

Fundamental Indexing als intelligenter Investmentansatz und Alternative zu „dummen“ Indexfonds

Angesichts der bevorstehenden Einführung der Abgeltungssteuer wird Privatanlegern in vielen Medien gerne der Kauf von Indexfonds als langfristige Lösung empfohlen. Auch in meinem Kundenkreis kommen dann regelmäßig Anfragen, weshalb ich Indexfonds nicht in meine Favoritenliste aufnehme.

Als zugkräftiges Argument in den Medienartikeln dienen dabei vor allem die geringeren Kosten als bei aktiv gemanagten Fonds. Nach Kosten seien aktiv gemanagte Fonds kaum in der Lage mit Indexfonds mitzuhalten.

Abgesehen davon, dass die Kostenargumente angesichts der attraktiven Rabatte, die ich meinen Kunden biete, nicht so sehr ins Gewicht fallen, greift die bloße Kostenargumentation erheblich zu kurz:

- Mit konventionellen Indexfonds ist man 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.
- Die Gefahren eines „dummen Indexinvestments“ werden kaum genannt: Wer den Index kauft verzichtet, je nach Wahl des Index mehr oder weniger auf Diversifikation und investiert prozyklisch in jene Aktien, die zuvor stark gestiegen sind. Dies liegt an der Konzeption der meisten Aktienindizes, deren Ziel es ist, das Börsengeschehen widerzuspiegeln, nicht aber eine sinnvolle Asset Allocation im Gesamtportfolio darzustellen.
- Fast alle moderne Aktienindizes werden 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. Dieser Aspekt der ausreichenden Handelbarkeit findet auch im Aufnahmekriterium „Börsenumsätze“ seinen Ausdruck.
- Im Ergebnis landen dann solche Aktien in den Indizes, die bei den Anlegern so beliebt waren, dass der Börsenwert des Unternehmens jetzt zu den größten zählt. Ein steigender Aktienkurs wird zunächst mit der Aufnahme in den Index und anschließend auch noch mit einem höherem Gewicht im Index 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.
Beispiel Telekom: Als die Kapitalisierung der Telekom-Aktie bei einem siebenmal so hohen Kurs wie derzeit ihrem Höhepunkt zustrebte, war die Aktie im DAX am höchsten gewichtet.
Beispiel Cisco: 1997 machte der Anteil von Cisco im S&P 500 ca. **0,4 %** aus - bei einem KGV von 30 Anfang 2000 war das KGV auf 130 angestiegen. Gleichzeitig war Cisco mit **4,0 %** im S&P 500 gewichtet.
- Die Orientierung am Börsenwert und am Börsenhandel einer Aktie mögen aus Sicht eines Börsenbetreibers sinnvolle Kriterien für die Auswahl von Aktien sein, für einen Investor sind diese Auswahl- und Gewichtungskriterien eher gefährlich (man denke an das hohe Gewicht der Telekom-Aktie im DAX, als diese über 100 € stand, oder an das hohe Gewicht japanischer Aktien im MSCI-Weltindex im Jahr 1990, als japanische Aktien auf dem Zenit ihrer Entwicklung standen).

Zwischen den beiden Lagern – aktivem Fondsmanagement einerseits und passiver Indexnachbildung andererseits – bilden sich jedoch aktuell durchaus sinnvolle Alternativen.

Robert Arnotts Firma heißt "Research Affiliates" und der von ihm entwickelte Analyseansatz: "Research Affiliates Fundamental Indexing" (abgekürzt: "RAFI"). Von ihm wurde der Begriff des "Fundamental Indexing" geprägt und die zugrunde liegende Idee macht durchaus Sinn, wenn man sich einmal die Veränderungen der Indexzusammensetzungen über einen längeren Zeitraum betrachtet.

Unter den Bezeichnungen „**Fundamental Indexing**“ oder „**Intelligent Indexing**“ sind erste börsengehandelte Fonds (ETF) gestartet, die eine Brücke zwischen aktivem Stock-Picking und Indexfonds schlagen.

Die Überlegung setzt an den oben genannten Schwächen konventioneller Aktienindizes an:

Statt der Marktkapitalisierung werden betriebswirtschaftliche Größen verwendet, um das Indexgewicht zu bestimmen, nämlich Umsatzerlöse, Cash Flows, Dividenden und Buchwerte als absolute Größen.

Der Aktienkurs bleibt demgegenüber unberücksichtigt. Es werden also auch keine Bewertungskennziffern berechnet, vielmehr definiert die Höhe der Umsätze, Cash Flows, Dividendenzahlungen und Buchwerte die Größe des Unternehmens. Die Methodik setzt diese vier Größen jeweils ins Verhältnis zur Summe der Größen über alle betrachteten Aktien:

- welchen Anteil hat der Umsatz des betrachteten Unternehmens an der Summe der Umsatzerlöse aller Unternehmen?,
- welchen Anteil an den gemeinsamen Cash Flows,
- welchen Anteil an der gemeinsamen Dividendensumme,
- welchen Anteil an den gemeinsamen Buchwerten?

