

Indexfonds und insbesondere ETF kommen in der Vermögensverwaltung immer häufiger zum Einsatz

Aktiv und passiv kombinieren

Von Michael Partin

Indexfonds und insbesondere Exchange traded funds (ETF) steigen stetig in der Gunst der Anleger. Nicht nur Investmentprofis wie Pensionskassenmanager schätzen die Kostengünstigkeit und die Transparenz dieser Instrumente, auch private Anleger fragen immer häufiger diese moderne Form des Fondsengagements nach.

Es verwundert nicht, dass manche Profis am liebsten nur noch auf passiv verwaltete Fonds setzen würden. Dabei erscheint die Ablehnung aktiv gemanagter Fonds symptomatisch für die heutige Diskussion. Der ausschliessliche Einsatz von ETF stösst in der Praxis jedoch schnell an seine Grenzen. In diesem Beitrag sollen diese Limiten umrissen und eine Lanze für den kombinierten Einsatz aktiver und passiver Instrumente gebrochen werden.

Diversifikationsvorteile

Beide Fondsarten, die aktiv gemanagten und die Index trackers, haben die Diversifikation gemeinsam. Dabei ist der Grad der Diversifikation je nach Fonds unterschiedlich. Nicht immer ist passiv gleichbedeutend mit guter Diversifikation. So investiert ein passiver ETF auf den SMI in zwanzig Aktien, während die aktiv gemanagten Fonds von Axa-Rosenberg zum Teil 400 Aktienengagements umfassen. Anleger sind daher in beiden Fällen gut beraten, sich vor dem Kauf über den Diversifikationsgrad zu informieren.

Ein weiteres Missverständnis wird durch folgende Aussage deutlich: «Kaum ein Manager schafft es, den Markt zu schlagen, daher investiere ich lieber gleich in einen Indexfonds.» Hier werden unzulässigerweise Markt und Index gleichgesetzt. Schon der Blick auf die Schweizer Aktienindizes zeigt, dass es den «Schweizer Markt» gar nicht gibt. Im Dreijahresvergleich zum Beispiel liegen SMI (+90,5%) und SPI Swiss Smaller Companies (+166,7%) um Welten auseinander (vgl. Tabelle). Mit welchem Index wäre also die Schweizer Börse abzubilden? Mit passiven Instrumenten auf den Swiss Market Index (SMI) oder solchen auf den Swiss Performance Index (SPI)? Vermutlich wird man lieber auf den breiter gefassten SPI abstellen. Für den gibt es aber keine ETF.

So problematisch die Aussage ist, kein Manager schaffe es, den Markt zu schlagen, so schwierig ist es auch, sie zu widerlegen. Zwar gibt es durchaus Manager, die den Index regelmässig übertreffen. Diese Betrachtung hängt aber in hohem Masse vom zu Grunde liegenden Zeitraum ab, wie aus der Grafik ersichtlich ist. In dieser fällt zweierlei auf: Erstens scheint es für einen Manager über einen Zeitraum von zwölf Monaten einfacher zu sein, den SMI statt den SPI zu schlagen. Zweitens gibt es durchaus Zeiten, in denen eine grosse Mehrheit der Manager den SMI übertrifft.

Dieses Ergebnis ist einleuchtend, wenn man bedenkt, dass es sich beim SMI um einen Preis- und beim SPI um einen Performanceindex handelt. Ausserdem dürfen viele Manager wegen gesetzlicher Bestimmungen den SMI mit seinen Schwergewichten Nestlé, Novartis, Roche und UBS gar nicht replizieren und sind daher systembedingt immer dann besser als der SMI, wenn diese vier Titel Schwäche zeigen, und umgekehrt.

Mögen die obigen Ausführungen theoretisch klingen, in der Praxis ergeben sich daraus wichtige Implikationen: Soll der

Schweizer Aktienmarkt mit ETF abgebildet werden, bleiben nur der SMI und der SMIM. Der besser geeignete SPI kann «nur» mit dem Swiss Market Tracker von Pictet – wohlgerneht kein ETF – nachgeahmt werden. Small-cap-Investments im Schweizer Aktienmarkt, die gemäss Tabelle in den letzten drei Jahren alle anderen Kategorien übertroffen haben, fordern geradezu ein aktives Management.

Suboptimale Resultate

Schon das Schweizer Beispiel zeigt, dass die Selbstbeschränkung auf rein passiv gemanagte Fonds in der Praxis suboptimale Ergebnisse hervorbringen dürfte. Auch im internationalen Massstab ist die beschränkte Anzahl von ETF oder Index-tracker-Fonds eines der stärksten Argumente gegen den ausschliesslichen Einsatz passiver Gefässe. Weltweit gibt es laut Bloomberg weit über 50 000 Anlagefonds und nur knapp 500 Exchange traded funds. Auch wenn man davon ausgeht, dass zu den ETF nochmals ein Mehrfaches an passiv gemanagten Indexfonds zu addieren ist und die Zahl der ETF schnell wächst, sind die Auswahlmöglichkeiten im Bereich passiv gemanagter Fonds noch immer begrenzt. Es findet sich weder ein ETF von Russland noch einer von Convertibles.

