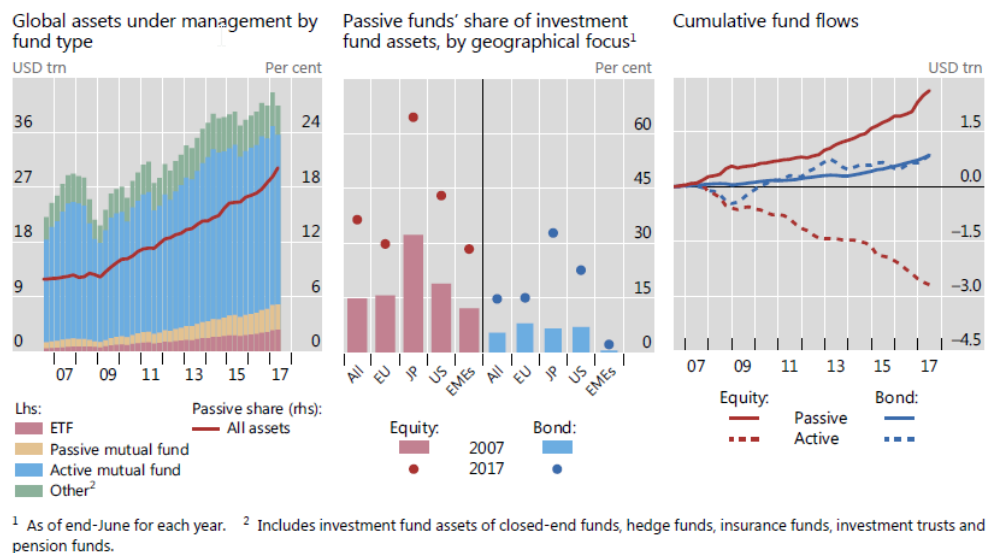




Freitagmorgen Kaffee

Nr. 5 – Aktives Management vs. Passives Management: David gegen Goliath?

Die Debatte über die jeweiligen Vorteile von aktivem und passivem Management ist seit Jahren intensiv, und es ist offensichtlich, dass passive Strategien an Bedeutung gewinnen. Europäische Aktien sind nicht immun gegen diesen Trend.



Quelle: BIS Quarterly Review, March 2018, *The implications of passive investing for securities analysis*, Vladyslav Sushko, Grant Turner

Das Hauptargument der Befürworter des passiven Managements ist die Beobachtung, dass nach Gebühren und über längeren Zeitraum nur sehr wenige aktive Manager in der Lage sind, den Markt zu outperformen. Warum sollte sich ein Investor folglich die Mühe geben Einzeltitel auszuwählen?

Die Befürworter des aktiven Managements erklären ihrerseits, dass sie Marktineffizienzen ausnutzen wollen, die zu einem bestimmten Zeitpunkt dazu führen, dass der Aktienkurs eines Unternehmens seinen fundamentalen Wert nicht angemessen widerspiegelt. Daher sollte die Entwicklung passiver Strategien die Marktineffizienzen und damit die Investitionsmöglichkeiten für aktive Manager erhöhen.

Der folgende Hinweis gibt die Meinung des Investment-Teams zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder. Bitte beachten Sie die wichtigen Hinweise am Ende des Dokuments.

Freitagmorgen Kaffee - Nr. 5 – Aktives Management vs. Passives Management: David gegen Goliath?

Tatsächlich beruht die Dynamik des Aktienmarktes auf Meinungsunterschieden zwischen Käufern und Verkäufern. Aber passives Management hat keine Meinung.

Indexfonds kaufen, wenn sie Zuflüsse haben, und verkaufen umgekehrt, um Rückflüssen entgegenzuwirken, unabhängig von den Fundamentaldaten des zugrunde liegenden Unternehmens. Darüber hinaus bauen sie ihr Portfolio auf Basis einer Benchmark auf, wo die Einzelgewichtung der Unternehmen im Index meist mit der Marktkapitalisierung der zugrunde liegenden Gesellschaften ermittelt wird. *Durch Konstruktion basiert passives Management daher auf "Momentum": Je mehr ein Aktienkurs steigt, desto höher ist sein Gewicht im Index und desto mehr wird es von den passiven Managern gekauft.*

Wir sind hier sehr weit von der Idee entfernt, dass der Preis einer Aktie nichts anderes ist als der Preis, zu dem das Eigentumsrecht eines Unternehmens (eine Aktie) zwischen einem Verkäufer und einem Käufer wechselt, die jeweils unterschiedliche Ansichten über den Wert des Unternehmens haben (die börsennotierte Gesellschaft). Beispiel Europcar: die Aktie der Gesellschaft war zuletzt sehr volatil und kletterte bis Ende Januar auf 11,65 EUR. Sie fiel zuletzt auf 8,75 EUR. Als aktive Manager, wenn wir heute Europcar kaufen wollen, liegt es daran, dass die Aktie unserer Meinung nach mehr wert ist als der aktuelle Preis, während der Verkäufer, von dem wir die Aktie kaufen werden, denkt, dass sie 8,75 Euro wert ist oder weniger. **Das Aufkommen von ETFs und anderen passiven Anlagelösungen verzerrt diese entscheidende Beziehung zwischen Käufer und Verkäufer.**

