

CORPORATE EXCELLENCE INSIGHTS

Wir sind ein spezialisierter Anbieter von systematischen Quality Investment-Lösungen und einer von wenigen Anbietern weltweit mit einer globalen Produktpalette im Bereich Quality Aktien. Unsere monatliche Publikation Corporate Excellence Insights enthält einen kurzen Marktüberblick sowie unsere Meinung zu ausgewählten Trends und Ereignissen, welche das Anlageverhalten längerfristig beeinflussen werden.

MARKT UPDATE: VALUE MACHT EIN COMEBACK

Die Aktien haben den September mit Gewinnen beendet, trotz neuer Nachrichten aus der Politik, wie das mögliche Amtsenthebungsverfahren gegen Trump. Die Federal Reserve senkte den Zinssatz um ein Viertelprozent im September, der zweite Schnitt seit Juli 2019. Weitere Schritte sind möglich, falls sich die US Wirtschaft weiter abkühlt.

1841

THOMAS COOK, GEGRÜNDET IN 1841, MELDET BANKROTT AN

Die Reiseagentur meldete Bankrott an. Versuche die Marke zu retten, scheiterten. Zum Zeitpunkt des Kollapses hatte Thomas Cook Schulden von rund \$2.1 Milliarden, eine Summe die der CEO, Peter Fankhauser als "unüberwindbar" beschreibt.

\$5.0 Mrd.

DAS IPO DER BUDWEISER BRAUEREI FIRMA APAC LTD

Das IPO von Anheuser-Busch-Tochter in Asien fällt mit 5 Mrd. \$ am unteren Ende der Spanne aus. Die politisch aufgeladene Stimmung in Hongkong wirkt sich auch auf das Marktumfeld aus.

€20 Mrd.

WIEDERAUFNAHME VON ANKÄUFEN VON VERMÖGENSWERTEN DURCH EZB

Die Europäische Zentralbank veröffentlichte ein frisches Konjunkturpaket in einem Versuch, die fragile Wirtschaft der Eurozone vor einem Stillstand zu bewahren: mit einer Zinssenkung und einem Plan, 20 Milliarden Euro monatlich in die Finanzmärkte zu investieren.

MONATSFOKUS: 'BEST IDEAS' STRATEGIE

Auf Mikro- bzw. Unternehmensebene kommen die "Schwarzen Schwäne" häufiger vor als auf Makro Ebene. Einen Schutz bietet die Diversifikation. Unter Betrachtung der Zusatzkosten stellt sich die Frage, wie breit man diversifizieren sollte.

Die Theorie sagt aus, dass 15 Firmen ausreichen, um das spezifische Firmen Risiko deutlich zu senken. Zusätzliche Firmen tragen nicht mehr viel zur Diversifikation bei. Auch in der Praxis bevorzugen bekannte Investoren meist ein nicht zu breit diversifiziertes Portfolio. Ihre Argumente dafür sind simpel, zu viele Aktien im Portfolio verlangsamen die Reaktionszeit, mit welcher man auf Änderungen im Markt reagieren kann, verleitet zu nicht sorgfältigen Entscheiden und zusätzlich wird es schwieriger die Benchmark zu übertreffen.

Trendfolgestrategien und faszinierende Persönlichkeiten und Geschichten rund um einzelne Firmen sind bei vielen Investoren beliebt, ungeachtet der oft hohen Bewertung. Diese Firmen tragen in gewissen Phasen auch einen erheblichen Anteil zur Benchmark Performance bei. Damit schrumpft die Anzahl der Gewinner am Markt und falls sich diese Titel nicht im Portfolio befinden, wird es schwierig, die Benchmark zu schlagen.

Bei einem konzentrierten Portfolio ist es zwingend, dass die Selektion behutsam, das heisst basierend auf einem hochwertigen und signifikanten Research, vorgenommen wird. Mit gutem Research lassen sich Firmen identifizieren, bei denen ein „Schwarzer Schwan“ Ereignis unwahrscheinlich ist und gleichzeitig auch die Performance- bzw. Outperformance-Chancen in Takt sind.

