

Dumme Indexfonds

von Dirk Arning, Drescher & Cie GmbH

Anleger, die aktiv gemanagten Fonds aufgrund ihrer laufenden Kosten skeptisch bis ablehnend gegenüberstehen, sehen gerne in (börsengehandelten) Indexfonds eine attraktive Alternative. Eine Analyse von Indexinvestments zeigt aber, dass diese Instrumente eher als taktisches Investment bei bewussten Timing-Entscheidungen geeignet sind denn als strategisches Buy-and-Hold-Investment. Intelligent Indexing kann eine Brücke schlagen zwischen aktiven und passiven Fonds.

Dumme Indexinvestments

Die bevorstehende Einführung der Abgeltungssteuer stellt für den deutschen Privatanleger tatsächlich einen guten Grund dar, sich auf die Suche nach strategischen Buy-and-hold-Investments zu begeben. Gründe der Risikostreuung und Ausschaltung von Emittentenrisiken sprechen für Investmentfonds. Auf den ersten Blick kommen dafür vielen Anlegern offenbar Indexfonds in den Sinn, können sie doch gegenüber aktiv gemanagten Fonds vor allem den Vorteil geringerer Kosten vorweisen. Verwiesen wird gerne auf Statistiken, die belegen, dass passive Indexinvestments auf längere Sicht die überwältigende Mehrheit der aktiv gemanagten Fonds geschlagen haben. Und selbst bei den bislang besser aktiv gemanagten Fonds kann nicht gewährleistet werden, dass die Qualität des Fondsmanagements erhalten bleibt. Doch diese Argumentation kann den Anleger langfristig teuer zu stehen kommen.

Es gibt gute Gründe, vom Einsatz konventioneller Indexfonds als langfristigem Buy-and-hold-Investment abzuraten. Passiv auf einen Index zu setzen, also dessen Wertentwicklung in beide Richtungen eins zu eins mitzumachen, ist nur zeitweilig attraktiv. Ein gutes Beispiel war der deutsche Aktienmarkt im letzten Jahr: in jahrelangen Baissephasen und Seitwärtsbewegungen der Aktienindizes wird das Indexinvestment zur schlechten Alternative. Gerade langfristig ist die Koppelung an einen Aktienindex gefährlich: Jede Baisse macht man ungebremst mit. Und es kann lange dauern, diese Verluste wieder aufzuholen: Beispielsweise gelingt es dem DAX seit einigen Jahren nicht, sein Hoch vom März 2000 nachhaltig zu überschreiten. Zum unglücklichen Zeitpunkt im Jahr 2000 eingestiegen liegt ein passives DAX-Investment auch unter Berücksichtigung der (im DAX-Performance-Index enthaltenen) Dividenden auch nach acht Jahren immer noch in der Verlustzone. Wer Ende der 1980er Jahre auf einen japanischen Aktienindex gesetzt hätte, wäre jetzt, fast zwanzig Jahre später, noch immer tief in der Verlustzone. Gut aktiv

gemanagte Fonds haben zwischen 2000 bis 2003 weniger verloren und in der Kurserholung der Jahre 2003 – 2007 beachtliche Wertzuwächse verzeichnet.

Auch die Gefahr einer langen Seitwärtsbewegung von Aktienindizes wird unterschätzt, weil es das seit 1982 nicht gab. Zuvor aber, in der 1970er Jahren, pendelten die wichtigsten Aktienindizes zehn Jahre lang, unter zeitweilig heftigen Schwankungen, seitwärts. In diesem Umfeld konnten aktive Stockpicker wie beispielsweise Templeton attraktive Ergebnisse erzielen. Passive Index-Investoren hätten dagegen noch nach zehn Jahren ohne Gewinn dagestanden.

Ferner sollte man bedenken, dass man mit Indexinvestments systematisch prozyklisch investiert: Aktien, deren Börsenwert zuvor stark gestiegen ist, werden in den Index aufgenommen bzw. innerhalb des Index höher gewichtet. Viele Aktienindizes werden faktisch von wenigen populären, hoch kapitalisierten Aktien dominiert. Auch Aktienindizes, die Hunderte von Aktien enthalten, sind deshalb schlechter diversifiziert als Anleger gemeinhin glauben. Von den 500 im amerikanischen S&P-500 enthaltenen Aktien machen die größten fünf Prozent (25 Aktien) mehr als ein Drittel des Indexstandes aus und die größten zehn Prozent bestimmen den Index zu mehr als der Hälfte.

