

# Aktiv, passiv oder beides?



**Von Prof. Dr. Erwin W. Heri**  
Professor für Finanztheorie  
an der Universität Basel

Jeweils im Spätsommer berichten die Medien und die involvierten Analysehäuser über die Tätigkeit der Pensionskassen, Deckungsgrade, Anlageperformances, welche Strategien und Anlagemedien wie, warum und wie viel zum Ergebnis beigetragen haben und wie es nun weitergehen soll. Dabei bekommt die gute alte Indexierung jeweils auch einige Schläge ab, denn immer Ende Jahr wird ja offensichtlich, dass es überall Einzeltitel, spezifische Manager und entsprechende Strategien gegeben hat (oder hätte!), welche die entsprechenden Indizes geschlagen haben. Und entsprechend doof oder dümmlich werden dann nicht selten passive Strategien hingestellt. Sprüche wie «...wenn man es halt nicht besser weiss...» oder «...dafür bräuhete man eigentlich nicht (so viel) zu bezahlen...» hört man nicht zuletzt natürlich von aktiven Managern oder Vertretern aktiver Strategien, die im vergangenen Jahr einmal wieder die Indizes geschlagen haben – es sind ja jeweils an die 50%.

Aber was sollen diese kurzfristigen Geschichten und die Frage nach den richtigen Einzeltiteln oder nach der richtigen Strategie gerade im letzten

Jahr überhaupt – ausser eben Kolumnen zu füllen und vielleicht noch ein paar Clicks zu generieren?

Eigentlich ist doch hinlänglich bekannt, dass sich die Performance eines Anlageportfolios vor allem aus der strategischen Mittelallokation ergibt. Diese wiederum sollte in vernünftiger Art und Weise die Passivstruktur beispielsweise einer Pensionskassenbilanz (aber eigentlich auch der Bilanz eines Privatinvestors) reflektieren und kann in diesem Sinne durchaus ausschliesslich aus Indexinstrumenten bestehen und braucht insbesondere nicht jedes Jahr «gedreht» zu werden. Das hat nichts mit dümmlich zu tun oder mit Verkümmern des Anlagewissens. Ganz im Gegenteil. Es hat damit zu tun, dass man Prioritäten zu setzen und objektiv die Möglichkeiten an diesen Märkten einzuschätzen weiss.

Strategische Allokation ist schwierig genug und verlangt unter anderem einiges an ökonomischem Sachverstand. Und wenn man diese Elemente einigermaßen versteht, ist es früh genug, sich mit irgendwelchen wilden Produkten und den möglichen Opportunitäten unsystematischer Risiken auseinanderzusetzen.

Nun gebe ich zu, dass systematische Unternehmensanalyse ein interessantes Unterfangen ist und die Finanz- und Marktanalyse nicht ohne sie auskommt – die Finanzmärkte sind ja gerade deswegen so effizient, weil systematisch analysiert und die entsprechenden Opportunitäten so effizient abgeschöpft werden. Daraus aber zu folgern, ein Pensionskassenmanager, der nicht alle Finanzkennzahlen der Unternehmen vorbeten kann, welche sich in seinem Portfolio befinden, und der dann auch regelmässig «dreht», wenn sich die entsprechenden Zahlen ändern, würde seinen Job nicht gut machen, zeugt von einem etwas eingeschränkten Verständnis für den Job des Kassenwartes einer Pensionskasse.

Es wäre wünschenswert, bei der Anlageanalyse endlich davon weg zu kommen, passive Indexinstrumente und aktive Anlagekomponenten in Konkur-

renz zueinander zu sehen. Beides sind sich ergänzende Elemente einer vernünftigen Anlegetätigkeit.

Dies ist im Übrigen auch Teil des Inhalts von sogenannten Core-Satellite-Philosophien, in welchen die Kernanlagen einer Anlagekategorie (Aktien, Obligationen, Immobilien) indexiert oder indexnah gehalten werden und «darum herum» Anlagekomponenten in der entsprechenden Kategorie hinzugekauft werden, die durch den Index nicht adäquat abgebildet oder bei welchen spezifische Überschussrenditen erwartet werden.

Auch das Argument, ein passiv orientierter Pensionskassenmanager würde sich nicht mehr für die Unternehmen interessieren, die sich in seinem Portfolio befinden, ist nicht richtig. Ein Aktienbesitz im Rahmen eines grossen, indexnah geführten Portfolios macht den Anleger genau gleich zu einem «Besitzer» des Unternehmens, wie wenn die entsprechende Aktie mit einem anderen als dem Indexgewicht im Portfolio wäre. Entsprechend verhalten sich grosse Pensionskassen an den jeweiligen Generalversammlungen aktiv oder passiv unabhängig davon, ob sie indexnah investieren oder nicht.

Vielleicht wäre sogar ein Gegenargument zu prüfen. Nämlich die Frage, ob ein indexnah investierender PK-Manager nicht noch mehr Interesse an den Firmen (und den entsprechenden Generalversammlungen) hat, als ein reiner «Stockpicker». Der zweite hat nämlich immer die Möglichkeit, sich von einem Titel einfach zu trennen, bei welchem ihm Strategie, Management oder was auch immer nicht passt. Beim passiven Investor sind diese Möglichkeiten zumindest eingeschränkt.

*Der Autor ist Professor für Finanztheorie an der Universität Basel und am Swiss Finance Institute in Zürich. Er ist Partner der Internet-Finanzplattform «Fintool» und war u.a. langjähriger Präsident der Anlagekommission der Bundespensionskasse (Publica).*

[e.heri@fintool.ch](mailto:e.heri@fintool.ch)  
[www.fintool.ch](http://www.fintool.ch)