktiv dargestellt werden. In der Rückschau scheint sich passives Investieren damit im Vergleich eher zu rechnen. Allgemein akzeptiert wird dabei, dass Indizes „den Markt“ darstellen und alle aktiven Manager Indizes als Maßstab nutzen, um ihr Können und ihre Leistung zu dokumentieren. Das aber ist zu simpel. Dazu **verändert der kompetente Aufstieg von ETFs merklich die Verhaltensweise von Märkten.** Vergangenheitsdaten sind also mit Vorsicht zu genießen.

Fakt ist zum einen, dass **die meisten Fonds sehr nahe an einer Benchmark gemanaged werden und wirklich aktive Investoren rar sind** – was nicht zuletzt an den Anreizsystemen der Branche liegt, die es nicht eben leicht machen, unabhängig zu denken und zu handeln. Zum anderen wird, indem man Fonds mit Indizes vergleicht und aus dem vermeintlichen enttäuschenden Ergebnis eine ETF-Überlegenheit ableitet, unterschlagen, dass auch ETFs Kosten haben. **Hinzu kommt, dass es rein passives Investieren nicht gibt.** Im Hintergrund müssen stets aktive Entscheidungen getroffen werden – sei es vom Investor oder den Indexgesellschaften, die darüber befinden, wer in den Index aufgenommen und wie dieser berechnet wird. Und neben der Performance wären auch die Liquidität der Investments sowie das eingegangene Risiko zu berücksichtigen. Letzteres wird bei gängigen Aktiv-/Passiv-Vergleichen gerne ausgeblendet. Doch das nur nebenbei.

Viel schwerer wiegt etwas Anderes: **Die Debatte um die vermeintlichen ETF-Vorteile folgt einem Schema, das wir von vielen Investmentmoden der letzten Jahrzehnten her nur allzu gut kennen.** Ob Hedgefonds, ABS-Produkte oder Protect-Zertifikate – sie alle haben dreierlei gemeinsam:

1. Ihre Ideen sind vom Grundsatz her gut.
2. Sie werden mit der (manchmal berechtigten) Kritik gegenüber anderen etablierten Lösungen vermarktet.
3. Sie entwickeln ab gewissen Volumina eine Eigendynamik, welche die Produkte für den Finanzmarkt selbst und einzelne Anleger gefährlich macht.

Alle drei Punkte gelten für die zunehmend populären ETFs. **Passives Anlegen scheint vielen Anlegern wie der rettende Strohalm in einer immer komplexeren Investmentwelt mit unübersichtlichen Angeboten,** unverständlichen Strategiebeschreibungen und von Rechtsabteilungen verfassten, seitenlangen Prospekten. Spätestens der nächste Crash dürfte vielen ETF-Fans jedoch die Augen öffnen.

Finanzmärkte sind dazu da, Kapital effizient zu allokalieren. Ein Markt, der zu 100 Prozent aus passiven Anlegern besteht, kann das nicht leisten. Dazu braucht es aktive Investoren für die Analyse, die Auswahl und die aktive Kontrolle von Unternehmen. Passive Investoren sind also Trittbrettfahrer – was an sich nicht verwerflich ist. **Gefährlich wird**



Andreas Lesniewicz hat als Geschäftsführer des Salmuth'schen Family Investment Office CONREN in 2004 mit aufgesetzt. Die Entscheidung fiel klar für eine aktive und unabhängige Vermögensverwaltung im Rahmen eines langfristigen Absolute Return Ansatzes (Stichwort Enkelsicherheit). Heute ist er Vorsitzender des Verwaltungsrates der CONREN Fortune SICAV und Geschäftsführer der CONREN Research GmbH.

es, wenn alle die gleichen oder sehr ähnlichen Depotstrukturen besitzen. Denn das erhöht die Korrelation zwischen den Portfolios aller Investoren – ein Umstand, der sowohl während der globalen Finanzkrise 2008 als auch zuzeiten der Verschuldungskrise in Europa 2011 zu beobachten war: **Gängige Finanzmarkttheorien wie die moderne Portfoliotheorie wurden ad absurdum geführt, Volatilitäten erreichten über sämtliche Vermögensklassen ein Mehrfaches dessen, was hätte gelten sollen.** Nicht nur das Risiko explodierte, auch die Korrelationen der einzelnen Anlageklassen kollabierten.

Weil Kapitalmärkte auf Basis ausschließlich passiver Veranlagung also nicht funktionieren können, muss es einen Punkt geben, an dem passives Investieren scheitert – respektive, an dem aktives Investment massive Vorteile hat. Wann dieser Punkt erreicht ist, ist schwer zu sagen. Fest steht jedoch: Wer passiv anlegt ist – vielleicht unbewusst – davon überzeugt, dass Märkte langfristig immer steigen.

Für Investoren kann wirklich passives Investieren Sinn machen, also z.B. 50% Aktienindex MSCI World und 50% in einen globalen Rentenindex ohne Markttiming. Doch die meisten Anleger ertragen es nicht, bei Marktschwächen investiert zu bleiben oder im Rebalancing die Aktienquote antizyklisch hochzufahren. Schlimmer noch: **Statistiken zeigen, dass ETFs zum unnötigen Handeln verführen.** Für den Kauf oder Verkauf der passiven Papiere braucht es nur einen Klick auf dem Smartphone. Häufiges Umschichten ist generell keine gute Idee; bei der nächsten Korrektur aber könnten ETFs eine Verkaufswelle lostreten – und diese Korrektur scheint nicht mehr weit entfernt.

Nach fast 100 Monaten Bullenmarkt bei Aktien sowie über 400 Monaten Bullenmarkt bei Anleihen befinden wir uns in einer späten Phase des Aufwärtstrends. **Der Markt hat gelernt, dass belohnt wird, wer long geht – eine „perfekte Welle“ für passives Investieren!** Vergessen wird, dass Märkte sich nicht rational verhalten und nicht informationseffizient sind. Sie werden von Menschen und deren Gefühlen geprägt, und der Aufstieg der ETFs verändert die Verhaltensweise von Märkten spürbar. Ihr Siegeszug führt zu Verzerrungen und Übertreibungen – nach oben, aber erst recht nach unten.

Unserer Überzeugung nach wird es später im Zyklus eine Korrektur geben. Dann werden Anleger – wie immer an dieser Stelle – überrascht sein und versuchen, durch dieselbe Tür den Markt zu verlassen. Wie schon beim Crash von 2008/09 werden alle Vermögensklassen angesteckt. Angeheizt wird die Situation dieses Mal durch die lange so niedrigen Zinsen und die nun limitierten Kapazitäten der Notenbanken. Die Panik wird zusätzlich dadurch geschürt, dass viele Anleger zu diesem Zeitpunkt ähnlich allokiert sind und ähnliche Anlage- und Risikomodelle nutzen. Viele passive Investoren werden am Anfang versuchen, ihrer Strategie treu zu bleiben, Positionen zu halten oder im Rahmen des Rebalancing auszubauen. Doch nach und nach werden sie am Ende doch denken, dass es dieses Mal anders kommen könnte und kapitulieren. Verkäufe werden weitere Verkäufe anheizen. In diesem Szenario wird jeder dankbar sein, der Vertrauen zu seinem aktiven Manager hat.

Um Missverständnissen vorzubeugen: **Natürlich nutzen auch wir ETFs und setzen so aktive Entscheidungen passiv um.** Im Family Investment Office aber haben wir uns explizit für eine wirklich aktive Vermögensveranlagung entschieden. **Als verantwortungsvolle Investoren denken wir langfristig über Zyklen hinweg** und bereiten uns aktuell auf Korrekturen vor, um in diesen nicht zu sehr zu verlieren / diese zu nutzen. Wenn Sie denken, dass Finanzmärkte effizient sind, dann macht ein solch aktives Investieren für Sie keinen Sinn. Nach unserem Verständnis jedoch waren

schon immer zwei Gruppen von Kurstreibern gegeneinander abzuwägen: wie Märkte den Zahlen nach funktionieren sollten und wie Märkte tatsächlich funktionieren.

