

DIE BESTEN DER BESTEN

WARUM SICH EINE FOKUSSIERUNG LOHNT

DIEGO FÖLLMI

Die Diversifikation wird bei manchen Aktien-Portfolios ad absurdum getrieben. ETFs auf Marktindizes bieten per definitionem die breiteste Diversifikation. Aber ist es sinnvoll, das ganze Portfolio so auszurichten? Ist dies wirklich risikominimierend? Gibt es Alternativen? Eine Auslegeordnung ist angebracht.

Ein Thema, das sicherlich in jedem Kurs oder Studiengang über Investments zur Sprache kommt, ist die Diversifikation. Meistens wird die Aussage «man soll nicht alle Eier in den gleichen Korb legen» mit

der «Modern Portfolio Theory» unterlegt. Dabei wird als Risikomass in der klassischen Portfolio-Theorie die Varianz oder die Standardabweichung genommen. Oftmals wird in diesem Zusammenhang von unsystematischen und systematischen Risiken gesprochen, wobei das unsystematische Risiko – also das titelspezifische Ri-



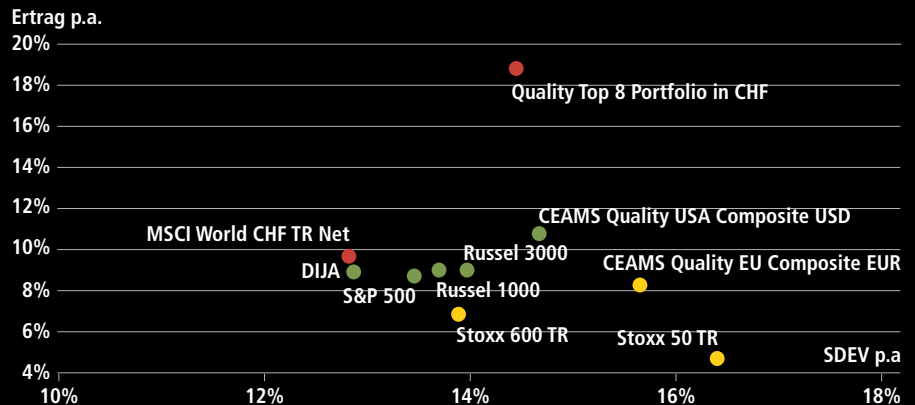
siko – durch eine genügend grosse Anzahl Titel im Portfolio gemäss Lehre «wegdiversifiziert» werden kann. Übrig bleibt das systematische Risiko, welches sozusagen dem Markt inhärent ist. Mit der Verbreitung der Finanzlehre und vor allem dem «Capital Asset Pricing Model» (CAPM) wurde mit dieser Risikobefangenheit die Rechtfertigung für breit diversifizierte Portfolios und auch den gesamten Markt abdeckende Indexfonds gelegt. Doch was bedeutet dies letztendlich?

Natürlich ist der Wunsch hier, mit möglichst vielen verschiedenen Investitionsobjekten den Schaden von schwarzen Schafen zu minimieren. Doch sollte eigentlich bei Investitionsentscheidungen ohnehin so sorgfältig vorgegangen werden, dass die Analyse die schwarzen Schafe möglichst von der Herde separiert. Der Anreiz für Asset Manager besteht darin, diese «Risikominimierung» auf Kosten der Rendite anzuwenden: statt in die besten Ideen zu investieren, wird das Portfolio durch Zugaben verwässert. Es gibt diverse wissenschaftliche Studien, die diesen Befund untermauern¹. Natürlich bedeutet Konzentration nicht gleich Outperformance. Die Konzentration macht nur Sinn, wenn der Fokus auf etwas gelegt wird, das auch verstanden wird. Oder anders ausgedrückt: Hat ein Manager Expertise in einem Bereich (Style, Sektoren etc.), sollte er sich darauf konzentrieren².

