

SIGLO Timeout Nr. 125 – Aktien, Einhörner und andere Fabelwesen

Inhalt

Wir haben im letzten Timeout beschrieben, dass die erfreulichen Renditen von globalen Aktienanlagen und -indizes der letzten Jahre nur von wenigen äusserst erfolgreichen Titeln getrieben wurden. Viele davon im Technologiesektor in den USA. Forschungsarbeiten von Prof. Hendrik Bessembinder zeigen, dass auch über längere Perioden nur ein sehr kleiner Anteil aller kotierten Titel am globalen Aktienmarkt für die gesamte Wertsteigerung verantwortlich sind. Im Timeout diskutieren wir anhand praktischer Beispiele, welche Wirkung das auf unser Verständnis von Aktienrenditen ausübt und weshalb man Renditeanalysen stets mit Vorsicht geniessen sollte.

Ausgangslage

In ihrem aktuellen Paper: «Long-term shareholder returns: Evidence from 64'000 global stocks» analysiert Hendrik Bessembinder mit Kollegen globale Aktienrenditen von 1990 bis Ende 2020. In erster Linie geht es darum, die Beiträge zur aggregierten Wertsteigerung zu messen. Es zeigt sich, dass die rund USD 76'000 Mrd. an neu geschaffenen Wert nur von 2.4% der Titel im Sample stammen. Für die rund USD 31'000 Mrd. an Wertsteigerung ausserhalb der USA waren sogar nur rund 1.4% aller Aktientitel verantwortlich. In der ersten Fassung des Papers per Ende 2016 waren es noch rund 4% der Titel in den USA. Aber wie im letzten Timeout erklärt, setzte sich die Rally einiger weniger US-Tech-Titel seither unbeirrt fort. Weiter zeigt uns diese Forschung, dass über die Hälfte aller Titel in den letzten 30 Jahren ab '90 tiefere Renditen lieferten als 1-Monats-T-Bills in den USA.

Wow, da staunt wohl nicht nur der Laie. Die Ergebnisse sind per se aufschlussreich. Wir teilen nun weiterführende Gedanken, weil sie für Interpretationen von Aktienmarktrenditen relevant sind. Vergleiche mit Fabelwesen wie Einhörnern (stellvertretend für die seltenen «Jungfirmen» mit hohen Wertsteigerungen), aber auch Orakel, Glückspilze, Pechvögel und Sturböcke (für verschiedene Typen von Anlegern) bieten sich in unseren Augen an. Vielleicht helfen unsere Gedanken auch, akademische Studien und praktische Stories rund um Track Records von Aktienmanagern und Strategien differenzierter zu betrachten. Simple Beispiele anhand passiver Portfolios mit und ohne einer Tesla-Beimischung sollen uns dann helfen, den Einfluss dieser raren aber entscheidenden Einhörner darzustellen.

Konzentration oder Diversifikation?

Interessant ist zuerst die Frage, ob man sich bei Aktienanlagen darauf konzentrieren will, seltene Einhörner frühzeitig zu identifizieren, oder aber mittels breiter Diversifikation die Chancen maximiert, diese früher oder später unter zahlreichen anderen Titeln im Portfolio zu haben und einfach zu halten. Es gibt hierzu keine richtigen und falschen Antworten, aber sehr wohl realistischere und euphorischere Vorstellungen, die wir in diesem Timeout mit den ausgesuchten Fabelwesen erörtern.

Die Orakel und Glückspilze erzielen mit ihren konzentrierten Positionen in Einhörnern die höchsten Renditen. Die Krux für Anleger liegt aber darin, dass man im Voraus noch nicht weiss, ob man zu einer der beiden Gruppen gehören wird. Zudem lassen sie sich auch ex post nur über lange Beobachtungszeiträume unterscheiden, wie wir bereits im Timeout Nr. 25 über «Glück oder Können» beschrieben. Das spielt vor allem bei Fonds und Managerselektion eine zentrale Rolle, weshalb wir das Thema hier nicht weiter vertiefen.

Auf der weniger erfolgreichen Rendite-Seite stehen Pechvögel und Sturböcke. Erstere machen zwar im Anlageprozess vieles richtig, aber erreichen trotzdem nur bescheidene Aktienrenditen, weil ihnen einfach das nötige Quäntchen Glück für höhere Expositionen zu Einhörnern fehlte. Mit etwas Geduld und Vertrauen wird aber der Erfolg für sie schon irgendwann eintreten. Zweitere zeichnen sich eher dadurch aus, dass sie trotz gegenteiliger Evidenz an ihren Anlageprozessen (und/oder ihren externen Partnern) festhalten und trotz ausbleibendem Erfolg fast nichts verändern. Zudem sehen sich Sturböcke selbst oft als

Pechvögel oder aber zukünftige Glückspilze. Analog zu erfolgreichen Fabelwesen, ist auch die Zuteilung zu Pechvögeln und Sturböcken praktisch höchst herausfordernd, sowohl für sich selbst als auch für externe. Sei also kein Hornochse bei der Selbsteinschätzung oder der Evaluation externer Parteien und Partner.

