

Passiv investieren heisst nicht «Hirn abschalten»

*Von Prof. Dr. Erwin W. Heri
Professor für Finanztheorie
an der Universität Basel und
VR-Präsident Valartis Group*

Die Ölkatastrophe im Golf von Mexiko, die u.a. zu einem Einbruch der BP-Aktien an den globalen Aktienmärkten geführt hat, zum anderen aber auch die zeitlich ausgesprochen unglücklich zusammenfallende Aufnahme des Ölplattformbetreibers Transocean in den Swiss Market Index per 21. Juni haben wieder einmal Diskussionen über Sinn und Unsinn passiver Anlagestrategien aufkommen lassen. Es sind immer die gleichen Argumente: Es gäbe sie ja, die Anlagespezialisten, welche die Indizes schlagen – und ebendiese wären halt vielleicht in BP oder Transocean nicht investiert. Und in den letzten 10 Jahren sei doch offensichtlich geworden, dass aktive Investoren im Quervergleich mit den Indizes eher besser aussehen als noch in den 90er Jahren – sie hätten also wohl dazugelernt. Im Übrigen gäbe es die ineffizienten Märkte, in welchen aktives Management sich immer lohnen würde.

Alles richtig. Einfach nicht neu. Erstens: Selbstverständlich gibt es aktiv investierende Anlagespezialisten, die die Indizes schlagen. Etwa 50%. Ganz grob bildet die Performance passiven Anlegens in etwa den Durchschnitt ab. Da die Performance aller Anleger in der Regel eine vernünftige Verteilung aufweist, wird es links und rechts des Durchschnitts etwa gleich viele Investoren geben, die besser sind als der Durchschnitt und etwa gleich viele, die eben schlechter sind. Die Crux ist, dass es den wenigsten gelingt, systematisch immer auf der richtigen Seite der Verteilung zu sein, die Kosten aber höher sind als bei passivem Investieren.

Zweitens: Gerade der Fall BP zeigt die Vorteile des passiven Investierens. Einer der wesentlichen Begründungen für passives Anlegen ist die breite Diversifikation. Wissenschaftliche Arbeiten haben schon vor Jahrzehnten

gezeigt, dass unsystematische Risiken (sprich: firmenspezifische oder Einzeltitelrisiken) an den Finanzmärkten nicht mit einer Risikoprämie abgegolten werden und sich, mit anderen Worten, schlicht und einfach nicht lohnen. Natürlich ist BP heute ein «Bad Guy». Noch vor der Katastrophe im Golf von Mexiko war aber dieselbe BP auf nicht wenigen Listen ein ganz besonders empfohlener Titel. Vielleicht hat es ja (aktive) Investoren gegeben, die den entsprechenden Analysen geglaubt haben und in BP gewaltig übergewichtet waren ... unsystematische Risiken.

Drittens: Die relativ gute Performance aktiver Aktienfonds ist in schlechten Jahren nicht zuletzt darauf zurückzuführen, dass (oft aus Liquiditäts- bzw. Rückzahlungsüberlegungen) Cash-Positionen gehalten werden. Das führt zu einem natürlichen Performancevorteil gegenüber den Indizes (in guten Jahren aber natürlich zu einem entsprechenden Nachteil). Dass die letzten 10 Jahre an den Aktienmärkten nicht besonders gut waren, ist hinlänglich bekannt. So verdanken die «Nulljahre» ihren Namen in Finanzkreisen ja nicht zuletzt der Tatsache, dass die Renditen von Aktienportfolios etwa Null waren. Entsprechend sollte es auch nicht verwundern, dass passive Strategien über diese Zeitperiode tendenziell weniger vorteilhaft aussehen als aktive Fonds.

Es scheint mir wenig fruchtbar, immer wieder die gleiche Konkurrenz zwischen aktivem und passivem Investieren zu konstruieren. Es ist dies ein Diskurs, der uns nicht weiter bringt. Die heute mehr und mehr Verbreitung findenden Core-Satellite-Strategien, bei welchen der Kern eines Anlageportfolios indexnah investiert wird und «darum herum» als Anreicherung (zur möglichen Performanceverbesserung und/oder zusätzlichen Diversifikation) aktive Satelliten platziert werden, scheint einen vernünftigen Kompromiss darzustellen.

Viel wichtiger scheint mir eine Diskussion darüber, wie denn die Indizes aussehen sollten, mit welchen man ver-

sucht «den Markt» abzubilden. Ist der SMI wirklich das richtige Instrument, um den Schweizer Aktienmarkt abzubilden? Oder ist er nicht durch sein Übergewicht in Banken, Pharma und Nestlé per se schon ein schlecht diversifiziertes Portfolio? Ist der MSCI World vernünftig, wenn man die Entwicklungen der globalen Aktienmärkte abbilden möchte? Immerhin sollten wir nicht vergessen, dass die aktuelle Indexzusammensetzung oft nichts anderes abbildet als die Performance der Vergangenheit. Die Gewinner der vergangenen Jahre haben definitionsgemäss heute das grösste Gewicht. Aber sind die künftigen Gewinner die gleichen und wollen wir so stark auf diese setzen? Noch vor wenigen Jahren sasssen die mit Abstand grössten Firmen der globalen Indizes in Japan, und der japanische Aktienmarkt repräsentierte den grössten Anteil an den Börsenkaptalisierungen der Welt und damit der globalen Portfolios. Es hat der Performance nicht gut getan.

Oder sollte man als Anleger heute vielleicht die Zusammensetzung der Indizes auch strategisch durchdenken und sich Alternativen überlegen? Übergewichtung der Emerging Markets in globalen Benchmarks? Unterbewertung der Finanzindustrie dort, wo deren (Kapitalisierungs-)Gewicht zu gross ist? Eher gleich- als kapitalisierungsgewichtet? All dies selbstverständlich unter Einhaltung rigoroser Diversifikation um unsystematische Risiken zu vermeiden. Es ist ja nicht verboten, sich an den jeweils gerade zur Verfügung stehenden Benchmarks vorbei Gedanken über die einzusetzende Anlagestrategie zu machen. Das macht einen noch lange nicht zum Spekulanten.

Solche Diskussionen sind viel interessanter als die immer wieder kommende Frage, ob denn wohl die Märkte effizient seien und ob es den einen oder anderen Portfoliomanager gibt, der ab und zu irgendeinen Index schlägt.

www.erwinheri.ch ●