

## ANLAGESTRATEGIE

## Garantiert gut diversifiziert

Alternativen zu nach Marktkapitalisierung gewichteten Indizes werden populärer

In Indizes werden Aktien meist nach ihrer Marktkapitalisierung gewichtet. Dies kann zu Problemen mit unangenehmen Folgen für Anleger führen. Alternative Ansätze bei der Gewichtung sollen die Defizite beseitigen.

Michael Schäfer

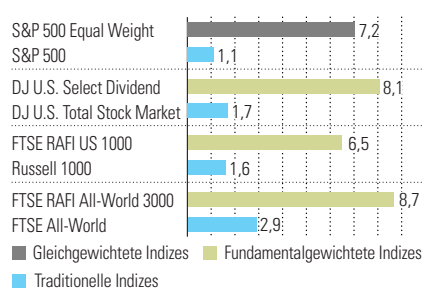
Man soll nicht alle Eier in einen Korb legen. So lautet eine der meistzitierten, aber immer noch wertvollen Erkenntnisse für erfolgreiches Investieren. Allerdings bleibt dieser Rat eine Antwort auf die naheliegende Frage schuldig, wie man die Eier auf verschiedene Körbe aufteilen soll. Ein «naiver» Anleger, der 100 000 Fr. in Aktien investiert, teilt die Anlagesumme häufig zu gleichen Teilen auf 10 oder 20 verschiedene Titel auf. Kaum jemand würde auf die Idee kommen, 60 000 Fr. in Aktien von drei Unternehmen zu investieren und die restlichen 40 000 Fr. auf die Valoren von 17 weiteren zu verteilen.

## Unterschätzte Klumpenrisiken

Genau das aber kann Anlegern passieren, die eine zweite wertvolle Erkenntnis befolgen – nämlich die, dass es nur wenigen Managern gelingt, den Markt dauerhaft zu schlagen – und ihr Geld in einen kostengünstigen Indexfonds (ETF) investieren. Dort werden die Werte in der Regel anhand ihrer Marktkapitalisierung gewichtet. Bei einem auf dem Swiss-Market-Index (SMI) basierenden ETF hat dies zur Folge, dass Anleger bewusst oder unbewusst rund 60% ihres Investments auf die Valoren von Nestlé, Novartis und Roche konzentrieren. Zwar ist die Fokussierung beim SMI sehr hoch, jedoch kein Einzelfall. Im amerikanischen Technologieindex Nasdaq 100 entfallen auf Apple und Microsoft rund 28% der Gewichtung, und im deutschen DAX machte die VW-Aktie zeitweise sogar 27% aus, als Porsche den Konkurrenten übernehmen wollte.

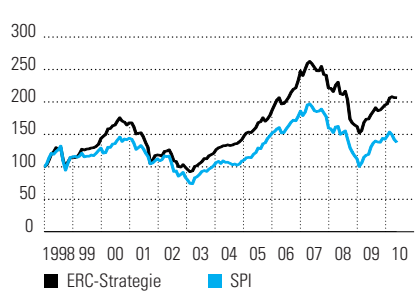
In diesen Fällen bestehen Klumpenrisiken, die dazu führen, dass das Portfolio nur mangelhaft diversifiziert ist. Kritiker führen darüber hinaus an, dass in marktbasierten Indizes überbewertete Titel tendenziell überrepräsentiert sind, während unterbewertete ein zu kleines Gewicht erhalten. So überrascht es kaum, dass unter Experten eine Diskussion entbrannt ist, ob alternative Methoden die Nachteile traditioneller Indizes umschiffen und damit auch zu besseren Ergebnissen führen können. An Vorschlägen mangelt es nicht: Sie reichen von Ansätzen, in denen die Be-

## Performance ausgewählter Indexierungsmethoden

Gleich- und fundamentalgewichtete Indizes  
Ø Jahresrendite, 31. 12. 1999 bis 31. 5. 2011, in %

■ Gleichgewichtete Indizes ■ Fundamentalgewichtete Indizes  
■ Traditionelle Indizes

QUELLE: VANGUARD, ALGOFIN AG

Strategie mit gleichgewichteten Risikobeiträgen (ERC)  
Indexiert, Januar 1998 = 100

NZZ-INFOGRAFIK/tcf.

standteile anhand fundamentaler Kriterien wie Dividendenrendite, Umsatzentwicklung oder Rentabilitäts-Kennzahlen gewichtet werden, über jene, die wie der «naive» Anleger allen Werten den gleichen Anteil zuweisen, zu solchen, die explizit an den Risikoeigenschaften des Portfolios ansetzen. Zu Letzteren zählen der Minimum-Varianz-Ansatz, in dem das Portfolio so konstruiert wird, dass es das geringstmögliche Risiko aufweist, und der Equal-Risk-Contribution-Ansatz (ERC), bei dem die Bestandteile derart gewichtet werden, dass sie gleich viel zum Gesamtrisiko des Portfolios beitragen.

