

# Passives Portfoliomanagement ist leider eine Illusion

**STRATEGIE** 2019 dient institutionellen Anlegern als Beleg, dass sich passives Investieren lohnt. Pensionskassen rühmen sich ihres guten Abschneidens. Vergessen geht, dass die Flut alle Boote hebt.

Roman von Ah

Passiv investieren hat sich im institutionellen Geschäft unreflektiert zum Mantra gemausert. Erfolg dank minimalen Kosten, Hors-sol statt Datterini-Tomaten, heisst die Devise. Der angeblichen Überlegenheit der passiven Kapitalanlage schliessen sich auch die Medien an. Es sei wohlbekannt, dass aktive Fondsmanager ihre Vergleichsindizes nicht schlägen, war jüngst in der Schweizer Wirtschaftspresse zu lesen. Fondsmanager würden kaum über echte Kompetenzen verfügen, ihre Ergebnisse seien vom Zufall bestimmt. Und auch die Kunden verhielten sich nur eingeschränkt rational, so die Argumente. Als Fondsmanager und Anleger fühle ich mich doppelt angesprochen, darauf zu antworten – nicht mit Glaubenssätzen, sondern mit Fakten.

Zunächst: Auch ein Index kostet. Deshalb haben Indexfonds eine garantierte Unterperformance. Ein Index umschreibt ein für Anlagen zugängliches Wertschriftenuniversum; es ist ein mehr oder weniger komplex gefüllter Korb voller Einzelanlagen, in einem gewissen Verhältnis, oft kapitalisierungsgewichtet. Ein Index per se ist kein Anlageziel. Abgebildet wird die Performance über die Zeit, als Gesamtertrag aus Preisbewegungen, Dividenden und Coupons. Wie beim Swiss Market Index SMI mit seinem Fokus auf grosskapitalisierte Unternehmen. Über Sinnhaftigkeit und Optimalität mit Blick auf die Anlageziele ist damit aber noch nichts gesagt.

## VIELE AKTIVE ENTSCHEIDUNGEN

Und auch nur die Titelselektion eines aktiv gewählten Index kann passiviert werden. Alle anderen Entscheide bleiben aktiv. So müssen sich Anleger folgende Fragen stellen: Welchen Index oder Mix von Indizes wähle ich, wie gehe ich mit dem Währungsrisiko um, wann steht ein Rebalancing an, was ist die Abbildungsgenauigkeit der Indizes, was sind die Gegenparteirisiken, und was sind Kosten und Risiken? So gesehen kann der Investor wählen zwischen der garantierten Unter-

performance des passiven Managements und der durchschnittlichen Unterperformance des aktiven Managements.

Die garantierte Unterperformance der Indexierung soll allerdings kein Persilschein für aktives Management sein. Denn egal, ob Asien, FANG, Infrastruktur oder Privatmarkt, thematische oder derivative Strategien: Den Schalmeienklängen der beworbenen aktiven Produkte ist ebenfalls eine gesunde Skepsis entgegenzubringen. Oft steckt nicht mehr als die Absicht dahinter, hochmarginige Produkte mit einem hübschen Narrativ verkaufsfähig aufzupeppen, aber dies nur am Rande.

## «Weshalb akzeptieren indexorientierte Investoren diese implizierten Risiken?»

Bleiben wir bei den implizierten Risiken der Indexierung am Beispiel von Bonds. Weshalb etwa ein Obligationenindex eine Orientierungslatte sein soll, ist schleierhaft. Über die damit verbundenen impli-

ziten Anlagerisiken geben sich Entscheidungsgremien selten genügend Rechenschaft. So hat sich das Zinsrisiko in der Schweiz seit 2007 um 40% erhöht, die Duration von 5,5 auf 7,7. Gleichzeitig sind die Frankenzinsen über 3 Prozentpunkte (von 2,8 auf –0,33%) gefallen. Weite Teile der Obligationenmärkte Schweiz und Europa werden also in den nächsten Jahrzehnten mit Garantie Kapital vernichten. Worin soll bitte die Attraktivität bestehen? Bondindizes werden zudem von Banken und Staaten dominiert. Diese sind über Staatsschuldenkrisen und Bankbilanzrisiken eng miteinander verzahnt.

Ein weiteres Risiko: Die Durchschnittsbondität ist gesunken, und abgeschwächte Bondsicherheitsklauseln (Covenants) schädigen die Investoren. Die teilweise Zombifizierung von Kreditrisiken ist Tatsache (vgl. Grafik unten). Auch besteht die Hälfte des Weltbondindex aus Dollarrisiken (US-Dollar 45%, kanadischer Dollar 2,6%, australischer Dollar 1,2%). Der US-Dollar hat sich zum Franken seit den Siebzigerjahren um 75% abgewertet. Es ist schwer zu verstehen, weshalb indexorientierte Investoren diese implizierten Risiken und ihre zeitliche Verschlechterung passiv akzeptieren.

Die Indexwahl selbst ist ein strategisch eminent wichtiger aktiver Entscheid. Jede strategische Positionierung birgt bedeutende explizite und implizite Risiken. Dass Indexfans diesen Entscheid aktiv fällen, kann wohl als ironische Pointe abgehakt werden. Doch das Verhältnis Ertragspotenzial zu Schwankung (Signal to Noise) ist äusserst fragil. Niemand kann ex ante die richtigen Antworten für sich in Anspruch nehmen. Auch wenn alle das Gleiche tun, ist es nicht automatisch erfolgversprechend. Gruppendenken und Herdentrieb führen oft auf falsche Pfade.

## THEORIE HILFT IN DER PRAXIS

Die wissenschaftliche Vorgehensweise des methodologischen Rationalismus darf nicht mit dem Normalverhalten der Menschen verwechselt werden. Wenn mich dreissig Jahre aktives institutionelles Portfoliomanagement etwas gelehrt haben, dann ist es Demut vor der Fähigkeit rationaler Finanzmarktteilnehmer, Informationen schnell in die Preise gehandelter Wertschriften einzubauen. Es gibt nichts Praktischeres als eine gute Theorie. Denn die Orientierung in komplexer Umwelt verlangt Kategorisierung und Reflexion generalisierter Zusammenhänge. Die Finanzmarkttheorie bündelt Erkenntnisse aus vielen Bereichen von Ökonomie und neuerdings Psychologie sowie Neurologie.

Ein erfolgreicher aktiver Portfoliomanager kombiniert dieses Fachwissen mit viel Erfahrung und begegnet der Herausforderung informationseffizienter Märkte mit Demut. Im Zweifel hat der Markt, also das kollektive Wissen sämtlicher Marktteilnehmer, stets recht. «Es gibt zwei Arten von Prognostikern», sagte der Ökonom J.K. Galbraith. «Diejenigen, die nichts wissen, und diejenigen, die wissen, dass sie nichts wissen.» Als Experte für Risiko-Ertrag-Trade-offs ist der aktive Portfoliomanager ein Risikomanager, der für seine Kunden die Erfolgswahrscheinlichkeit von Anlagezielen auch in einem Umfeld grosser Unsicherheit optimieren kann.

Roman von Ah, Geschäftsleiter  
Swiss Rock Asset Management

## Bonität bröckelt – ein schlechtes Omen für den nächsten Kreditausfallzyklus

