

Gestern spekuliert, heute indexiert und bald effizient angelegt

Risiko statt Rendite als Hauptkriterium

Passive Indexanlagen sind besser als Einzelwetten. Durch einen stärkeren Einbezug von Risiko-Abschätzungen lassen sich entsprechende Anlagen jedoch optimaler gestalten.

Es ist gar noch nicht so lange her. In den 90er-Jahren gerieten viele Pensionskassen (PK) in Schwierigkeiten, nicht zuletzt weil sie mit Spekulationen grosse Verluste erzielt hatten. Sie setzten beispielsweise stark auf Private Equity oder waren bei schwer verkäuflichen Nebenwerten engagiert. Statt den erwarteten hohen Renditen brachten die Einzelwetten in vielen Fällen vor allem Ärger.

Vorteile mit Haken

Mittlerweile haben die Pensionskassen reagiert. Statt aktiv auf einzelne Aktien zu setzen, investieren sie immer häufiger passiv, das heisst sie bilden einen ganzen Aktienindex ab und haben damit «automatisch» eine Diversifikation. Das passive Investieren hat für die langfristige Anlage der PKs viele Vorteile:

1. es ist günstig, angesichts der grossen Summen ein wichtiger Vorteil.
2. Es gibt kein Risiko, weniger zu verdienen als der Markt hergibt (ausser den Kosten).
3. Es gibt keinen Schuldigen, wenn der Anlagewert sinkt, denn der Index ist unantastbar und so besteht auch kein Rechtfertigungsrisiko gegenüber dem Stiftungsrat.

In der Softwarebranche heisst der Spruch, es wurde noch niemand entlassen, weil er IBM eingekauft hat. In der Finanzbranche wäre das Pendant, es ist noch nie jemand

kritisiert worden, wenn er einen grossen bekannten Index wie den deutschen Dax gekauft hat. Indexieren ist besser als spekulieren, aber dabei steht und fällt alles mit dem «richtigen» Index. Fast alle Aktienindizes richten sich nach der jeweiligen

In Kürze

- > Das Risiko lässt sich besser abschätzen als die Rendite
- > Methoden, die auf diese Überlegung abstützen, erlauben eine bessere Portfolio-Zusammensetzung

Marktkapitalisierung der einzelnen Aktien aus. Das heisst, je wertvoller eine Firma an der Börse ist, desto grösser wird ihr Gewicht im Index. Das scheint auf den ersten Blick logisch, doch dies führt in erster Linie zu stärkeren Schwankungen.

Einzelwetten im Index

Als klassisches Beispiel dient die Deutsche Telekom: In der ersten Euphorie vervielfachte sich die Aktie und machte zeitweise fast einen Fünftel des deutschen Dax aus. Dann kam der tiefe Fall und die Aktie wurde auch noch dafür bestraft, dass ihr Index-

gewicht nun wieder schwand. Mittlerweile wurde die Index-Berechnung so geändert, dass ein Titel maximal 10 Prozent ausmachen darf. Aber das Grundproblem bleibt. Die reine Betrachtung der Marktkapitalisierung ist in Bezug auf Risiko und Rendite nicht effizient. Einfach gesagt, nur weil etwas wertvoll ist, heisst es nicht, dass man es auch kaufen soll. Die Wissenschaft hat mehrfach bewiesen, dass es diversifizierte Anlagemöglichkeiten gibt, die sowohl ein tieferes Risiko wie auch eine höhere erwartete Rendite (nach Kosten) haben.

Anhand des bekannten Swiss Market Index (SMI) lässt sich dies leicht nachvollziehen. Dort dominieren die vier Aktien Nestle, Novartis, Roche und UBS: Sie machen zusammen fast 60 Prozent des gesamten Index aus. So entscheiden diese Aktienkurse im Alleingang über die Entwicklung des SMI. Im weltumspannenden Aktienindex MSCI World ist zwar die eindrückliche Zahl von 1000 Aktien vertreten, allerdings führt die Betrachtung der Marktkapitalisierung dazu, dass automatisch etwa die Hälfte der Anlagen in US-Firmen fliessen. Eigentlich besteht die Welt nicht zur Hälfte aus der USA, doch das einfach messbare Kriterium Marktkapitalisierung führt zu diesem Ergebnis.

Alternative Methoden

Die optimale Zusammensetzung eines Portfolios hat aber mit dem Börsenwert nichts zu tun. Immer mehr Pensionskassen, Versicherungen, Family Offices und private Anleger investieren einen Teil ihres Vermögens nach Gesichtspunkten der Effizienz. Sie vertrauen einer wissenschaftlich fundierten Methode mehr, als einem (zufällig) nach Grösse zusammengesetzten Auswahlkriterium.

Autor

Stefan Waldvogel
Redaktor Bilanz



Die Idee des optimalen Portfolios ist nicht neu und diese Methoden zur Analyse ökonomischer Zeitreihen mit variabler Volatilität (ARCH) wurde 2003 sogar mit einem Nobelpreis für Wirtschaft ausgezeichnet. Variable Volatilität, das tönt kompliziert, ist es aber nicht unbedingt. Es geht darum, die Schwankungen der einzelnen Märkte zu schätzen und daraus auf die richtige Gewichtung der Märkte zu schliessen. Es ist ein quantitatives Modell und wird nicht durch ein subjektives Bauchgefühl oder das zufällige Kriterium Marktkapitalisierung beeinflusst. Dabei geht es in erster Linie darum, das Risiko zu minimieren und trotzdem nicht auf die Performance zu verzichten.

Während sich die Renditen nicht vorhersagen lassen, kann man dank optima-

lem Einsatz der Modelle das Risiko abschätzen. Es geht darum, das Verhältnis von Rendite und Risiko möglichst effizient und optimal umzusetzen. Bei dieser sogenannten Minimum-Varianz Optimierung entsteht ein Portfolio, das weniger schwankt und trotzdem eine Outperformance erzielt.

Das Risiko entscheidet

Es geht dabei nicht darum, rein die Rendite zu maximieren, sondern das Verhältnis zwischen dem Risiko und der Rendite wird so optimiert, dass ein effizientes Portfolio entsteht. Für ein effizientes Portfolio gilt, dass kein anderes Portfolio existiert, das mit gleichem Risiko einen höheren Ertrag oder bei gleichem Ertrag ein geringeres Risiko erwarten lässt. Ein effi-

zientes Portfolio muss das Ziel aller Anleger sein. Doch allzu viele begnügen sich – der Einfachheit halber – mit einem wenig effizienten Abbilden eines herkömmlichen Index. Sie haben vielleicht auch schon weniger gute Erfahrungen gemacht mit diversen Methoden, die fast alle höhere Renditen als die Indexanlagen versprochen haben. Mit «Indexplus», enhanced und anderen Versuchen, mittels kleinen Abweichungen vom Index eine Mehrperformance zu versuchen, hat der Minimum Varianz Ansatz wenig dazu. Während jene sich stets auf die Performance konzentrieren, geht es diesem darum, das Risiko zu optimieren. Das gilt in guten, wie in schlechten Börsenzeiten, denn das Risiko ist das einzige was sich abschätzen lässt. ■