Kräftigen Rückenwind erhalten die Anhänger alternativer Methoden durch die Performance, die mit ihnen in den letzten Jahren erzielt werden konnte (vgl. Grafik). Durch die Bank haben sie bezüglich der Rendite besser abgeschnitten als ihre marktbasierten Pendanten. In den meisten Fällen war dies nur von einem leicht erhöhten Risiko begleitet – beim Vergleich eines ERC-Portfolios mit dem Swiss-Performance-Index lag es sogar niedriger. Unterm Strich eine überzeugende Bilanz: Hinsichtlich der Portfolioeffizienz, die die erzielte Rendite ins Verhältnis zum eingegangenen Risiko setzt, hatten die «Emporkömmlinge» die Nase vorn.

## Gewichtige Gegenargumente

Allerdings führen die Verfechter der traditionellen Gewichtung schweres Geschütz ins Feld. Zunächst einmal handle es sich bei den genannten Ansätzen nicht um Indizes, sondern um aktive Strategien, mit denen man eine Wette gegen den Markt abschliesst, wie die Experten des ETF-Anbieters Vanguard in einer Studie ausführen. Den Nachteil, dass tendenziell «teure» Aktien zu stark und «billige» zu niedrig gewichtet werden, könnten sie nicht lindern, schliesslich lasse die Marktkapitalisierung nicht auf die Attraktivität und künftige Entwicklung einer Aktie schliessen. Darüber hinaus erforderten marktbasierte

Indizes abgesehen von Veränderungen ihrer Zusammensetzung in der Regel keine Anpassungen und seien so im Vergleich zu einer aktiven Strategie sehr kosteneffizient.

Bleibt die Frage, wie die Überlegenheit dieser Ansätze zu erklären ist. Die Experten von Vanguard führen dies darauf zurück, dass hier Substanz- und Nebenwerte im Vergleich zum Markt übergewichtet werden. Dies war in der Zeit seit dem Platzen der Technologieblase, auf die sich die Studien in der Regel beziehen, von Vorteil. Würde man weiter zurückblicken, würde sich das Bild allerdings verändern, weil davor Wachstumswerte favorisiert wurden. Kurzum: Für jede aktive Strategie gibt es Phasen, in denen sie im Vergleich zum Markt besser oder schlechter läuft.

## Nur teilweise entzaubert

Sind die alternativen Gewichtungsansätze damit entzaubert? Nicht ganz. Auch wenn sie bei sehr breit gefassten Indizes wie dem MSCI World mit über 1600 Aktien zu keiner besseren Diversifikation führen, kann dies bei Barometern mit wenigen Titeln sehr wohl der Fall sein. Ebenfalls ihre Meriten könnten diese Methoden bei Anleiheportfolios haben, sagt Hagen Wittig, Partner der Beratungsfirma Algofin. Dort seien in den gängigen Indizes die Emittenten am stärksten gewichtet, die am meisten Schulden ausstehen haben, was nicht immer im Sinne eines auf Sicherheit fokussierenden Anlegers ist.

Ob es dem Erfolgsausweis der letzten Jahre oder ihren Eigenschaften geschuldet ist: Alternative Gewichtungsansätze erfahren eine steigende Nachfrage, nicht zuletzt bei institutionellen Anlegern. Allerdings weist Wittig darauf hin, dass das Produktangebot noch limitiert und meist zu teuer sei. Oft sei auch der Mindestanlagebetrag hoch. Interessierte Privatanleger müssen sich also noch gedulden oder sich auf die «naive» Methode beschränken, in jeden Korb gleich viele Eier zu legen.

## Standpunkt

Blut auf den Strassen  
als Signal für den Einstieg

gru. · Schwellenländer machen mittlerweile 34% der gesamten globalen Wirtschaftsleistung aus. So gesehen seien die meisten Anleger in dieser Region wohl zu wenig investiert, sagt Mark Mobius. Man müsse beim Anlegen die Gesamtwirtschaft im Auge behalten und dürfe sich nicht auf den Börsenwert beschränken. Mobius ist seit vierzig Jahren in Schwellenländern unterwegs. Er ist Vorsitzender der Templeton Emerging Market Group und verwaltet rund 50 Mrd. \$.

Doch er setzt nicht nur auf Schwellenländer, sondern auch auf Frontier-Markets, also Länder, die erst an der «Grenze» zu Schwellenländern stehen. Der legendäre Investor führt die Marktgrösse als wichtiges Unterscheidungsmerkmal für Frontier-Markets an. So wiesen einige Märkte im Nahen Osten eine sehr wohlhabende Bevölkerung auf, zählten jedoch wegen der bescheidenen Grösse der Finanzmärkte trotzdem noch zu den Grenzmarkten. Es ist sehr aufwendig, Informationen zu Frontier-Markets zu bekommen – deshalb ist Mobius mehr als acht Monate pro Jahr auf Reisen. Auch das regulatorische Umfeld ist wenig entwickelt, und die Liquidität an den Börsen ist tief.