Menschen sind keine absolut rationalen und effizienten Informationsverarbeitungsmaschinen und Entscheider. Vermögensveranlagung ist keine exakte Wissenschaft, sie ist und bleibt Handwerk sowie Fleißarbeit. Realistische Erwartungen helfen, eine gute Lösung zu finden, mit der man gut schlafen kann. **So muss jeder Anleger die richtige Lösung für sich selber finden.** Ob passiv, aktiv oder eine Mischung aus beidem: Es ist extrem wichtig, dass man eine Lösung und handelnde Personen findet, denen man vertrauen kann – egal in welcher Marktphase. Anders ist es fast unmöglich, Marktschwächen als Chance zu sehen und sich auch mal antizyklisch zu positionieren. Auch schafft man es nur so langfristig sein gesamtes Vermögen zu veranlagern. Eine Lösung, bei der ein Großteil des Vermögens auf dem Girokonto bleibt, ist nicht zielführend.

Als langfristig ausgerichtete aktive Investoren, die sehr stolz darauf sind, eine enge Partnerschaft mit vielen ihrer Investoren zu haben, sehen wir der nächsten Korrektur gelassen entgegen. Mehr als das: Der entsprechende Ausleseprozess wird uns helfen.

GRUNDLAGEN VORWORT

Wir haben diese Frage im Rahmen unserer **Zielsetzung im Family Investment Office** - und somit auch für die CONREN Fonds - behandelt:

- Veranlagung des Gesamtvermögens: Eine Lösung, bei der ein Großteil des Vermögens auf dem Girokonto bleibt, ist nicht zielführend und ändert Verhaltensweisen, Zielrendite oder Risikoaffinität und damit diese Diskussion.
- Zielrendite: langfristig Inflation plus 3% (nach Kosten)
- Breite Diversifikation von Risiko- und Renditequellen sowie Zukunftsszenarien und Fristigkeiten
- Anlagehorizont: sehr langfristig und vor allem über verschiedene Zyklen hinweg
- Neben einer angemessenen Rendite Kapitalerhalt als Hauptziel im Rahmen einer langfristigen Total Return Strategie (Stichwort „Enkelsicherheit“)
- In Bullenmärkten müssen wir nicht immer voll dabei sein, während wir in Bärenmärkten (langfristig) geschützt sein und diese nutzen wollen.

Die Diskussion wird oft falsch geführt:

- Was heißt für uns wirklich passiv? Ein vollkommenes passives Investieren gibt es für uns nicht, da immer aktive Entscheidungen getroffen werden müssen: sei es vom Investor oder der Indexgesellschaften (wer wird in den Index aufgenommen/wie wird dieser berechnet; bei Aktien ist es meist der Freefloat und die Marktkapitalisierung. Bei Anleihen meist das Volumen der Schulden – die Staaten/Unternehmen mit den meisten Schulden sind am höchsten gewichtet). Am nächsten an einem passiven Portfolio für ein balanced Mandat ist wohl: 50% in ein ETF auf den Aktienindex MSCI World und 50% in Produkte, die den Bloomberg Barclays Global Aggregate abdecken, ohne jegliches Timing oder Anpassungen. Man kann noch ein regelmäßiges, anhand von vorab festgesetzten Regeln, automatisiertes Rebalancing einrichten. Alles andere ist nicht passiv, sondern aktives Management mit passiven Instrumenten.
- Was heißt für uns wirklich aktiv? Das heißt vor allem, dass es keinerlei Stichtags- oder Benchmarkbetrachtung und damit vollkommene Unabhängigkeit im Denken und Handeln gibt. Dazu gehört z.B. selbstverständlich auch das Festsetzen von Kasse- bzw. Investmentquoten. Damit sind für uns Denkansätze, wie eine Übergewichtung ggü. einem Index fremd. Wir investieren ohne uns mit einem Index zu vergleichen, dort wo wir die besten Chance- / Risikokombination sehen. Wir definieren Risiko primär im Sinne des Kapitalverlustes (Buch- und tatsächlich realisierte Verluste), der über den Anlagehorizont nicht aufholbar ist. Unseres Erachtens haben gerade Volatilitätskennzahlen bei langfristig ausgerichteten Investmentstrategien keine große Bedeutung.
- Was ist quasi aktiv/passiv? In den Diskussionen werden ETFs oft als passiv und alle anderen Fonds als aktiv dargestellt. Fakt ist allerdings, dass die überwiegende Zahl von Fonds (und auch die meisten anderen Marktteilnehmer) aber sehr nahe an einer Benchmark investieren. Wirklich aktive Investoren gibt es wenige. Das liegt vor allem an den Anreizsystemen der Branche. Generell ist es nicht einfach unabhängig zu denken, zu handeln und sich von den oft vereinfachten Denkansätzen der Industrie zu befreien. Das verfälscht die Statistiken, die in diesem Zusammenhang oft ins Feld geführt werden massiv.

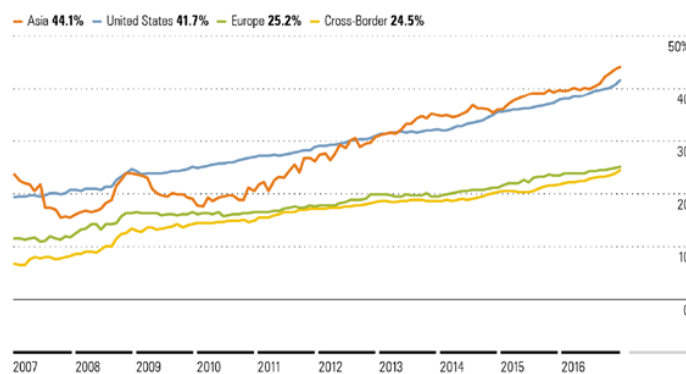
B Eine Analyse: Aktives vs Passives Investieren

1. Einige Fakten zur gegenwärtigen Situation

Passives Investieren erfreut sich einer immer grösseren Beliebtheit. Kaum eine Woche vergeht, in der nicht mindestens ein Artikel über neue Rekordzuflüsse in ETFs erscheint. Dies verleiht der ewigen Debatte zwischen Befürwortern von aktiven vs. passiven Investmentstrategien immer wieder neuen Schwung. Noch ist das Konzept des aktiven Investierens das vorherrschende Paradigma. Aber passive Indexfonds, ETFs und ähnliche Produkte gewinnen rasant an Bedeutung, wie die folgenden Zahlen verdeutlichen. Dies führt dazu, dass die Verfechter eines aktiven Ansatzes (v.a. aktive Fondsmanager) zunehmend in Erklärungsnot kommen.

Aktuell beläuft sich der **Anteil von passiven Investments über verschiedene Anlageklassen** hinweg auf etwa 20% des global verwalteten Vermögens. In den USA sind es rund 30%, während Europa und der Rest der Welt mit 5% bis 15% zum Teil noch deutlich zurückliegen. Erheblich sind die Unterschiede des Weiteren auch zwischen den einzelnen Anlageklassen. Gemäss Morningstar (vgl. Quelle 1 im Anhang) **weisen Aktienfonds mit Abstand den höchsten Anteil an passiven Strategien auf**, wobei auch hier die USA (41.7%) vor Europa (25.2%) liegen. Die Zahl für Asien (44.1%) ist insofern verzerrt, als mit der Bank of Japan Ende 2010 ein gewaltiger Käufer von ETFs in den Markt eingetreten ist. Die Zentralbank, die einen Schritt weiter ging als die meisten anderen und ihr Quantitative Easing Programm auf Aktien-ETFs ausweitete, hält gegenwärtig etwa zwei Drittel des japanischen ETF Markts und tätigt weiterhin Zukäufe in der Grössenordnung von umgerechnet ca. USD 50-60 Mia. jährlich. Bei festverzinslichen Wertpapieren beträgt der Anteil von passiven Fonds immerhin zwischen 11.9% (Europa) und 27.3% (USA):

