

«Indexieren ist dämlich» (Teil 2)



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

Meine Kolumne im Heft 4/2010 von PRIVATE mit dem Titel «Passiv investieren heisst nicht «Hirn abschalten»» hat einige interessante Reaktionen provoziert. Überhaupt ist die Indexierung in letzter Zeit wieder vermehrt in Anlagekolumnen anzutreffen, allerdings nicht selten mit einem etwas mitleidigen Unterton des «... wenn man es halt nicht besser weiss...». Kürzlich hat sich sogar der Kolumnist einer zweimal wöchentlich erscheinenden Schweizer Zeitung, die sich mit Wirtschaft und Finanz auseinandersetzt, zur Frage hinreissen lassen, ob es denn wirklich noch gut bezahlte PK-Verwalter brauche, wenn sich doch mehr und mehr Pensionskassen der passiven, indexorientierten Anlage verschreiben würden. Er hat sogar vorgeschlagen, dass es hier Raum für interessante Doktorarbeiten gäbe. Es scheint, als würde er keine der Tausenden von Dissertationen zum Themenkreis Markteffizienz, Anlageindexierung und Anlagestrategie kennen, die in den letzten Jahrzehnten die Tische der Doktorväter an den Wirtschaftsfakultäten der Universitäten weltweit überflutet haben.

Es ist keineswegs so, wie in der zitierten Kolumne geschrieben steht und vielerorts noch immer vermutet wird, dass durch passives Investieren «der Bezug zu der und das Verständnis für die Volkswirtschaft langsam verkümmern». Abstruse Idee. Eigentlich ist doch hinlänglich bekannt, dass sich die Performance eines Anlageportfolios mehrheitlich aus der strategischen Mittelallokation ergibt. Diese wiederum sollte in vernünftiger Art und Weise die Passivstruktur beispielsweise einer Pensionskassenbilanz (aber eigentlich auch die Bilanz eines Privatinvestors) reflektieren und kann in diesem Sinne durchaus ausschliesslich aus Indexinstrumenten bestehen. 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 Verständnis. Und wenn man diese einmal im Griff hat, 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 sie 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 PK.

Ich wiederhole mich, wenn ich sage, man möchte doch endlich bei der

Geldanlage und der entsprechenden Analyse davon wegkommen, passive Indexinstrumente und aktive Anlagekomponenten in Konkurrenz zueinander zu sehen. Beides sind sich ergänzende Elemente einer vernünftigen Anlegetätigkeit.

Dies ist im Übrigen auch Teil des Inhaltes 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 anderem als dem Indexgewicht im Portfolio wäre. Entsprechend verhalten sich grosse Pensionskassen in 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.

* Prof. Heri berät verschiedene Pensionskassen und war jahrelang Vorsitzender der Anlagekommission der Pensionskasse des Bundes (Publica).