Bei internationalen Aktienindizes wie dem MSCI-Welt gilt entsprechendes für die Ländergewichtung: Bis 1990 war Anteil Japans auf annähernd 50 % gestiegen. Die Mitwirkung von Index-Ausschüssen ist nicht geeignet, dieses Problem zu verkleinern, sondern verstärkt es noch: Beispielsweise versuchte Dow Jones kurz vor dem Höhepunkt der Technologie-Blase im ersten Quartal 2000 seinen scheinbar antiquierten Industriewerteindex durch die Aufnahme von Technologiewerten zu modernisieren.

Eine Untersuchung (für den US-Aktienmarkt bis 2004) hat gezeigt, dass die Indexschwergewichte (die Top-Ten nach Marktkapitalisierung) schon bei allen ein-Jahres-Zeiträumen nur in 40 % der Fälle besser abschnitten als der Gesamtindex. Die durchschnittliche Underperformance lag bei 3,6 %. Bei der Untersuchung von Fünf-Jahres-Zeiträumen sank der Anteil der Outperformance-Fälle auf 32 % und die durchschnittliche Underperformance stieg auf 19,5 %. Nur in 29 % der rollierenden 10-Jahres-Perioden konnten die konventionellen Top-Ten-Indexschwergewichte der Markt noch schlagen. Im Durchschnitt erlitt man mit ihnen eine Underperformance von 30,7 %. Die Indexschwergewichte von heute schneiden also vielleicht kurzfristig noch ungefähr so wie der Markt ab, langfristig wahrscheinlich aber schlechter. Zudem ist man mit konventionellen Indexfonds immer voll investiert, das Portfolio entspricht in seiner Zusammensetzung dem gewählten Index, dessen Wertentwicklung man im Ergebnis in beide Richtungen mitmacht. So schön das bei steigenden

Kursen sein kann, so sehr würde man sich bei fallenden Aktienkursen und bei langen Seitwärtsbewegungen wünschen, in einem aktiv gemanagten Fonds investiert zu sein.

Anleger müssen daran erinnert werden, dass die konventionellen Aktienindizes nicht zum Zwecke des Investierens geschaffen wurden. Die eigentliche Aufgabe von Aktienindizes war es, die Bewegungen von Märkten zu erfassen und in einer Zahl zu verdichten.

Bei ursprünglichen Kursindizes fand keine Gewichtung der Aktien über Gewichtungsfaktoren statt, so dass der Einfluss der Einzelwerte auf den Index eher von der „optischen“ Höhe des einzelnen Aktienkurses bestimmt wurde. Eine Aktie mit einem Kurs von 80 Dollar hatte also zehnmal höheren Einfluss auf den Index als eine Aktie, deren Kurs bei 8 Dollar stand.

Erst bei moderneren Indexkonzepten wurde die Gewichtung der Einzelaktien nicht mehr dem Zufall überlassen. Bei der Festlegung spielt allerdings bis heute eher die Bedeutung der Aktie aus Sicht der Börse eine Rolle. So spielt beispielsweise auch die Höhe der Börsenumsätze bei der Entscheidung über den Aufstieg in Aktienindizes eine wichtige Rolle. Fast alle moderne Aktienindizes werden dann nach Marktkapitalisierung gewichtet, d.h. der Börsenwert eines Unternehmens bestimmt sein Gewicht im Index. Die Orientierung am Streubesitz („free float“) trägt dabei in vielen Fällen der höheren Liquidität Rechnung. Im Ergebnis landen solche Aktien in den Auswahlindizes, die bei den Anlegern so beliebt waren, dass der Börsenwert des Unternehmens jetzt zu den größten zählt. Ein steigender Aktienkurs wird zunächst mit der Indexaufnahme und dann mit einem höherem Indexgewicht belohnt. Damit werden Aktienindizes zu Sammelbecken für Aktien, deren Kurse in der Vergangenheit überdurchschnittlich gestiegen sind. Tendenziell führt dies natürlich zu einer Übergewichtung von überbewerteten Aktien. Umgekehrt verlieren unpopuläre Aktien an Gewicht oder fallen schließlich ganz aus dem Index heraus. Tendenziell werden unterbewertete Aktien in Indizes also untergewichtet. Anleger, die sich für ein konventionelles Indexinvestment entscheiden, kaufen damit tendenziell immer jene Aktien, die bisher überdurchschnittlich viel gehandelt wurden und dabei stark gestiegen sind. Das macht passive Indexfonds zu „dummen“, weil prozyklischen Investments.

Die Orientierung am Börsenwert und am Börsenhandel einer Aktie mögen aus Sicht eines Börsenbetreibers sinnvolle Kriterien für die Auswahl und Gewichtung von Aktien sein, für einen Investor sind diese Auswahl- und Gewichtungskriterien aber gefährlich.