



Remaco-Insight

"Es gibt keine vollständig passiven Portfolios"

Interview mit Tim Kröncke (von Damien Martin)

Erschienen im "Fonds'25" der "Finanz und Wirtschaft" im Januar 2025

 remaco

Research & Management Company, since 1947.



INTERVIEW MIT TIM KRÖNCKE / von Damien Martin

«Es gibt keine vollständig passiven Portfolios»»

Der Professor für Finance der Hochschule für Wirtschaft FHNW spricht über die Erfolgsgeschichte der Fonds und mahnt vor den Herausforderungen, die auf die Branche zukommen.

Herr Kröncke, wie sehen Sie die Zukunft der Fondsbranche?

Zuerst einmal muss gesagt werden, dass Fonds und ETF die Finanzinnovation der vergangenen Jahrzehnte sind. Über diese Anlagevehikel werden 75 Bio.\$ verwaltet, Tendenz steigend. Vor dreissig Jahren wäre es einem kleinen Privatanleger praktisch unmöglich gewesen, weltweit breit diversifiziert kosteneffizient in verschiedene Anlageklassen zu investieren. Heute kann dies dank der Fondsgefässe problemlos getan werden. Es handelt

sich also um eine gewaltige Erfolgsgeschichte. Und ich wüsste nicht, wieso sie sich nicht fortsetzen sollte.

In der jüngeren Vergangenheit nehmen ETF eine immer dominantere Rolle ein.

Das stimmt, und sie werden auch künftig an Wichtigkeit gewinnen.

Kannibalisiert sich die Branche damit nicht?

Nein. Es wird oft der Eindruck vermittelt, als müsste man sich als Investor entweder für eine aktive oder für eine passive Anlagestrategie entscheiden. Dabei gibt es eigentlich gar keine vollständig passiven Portfolios.

Inwiefern?

Nehmen wir an, Sie investieren ausschliesslich in einen passiv verwalteten Fonds, der den SMI abbildet. Damit gehen Sie eine aktive Wette auf Schweizer Titel ein, ergo handelt es sich nicht mehr um ein passives Portfolio. Ein wirklich passives Portfolio wäre gemäss Forschung ein marktgewichtetes, weltweites Portfolio. Sobald auch Obligationen

als Anlageklasse einbezogen werden, hat man einen recht grossen Anteil von Staatsanleihen hoch verschuldeter Nationen im Depot. Das wäre natürlich keinesfalls sinnvoll, und das macht auch niemand.

Dann unterliegt jedem Portfolio eine aktive Komponente?

Genau. Es handelt sich nicht um eine Schwarz-Weiss-Entscheidung. Man kann passive und aktive Komponenten im Portfolio haben. Es ergibt aus der wissenschaftlichen Perspektive betrachtet sogar Sinn, mit einem passiven Portfolio zu starten und es dann um geeignete aktive Anlagen zu erweitern. Es muss also keinesfalls befürchtet werden, dass es keine aktiven Fonds mehr geben wird.

Obschon aktive Fonds den Markt nur selten übertreffen?

Der Markt wird zwar selten geschlagen, doch die empirische Forschung zeigt, dass gute aktive Strategien Mehrwert erzielen können. Klar, diese Erkenntnisse werden zumeist unter Laborbedingungen erzielt, wo beispielsweise keine Transaktions-

Zur Person

Tim Kröncke (geb. 1983) ist Leiter des Instituts für Finanzmanagement und Professor für Finance an der Hochschule für Wirtschaft FHNW sowie CIO von Remaco Asset Management. Er studierte VWL in Freiburg i. Brsg. und promovierte in Finance an der Uni Mannheim. Der zweifache Familienvater ist Trainer einer Jugendfussballmannschaft.

kosten einberechnet werden. Aber es müsste gemäss der Forschung auch künftig möglich bleiben, als aktiver Manager Alpha zu generieren.

Wie kann dies erreicht werden?

Aus ökonomischer Sicht gibt es zwei Möglichkeiten, Alpha zu generieren. Eine davon sind Informationsineffizienzen. Daher ist es für aktive Manager auch enorm schwierig, einen Markt wie beispielsweise den S&P 500 zu schlagen. Hunderte Analysten verfolgen diesen Markt akribisch und bewerten die Titel fortlaufend. In solch einem Bereich schneller und besser zu sein, ist enorm schwierig. Aber bei Nebenwerten oder spezifischen Branchen ist es durchaus plausibel, dass Fondsmanager in der Lage sind, Informationen besser und schneller zu interpretieren.

Und die zweite Möglichkeit?