Read full Article on Page 2



KONZENTRATION VERSUS DIVERSIFIKATION

Diversifikation = 'free lunch'?

Thomas Cook kollabierte diesen September und war zugleich verantwortlich für massive Verluste seiner Investoren. Natürlich kam der Bankrott nicht einfach über Nacht. Die Probleme häuften sich seit einiger Zeit. Die Investoren hatten somit eigentlich genügend Gelegenheit, ihre Aktien los zu werden. Aber es gibt auch Fälle, die nur schwer voraussehbar sind. Biogen zum Beispiel verlor wegen eines Rückschlages mit einem Alzheimer-Medikament 30% an einem Tag oder rund 18 Mrd. \$ seines Börsenwertes. Schmerzhaft, aber die Informationen zu den Risiken waren frei zugänglich.

Auf Unternehmensebene kommen die "Schwarzen Schwäne" häufiger vor als auf Makro Ebene. Schutz bietet Diversifikation, aber wie breit soll diversifiziert werden?

Die Theorie sagt aus, dass 15 Firmen ausreichen, um das spezifische Firmen Risiko deutlich zu senken. Zusätzliche Firmen tragen nicht mehr viel zur Diversifikation bei. Auch in der Praxis bevorzugen bekannte Investoren meist ein nicht zu breit diversifiziertes Portfolio¹. Ihre Argumente dafür sind simpel: zu viele Aktien im Portfolio verlangsamen die Reaktionszeit, mit welcher man auf Änderungen im Markt reagieren kann, verleiten zu nicht sorgfältigen Entscheiden, und zusätzlich wird es schwieriger, die Benchmark zu übertreffen.

Risikoadjustierte Renditen von konzentrierten gegenüber diversifizierten Portfolios

Eine grosse Anzahl von Studien wurde durchgeführt, um herauszufinden, ob konzentrierte Portfolios breitgefächerte Portfolios schlagen können. Die Resultate sind nicht eindeutig und hängen stark von der verwendeten Methodik und Datenbasis ab. Studien von Fidelity² und Vanguard³ besagen, dass die Portfoliokonzentration keinen Mehrwert bringt und die risikoadjustierten Renditen geringer sind als bei diversifizierten Portfolios.

Andere Forscher, welche US-amerikanische Aktien Fonds analysierten, kamen zum Ergebnis, dass konzentrierte Portfolios höhere Renditen erzielen, auch bei risikoadjustierter Betrachtung^{4,5,6}. Fulkerson et al.⁵ kommen zum Schluss, dass es ein positives Zeichen ist, wenn ein Manager die Portfoliokonzentration erhöht. Dies könnte ein Indiz dafür sein, dass die Manager Informationen von genügend grossem Wert besitzen, um das höhere Risiko durch Portfoliokonzentration zu kompensieren. Cohen et al.⁶ sind der Meinung, dass Portfolio Manager dazu neigen, ihre Portfolios zu überdiversifizieren. Ursache dafür ist nicht die mangelnde Fähigkeit, die richtigen Aktien zu finden, sondern institutionelle Faktoren, wie zum Beispiel Vorschriften, die die Portfoliodiversifikation begünstigen.

Fig. 1: Sharpe Ratio der 100 grössten US Equity Funds, abhängig von der Anzahl Holdings, 5Y Rendite

Anzahl Titel	Anzahl Fonds	Sharpe Ratio
weniger als 70	18	0.88
70-150	32	0.82
mehr als 150	50	0.81

Quelle: Hérens Quality Asset Management, Reuters

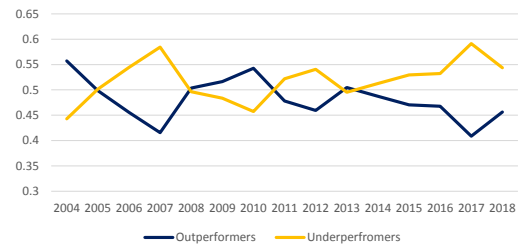
Im Jahr 2016 haben auch wir uns mit dem Thema konzentrierte Portfolios befasst und unter anderem die grössten US Aktien Fonds analysiert. Fig. 1 zeigt, dass die Sharpe Ratio bei Fonds mit geringer Anzahl Titel höher ist. Die höhere Konzentration scheint sich daher auch in einer höheren risikoadjustierten Rendite niederzuschlagen.