Die beste Zeit einzusteigen sei, wenn verzweifelte Investoren zum Verkauf gezwungen seien oder wenn auf den Strassen Blut klebe – so martialisch formuliert es Mark Mobius. Im Moment gebe es an zahlreichen Orten Unruhen. Doch Unternehmen könnten auch in Problemen stecken und ihre Aktien deshalb Anlagemöglichkeiten offerieren, obwohl das politische Umfeld stabil sei. Kurz gesagt: Mobius sieht zahlreiche Investitionsmöglichkeiten.

Seine Favoriten unter den Frontier-Markets sind Vietnam, Nigeria und die Ukraine, er investiere aber auch in Bangladesh und Pakistan. Viele Leute sähen es als unethisch an, mit armen Ländern Geld zu verdienen, dabei bringe genau dies die nötigen Mittel für eine Wirtschaftsentwicklung ins Land. Ein Vorteil für den Investor sei die tiefe Korrelation der Frontier-Markets zu westlichen Börsen. So hänge zwar beispielsweise die Entwicklung Nigerias, eines Erdölexporteurs, vom Ölpreis ab. Viele übersähen aber, dass das Land auch über einen grossen, rasch wachsenden Binnenmarkt verfüge, der auf Handel basiere. Trotz seiner Begeisterung für Afrika und Frontier-Markets will Mobius die Schwellenländer und insbe-

sondere die Bric-Staaten (Brasilien, Russland, Indien und China) auf keinen Fall vernachlässigen. Die vier Länder seien für die Entwicklung der Weltwirtschaft entscheidend; Brasilien und Russland wegen der Rohstoffvorkommen, Indien und China wegen der Binnennachfrage – die Märkte ergänzten sich ideal. Bric-Anlagen seien bei Investoren beliebt, weil man so das gesamte Spektrum an Entwicklungsländern abdecke.

Bei Indien hat Mobius vor kurzem zur Vorsicht gemahnt. Dies sei aber nur vorübergehend, denn jüngst hätten zahlreiche Korruptionsfälle die Regierung beinahe paralysiert und viele Projekte verzögert. China werde weiterhin rasant expandieren. Er sieht



«Chinas Häusermarkt ist nicht überhitzt»

Mark Mobius  
Geschäftsführer  
Templeton Emerging  
Markets Group

keine gravierenden Probleme – auch keine Überhitzung am Immobilienmarkt. Es gebe ein Überangebot an teuren Wohnungen in gewissen Boom-Markten. Hier sei es bereits zu Preiskorrekturen von 20 bis 25% gekommen. Doch der Grossteil des Marktes sei gesund. Zudem gebe es auf dem chinesischen Häusermarkt keine der derivativen Instrumente, die zur Subprime-Krise in den USA geführt hätten. Die Sparquote sei zudem sehr hoch, und die Hausbesitzer könnten darauf warten, dass sich die Preise wieder erholten. Mobius erwartet ein Wachstum von 8%; das liegt über den Prognosen des chinesischen Staates (7,5%). Was die Investoren oftmals frustrierte, fügt er an, sei die enttäuschende Entwicklung des Aktienmarktes in China. Diese sei durch zahlreiche wenig erfolgreiche Aktienemissionen verursacht worden.

Anlagen in aufstrebende Märkte sind gemäss Mobius ein probates Mittel gegen Inflation, weil das Wirtschaftswachstum und die Währungsreserven hoch seien und die Verschuldung tief. Der Schlüssel im Kampf gegen Inflation sei die Steigerung der Produktivität. Diese verbesserten vor allem Frontier-Marktes mit der Einfuhr von neuen Maschinen und Technologien kontinuierlich.

Ein schönes Geschenk  
für die Ehefrau.Inspiration für ein  
wertvolles Gemälde.

**Entdecken Sie das Potenzial.** Es gibt viele Chancen, die man auf den ersten Blick nicht erkennt. Wie zum Beispiel jene von Strukturierten Produkten: Mit diesen können Sie mehr aus Ihrem Portfolio machen – bei seitwärts tendierenden Märkten genauso wie bei steigenden oder sinkenden. Strukturierte Produkte gibt es für jedes Risikoprofil, jede Anlageklasse und jede Marktmeinung. Ihr Bankberater hilft Ihnen, das Potenzial zu nutzen. Mehr Infos unter: [svsp-verband.ch](http://svsp-verband.ch)

**STRUKTURIERTE  
PRODUKTE**