Vorsicht mit Free Lunches

Breit zu diversifizieren, heisst übrigens nicht zwingend passiv zu investieren. Es bedeutet für uns lediglich, möglichst viele Chancen zu eröffnen, um bei den Einhörnern frühzeitig und möglichst langfristig investiert zu sein. Das spricht für eine bewusst und sorgfältig geplante, breite Abdeckung der globalen Aktienmärkte (inklusive kotierte Titel in aller Welt sowie Private Märkte). Mit den Begriffen «bewusst» und «sorgfältig» distanzieren wir uns hier absichtlich von einer blinden, unkritischen und uninformierten Diversifikation.

Das Sprichwort, wonach Diversifikation der einzige Free Lunch an den Finanzmärkten sei wirkt verführerisch, aber etwas unrealistisch. Effektiver erscheint bewusste und sorgfältige Diversifikation, in der man Anlagerisiken nicht blind auf Indexprodukte abwälzt oder Affen mit Dartpfeilen werfen lässt, sondern Risiken gewissenhaft analysiert und Risiko-Budgets kontrolliert verteilt werden. Das Timeout Nr. 6 beschreibt z.B. die zentrale Bedeutung der Index- und Benchmark-Wahl. Aktuell drängt sich z.B. die Frage auf, ob man wirklich fast zwei Drittel aller Aktienanlagen in den USA halten will (wo zugegebenermassen die Dichte an Einhörnern in den letzten Jahren höher war als in allen anderen Ländern). Auch muss man sich fragen, ob man bei Anleihen wirklich den Emittenten mit den höchsten Schulden auch am meisten Geld geben will.

In diversen früheren Timeouts beschrieben wir, dass die praktische Umsetzung nicht nur bei den Aktien, sondern auch bei alternativen Anlagen einen sehr wichtigen Erfolgsfaktor darstellt, den man nicht unterschätzen sollte. Implementation matters! Und wenn es mit der Umsetzung hapert, ist das vielleicht kein Versagen der Diversifikation per se, sondern eher ein Hinweis darauf, dass im Anlageprozess nicht nur Glückspilze am Werk sind. Zudem sind Einhörner und Glücksritter auch in der alternativen Welt äusserst selten.

Momentum und Marktkapitalisierung

Wir geben zu, dass günstige Aktienanlagen in marktkapitalisierte Indizes einen guten Weg darstellen, um beim einen oder anderen Einhorn investiert zu sein und zu bleiben. Nicht wegen der Streuung über Titel, sondern vor allem, weil marktkapitalisierte Indizes per Definition nie rebalancieren. D.h. sie realisieren keine Gewinne auf Titeln, selbst wenn deren Preise völlig durch die Decke gehen, wie z.B. bei gewissen US-Tech-Titeln in den letzten Jahren. Ausser den wenigen Firmengründern und sehr speziellen Fondsmanagern haben nur wenige Anleger diese Toptitel über die gesamte Periode gehalten, ohne jemals die exorbitanten Gewinne zumindest partiell zu realisieren. Daher profitierten die marktkapitalisierten Aktienindizes in dieser Zeit auch so stark vom Momentum in den Aktienpreisen, eben genau dank dieser Toptitel in den USA.

Darin liegt für uns ein weiterer praxisrelevanter Grund, weshalb es schwierig ist, passive Produkte nach Kosten zu schlagen. Es ist aus psychologischer Sicht für aktive und bewusst risikostreuende Manager nicht einfach, die ohnehin schon hoch-gewichteten US-Tech-Titel noch stärker zu gewichten. Man braucht schon eine ordentliche Dosis Überzeugung, um Einzeltitel mit Kurs-Gewinn-Verhältnissen in schwindelerregender dreistelliger Höhe im eigenen Fonds noch höher zu gewichten als im Markt. Vor allem, wenn man bedenkt, wie schwer es eben ist, sich selbst der richtigen Gruppe von Fabelwesen zuzuordnen.

Faktoren und Geschichten

Die meisten aktiven und alternativen Fonds leben unter anderem auch von anschaulichen und überzeugenden Geschichten, welche die Manager ihren Kunden erzählen können. Das gewonnene Wissen um den hohen Einfluss weniger erfolgreicher Titel auf Performances von Aktienanlagen erlaubt uns, Geschichten von Managern differenzierter zu betrachten.

