

# Sind passive Anleger die Lemminge des Finanzsystems?

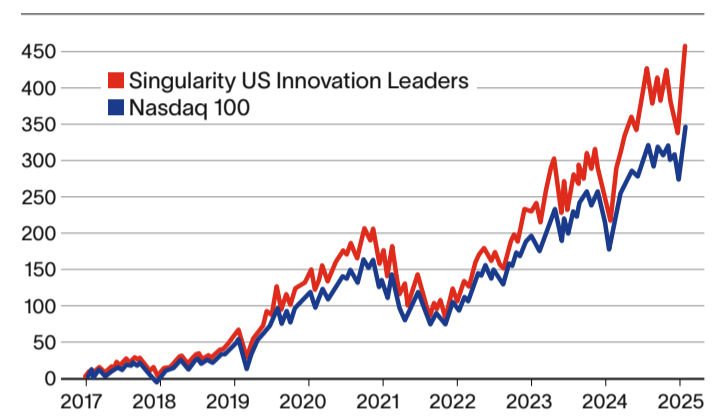
Die Chefin von The Singularity Group sieht weniger bei KI eine Blase als beim Investieren in ETF. Von Markus Städeli



«Seit dem Jahr 2024 sehen wir seltsame Marktbewegungen»: Evelyne Pflugi von The Singularity Group kritisiert den Index-Kult.

## Besser als der Nasdaq-Index

Das Zertifikat Singularity US Innovation Leaders contra den Nasdaq-100-Index



Quelle: TSG

Celia Dallas warnt. Die Leiterin Anlagestrategie beim Vermögensverwalter Cambridge Associates findet, der KI-Boom gebe Investoren die Illusion, breit diversifiziert zu sein. Dies, weil die Aufwärtsbewegung nach den Halbleiterherstellern und Hyperscalern auch Speicherproduzenten, Rechenzentrumsanbieter, Unternehmen für digitale Infrastruktur, Industrieunternehmen im Bereich des Stromausbaus sowie einige Energieversorger erfasst habe.

Trotzdem sei die erhöhte Nachfrage in all diesen Branchen und auch die Aktienperformance bloss auf ein einziges Trendthema zurückzuführen: KI. Sollte KI enttäuschen, könnten sich die Auswirkungen auf mehrere Marktsegmente ausbreiten, die derzeit noch diversifiziert erscheinen, schreibt Dallas in einem Kommentar.

Das Konzentrationsrisiko zeige sich auch in der Struktur des Aktienmarktes. US-Aktien machten mittlerweile rund 64 Prozent im Weltindex MSCI All Country World Index aus, gegenüber 42 Prozent im Jahr 2010. Der Anteil der Informationstechnologie im wichtigsten US-Aktienindex

S&P 500 liege mit 37 Prozent auf einem Höchststand. Das Thema treibt derzeit viele professionelle Anleger um.

«Seit dem Jahr 2024 sehen wir seltsame Marktbewegungen», sagt Evelyne Pflugi, die Chefin des Zürcher Vermögensverwalters The Singularity Group. «Nachdem manche institutionelle Investoren sich nicht mehr wohlfühlten mit der grossen Konzentration einiger Titel und Branchen in den Aktienindizes, begannen sie, Geld in Equal-Weight-Produkte zu verschieben.» Bei diesen hat jede Aktie das gleiche Gewicht. «Das finde ich noch viel sinnloser, als kapitalgewichtet zu investieren. Wenn man schon glaubt, dass der Markt immer recht hat, dann zeigt sich das ja gerade darin, dass der Markt einigen Firmen mehr Wert zumisst als anderen», sagt Pflugi.

Ihre Firma hat geschafft, was nur einer kleinen Minderheit aller Fondsmanager gelingt: mit ihren Anlageprodukten die Performance von breiten Aktienindizes zu schlagen, und das seit Jahren.

Pflugi sieht weniger die Gefahr einer KI-Blase. Sie warnt vielmehr vor einer Blase des passiven Investierens: Dass viele Anleger – in den USA ist

es bereits eine Mehrheit – einfach einen Index kaufen, ohne zu hinterfragen, wie sich dieser zusammensetzt.

Dieses Jahr hätten sich mit dem Beginn des Iran-Kriegs weitere Auswüchse des passiven Investierens gezeigt, sagt Pflugi. «Anleger kauften kurzerhand den ganzen Energiesektor, obwohl viele Firmen in den einschlägigen Indizes gar nicht von einem höheren Erdölpreis profitieren.»

Und als sich zeigte, wie gut die Sprachmodelle von Anthropic beim Programmieren waren, verkauften Investoren den Software-Sektor als Ganzes. «Also ohne eine Unterscheidung zu machen, welche Software-Firmen wirklich Gefahr laufen, von KI konkurrenziert zu werden – und welche sogar profitieren können. Einige Cybersecurity-Firmen zum Beispiel sind kaum negativ von KI betroffen, eher im Gegenteil», so die Anlageexpertin.

The Singularity Group hat eine datenbasierte Bewertungsmetrik entwickelt, um Technologieführer zu identifizieren. Sie misst, wie viel Prozent des Umsatzes eines Unternehmens tatsächlich aus innovativen Technologien stammen, also etwa Robotik, Bioinformatik, neue Energien,

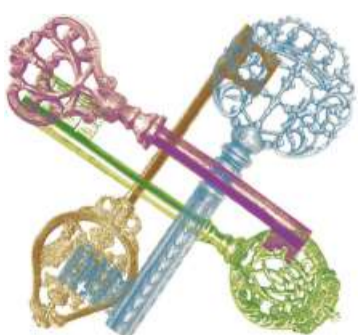
Nanotechnologie, Blockchain oder Raumfahrt. Ein Unternehmen qualifiziert sich also nur, wenn es mit diesen Innovationen signifikante Erträge generiert. Reine Forschungsausgaben oder bloss Ankündigungen reichen nicht aus. Mit diesem Ansatz gelingt es der Firma, die Spreu vom Weizen zu trennen.