Der Durchschnitt aus den vier Anteilen ergibt bereits das Indexgewicht. Bei Unternehmen, die keine Dividende zahlen, fällt dieses Kriterium komplett heraus, der durchschnittliche Anteil wird dann allein aus den drei anderen Größen berechnet.

Um stärkere Schwankungen zu vermeiden, werden bei Umsätzen, Cash flows und Dividenden jeweils rollierende Fünf-Jahres-Durchschnitte verwendet. Jedes Jahr einmal erfolgt das sog. Rebalancing, bei dem der fünf Jahre alte Wert aus dem Durchschnitt heraus fällt, der neu berechnete jüngste dafür in den rollierenden Durchschnitt aufgenommen wird. Dieses nur einmal jährliche Neuberechnen der Gewichte verringert die Umschlaghäufigkeit und damit die Transaktionskosten in einem entsprechend zusammengesetztem Portfolio, in dem sich ein derart ausgerichteter Fonds befindet.

Noch wichtiger aber: Die nach betriebswirtschaftlichen Größen gewogenen Aktienportfolios zeigen in nahezu allen Märkten und über nahezu alle längeren Zeiträume bessere Ergebnisse (Outperformance bei geringerer Volatilität) als die konventionellen, marktkapitalisierungsgewichteten Aktienindizes.

Dies liegt an dem antizyklischen Value-Charakter der Methode: Ohne auch nur eine einzige Bewertungskennziffer zu berechnen, gewichtet „Fundamental Indexing“ Aktien höher, die hohe Umsätze, Cash flows, Dividenden und Buchwerte vorweisen können. Gegenüber der konventionellen Börsenbewertung werden vor allem Aktien mit hohen Kurs-/Umsatz-Verhältnissen, teuren Kurs/Buchwert-Verhältnissen und niedrigen Dividendenrenditen untergewichtet, tendenziell also Growth-Werte mit hohen Margen, aber geringerer Substanz. Gerade solche Aktien bergen oft das Risiko euphorischer Überbewertungen und entsprechender Kurskorrekturen. „**Fundamental Indexing**“ ist deshalb tatsächlich ein überzeugendes Konzept, das man auch als „**Intelligent Indexing**“ bezeichnen darf.

Inzwischen hat die Index-Company "FTSE" die Indexidee in Lizenz von Research Affiliates übernommen und veröffentlicht - leider noch nicht in Deutschland - diverse RAFI-Indices für alle möglichen Märkte weltweit. Laut Robert Arnott erwirtschaften RAFI-Indices insbesondere in der Baisse einen Vorsprung gegenüber den klassischen Indices der gleichen Märkte, doch auch in einer Hausse kann es zur Outperformance kommen, insbesondere wenn die Dynamik der Hausse eigentlich bereits nachlässt und nur noch durch die Entwicklung der geringer bewerteten Titel aus der zweiten Reihe getragen wird. In einer Untersuchung von 23 nationalen Aktienmärkten für den Zeitraum Dezember 1987 bis Juni 2005 ergab sich eine durchschnittliche Outperformance von 2,6 % p.a.

Das Prinzip ist natürlich grundsätzlich nicht neu, denn verschiedene aktiv gemanagte valueorientierte quantitative Konzepte (wie besonders diszipliniert bei Nordea zu finden) setzen genau an dieser Stelle an. Durch das Angebot der RAFI-Indices wird es nun aber möglich, neben ETF's auch „intelligente“ Indexfonds im Markt zu platzieren.

RAFI bei Nomura und Invesco

Für sich entdeckt hat das Thema u.a. das größte japanische Wertpapierhaus, Nomura. Innerhalb der Nomura-Gruppe wurden Ende letzten Jahres nach eigenen Angaben bereits 1.132 Mio. Euro auf Basis des Fundamental-Indexing-Konzeptes verwaltet.

Nomura hält eine strategische Beteiligung an Research Affiliates und besitzt für Japan die Exklusivlizenz am **RAFI Fundamental Japan**, der von der Nomura-Tochter Maintrust verwaltet wird.

Maintrust bietet mit ihrem Fonds **MAT Fundamental Europa** nun auch eine Kombination aus aktiv gemanagtem Aktienfonds und RAFI-Indexinvestment, bezogen auf den europäischen Aktienmarkt. Von rund 560 Aktien im relevanten Anlageuniversum landen 350 Werte im europäischen RAFI-Index. Daran orientiert werden schließlich rund 100 Aktienpositionen für den MAT Fundamental Europa ausgewählt. Letzteres macht den Fonds allerdings mehr zu einem eher aktiv gemanagten Aktienfonds als zu einem RAFI-Indexfonds. So attraktiv das RAFI-Konzept gegenüber „dummen“ Indexinvestments ist, so groß sind hier doch die Unwägbarkeiten aus der aktiven Umsetzung.

Der Europa-Fonds wird von mir bereits empfohlen, den Japan-Fonds beobachten wir noch.