Anteil der Vermögenswerte, der in passive Fonds investiert ist: Aktien

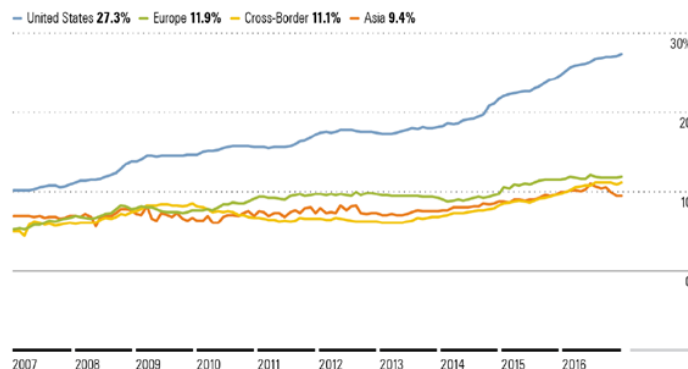


Quelle: Morningstar



Pascal Fischbach ist seit 2011 für Altrafin in den Bereichen Investment Research, Portfolio Management und Reporting tätig. Sein Fokus liegt im Investment Research sowohl von Aktien als auch von Anleihen (Credit Research, Unternehmensanleihen). Zuvor absolvierte er ein Studium in Betriebswirtschaft an der Universität St. Gallen (HSG) mit anschließender Spezialisierung im Bereich Banken und Finanzen (lic. oec. HSG).

Anteil der Vermögenswerte, der in passive Fonds investiert ist: Festverzinsliche Papiere



Quelle: Morningstar

Die eben genannten Zahlen relativieren sich ein Stück weit, wenn man berücksichtigt, dass das in Fonds investierte Vermögen nur rund 30% der Marktkapitalisierung ausmacht. Der Grossteil, nämlich die restlichen 70%, befinden sich weder in aktiven noch in passiven Fonds, sondern werden von individuellen Investoren (direkt oder über Vermögensverwalter) gehalten. Dadurch reduziert sich der Anteil von rein passiven Fonds am Gesamtbestand deutlich. Auf der anderen Seite investieren viele Privatinvestoren und Vermögensverwalter **quasi-passiv**, indem sie sich bewusst oder unbewusst an einer Benchmark messen oder sich in der Allokation an gewissen Bandbreiten orientieren. Exakte Angaben zur Frage, welche Gewichtung passive Investments am Gesamtbestand einnehmen, sind daher nur sehr schwer zu machen und immer auch abhängig davon, welche Datengrundlage herangezogen und wie „passiv“ überhaupt definiert wird. Leider wird das in der Diskussion um aktiv vs. passiv oft nicht klar genug dargestellt, so dass schließlich Äpfel mit Birnen verglichen werden.

Außerdem würden wir argumentieren, dass es wichtiger ist, über welchen **Anteil passive Investoren am Handel und nicht am Bestand von Wertpapieren** verfügen. Denn für die Preisentwicklung hat die zusätzliche Nachfrage/das zusätzliche Angebot, also die inkrementelle Veränderung, einen wesentlich erheblicheren Einfluss, als das deren Anteil absolut betrachtet, vermuten lässt. Auf jeden Fall lässt sich sagen, dass auch in Bezug auf die Handelsvolumen die Bedeutung von ETFs und passiven Investments rasant zunimmt. Gemäss Recherchen der Financial Times (vgl. Quelle 2) entfiel im vergangenen Jahr 2016 etwa 30% des US Handelsvolumens auf ETFs. Ausserdem waren sieben der zehn meistgehandelten Titel an US Börsen nicht etwa klassische Aktien eines Unternehmens sondern ETFs.

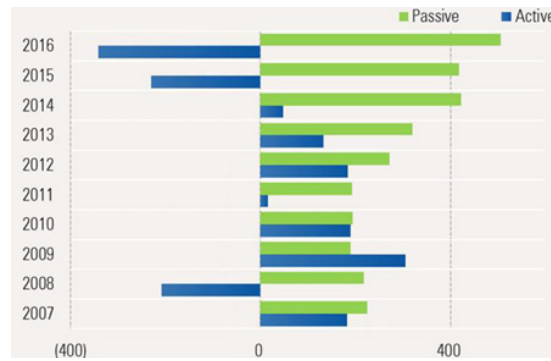
Und der Trend geht eindeutig weiter in Richtung passives Investieren. Gemäss Morningstar (vgl. Quelle 3) beliefen sich in den USA die Zuflüsse in passive Fonds über alle Anlageklassen hinweg auf USD 505 Mia., während die Abflüsse aus aktiven Fonds USD 340 Mia. betragen. Die grössten Mittelflüsse sind – im Einklang mit den zuvor gemachten Beobachtungen – bei Aktienfonds mit dem geografischen Fokus USA zu beobachten. Bei diesen fielen die Zuflüsse in passive Fonds mit USD 237 Mia. aus, bei gleichzeitigen Abflüsse aus aktiven Fonds in der Höhe von USD 264 Mia. Interessanterweise konnten in anderen Regionen (Europa, Asien) Zuflüsse sowohl in

Relevanz für die Preisbildung: Anteil passiver Investoren am Handel wichtiger als Gesamtbestand.

Der Trend geht eindeutig weiter in Richtung passives Investieren.

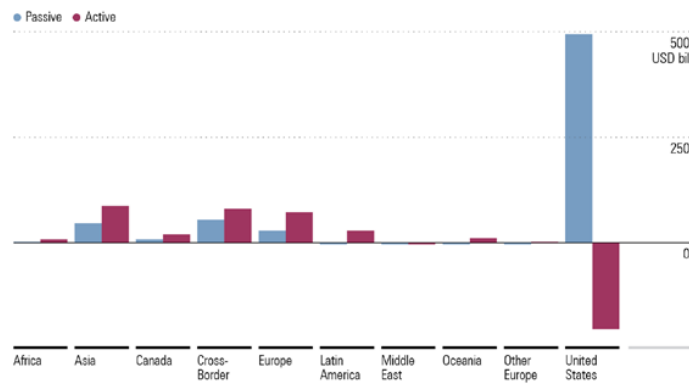
passiv wie auch inaktive Fonds beobachtet werden. Ebenso verteilt sich die Zuflüsse in festverzinsliche Wertpapiere etwa gleichmässig auf aktive und passive Fonds.

Zu-/Abflüsse in aktive bzw. passive Fonds über alle Anlageklassen in den USA



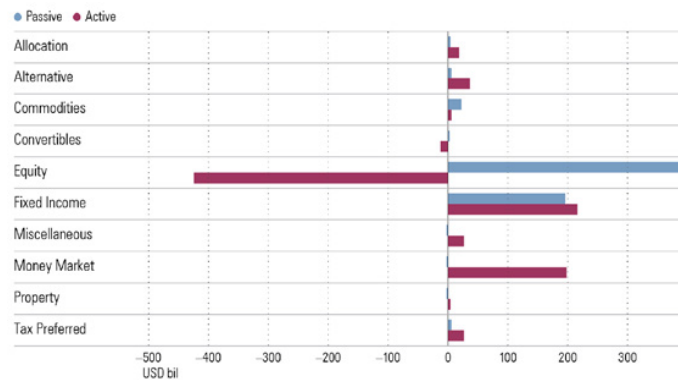
Quelle: Morningstar

Zu-/Abflüsse in aktive bzw. passive Fonds nach Region



Quelle: Morningstar

Zu-/Abflüsse in aktive bzw. passive Fonds nach Anlageklasse



Quelle: Morningstar

Anteil passiver Investments in den USA: >50% in 2021?

Schätzungen der Ratingagentur Moody's (vgl. Quelle 4) zufolge könnte der Anteil passiver Investments in den USA bereits in vier Jahren die Grenze von 50% überschreiten. Neue Formen des (quasi-)passiven Investierens, wie bspw. Smart Beta und Multifaktor Fonds oder „Robo-Advisors“ könnten diesen Trend in den nächsten Jahren sogar noch beschleunigen.