«Die rund 70 Titel des Nasdaq, die wir nicht in unserem Portfolio berücksichtigen, haben seit 2017 bloss 16 Prozent Gewinnwachstum erzielt. Dazu gehört zum Beispiel Walmart, aber auch Technologiekonzerne wie Apple oder Tesla, in die wir im Moment ebenfalls nicht investieren», sagt Pflugi. Der grosse Teil der Anleger jedoch schaue nicht mehr auf das wahre Potenzial oder die tatsächlichen Resultate der einzelnen Firmen, sondern kaufe einfach den Gesamtmarkt.

«Unsere Portfolios performen zwar wesentlich besser als die Indizes, aus denen wir selektieren. Doch angesichts des mehr als doppelt so hohen Gewinnwachstums der Firmen in unseren Portfolios müsste die Überperformance noch stärker ausfallen», sagt Pflugi. Das investierte Geld sei durch passives Kaufen der Indizes an die anderen Titel verteilt worden, die kaum Ertragswachstum böten. «Deshalb rede ich von einer Blase des passiven Investierens.»

Dies ist natürlich eine Antwort darauf, dass es nur wenige Warren Buffetts gibt – also Anlageprofis, die ihr Geld wert sind, weil sie einen Mehrwert schaffen. Das bestreitet Pflugi nicht. Es stimme, dass 90 Prozent der aktiv verwalteten Anlagefonds hinter der Marktpformance zurückbleiben. Aber wenn jemand an Krebs erkrankt, würde man auch nicht sagen, es sei besser, gar nichts zu tun, wenn 90 Prozent der Behandlungsmethoden versagen. «Man würde sich auf die 10 Prozent konzentrieren, die eine Wirkung zeigen.»

## Geldspiegel



## Willkommen in der Diktatur der Tech-Gründer

Von MARKUS STÄDELI

Mega-Börsengänge hat es schon früher gegeben. Zum Beispiel 2014, als der chinesische Technologiekonzern Alibaba sein IPO machte. Oder 2019, in dem Jahr, in dem sich der Erdölriese Saudi Aramco für Publikumsaktionäre öffnete. 2026 aber stehen mit SpaceX, Anthropic und Open AI gleich drei Börsengänge der Extraklasse an.

Das wird die Finanzmärkte verändern. Die unsägliche Struktur, die Google und Meta bei ihren Börsengängen eingeführt hatten, dürfte sich verfestigen: dass es zwei Arten von Aktionären gibt. Die Gründer, die über ein ungleich höheres Stimmrecht verfügen, und die normalen Aktionäre, die de facto nichts zu sagen haben. Die Aktien von Elon Musk bei SpaceX zum Beispiel sind mit dem zehnfachen

Stimmrecht ausgestattet. Das Prinzip «eine Aktie, eine Stimme» ist tot.

Die Gründer wollen die absolute Macht behalten. Das Kapital der Masse, die zu einfältig ist, um ihre grosse Vision zu verstehen, sammeln sie aber gerne ein. Willkommen in der Gründerdiktatur. Es gibt aber auch kurzfristige Effekte der drei grossen Börsengänge. Diese IPO wirken wie ein Liquiditätsstaubsauger. Normalo-Firmen, die dieses Jahr ebenfalls frisches Kapital aufnehmen wollen, haben einen schweren Stand. Beim Börsengang von Alibaba hatte es ein Börsenanalyst (ungefähr) so formuliert: Es sei, als ob eine High-School-Coverband nach den Beatles die Bühne betrete.

Dazu kommt der Index-Effekt. Als neue Mega-Caps werden die drei Unternehmen ungewöhnlich rasch in Börsenindizes aufgenommen und dürften

dort ein hohes Gewicht erhalten. Da in den USA mittlerweile ein Grossteil der Anleger passiv investiert, werden diese sich mit der Index-Inklusion von Anthropic, Open AI und SpaceX automatisch von anderen Aktien trennen, die entweder ganz aus einem Index fliegen oder in diesem fortan ein kleineres Gewicht haben.

Auch andere Anleger, die auf das alles dominierende KI-Thema setzen wollen, werden sich wohl von gewissen Aktien oder ganzen Branchen trennen, um bei SpaceX oder Anthropic investieren zu können.

Wer über die Klinge springen wird, ist dabei schwer zu sagen: Bisherige KI-Gewinner wie Google oder Nvidia? Die Aktien von Techfirmen, die gemeinhin als KI-Verlierer gelten, wie zum Beispiel Software-Firmen? Oder Titel aus ganz anderen Branchen?

Dieses Crowding-out, der Verdrängungseffekt, findet auch bei Anleihen statt. Insbesondere die US-Regierung fährt in wirtschaftlich guten Zeiten enorme Haushaltsdefizite ein und muss Hunderte von Milliarden an neuen Schulden aufnehmen.

Wenn Giganten wie SpaceX oder Open AI an die Börse gehen, stellen sie für ein paar Monate alle anderen Aktien in ihren Schatten. Flutet aber die US-Regierung den Anleihemarkt mit zusätzlichen Schulden, verteuert sie die Kredite für Unternehmen.

Wenn schon die USA 4,6 Prozent Zinsen für ihre Anleihen bezahlen, was ein klares Misstrauensvotum ist, müssen private Schuldner noch viel tiefer in die Tasche greifen. Ich fürchte mich nicht vor dem Platzen der KI-Blase. Ich habe Angst, dass uns der Bondmarkt um die Ohren fliegt.