Als Zweites ist es möglich, den Markt zu schlagen, indem Titel identifiziert werden, die «out of fashion» sind, also weniger nachgefragt werden als andere. Die Intuition dahinter ist relativ einfach: Die Unternehmen, die besonders stark nachgefragt werden, werden durch den Marktmechanismus teurer im Vergleich zu den weniger nachgefragten Titeln. Ein hoher Preis schmälert aber das langfristige Renditepotenzial. Das sind dann die typischen Value-, Quality-, und Short-Term-Reversal-Strategien, die versuchen, sich diesen Effekt zu nutzen zu machen.

Gerade in jüngerer Vergangenheit aber wurden die Renditen von teuren Aktien getrieben.

Da kann ich nicht widersprechen. Doch aus ökonomischer Sicht sind es die hoch bewerteten Aktien, für die langfristig eine schlechtere Performance erwartet werden sollte. Die Langfristigkeit ist ein entscheidender Punkt, hier spricht man also nicht von Wochen oder Monaten, sondern von mehreren Jahren. Es kann schon sein, dass sich eine «Mode» kurzfristig noch verstärkt und teure Titel erst mal noch teurer werden. Entscheidet man sich für ein Investment in solche eher teuren Papiere, handelt es sich um eine

persönliche Wette, die man eingeht. Ähnliches gilt für Themenfonds.

Weshalb?

Themenfonds decken typischerweise die Titel ab, die von der Anlegerseite stark nachgefragt werden. Daher erwarte ich von Themenfonds grundsätzlich keine langfristige Outperformance.

77

Man kann nur hoffen, dass wir nicht mehr, sondern besser regulieren werden.

Neben Themenfonds gab es auch einen Hype um ESG-Fonds. Wie beurteilen Sie sie?

In der Forschung ist dies ein heisses Thema. Hier kommt man langsam, aber sicher zum Schluss, dass die Strategien, die noch vor kurzem sehr populär waren, aus verschiedenen Gründen vermutlich nicht ideal sind. Dabei handelt es sich beispielsweise um Best-in-Class-Ansätze.

Wieso sind sie problematisch?

Weil ESG-Kriterien extrem schwer zu messen sind. Wenn man beispielsweise in die fünfzig grünen Unternehmen investieren will, stellt sich die Frage, wie dies eruiert wird. Welches Unternehmen ist grüner als das andere? Die Literatur zeigt, dass diese Ratings teilweise die gleichen Ergebnisse ausspucken, teilweise aber für dieselben Unternehmen stark auseinanderdriften. Dann stellt sich auch die Frage nach der Wirkung solcher Anlagen.

Was sagt die Forschung hierzu?

Die Wirkung auf ein ESG-Kriterium ist empirisch schwierig zu messen. Grundsätzlich betrachtet man den Effekt aus theoretischer Sicht als einen indirekten. Wenn die Unternehmen durch ihre grüne Eigenschaft und ihre Präsenz in solchen Fonds stärker nachgefragt werden,

steigt ihr Preis, und die Kapitalkosten sinken. Dadurch können sie selbst eher Investitionen vornehmen, wobei gehofft wird, dass sie dann in Nachhaltigkeit investieren. So wird also ein Effekt erhofft, der jedoch enorm schwer messbar ist. Als ESG-Anleger will man aber wissen, was mit dem Geld erreicht wird.

Welche Alternativen bieten sich Investoren?

Um Wirkung zu erzielen, bieten sich Impact-Investing-Strategien viel eher an. Ein klassisches Portfolio, dem nur 5 oder 10% Nachhaltigkeits-Impact-Anlagen beigemischt werden, kann mehr für die Nachhaltigkeit erreichen als ein komplettes Portfolio an Best-in-Class-Ansätzen. Hierbei verzichtet man als Investor dann auch bewusst auf Rendite, um diesen Impact zu generieren.

Alternative Anlagen sind ebenfalls en vogue. Können Fonds hier eine Lösung bieten?

Ja, alternative Anlagen waren in den vergangenen zehn Jahren stark im Trend bei institutionellen Investoren wie Schweizer Pensionskassen. Sie werden einem klassischen Portfolio heutzutage gerne beigemischt. Für kleinere private Investoren bleibt eine solche Beimischung jedoch schwer umzusetzen.

Warum?

Alternative Anlagen sind komplexe Investitionsvehikel, die Fachkenntnisse voraussetzen. Hier können sogenannte liquide Alternativen wie ETF auf Rohstoffe, kotierte Immobilieninvestmentgesellschaften REIT oder bestimmte regulierte Zertifikate zu einem gewissen Grad eine Alternative darstellen. Aber grundsätzlich sind diese Produkte kein vollständiger Ersatz für direkte Anlagen in private Märkte.

Apropos reguliert: Welche Entwicklungen erwarten Sie für die kommenden Jahre?

Die Regulierungsdichte ist bereits sehr hoch. Man kann nur hoffen, dass wir nicht einfach mehr, sondern besser regulieren werden. Letztendlich sind Kosten, die durch eine ineffiziente Regulierung entste-

hen, zumindest teilweise durch die Endkunden zu bezahlen. Zudem hat man in der Causa Credit Suisse gesehen, dass Regulierung grundsätzlich nicht alle Missstände abwenden kann.