2. Was genau ist passives Investieren?

Was ist passives Investieren?

Passives Investieren beschreibt eine Anlagestrategie, die auf der Idee basiert, in den Markt im Ganzen zu investieren. Anlagen werden basierend auf einem Börsenindex getätigt, in der Regel mittels Indexfonds bzw. ETFs. Diese Anlagestrategie verspricht zahlreiche Vorteile: sie ist einfach umzusetzen, der zeitliche Aufwand ist niedrig, da keine einzelnen Titel verfolgt werden müssen, das Portfolio ist ausreichend diversifiziert, man profitiert von der Rendite des jeweiligen Indexes (positiv oder negativ) und die Kosten sind gering aufgrund niedrigster Managementgebühren und Transaktionskosten, da die Umschichtungsaktivitäten gering gehalten werden. An dieser Stelle muss allerdings festgehalten werden, dass es ein vollkommen passives Investieren (zumindest aus unserer Sicht) nicht gibt, da auch bei einer passiven Investmentstrategie immer gewisse aktive Entscheidungen getroffen werden müssen.

Aktives Investieren: keinerlei Stichtags- oder Benchmarkbetrachtung.

Aktives Investieren dagegen beschreibt eine Anlagestrategie, in der ein Portfolio aktiv verwaltet wird. Dabei können verschiedene Methoden wie bspw. Fundamentalanalyse, technische Analyse, volkswirtschaftliche, Branchen- oder Unternehmensanalysen zum Zug kommen. Ziel ist das Erreichen einer Überrendite im Vergleich zum Markt bzw. einem Vergleichsindex. Grundsätzlich gibt es zwei Quellen für eine solche Überrendite: Stock-Picking und Market Timing. Beim **Stock-Picking** versucht der aktive Fondsmanager gezielt jene Aktien oder andere Anlagen herauszupicken, die auf Basis seiner Informationen und Analyse die attraktivste Rendite (unter Berücksichtigung der Risiken) versprechen. Beim **Market Timing** versucht der aktive Fondsmanager zu einem möglichst idealen Zeitpunkt in den Markt oder in einzelne

Wertschriften ein- bzw. auszustiegen, ganz nach dem Motto „buy low, sell high“. Alternativ können die Instrumente, die einem aktiven Investor zum Schlagen des Marktes bzw. eines Indexes bei Mischmandaten zur Verfügung stehen, wie folgt unterteilt werden: **Allokation** (mehr oder weniger Renten, Aktien oder Kasse als der Index), **Selektion** (welche Einzeltitel wurden in der jeweiligen Anlagelasse mit welcher Gewichtung gewählt) und **Währung**. In der „reinen“ Form aktiven Investierens, sowie wir sie verstehen, gibt es keinerlei Stichtags- oder Benchmarkbetrachtung, was zu einer vollkommenen Unabhängigkeit im Denken und Handeln führt.

3. Warum sind passive Investments aktuell so beliebt?

Argumente für passive Investments sind schnell gefunden: Tatsache ist, dass es nur wenigen aktiven Fondsmanagern gelingt ihren Vergleichsindex über einen längeren Zeitraum zu übertreffen. Gemäss einer Studie des ETF Anbieters Lyxor (vgl. Quelle 5) erzielten 2016 nur 28% der aktiven Fondsmanager eine Outperformance gegenüber ihrem Vergleichsindex. Über einen Zeitraum von 10 Jahren betrachtet sinkt diese Zahl sogar auf durchschnittlich 19%. Gelang es aktiven Fondsmanagern in den 1960er und 1970er Jahren noch eher eine Überrendite zu erzielen, so haben sich die Zeiten nicht zuletzt wegen der technologischen Entwicklung geändert. Das Handelsvolumen ist in den letzten Jahrzehnten rasant gestiegen, relevante Informationen stehen überall und nahezu ohne Verzögerung zur Verfügung, es wird mehr Recherche betrieben als je zuvor und neuartige Ansätze wie „Algorithmic Trading“ wurden vermehrt in die Praxis umgesetzt. Dies alles hat einer verbesserten „Price Discovery“ im Sinne eines effizienten Markts verholfen. Demzufolge liegt die unbeständige Performance von aktiven Fondsmanagern nicht zuletzt auch in der Theorie begründet. Ein Gegenargument der Befürworter aktiver Strategien ist, dass gerade die Price Discovery erschwert wird, weil z.B. im Rahmen von Program Trading ganze Wertpapier- und ETF-Blöcke den Preisfindungsprozess verzerren.

Wenn Sie an effiziente Märkte glauben, macht aktives Investment keinen Sinn.

Soweit die Theorie und die Argumentation der Befürworter passiver Lösungen. Allerdings sind diese **Statistiken oft extrem verfälscht**:

Statistiken oft extrem verfälscht.

- Es wird vereinfacht angenommen, dass (alle) ETFs „Passives Investieren“ repräsentieren und alle anderen Fonds (und Investoren, die direkt und nicht über Fonds investieren) „Aktives Investieren“. Fakt ist allerdings, dass die überwiegende Zahl von Fonds (und auch die meisten anderen Marktteilnehmer) aber sehr nahe an einer Benchmark investieren. Wirklich aktive Investoren gibt es wenige. Das liegt vor allem an den Anreizsystemen der Branche. Generell ist es nicht einfach unabhängig zu denken und zu handeln und sich von den oft vereinfachten Denkansätzen der Industrie zu befreien.
- So ist es auch wenig verwunderlich, wenn der Großteil der aktiven Fonds (die eigentlich quasi-passiv investieren) nach Berücksichtigung sämtlicher Kosten eine Minderrendite im Vergleich zum Index erzielt.
- Fondsmanager, die einer „reinen“ aktiven Strategie folgen, werden dagegen bei der Analyse möglicherweise außer Betracht gelassen, da sie über keinen

expliziten Vergleichsindex verfügen und sich so nicht direkt vergleichen lassen.

- Die Fristigkeiten sind meist recht kurz gewählt.
- Neben der Performance sind auch das eingegangene Risiko und die Liquidität der Investments zu vergleichen. In den meisten Vergleichen von aktiv und passiv wird das Risiko allerdings ausgeblendet.
- Es wird allgemein akzeptiert, dass Indizes „den Markt“ darstellen bzw. definieren und, dass aktive Manager diese Indizes als Benchmarks brauchen. Das ist aber eine recht vereinfachte Sichtweise.
- Auch ETFs haben Kosten: Meist werden Fonds mit Indizes verglichen. Richtig ist aber, Gleiches mit Gleichem zu vergleichen. Also entweder Fonds mit ETFs auf Indizes oder aber Indizes mit Fonds vor Kosten.

Die jüngsten, umfassenderen Analysen zur Frage, ob aktives Investieren zu Überrenditen führen kann, kommen übrigens zu einem differenzierteren Ergebnis (vgl. z.B. Quelle 6: Gerakos, Linnainmaa und Morse, 2016). Im Gegensatz zu älteren Studien, die oft eine sehr breit gefasste Basis von aktiven Investoren untersuchten, wurde die Analyse bei der vorhin erwähnten Studie in unterschiedliche Kategorien von aktiven Investoren unterteilt: So sollen institutionelle Fondsmanager während dem untersuchten Zeitraum von 2000 bis 2012 im Durchschnitt eine signifikante Überrendite erzielt haben, während Retail Fonds nach Kosten nahezu identisch mit dem Vergleichsindex abschnitten und nicht delegiertes Kapital (d.h. individuelle Investoren) ein negatives Alpha generierte.

Auch wenn Grundfunktionsweisen sich nicht ändern und Märkte sich in wiederkehrenden Zyklen bewegen, lebt der Markt und verändert sich über die Zeit. Damit ist eine einfache, unangepasste Extrapolation der Vergangenheit mitunter gefährlich. So einfach ist es leider nicht. Die Vergangenheitsanalyse darf nur ein Anhaltspunkt bleiben. In dieser Diskussion ist zu beachten, dass eben gerade das Diskussionsobjekt selber, also passives Investieren / ETFs, bereits merklich die Verhaltensweise von Märkten verändert.