Kürzlich hat mich einer unserer Investoren gefragt, inwiefern aktive Manager den negativen Auswirkungen passiven Managements entgegenwirken können und damit den Markt zur Korrektur von Bewertungsfehlern zwingen. Mit anderen Worten, **wird das aktive Management ein trauriges Ende in Aktienmärkten finden, die von den passiven Strategien geleitet werden, die die Unterbewertung der Unternehmen nicht erkennen können?**

Nehmen wir den extremen Fall, in dem nur ein aktiver Manager auf der Erde verbleiben würde, der nur mit passiven Managern konfrontiert würde. Die einzig möglichen Transaktionen wären mit den Zeichnungs- / Rücknahmeströmen der passiven Strategien verbunden, die Verbindung zwischen dem fundamentalen Wert der Unternehmen und ihrem Aktienkurs wäre völlig verschwunden.

Der einzige Ausweg wäre, dass die Bewertung eines Unternehmens so tief fällt, dass ein industrieller Käufer beschließt, das Unternehmen zu übernehmen und es von der Börse zu nehmen.

Zum Glück sind wir noch nicht da, aber dieses Thema erfordert sorgfältige Aufmerksamkeit.

Der folgende Hinweis gibt die Meinung des Investment-Teams zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder. Bitte beachten Sie die wichtigen Hinweise am Ende des Dokuments.

Freitagmorgen Kaffee - Nr. 5 – Aktives Management vs. Passives Management: David gegen Goliath?

Es gibt auch die grundsätzliche Frage nach der Verantwortung der Aktionäre eines Unternehmens, zum Beispiel hinsichtlich des Stimmrechts. Wenn die Eigentümer eines börsennotierten Unternehmens den fundamentalen Wert des Unternehmens und dessen Geschäft nicht kennen, wie können sie zu so entscheidenden Fragen wie der Qualität eines Managementteams eine relevante Meinung äußern und abstimmen?

Wir stellen eine zunehmende Polarisierung des Asset-Management-Geschäfts zwischen den Unterstützern des aktiven und passiven Managements fest. Viele aktive Manager erlegen der Versuchung und bewegen sich in Richtung semi-passiver Strategien.

Aktives Management wird jedoch nur überleben, wenn es seine aktive Rolle übernimmt, d. h. wenn es langfristige Investitionsstrategien konsequent umsetzt, die sich durch einen hohen active share auszeichnen und durch starke Anlageprozesse zur Generierung von Alpha unterstützt werden. Darüber hinaus ist eine Angleichung des Anlagehorizonts von aktiven Managern und Investoren erforderlich. Diese Manager können nicht an kurzfristigen Marktentwicklungen gemessen werden, sondern müssen über ausreichend lange Zeiträume bewertet werden, damit sich ihre Investmentcases entfalten können und damit Erträge erwirtschaftet werden können.

Ich wünsche Ihnen ein schönes Wochenende,

Léon Kirch, CFA
Partner & Chief Investment Officer
6. April 2018

Disclaimer

European Capital Partners (Luxembourg) SA ("ECP") ist für die Veröffentlichung dieses Werbedokuments verantwortlich. ECP ist eine in Luxemburg ansässige Vermögensverwaltungsgesellschaft mit Sitz in JF Kennedy avenue 35a, L-1855 Luxemburg (RCS Luxemburg, B 134.746), zugelassen als Alternativer Investmentfondsmanager ("AIFM") des Luxemburger Gesetzes vom 12. Juli 2013 und beaufsichtigt von der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).

Die vorliegende Broschüre wurde ausschließlich zu Informationszwecken veröffentlicht und stellt kein Kauf - oder Verkaufsangebot für Finanzinstrumente dar. Es handelt sich auch nicht um eine Anlageberatung oder Bestätigung einer Transaktion, wenn nicht ausdrücklich Gegenteiliges vereinbart wurde. Obgleich ECP die verwendeten Daten und Quellen sorgfältig auswählt, können Fehler oder Auslassungen nicht von vornherein ausgeschlossen werden. ECP haftet nicht für direkte oder indirekte Schäden, die aus der Verwendung der vorliegenden Broschüre entstanden sind. Die geistigen Eigentumsrechte von ECP sind jederzeit zu beachten; die Wiedergabe des Inhalts der vorliegenden Broschüre ohne vorherige schriftliche Einwilligung von ECP ist nicht gestattet. Jede Investition birgt Risiken wie das Risiko des Verlustes von Anfangskapital. Bitte lesen Sie den Prospekt ausgewählter Fonds, ihre wesentlichen Anlegerinformationen (KIIDs) und Finanzberichte, bevor Sie eine Anlageentscheidung treffen, um ihre spezifischen Risiken, Kosten und Bedingungen zu verstehen. Diese Dokumente sind auf www.ecp.lu verfügbar. In der Vergangenheit erzielte Performance garantiert keine zukünftige Performance. Bitte wenden Sie sich an einen unabhängigen Steuerberater für Steuerinformationen, die sich jederzeit ändern können, und analysieren Sie die steuerlichen Auswirkungen einer Investition auf Ihre persönliche Situation.