Anhand simpler Beispiele mit Tesla-Aktien veranschaulichen wir unsere Gedanken. Man nehme zwei klassische Aktienportfolios, A und B, deren Zusammensetzung seit 2012 dem MSCI World Index entsprechen. Der einzige Unterschied liegt darin, dass A von Beginn an 100% indexiert war und B nur 99%

indexierte und daneben noch 1% Tesla hielt. Die Rendite von B liegt heute dank der Tesla-Position meilenweit vor A, obwohl die beiden Portfolios fast identisch waren. Wenn wir nun den Manager von Portfolio B nach Gründen für seine Outperformance befragen, kann er uns eine ganze Reihe von Antworten geben:

- Ehrlich: Ich hielt mehr Tesla als der Index und die Wette ging bis jetzt auf.
- ESG: Unser langjähriger und bewusster Fokus auf klimaorientierte Firmen, der übrigens schon immer in unserer DNA lag, bewährt sich wie erwartet.
- Thematisch: Unser strategisches Übergewicht in Tech-Aktien zahlt sich aus.
- Sektor: Unser Top-Down-Ansatz auf den Sektoren liefert stetigen Mehrwert.
- Länder: Wir haben früh erkannt, dass sich ein US-Übergewicht lohnen wird.

Man könnte diese Liste beliebig weiterführen, z.B. mit Schlagworten wie Innovation, Disruption, Growth, Leadership, Owner-owned Businesses u.s.w.. Und natürlich ist es auch weder verboten noch anrühlich, wenn man als Portfoliomanager von B einfach mal etwas Glück in Anspruch nimmt und es auskostet. Oder wie die Glückspilze zu sagen pflegen: «Better lucky than smart». Man sollte sich als sorgfältiger Anleger aber von Studienautoren und Geschichtenerzählern weder Hörner aufsetzen oder Bären aufbinden, noch sich ins Bockshorn jagen lassen. Ein einziger Blick auf die Renditebeiträge von raren Einhörnern und anderen Ausreissern hilft schon, eigene und fremde Leistungen besser zu beurteilen.

Vor diesem Hintergrund möchten wir daran erinnern, dass der Quasi-Nobelpreis 2013 an die Herren Fama und Shiller ging, obwohl sich deren Thesen diametral widersprechen (siehe Timeout 35). Dennoch trugen beide zum besseren Verständnis von Märkten bei. Wir betonen dies explizit, weil auch die Daten von Bessembinder et.al. 2020 keine finalen Antworten liefern, aber dafür wertvolle Einsichten über die Renditebeiträge von Einzeltiteln in Aktienportfolios. Sie ermöglichen uns nämlich Diskussionen zu Investment Beliefs.

Konklusion

Niemand vermag selbst zu entscheiden, ob er in die Kategorie Glückspilz aufgenommen wird oder zum Pechvogel wird. Wohl aber können wir dafür sorgen, dass uns nicht das Schicksal der Sturböcke und Hornochsen ereilt, indem wir unsere Anlageprozesse (für Manager, Fonds, Titel und auch Indizes) auf Herz und Nieren prüfen. Einhörner sind nur schwer zu finden und nie ohne etwas Glück, unabhängig vom reinen Können. Aber unsere Chancen zu erhöhen, eines zu erhaschen, ist mit guten Prozessen realistisch. Tunlichst zu vermeiden ist hingegen, dass sich schwarze Schwäne einnisten. Risikoanalysen und das Verständnis für mögliche Schwachpunkte in den eigenen Anlageprozessen unterscheiden den verantwortungsvoll agierenden Investor vom mit Dartpfeilen werfenden Affen. Für uns bleibt es dabei zentral, Anlageentscheide und deren Auswirkungen auf die Renditen und Risiken von Portfolios nüchtern, pragmatisch und selbstkritisch einzuschätzen. Zu hoffen, ein Glückspilz zu werden, ist keine Strategie. Nicht wie ein Hornochse anzulegen schon.

SIGLO Capital Advisors AG

berät Sie bei der Implementierung von Anlagestrategien und unterstützt bei der Selektion und der proaktiven Überwachung individueller Lösungen,

liefert Ihnen eine massgeschneiderte Beratung zur optimalen Ausrichtung, Verwaltung und Leistungsbeurteilung Ihrer Anlagen,

bietet Ihnen konkrete und adressatengerechte Analysen und Handlungsempfehlungen,

ist zu 100% im Besitz der Partner und hat keine Bindungen zu anderen Finanzinstituten

www.siglo.ch / contact@siglo.ch