Das Diskussionsobjekt selber, also passives Investieren / ETFs, haben bereits merklich die Verhaltensweise von Märkten verändert.

4. Theoretisches Hintergrundwissen

Die Ursprünge der Debatte über aktives vs. passives Management gehen auf die **moderne Portfoliotheorie** zurück. Die Arbeiten von Markowitz, Tobin und Sharpe aus den 1950er und 1960er Jahren haben sozusagen das Fundament für das passive Investieren geschaffen. Gemäss Theorie setzt sich das optimale Portfolio eines Investors aus einer Kombination des Marktportfolios und einer risikofreien Anlage zusammen. Das Marktportfolio ist dabei für jeden Investor das gleiche, nur die Gewichtung hängt von der Risikoeinstellung des Investors ab. Die Idee, dass es ein sogenanntes Marktportfolio gibt, das Bestandteil des Portfolios eines jeden Investors ist und sich aus allen Anlagemöglichkeiten zusammensetzt, erinnert stark an das, was wir heute ETFs nennen (wenn auch mit gewissen Einschränkungen).

Das **Capital Asset Pricing Model**, das später auf der Basis der Portfoliotheorie entstand, führte dann den Begriff des **Betas** ein. Beta bezeichnet das Mass für das Risiko einer Wertschrift in Relation zum Risiko des Marktes. Die Risikoprämie einer Wertschrift ergibt sich der Theorie zufolge aus der Marktrendite (d.h. Rendite des Marktportfolios) multipliziert mit dem jeweiligen Beta der Wertschrift. Eine Aktie mit einem Beta von bspw. 0.5 sollte eine Rendite tiefere Rendite als der Markt abwerfen, eine Aktie mit einem Beta von 1.5 dagegen eine entsprechend höhere. Idiosynkratische, d.h. unternehmensspezifische Risiken können durch Diversifikation eliminiert werden und werden demzufolge auch nicht kompensiert. Die Erkenntnis, dass nur das systematische Risiko (Beta) kompensiert wird, idiosynkratische Risiken jedoch nicht, widerspricht eindeutig dem Konzept des Stock-Pickings und generell dem des aktiven Managements.

Jensen prüfte dieses Modell 1968 erstmals, indem er die theoretisch zu erwartenden Renditen mit den tatsächlich erwirtschafteten Renditen von Fondsmanagern verglich. Dabei prägte er den Begriff des **Alphas**, welches das Mass für die Über- oder Minderrendite einer Anlage gegenüber dem Vergleichsindex und damit den Teil der Aktienrendite, der nicht von der Marktrendite abhängt, bezeichnet. Jensen kam zum Schluss, dass aktive Investoren im Durchschnitt keine Überrendite erzielen.

Nach vielen der gängigen Finanzmarkttheorien macht aktives Investieren keinen Sinn. Doch nicht zuletzt die letzten Börsenkrisen haben viele dieser Theorien, ad absurdum geführt.

Der letzte theoretische Baustein wurde 1970 mit der **Markteffizienzhypothese** von Fama aufgestellt. Sie besagt, dass die in einem Markt erzielten Preise sämtliche verfügbaren Informationen reflektieren. Kein Marktteilnehmer soll deshalb in der Lage sein durch technische Analyse, Fundamentalanalyse oder anderweitig eine dauerhaft überdurchschnittliche Überrendite zu erzielen.

Um diese Theorien nochmals im Zusammenhang mit den Konzepten des passiven und aktiven Investierens zu betrachten: Passive Investoren zielen von Anfang an auf die Marktrendite ab, sprich das Beta. Aktive Investoren dagegen versuchen eine Überrendite, ein positives Alpha, zu erzielen. Da aktive Investoren in der Summe (zusammen mit den passiven Investoren) den Markt ausmachen, können die aktiven Investoren in ihrer Gesamtheit aber auch nur die Rendite des Marktes erzielen. Sprich, die Summe der Alphas der Marktteilnehmer ist null. Aktives Investieren ist daher aus theoretischer Sicht ein Nullsummenspiel.

Märkte verhalten sich, nach unserer Ansicht, aber nicht rational und sind nicht (informations-)effizient. Menschen und von Menschen programmierte Systeme machen Märkte. Den absolut rationalen Homo Oeconomicus gibt es nicht – schon gar nicht in einer Herde. Betrachtet man die letzten Börsenkrisen (die globale Finanzkrise im Jahre 2008 und 2011 die Verschuldungskrise in Europa), so wurden viele der gängigen Finanzmarkttheorien, wie die moderne Portfoliotheorie ad absurdum geführt. Volatilitäten haben ein Mehrfaches dessen betragen (und zwar über sämtliche Vermögensklassen) was eigentlich gemäß Theorie hätte gelten sollen. Aber nicht nur das Risiko ist regelrecht explodiert, sondern auch die Korrelationen der einzelnen Anlageklassen sind kollabiert. Portfolios werden aber nach wie vor meist nach der klassischen Portfoliotheorie strukturiert. Wenn Sie denken, dass Finanzmärkte effizient sind, dann macht aktives Investieren für Sie keinen Sinn. Nach unserem Verständnis waren aber schon immer (und werden wohl auch immer) zwei Gruppen von Kurstreibern gegeneinander abzuwägen sein: wie Märkte den Zahlen nach funktionieren sollten und wie Märkte tatsächlich funktionieren. In der heutigen Welt und nach fast 100 Monaten Bullenmarkt für Aktien sowie über 400 Monaten Bullenmarkt für Renten wird oftmals völlig vergessen, dass Märkte

Märkte verhalten sich, nach unserer Ansicht, aber nicht rational und sind nicht (informations-)effizient.

letztlich von Menschen und deren Gefühlen geprägt werden. Zuversicht, Angst, Hoffnung und Panik wechseln sich aktuell manchmal noch am selben Tag ab.

5. Ist reines passives Investieren überhaupt möglich?

Eine Frage, die wir uns stellen müssen, ist die, inwiefern „reines“ passives Investieren überhaupt möglich ist.

Denn zum einen ist eine **passive Strategie nicht ohne (aktive) Entscheidungen umzusetzen**. Ist die Wahl eines Investors auf eine passive Investmentstrategie gefallen, muss er sich zunächst auf einen bestimmten Vergleichsindex festlegen. Entscheidet er sich für einen Index mit einem geografischen (z.B. USA) oder sektoralen (z.B. Technologieaktien) Fokus, bewegt er sich schon stark in der Sphäre des aktiven Investierens. Um der Idee des vorhin erwähnten Marktportfolios am nächsten zu kommen, müsste der Investor einen ETF basierend auf dem MSCI World Index auswählen (bzw. bei balanced Mandaten 50% MSCI World und 50% Barclays Global Aggregate). Aber auch dann stellt sich bspw. die Frage, ob man den üblicherweise verwendeten MSCI World Index wählt, der sich nur aus Developed Markets zusammensetzt, oder ob man sich bewusst für denjenigen entscheidet, der Emerging Markets mit einschliesst. Bei Renten wird diese Entscheidung dadurch noch weiter erschwert, dass es nicht DEN Index gibt, geschweige denn darauf basierende, liquide Produkte. Auch der Frage, wie mit dem Währungsrisiko (bzw. dessen Absicherung) umgegangen werden soll, muss sich der Investor stellen. Darüber hinaus muss sich ein Investor mit der Wahl eines spezifischen Anbieters bzw. Produkts befassen, wobei auch hier zahlreiche Unterschiede zu beachten sind (bspw. physische oder synthetische Replikation des Indexes). Nicht zuletzt stellt auch die Festlegung der Vermögensallokation (wie viel Aktien, Renten, Liquidität), als einer der wichtigsten Treiber der Portfolio Performance, eine zentrale Entscheidung dar. Selbst bei einer passiven Strategie gibt es demnach gewisse übergeordnete aktive Entscheidungen, die der Investor vorab treffen muss.