Regulierung umfasst auch Transparenz. Wie wichtig ist diese für die Branche?

Hohe Transparenz heisst oft, dass einfach mehr Informationen zur Verfügung gestellt werden. Für institutionelle Anleger ist dies eher weniger ein Problem. Für private Anleger sind dickere Dokumentationen aber selten hilfreich. Informationsblätter müssen inhaltlich und sprachlich deutlich einfacher zu lesen sein.

Eine der Hauptinformationen solcher Dokumentationen sind die Gebühren.

Ja, das ist sicherlich eine wichtige Information. Bei institutionellen und professionellen Anlegern fällt auf, dass den Gebühren eine überproportionale Bedeutung beigemessen wird. Dabei sollte eigentlich die risikoadjustierte Rendite nach Kosten das zentrale Kriterium sein, statt dass die Gebühren isoliert betrachtet werden. Schliesslich können Gebühren immer dann gerechtfertigt sein, wenn der zugrundeliegende Fonds auch einen Mehrwert bietet.

Dies ist allerdings nicht immer der Fall.

Nein, und hier liegt eine der Herausforderungen der Fondsbranche. Die Zeiten, in denen man mit irgendeiner Strategie und gutem Marketing einen aktiven Fonds lancieren konnte, der dann aber enttäuscht, neigen sich dem Ende zu. Aus der Forschung ist beispielsweise belegt, dass manche Fonds in der Vergangenheit als aktiv betitelt waren, die tatsächlich aber eine nahezu passive Strategie verfolgt haben. Es ist wenig verwunderlich, dass informierte Investoren sich von solchen Fonds verabschieden. Es ist daher wichtig, dass Fondsgesellschaften eine ökonomisch nachvollziehbare Strategie vorzeigen und umsetzen können.

An Herausforderungen mangelt es ja grundsätzlich nicht.

Das ist richtig. Fondsanbieter sehen sich einem starken Wettbewerb gegenüber und müssen wirklich durchdachte Produkte auf den Markt bringen, um langfristig Erfolg haben zu können. Zudem ist es ganz entscheidend, dass genügend qualifizierte und junge Leute in die Branche eintreten. Wir stehen vor einer Verrentungswelle, die frühzeitig angegangen werden muss. Hier sehe ich fast die grösste Herausforderung der Branche.

Nachwuchstalente werden aber rar.

Genau. Wegen des demografischen Wandels werden sie in Zukunft schwieriger zu finden sein, und sie werden auch zunehmend aus anderen Branchen umworben. Das ist zwar gut für die Arbeitsbedingungen des Nachwuchses, stellt die Branche aber vor eine nicht zu unterschätzende Aufgabe.

Könnten neue Technologien den Personalmangel nicht mildern?

Im Gegenteil. Es wird viel über künstliche Intelligenz und Machine Learning gesprochen. Auch wenn diese Technologien die Fähigkeit haben, Prozesse zu automatisieren, können sie den Menschen nicht ersetzen, zumindest Stand heute. Vielmehr werden die Menschen benötigt, um zunächst die Voraussetzungen für den Einsatz neuer Technologien zu schaffen, und natürlich auch, um letztlich

77

Wir stehen vor einer Verrentungswelle, die angegangen werden muss.



«Von Themenfonds erwarte ich keine langfristige Outperformance.»

evidenzbasierte Entscheidungen zu treffen. Um junge Talente, die diese Kompetenzen aufweisen und mit der neuen Technologie umgehen können, wird ein harter, über Branchen hinweg geführter Kampf ausbrechen.

Wie kann mit der Technologie Schritt gehalten werden?

Technologische Veränderungen sind nicht gradlinig, sondern mit Trial and Error verbunden. Ein Austausch in koordinierten Netzwerken kann diesen Prozess erheblich erleichtern. In der Schweiz muss folglich der Austausch zwischen Praxis, Forschung und Ausbildung weiter gestärkt werden. Es gibt bereits viele grossartige Initiativen in der Schweiz. Im Vergleich zu anderen Ländern scheint mir dies aber noch immer ungenügend praktiziert zu werden für einen internationalen Finanzplatz dieser Bedeutung. Hier müssen alle Beteiligten mehr tun. ■

Kontakt



Prof. Dr. Tim Kröncke

CIO Remaco Asset Management AG

tim.kroencke@remaco.com

ch.linkedin.com/in/tim-a-kroencke

Diese und andere News finden Sie auf:

<https://remaco.com/news/>

Remaco, gegründet 1947, ist ein Schweizer Wertpapierhaus und Beratungsunternehmen, welches seinen Kundinnen und Kunden Research-, Management- und Beratungs-dienstleistungen anbietet.

Kontakt:

tim.kroencke@remaco.com