Gewinner zu finden wird immer schwieriger

Ein Beispiel dafür ist Amazon (2015), welches alleine 0.75% zum MSCI US Gewinn von 1.4% beitrug.

Damit schrumpft die Anzahl der Gewinner am Markt und falls man selber nicht in die Gewinner investiert ist, wird es schwieriger, die Benchmark zu schlagen. Die Statistik (Fig. 2) zeigt, dass in den letzten 5 Jahren die Anzahl von Firmen, welche underperformen, die Anzahl Firmen, die outperformen, überstiegen hat.

Fig. 2: Anteil Aktien mit Out- und Underperformance im MSCI USA

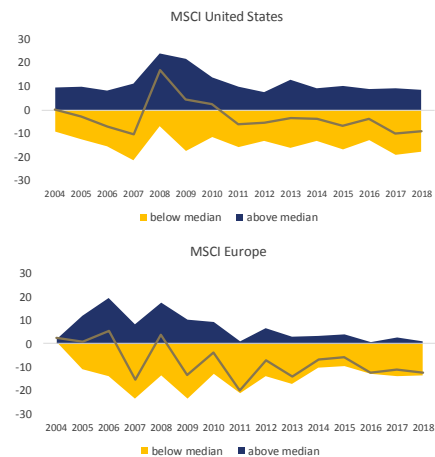


Quelle: Hérens Quality Asset Management, Reuters

Unter diesen Bedingungen ist eine breite Diversifikation nicht sinnvoll, um den Index zu schlagen. Der höhere Anteil an Underperformern führt dazu, dass mit einer hohen Wahrscheinlichkeit auch die Anzahl Underperformer in einem breit diversifizierten Portfolio ansteigt.

Unterteilt man die Firmen der Benchmark (hier MSCI USA und Europe) anhand der Median Performance aller Firmen in zwei Gruppen und vergleicht die durchschnittliche relative Performance jeder Gruppe zur Benchmark, kommt ein interessantes Ergebnis hervor: Die Underperformance überwiegt deutlich, vor allem in den letzten 10 Jahren. Dieses Ergebnis spricht daher auch für konzentrierte Portfolios, deren Titel aufgrund von gründlichem Research ausgewählt werden.

Fig. 3: Durchschnittliche relative Performance von Firmen über und unter Median Performance, MSCI United States, MSCI Europe



Quelle: Hérens Quality Asset Management, Reuters

Bei der Entscheidung zur Diversifikation muss ein Portfolio Manager verschiedene Aspekte beachten, wie z.B. die aktuelle Marktsituation, theoretische und empirische Forschung oder verfügbare Kapazität für Research. Die meisten Aspekte sprechen für ein konzentriertes Portfolio, wenn es darum geht, die Benchmark zu schlagen. Grundvoraussetzung ist aber gutes Research, um die Gewinner zu finden und «Schwarze Schwäne» zu vermeiden.

Referenzen

1. Kaufman, K. (2018). Here's why Warren Buffett and other great investors don't diversify. *Forbes*, July 24, 2018.
2. Fidelity (2015). Does the Number of Stocks in a Portfolio Influence Performance?
3. Vanguard (2019). How to increase the odds of owning the few stocks that drive returns.
4. Yeung, D., Pellizzari, P., Bird, R., & Abidin, S. (2012). Diversification versus Concentration... and the Winner is? (No. 18).
5. Fulkerson, J. A., & Riley, T. B. (2019). Portfolio concentration and mutual fund performance. *Journal of Empirical Finance*, 51, 1-16.
6. Cohen, R. B., Polk, C., & Silli, B. (2010). Best ideas. Available at SSRN 1364827.