Vollkommenes passives Investieren gibt es nicht – ABER: 50% MSCI World und 50% Barclays Global Aggregate kommt dem sehr nahe (für balanced Mandate).

Hinzu kommt, dass **auch die Indizes aktiven Entscheidungen unterliegen**. So entschied der Index Provider MSCI erst kürzlich (nach vierjähriger Beratung), dass neu auch Aktien von Unternehmen mit Sitz in Festlandchina in diversen Indizes berücksichtigt würden. Aktuell ist China mit einem Anteil von rund 3.5% des MSCI All Country World Index deutlich untervertreten, obwohl die Marktkapitalisierung (inkl. A-shares) ca. USD 7 Billionen beträgt und China damit nach den USA den zweitgrössten Markt darstellt. In einem weiteren Beispiel wurde kürzlich publik, dass der Index Provider FTSE Russell erwägt Unternehmen, die über eine Aktienstruktur mit ungleichen Stimmrechten verfügen (z.B. Alphabet, Facebook), aus Corporate Governance Gründen aus bestimmten Indizes auszuschliessen. Weitere Fragen wie z.B. jene, ob die Gewichtung einzelner Titel nach oben limitiert wird, wie einzelne Titel hinzugefügt oder ersetzt werden, wie oft ein Index rebalanciert wird, etc. werden in der Regel durch ein Komitee beraten und unterliegen daher ebenfalls aktiven Entscheidungen. Im Fall des Dow Jones Industrial Average wird sogar regelrecht Stock Picking betrieben! Aber auch die Entscheidung, Indizes basierend auf der Marktkapitalisierung zu gewichten, ist in gewissem Sinne eine aktive Entscheidung und kann in gewissen Fällen suboptimal sein. Dies ist beispielsweise der Fall bei Anleihen, da Länder/Unternehmen mit der grössten Verschuldung auf diese Weise am

stärksten vertreten sind. Smart Beta Produkte bieten in diesen Fällen einen Ausweg, indem basierend auf bestimmten Regeln alternative Indizes konstruiert werden, die von den traditionellen marktkapitalisierungsgewichteten Indizes abweichen. Der Übergang zwischen aktiven und passiven Strategien vermischt sich daher zunehmend.

6. Was sind die Auswirkungen von passivem Investieren bzw. wann kann aktives Investieren vorteilhaft sein?

Wenden wir uns nun einigen Fragen zu, die sich mit den Auswirkungen des passiven Investierens beschäftigen:

„Passives Investieren zerstört unser Wirtschaftssystem“ – was ist dran?

Hat vermehrtes passives Investieren eine ineffizientere Kapitalallokation zur Folge?

- Gegner des passiven Investierens behaupten, dass Index Fonds zu einer ineffizienten Kapitalallokation führen, da unabhängig von jeglicher Analyse investiert wird. Allerdings kann dem entgegengehalten werden, dass Aktienmärkte nicht viel mit Kapitalallokation zu tun haben. Kapital wird nicht allokiert, sondern nur von einem Marktteilnehmer auf den anderen übertragen.
- Doch auch wenn es in Aktienmärkten nicht zu einer Kapitalallokation kommt, so werden doch **Informationen in Preissignale umgewandelt**. Die absolute Bewertung (z.B. das Kurs-Gewinn-Verhältnis des gesamten Index) wird durch alle Investoren – aktiv oder passiv – bzw. durch den Zufluss deren Gelder in den Markt bestimmt. Die relative Bewertung einer Aktie im Verhältnis zum Index wird hingegen ausschliesslich durch die aktiven Investoren beeinflusst.
- Wenn passive Investoren zu stark an Bedeutung gewinnen, dann könnte dies zu einem **Verlust an Markteffizienz** führen. Paradoxerweise kann ein Markt nur dann effizient sein, wenn eine grosse Zahl von Marktteilnehmern davon überzeugt ist, dass der Markt ineffizient ist. Aktive Anleger spielen in diesem Zusammenhang eine wichtige Rolle, indem sie mit ihrem Handeln kollektiv dafür sorgen, dass Wertpapiere ihrem fairen Wert entsprechen und der Markt ausreichend liquide ist. Passive Investoren auf der anderen Seite leisten keinen Beitrag, da kein Research betrieben wird (sogenanntes „dumb money“).
- Ernsthafte negative Auswirkungen auf die Markteffizienz sind allerdings erst zu befürchten, wenn der Anteil passiver Investoren zu stark zunimmt und selbst hochqualifizierte aktive Manager aus dem Markt gedrängt werden. Auf der anderen Seite würde eine Abnahme der Markteffizienz zu Arbitrage-Möglichkeiten für aktive Investoren führen, so dass der Trend wiederum weg von passivem hin zu aktivem Investieren drehen würde, bis ein Gleichgewicht erreicht ist. Wo dieses Gleichgewicht liegt, ist schwer zu sagen und wird wohl, wenn überhaupt, nur ex-post festzustellen sein.

Was sind die Auswirkungen der Konzentration der Stimmrechte auf wenige ETF-Anbieter?

- Die starke Zunahme des passiven Investierens verleiht einer kleinen Zahl an Fondsanbietern eine bisher noch nie dagewesene Macht, was die Einflussnahme auf ihre Beteiligungen betrifft (bspw. Ausübung von Stimmrechten).
- Nach Treffen und Telefonaten mit diversen ETF-Anbietern zeichnet sich folgendes Bild: Von den ETF-Anbietern wird auf die gehaltenen Unternehmen gezielt Einfluss genommen. Dabei werden die gehaltenen Stimmbeteiligungen aus den ETFs mit denjenigen aus den aktiven Fonds gepoolt und dann abgestimmt.
- Bei einzelnen Corporate Governance Kriterien wie Umwelt und Nachhaltigkeitsaspekten und Vergütung des Managements könnte eine allgemeine langfristige Sichtweise zum Tragen kommen, wovon alle Stakeholder (Eigner, Management, Unternehmen) profitieren würden.
- Andere Entscheidungen, etwa wenn es um eine Firmenübernahme oder um eine Neubesetzung des Verwaltungsrats geht, sind jedoch sehr entscheidend - und für uns schwierig einzuschätzen, wer dort wie Einfluss nehmen kann, eventuell auch externe Dritte. Die online verfügbaren Corporate Governance Guidelines sind sehr breit gehalten und gehen nicht auf einzelne Situationen ein. Diese Entscheidungen werden auch im Nachhinein nicht veröffentlicht (bis auf einige wenige Ausnahmen).
- Die folgenden Zahlen verdeutlichen die Relevanz dieser Problematik: Die „grossen Drei“ - BlackRock (iShares), Vanguard und State Street (SPDR) - dominieren den Markt für passive Aktienfonds, indem sie über 90% des darin investierten Vermögens kontrollieren. Zusammen sind die drei Anbieter bei über 40% aller in den USA gelisteten Unternehmen die grössten Anteilseigner und mit durchschnittlich rund 17% an jedem grösseren US-Unternehmen beteiligt. Die gehaltenen Aktien und damit Stimmrechte werden dazu genutzt Einfluss zu nehmen. Dies sehen wir je nach Bereich als sehr kritisch an. Insbesondere auch wegen der vielfältigen Vernetzung von ETF-Anbietern in Politik und Finanzwesen.

Denken über Zyklen hinweg begünstigt aktives Investieren.

