

Pro: Passives Portfoliomanagement

# Ein Blue-Chip-Index ist auf Dauer unschlagbar

**W**ährend sich Indexfonds bei Privatanlegern zunehmender Beliebtheit erfreuen, wurden in Deutschland erst etwa 3 % der institutionellen Anlagen indexiert. In den Vereinigten Staaten, die uns im Asset Management bekanntlich an Erfahrung überlegen sind, beträgt der Anteil immerhin ein Drittel.

Warum hat das passive Portfoliomanagement hierzulande einen so schlechten Ruf? Ist passives Management simpel und langweilig? Sind passive Manager risikoscheu und zu wenig erfolgsorientiert? Kann es auf Dauer reichen, sich mit dem Durchschnitt zufrieden zu geben? Und schließlich was wäre, wenn alle so dächten?

Wenn wir von der Annahme ausgehen, ein Anleger hätte sich im Rahmen seiner strategischen Asset Allocation für Anlagen in einem bestimmten Marktsegment entschieden und ein Performanceindex würde diesen Markt korrekt abbilden, stellt die Performance des Index' das Ergebnis des durchschnittlichen Anlegers dar. Ziel des aktiven Portfoliomanagements ist es, dessen Performance zu übertreffen.

Betrachtet man das Ziel aus volkswirtschaftlicher Perspektive, lässt sich der betriebene Aufwand damit rechtfertigen, dass durch ihn die Entstehung effizienter Kapitalmärkte gefördert und so die Gesamtperformance gesteigert wird. Was geschehen würde, wenn es nur noch passive Manager gäbe, ist eine oft gestellte, aber wohl nicht relevante Frage. Jeder Anleger, übrigens auch der passive, strebt danach, die anderen zu übertreffen. Dies ist Grundlage unserer Wirtschaftsordnung und Quell unseres Wohlstands. Aktive Manager wird es immer geben.

Es ist eine Binsenweisheit, dass nicht alle Anleger den Index schlagen können. Gelingt es einigen zeitweise aufgrund ihrer Erkenntnisse aus dem Research oder einfach per Zufall, die Performance der Benchmark zu übertreffen, muss es definitionsgemäß andere geben, die dieses Ziel nicht erreichen. Sind sie die schlechteren Manager? Empirische Untersuchungen belegen, dass oft die Gewinner von heute die Verlierer von morgen sind.

Beträgt die Chance am Aktienmarkt „fifty-fifty“? Leider nein. Das Problem besteht darin, dass der Index weder Informations- noch Transaktionskosten kennt, und die sind erheblich. Wer es als aktiver Manager schafft, nach Kosten die Performance des Indexes nur zu erreichen, hat „den Markt“ bereits geschlagen. Anders ausgedrückt ist der statistische Erwartungswert einer „Outperformance“ unter Einschluss der Kosten eindeutig negativ. Die Lösung besteht folglich darin, die Struktur des Indexes nachzubilden und die Kosten zu minimieren.

Hätte Bill Gates mit indexierten Investments zum reichsten Mann der Welt aufsteigen können? Sicherlich nicht. Doch der Vergleich hinkt. Bill Gates hat sich nicht in einem etablierten Markt mit Tausenden von Mitspielern betätigt, er hat einen neuen Markt geschaffen und gestaltet, war lange Zeit einziger Spieler und damit Insider. Wer sich dagegen in etablierten, nahezu effizienten Märkten bewegt, muss deren statistische Gesetzmäßigkeiten beachten und von manchen Illusionen Abstand nehmen.

Passives Management hat einen schlechten Ruf, weil sich kein Manager dem Vorwurf aussetzen möchte, er würde sich auf Dauer mit dem Durchschnitt zufrieden geben. Hier liegt der erste Irrtum über die Indexierung. Der passive Manager wird dem durchschnittlichen aktiven



**Holger Benke**, Geschäftsführer Administration und Vermögensmanagement der Gemeinnützigen Hertie-Stiftung, Frankfurt am Main.

Manager auf Dauer überlegen sein, weil er die erheblichen Kosten des aktiven Managements (Research, Nachrichtendienste, Portfoliomanagement, Handel und Abwicklung, Risikocontrolling) zum großen Teil vermeiden kann. Simpel und langweilig ist die Indexierung dabei keinesfalls. Es gibt verschiedene methodische Ansätze (full replication, sampling, optimization), und kaum ein passiver Manager gleicht dem anderen.

Ist passives Management mit Risikoscheu gleichzusetzen? Auch hier liegt ein weit verbreiteter Irrtum. Das Risiko des Portfolios wird im Wesentlichen durch die strategische Asset Allocation bestimmt, und die kann aktiv oder passiv umgesetzt werden. Das Stockpicking kann allenfalls, wenn es gut geht, einen zusätzlichen Ertrag abwerfen.

Fazit? Research und aktives Management lohnen nur in Märkten, in denen nicht ohnehin jeder Anleger alles weiß, also beispielsweise am Neuen Markt, in den Emerging Markets oder bei Spezialitäten (Corporate Bonds, Wandelanleihen, Genussscheine). Der Versuch, innerhalb des STOXX-50-Universums mit aktivem Management den Index zu übertreffen, ist langfristig zum Scheitern verurteilt. Blue Chips sollte man als ruhenden Pol des Portfolios indexieren und den Spott der aktiven Manager mit Gelassenheit tragen. Es wird sich zeigen, wer auf lange Sicht erfolgreicher ist. ■

## ARGUMENTE PRO

### Fakt 1:

Entscheidend für den Anlageerfolg ist die strategische Asset Allocation, nicht der Managementstil.

### Fakt 2:

In nahezu effizienten Märkten ist der Index langfristig nicht zu schlagen.

### Fakt 3:

Passives Management spart Kosten und ist weder simpel noch langweilig.

### Fakt 4:

Standardaktien indexieren, aber Spezialitäten aktiv managen.