Active Share als wichtige Kennzahl

Ein Mass, das in diesem Zusammenhang in der Finanzindustrie an Bedeutung gewonnen hat, ist der «Active Share». Die Kennzahl misst, um wie viel Prozent sich die Bestandteile eines Portfolios von der Benchmark unterscheiden. Ein Wert von Null bedeutet, dass das Portfolio aus den genau gleichen Aktien in derselben Gewichtung wie die Benchmark besteht. Ein «Active Share» von 100 bedeutet hingegen, dass das Portfolio im Extremfall keine gleichen Aktien wie die Benchmark hält oder die Gewichtung sehr unterschiedlich ist. Eingeführt haben dieses Mass die Herren Cremers und Petajisto, die eine Beur-

Fokussierte Portfolios vs. Marktindizes: Rendite-Risiko-Vergleich



Die Werte für das «Quality Top 8 Portfolio» sowie den MSCI World wurden für die Periode September 2014 bis Ende Dezember 2017 ermittelt. Für die übrigen Werte dauert die Vergleichsperiode von Anfang 2004 bis Ende 2017.

Quellen: Reuters, Hérens Quality Asset Management

teilung für aktive und passive Manager gesucht und gefunden haben³.

Sie kamen zum Schluss, dass mit einem höheren «Active Share» die historische Outperformance zunahm. Dabei bezeichneten die Autoren Fonds mit einem Wert von über 60% als wirklich aktiv. Wenn dieser Definition von aktivem Management gefolgt wird, fällt ein grosser Teil der allgemein als aktive Fonds bezeichneten Produkte nicht mehr unter diese Kategorie. Closet Indexer (also Fonds mit tiefem «Active Share» und niedrigem «Tracking Error») sind demnach das beste Beispiel von überdiversifizierten Portfolios, welche eine hohe Überschneidung mit der Benchmark haben und nicht bereit oder fähig sind, eine aktive Position auf Grund einer systematischen Investment-Philosophie zu beziehen. Die Performance ist dann ein Produkt des Zufalls und liegt meistens netto unter der Benchmark (da diese so genannten aktiven Manager eine Managementgebühr verlangen, die für ein aktives Management angemessen ist, aber nicht für eine indexnahe Verwaltung).

Faule Eier aussortieren

Alle Eier nicht in denselben Korb zu legen, wie es der Volksmund so schön ausdrückt, macht ja – wie vorhin ausgeführt – durchaus Sinn. Die Anzahl Körbe ist allerdings ebenfalls begrenzt und es gehen alle Eier kaputt, wenn die Körbe nicht mehr getragen werden können. Daher ist es doch wichtig, die faulen Eier vorher zu selektionieren, damit sie nicht das ganze System belasten. Dabei entscheidend ist das fundamentale Investment-Risiko. Dieses misst die Gefahr, dass sich die Unternehmensqualität des gesamten Portfolios verschlechtert. Am wichtigsten dabei ist zu verstehen, was die Unternehmen machen, wie ihr Wettbewerbsvorteil lautet und – vor allem – wie sie fundamental dastehen. Dazu braucht es einen systematischen Investment-Prozess mit klar definierten und signifikanten Ausprägungen. Mit einem systematischen Vorgehen ist es möglich, aus ei-



nem breiten Universum die besten Firmen zu selektionieren. Die Kombination der qualitativ besten Firmen aus Rendite-Risiko-Sicht sowie deren vernünftige Bewertung stellen sicher, dass ein Portfolio aus attraktiv bewerteten Qualitäts-Firmen besteht. In regionalen Portfolios sind dies zwischen 20 und 35 Firmen, in unserem global ausgerichteten «Quality Top 8 Portfolio» sogar nur deren 8. Dass dies aus Rendite-Risiko-Optik ein lohnenswertes Vorgehen sein kann, zeigt die Abbildung links.

- 1 Vgl. D. Yeung, P. Pellizzari, R. Bird, S. Abidin: «Diversification versus Concentration...and the Winner is?» The Paul Woolley Centre for the Study of Capital Market Dysfunctionality, UTS Working Paper Series 18, 2012 / Vgl. R. Cohen, Ch. Polk, B. Silli: «Best Ideas», Paul Woolley Centre Working Paper, London School of Economics, 2010 / Vgl. S. Brands, S. Brown, D. Gallagher: «Portfolio Concentration and Investment Manager Performance», The University of New South Wales, Sydney, NYU Stern School of Business, New York, U.S.A., 2005
- 2 Vgl. M. Kacperczyk, C. Sialm, L. Zheng: «On the Industry Concentration of actively managed Equity Mutual Funds», NBER Working Paper Series, 2004

3

Diego Föllmi

Partner, Hérens
Quality Asset
Management,
Pfäffikon.