- Wir befinden uns sowohl bei Aktien als auch bei Renten in einer späten Phase des Aufwärtstrends, in dem der Markt gelernt hat, dass der belohnt wird, der long geht. Ein perfektes Umfeld für passives Investieren. Wir müssen als Investoren aber über Zyklen hinweg denken, denn der Aufwärtstrend wird nicht ewig weitergehen.
- Eine passive Investmentstrategie wird per Definition nie besser abschneiden als der Markt. Dies bedeutet, dass ein passiver Investor auch während einer Korrektur eins zu eins mit dem Vergleichsindex leidet. Einzig mit der Wahl einer aktiven Strategie hat der Investor die Möglichkeit, wenn auch nicht die Garantie, besser abzuschneiden als der Markt. Denn diesen Freiraum, bei Anzeichen einer Wende innerhalb des Zyklus die Allokation den neuen Gegebenheiten anzupassen, haben Investoren mit einem passiven Ansatz nicht.
- Ein weiteres Problem von passivem Investieren ist, dass es sich in der Theorie ex-

post gut rechnet. Die meisten Anleger halten es aber nicht durch in Marktpaniken einfach investiert zu bleiben. Statistiken zeigen, dass ETFs zum Handeln anregen. Ist es doch so einfach ETFs zu kaufen oder zu verkaufen – es ist im Zweifel ein Klick auf dem Smartphone. Doch häufige Umschichtung ist meist weder beim aktiven noch beim passiven (wenn es denn dann noch passiv ist) Investieren eine gute Idee.

Passives Investieren fördert Konzentrationsrisiken, die nur durch aktives Management vermieden werden können.

- Die meisten Indizes sind traditionell nach Marktkapitalisierung gewichtet, so dass **Unternehmen mit einer grösseren Kapitalisierung den Index dominieren**. Dies führt dazu, dass Positionen nach dem Motto „buy high, sell low“ gekauft werden, was wiederum Kapitalflüsse weg von Unternehmen mit geringer Kapitalisierung hin zu Unternehmen mit hoher Marktkapitalisierung verstärkt und das Konzentrationsrisiko somit weiter zunimmt. Damit einhergehend steigt das Risiko, dass eine Aktie nur deshalb an Wert zulegt, weil der Titel in einem Index enthalten ist, unabhängig ihres intrinsischen Werts.
- Aus Risikomanagement-Überlegungen könnte es deshalb Sinn machen, Allokationen (in einzelne Sektoren, Unternehmen, etc.) innerhalb des Portfolios bewusst zu reduzieren um Konzentrationsrisiken zu vermeiden. Diverse Beispiele aus der Geschichte zeigen, dass erhöhte Konzentrationen Vorzeichen einer Blase sind, die in der Folge zu einer massiven Korrektur führen können. So beispielsweise während der Japan-Blase im Jahr 1989, als der Anteil japanischer Aktien im MSCI World rekordhohe 44% erreichte, bevor die Blase zum Platzen kam. Oder während des Höhepunkts der Internetblase im Jahr 1999, als der Anteil von IT Unternehmen im S&P 500 zeitweise auf bis zu 35% anstieg. Eine im Rahmen eines aktiven Managements eingesetzte Obergrenze würde in so einem Fall kurzfristig zwar das Gewinnpotenzial einschränken, könnte aber das Portfolio vor einem erheblichen Drawdown bewahren.
- Smart Beta Produkte sind, was die oben beschriebene Problematik betrifft, klar im Vorteil gegenüber strikt nach Marktkapitalisierung gewichteten ETFs, bringen aber auch höhere Kosten mit sich und stellen bereits einen ersten Schritt Richtung aktives Investieren dar.

Kann passives Investieren zu erhöhten Systemrisiken führen?

- Die Konzentration auf einige wenige Anbieter bzw. Produkte erhöht die Systemrisiken, indem Märkte anfälliger werden auf grosse Zu- und Abflüsse. Dies kann auch unter dem Begriff **Momentumrisiko** zusammengefasst werden. Dieses besagt, dass das Herdenverhalten der Investoren zu massivem Überschüssen der Märkte sowohl nach oben als auch nach unten führen kann. Sollte ein Grossteil der Investoren zum Schluss kommen, dass die Märkte überwertet sind und eine Korrektur bevorsteht, so dass sie ihre Indexfonds und ETFs verkaufen, dann wären die Anbieter dieser Produkte gezwungen grössere Mengen der zugrundeliegenden Wertpapiere zu verkaufen. Dies wiederum würde die Indizes nach unten drücken und weitere Verkäufe mit sich ziehen. Da ETFs für den einzelnen Investor sehr einfach und kostengünstig zu verkaufen sind (auf jeden Fall einfacher als ein Portfolio von

Einzeltiteln), wird es unweigerlich zu weiteren Verkäufen kommen und es kann schnell eine Welle in Bewegung gesetzt werden, die nicht mehr gestoppt werden kann. **ETFs können also zu einer Verstärkung der Marktbewegungen führen.**

- Besonders kritisch wird es, wenn die Liquidität der zugrundeliegenden Wertschriften limitiert oder zumindest geringer ist als die des darauf basierenden Produkts, wie dies bspw. bei ETFs auf Unternehmensanleihen – v.a. im High Yield Bereich – der Fall ist.
- Wir haben in den letzten Jahren und Jahrzehnten eine Vielzahl von Moden kommen und gehen sehen. Hedgefonds, um in jedem Umfeld Überrenditen zu erzielen, Stop-Loss als ultimatives Risikoinstrument, ABS-Produkte, um risikolos mehr Rendite zu verdienen oder Protekt-Zertifikate, um die Rentenquote zu substituieren sind nur einige Beispiele, die dem ein oder anderen vielleicht noch in Erinnerung sind. All diese haben meist folgendes gemeinsam:
 - Es sind grundsätzlich gute Ideen/Strukturen. Erst die steigenden Volumina und/oder geänderte Strukturierung machen diese für den Markt und einzelne Anleger gefährlich.
 - Es entsteht eine Eigendynamik sobald gewisse Volumina erreicht sind; das gilt für die Strukturen, Vermarktung, Presse, Interessengruppen und den Lobbyismus.
 - Sie werden immer auch gepaart mit der oft berechtigten Kritik gegenüber anderen etablierten Lösungen verkauft.
 - Damit sind sie ex-ante meist sehr schwer zu entkräften und es benötigt einen Crash, um die Augen vieler Anleger zu öffnen.
- Das Konzept der ETFs erfüllt die meisten dieser Tatbestände, so dass durchaus die Möglichkeit besteht, dass auch dies in einem Crash enden wird.

Wie diversifiziert ist ein diversifiziertes Portfolio wirklich, wenn alle passiv investieren?

- Wenn alle Investoren eine passive Strategie verfolgen, dann hat jeder Investor das gleiche oder zumindest ein sehr ähnliches Portfolio. Die Portfolios mögen dann zwar individuell betrachtet diversifiziert sein, auf der anderen Seite besteht aber eine sehr hohe Korrelation zwischen den Portfolios der einzelnen Investoren. Besonders im Falle einer grösseren Korrektur, die früher oder später mit Sicherheit kommen wird, könnte dies verheerende Folgen haben.
- In dieser Situation werden viele – wie immer an dieser Stelle – durch dieselbe Tür den Markt verlassen wollen. Diese Panik wird, wie meistens, dadurch geschürt, dass viele Anleger zu diesem Zeitpunkt ähnlich allokiert sind und ähnliche Anlage- und Risikomodelle nutzen. ETFs und passives Investieren im Allgemeinen werden diese Bewegungen obendrein verstärken. Viele passive Investoren werden am Anfang noch versuchen ihrer Strategie treu zu bleiben. Doch nach und nach werden sie am Ende doch denken, dass es dieses Mal anders kommen könnte, und ihre passiven Positionen aufgeben. In diesem Szenario wird jeder dankbar sein, der Vertrauen zu seinem aktiven Manager hat. Für diese wird dieses Szenario nicht kurz-, aber mittelfristig große Chancen bieten.