Um Missverständnisse zu vermeiden: Die obigen Ausführungen sind weder ein Argument gegen ETF und passiv gemanagte Indexfonds, noch sollen sie irgendeine – in der Praxis nur selten anzutreffende – Überlegenheit der aktiv gemanagten Anlagefonds demonstrieren. Vielmehr sollen sie zeigen, dass ein Anlageprofi sowohl aktiv als auch passiv gemanagte Produkte berücksichtigen sollte.

Sind aktive Fonds zu teuer?

Wie aber sollte er in der Entscheidung «aktiv oder passiv» vorgehen? Die Aussage «Aktive Fonds sind zu teuer und sind daher zu meiden» leitet in die Irre, obwohl sie oft als Begründung für die Ablehnung aktiv gemanagter Fonds ins Feld geführt wird. Natürlich sind überbeuerte Gefässe, die schlecht performen oder noch keinen Leistungsausweis haben, nicht zu empfehlen. Warum aber sollte ein Fondsmanager, der besser als seine Mitbewerber ist, nicht auch mehr verlangen können? Dabei macht das Vehikel Fonds es dem Investor einfach zu entscheiden, ob die Kosten zu hoch oder gerechtfertigt sind, da sämtliche Kosten innerhalb des Fonds die Performance reduzieren und sich so ein «Netto-Vergleich» anstellen lässt.

Die Gefahr, schlechten Managern zu viel zu bezahlen, ist mit passiven Produkten nahezu ausgeschlossen. Aber auch hier hat Qualität ihren Preis. Daher sind ausführliche Informationen und Preisvergleiche ein guter Schutz vor überbeueter Ware.

Statt nur auf die Kosten zu schauen, sollte der Anleger zunächst top down entscheiden, in welchen Märkten er investiert sein möchte. Der anschliessende Blick in eine ETF- oder Index-tracking-funds-Liste klärt schnell, in welchen Märkten ein passives Engagement überhaupt möglich ist. Für Anlagekategorien, in denen dies nicht möglich ist, ist ein vertiefendes Fondsresearch unabdingbar. Auch in Märkten, in denen ein ETF oder Index tracker auf den gewünschten Index vorhanden ist, gilt es zu prüfen, wie dieses Passivinstrument sich im Vergleich zu den aktiv gemanagten schlägt. Andernfalls läuft man Ge-

fahr, zwar günstig, aber eben doch suboptimal anzulegen.

Ein wichtiger Aspekt sollte in der Diskussion «aktiv versus passiv» nicht übersehen werden. 80 bis 90% des Performancebeitrags entfallen in der Regel auf die Asset allocation und nicht auf die Fondsauswahl. Es ist daher sinnvoll, die Ressourcen in diesem Bereich zu investieren und in der Fondsauswahl passiven Instrumenten, sofern vorhanden, den Vorzug zu geben. Eine Alternative hierzu ist das Outsourcen des Fondsresearchs, da neutrale Profis schnell eine Antwort darauf geben können, ob sich in den einzelnen Teilmärkten ein aktives Investment lohnt. Wichtig ist die permanente Kontrolle, da sich die Über- oder Unterlegenheit der aktiven Instrumente im Zeitablauf durch Neulancierungen schnell verschieben kann.

In den Kategorien, in denen die passiven Instrumente gut abschneiden, kann man

sich in ETF oder Index-tracking-Fonds engagieren. Die Überlegenheit der passiven Vehikel sollte aber regelmässig für jeden Teilmarkt überprüft werden. Erst in einem dritten Schritt ist zu analysieren, ob die passiven Instrumente um weitere, aktiv gemanagte Fonds ergänzt werden müssen oder ob man bewusst Lücken offen lässt.

Völlig falsch wird der Core-satellite-Ansatz gehandhabt, wenn ein Schweizer Investor wegen seiner Nähe zum heimischen Markt Schweizer Aktien und Frankenobligationen selbst aussucht, während er die Anlagen in anderen Regionen über ein Mandat an externe Profis vergibt. Das ist, als würde ein Golfer mit einstelligem Handicap sich zutrauen, in seinem Club Tiger Woods zu schlagen, weil er den Platz besser kennt. Dies kann schon mal passieren, die Regel ist es aber sicher nicht!

Dr. Michael Partin, Partner, iFund Services, Zürich

Welcher Index bildet die Schweizer Börse am besten ab?

Indizes	Performance in % über		
	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre
SMI Swiss Market Index	33,1	90,5	2,5
MSCI Switzerland Gross Dividend	35,6	102,3	16,4
SPI Swiss Performance Index	35,6	106,8	13,0
SPI Swiss Middle Companies	30,5	139,8	14,3
SPI Swiss Smaller Companies	33,3	166,7	43,0
Differenz beste minus schlechteste Performance	16,1	68,7	31,5

Stand 28. Februar 2006, alle Zahlen in Franken
Quelle: Micropal Standard & Poor's

Der SMI ist einfacher zu übertreffen

Prozentualer Anteil der Fonds, die den SMI bzw. SPI geschlagen haben (Jeweils über 12 Monate rückblickend)