C Quellen/Zum Weiterlesen

Quelle 1: Morningstar. (2017). 2016 Global Asset Flows Report: Global investors shun equity, return to fixed income in 2016. Zuletzt gefunden am 17. August 2017 unter <http://www.vfb.be/vfb/Media/Default/news/Morningstar.pdf>

Quelle 2: Financial Times. (2017). ETFs are eating the US stock market. Zuletzt gefunden am 17. August 2017 unter <https://www.ft.com/content/6dabad28-e19c-11e6-9645-c9357a75844a?mhq5j=e1>

Quelle 3: Morningstar. (2017). Morningstar Direct Asset Flows Commentary: United States. Zuletzt gefunden am 17. August 2017 unter <https://corporate.morningstar.com/US/documents/AssetFlows/AssetFlowsJan2017.pdf>

Quelle 4: ETF Strategy. (2017). Passive investing to overtake active in US by 2024, finds Moody's. Zuletzt gefunden am 17. August 2017 unter <https://www.etfstrategy.co.uk/passive-investing-to-overtake-active-in-us-by-2024-finds-moodys-09876/>

Quelle 5: Lyxor. (2017). Blending active and passive funds: Comparing 2016 performances and 2017 outlook. Zuletzt gefunden am 17. August 2017 unter <http://www.lyxoretf.fr/en/retail/news/628/New-research-Blending-active-and-passive>

Quelle 6: Gerakos, J., Linnainmaa, J. & Morse, A. (2016). Asset managers: Institutional performance and smart betas. Zuletzt gefunden am 17. August 2017 unter http://faculty.haas.berkeley.edu/morse/research/papers/GerakosLinnainmaaMorse_AssetManagerFunds.pdf

D Rechtlicher Hinweis

Dieser Kommentar ist eine Zusammenfassung der Einschätzungen der Altrafin Advisory AG. Der Inhalt (inkl. aller Zahlenangaben) ist ohne Gewähr. Alle Informationen beruhen auf Quellen, die wir als zuverlässig erachten. Sie dienen lediglich der Information und begründen kein Haftungsobligo.

Dies ist kein Verkaufsprospekt im Sinne des Gesetzes, sondern eine werbliche Darstellung, die der individuellen Information dient. Anlagen dürfen nur auf der Grundlage des aktuellen Verkaufsprospektes des jeweiligen Fonds getätigt werden, in dem Anlageziele, Gebühren, Risiken und andere wichtige Fondsbelange ausführlich beschrieben sind. Bitte lesen Sie den Verkaufsprospekt sorgfältig durch und konsultieren Sie Ihren rechtlichen und/oder steuerlichen Berater, bevor Sie eine Anlage tätigen.

Investmentfonds unterliegen dem Risiko sinkender Anteilspreise, da sich Kursrückgänge bei den im Fonds enthaltenen Wertpapieren bzw. der zugrunde liegenden Währung im Anteilspreis widerspiegeln. Die in diesem Dokument beschriebenen Fondslösungen definieren sich grundsätzlich als langfristige Anlageinstrumente. Anleger sollten langjährige Wertpapiererfahrung haben und über einen langfristigen Anlagehorizont verfügen. Sollten Sie nicht über umfangreiche Kenntnisse und Erfahrungen im Bereich von Aktienanlagen, Anleihen, Fremdwährungen und Investmentfonds verfügen, raten wir dringend dazu, die Informationen in diesem Dokument und die Informationen aus dem Verkaufsprospekt unter Hinzuziehung fachlich kompetenter Beratung zu verwenden.

Die Informationen in dieser Publikation wurden aus Daten erarbeitet, von deren Richtigkeit ausgegangen wurde; wir übernehmen jedoch weder Haftung noch eine Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen. Die Publikation darf nicht als Verkaufsangebot oder als Aufforderung zu Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren verstanden werden. Die in der Publikation gemachten Aussagen können ohne Vorankündigung geändert werden. Die ggf. enthaltenen Aussagen zur Marktlage stellen unsere eigene Ansicht der geschilderten Umstände dar. Hiermit ist weder eine Allgemeingültigkeit noch eine Empfehlung beziehungsweise Anlageberatung verbunden. Die Ausführungen gehen zudem von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Die steuerliche Behandlung ist von den persönlichen Verhältnissen abhängig und kann künftig Änderungen unterworfen sein. Alle Angaben in diesem Dokument erfolgen ohne Gewähr.

In verschiedenen Ländern dürfen Fonds nur angeboten werden, wenn eine Genehmigung der örtlichen Aufsichtsbehörde erlangt wurde. Insbesondere richtet sich diese Präsentation weder an US-Bürger noch an Personen mit ständigem Wohnsitz in den USA.

In der Schweiz richtet sich dieser Kommentar nur an Anleger nach Art. 10 Abs. 3 Bst. a und b KAG. Bitte setzen Sie sich gegebenenfalls mit einer örtlichen Vertriebsstelle in Verbindung.

CONREN bietet eine Strategie, die sich in der Verwaltung langfristig ausgerichteter Familienvermögen bewährt hat: Ein aktives, vermögensverwaltendes und unabhängiges Management auf Basis eines themenbasierten Top-Down-Ansatzes. Es gibt keine Stichtags- oder Benchmarkbetrachtung (u.a. wird das Aktienexposure flexibel gesteuert). So bietet CONREN eine langfristige Absolute Return Strategie, um in jedem Umfeld langfristig Verlustrisiken zu minimieren und Kapitalzuwachs zu ermöglichen.

D Rechtlicher Hinweis (Fortsetzung)

Herausgeber Deutschland: Martin Huhn, Martin Huhn
Finanzberatung, Aachener Straße 382, 50933 Köln

Zulassung als Finanzanlagenvermittler nach Paragraph 34f Abs. 1
GewO bei der IHK Köln, Unter Sachsenhausen 10-26, 50667 Köln,
IHK-Registernummer D-F-142-YV11-25

Herausgeber Schweiz: CONREN Research GmbH, Tödistrasse 5,
8002 Zürich.

© Copyright

Diese Publikation ist urheberrechtlich geschützt. Die dadurch begründeten Rechte, insbesondere der Übersetzung, des Nachdrucks, des Vortrags, der Entnahme von Abbildungen und Tabellen, der Funksendung, der Mikroverfilmung oder der Vervielfältigung auf anderen Wegen und der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen, bleiben, auch bei nur auszugsweiser Verwertung, vorbehalten. Eine komplette oder auszugsweise Vervielfältigung dieser Publikation ist auch im Einzelfall nur in den Grenzen der gesetzlichen Bestimmungen zulässig. Zuwiderhandlungen können zivil- und strafrechtliche Folgen nach sich ziehen.

CONREN Fortune	II Retail	IV Institutional	V Retail
ISIN:	LU0430796895	LU1144074538	LU1295763327
WKN:	A0RN0S	A12FPK	A140AC
Ertragsverwendung:	thesaurierend	thesaurierend	ausschüttend
CONREN Equity	I Institutional	D Retail	DA Retail
ISIN:	LU0955859060	LU0955859144	LU1295765371
WKN:	A1W3DG	A1W3DH	A14Z98
Ertragsverwendung:	thesaurierend	thesaurierend	ausschüttend
CONREN Fixed Income	I Institutional	D Retail	DA Retail
ISIN:	LU0955859656	LU0955859730	LU1295768474
WKN:	A1W3DK	A1W3DL	A14Z99
Ertragsverwendung:	thesaurierend	thesaurierend	ausschüttend

E Koordinaten

info@conrenfonds.com
www.conrenfonds.com

CONREN-Blog: <https://conrenfonds.com/conren-blog/>
CONREN Newsletter: <https://conrenfonds.com/kontakt/>

CONREN Research GmbH, Zürich



Christian von Veltheim
veltheim@conrenresearch.com



Andreas Lesniewicz
lesniewicz@conrenresearch.com

CONREN Vertriebsmannschaft in Deutschland AAB Asset Services



Geschäftsführer
Marco Schmitz
+49 821 319 515 207
m.schmitz@aab-as.de



Senior Sales Consultant
Martin Huhn
+49 221 9950 9120 / +49 160 9483 8539
m.huhn@aab-as.de



Senior Sales Consultant
Klaus Täte
+49 6172 8087550 / +49 170 210 4504
k.taete@aab-as.de