

## Alternative Messlatte für die Börse Schweiz

### Nachteil kapitalisierungsgewichteter Aktienindizes in Übertreibungsphasen – Swiss-Stock-Cova-Index (SSCI) antizyklischer und stabilisierender als SMI und SPI

Christoph Zenger

Kapitalisierungsgewichtete Indizes stellen noch immer den allgemeinen Standard in der Vermögensverwaltungsindustrie dar. Weil der Index als Basis, als Messlatte oder eben als Benchmark dient, lehnen passive und viele aktive Manager ihre Portefeuilles mehr oder weniger stark an seine Zusammensetzung an. Eine solche Anlehnung ist nicht a priori falsch. Sie ist grundsätzlich sogar sinnvoll, verlangt doch auch der Gesetzgeber im Rahmen des BBV2, dass eine Pensionskasse marktgerechte Renditen erzielen müsse, die sich am einfachsten mit Indizes messen lassen.

Die klassische Finanzmarkttheorie (Efficient Market Theory) impliziert, dass die Aktienkurse alle relevanten Informationen jederzeit richtig verarbeiten. Unter dieser Annahme entspricht die Kapitalisierungsgewichtung eines Unternehmens in seinem Verhältnis zur Börsenkapitalisierung des Gesamtmarktes in der Tat gerade dem optimalen Anteil im Portefeuille eines jeden Investors.

#### Ineffiziente Märkte

Doch die Effizienztheorie wird nicht erst seit der jüngsten Finanzmarktkrise kritisch hinterfragt. Finanzmärkte mögen zwar sehr schnell im Verarbeiten von Informationen sein. Ob sie dies auch stets richtig tun, ist indessen höchst fraglich. Als erfahrener Marktteilnehmer neigt man zur Ansicht, die Aktienmärkte würden eher ineffizient arbeiten – vor allem wenn Herdentrieb, Angst und Gier der menschlichen Anleger eine Rolle spielen.

Das bedeutet nicht, dass sich in solchen Märkten leicht Geld verdienen lässt, was die Ineffizienz automatisch beseitigen würde, so wie es die klassische Finanzmarkttheorie lehrt. Im Gegenteil, ineffiziente Märkte können in höchstem Masse unberechenbar und unvorhersehbar sein. Sie verhalten sich möglicherweise sogar chaotisch und wären damit selbst in einer Welt ohne Zufall nicht prognostizierbar. Schon ein Blick auf die Performanceresultate der Hedge-Fund-Manager, der wohl rationalsten und angeblich besten Investoren, zeigt im Zusammenhang mit der jüngsten Finanzkrise,

dass die Annahmen der klassischen Finanzmarkttheorie kaum haltbar sind.

#### Keine Diversifikation

Wenn die Aktienmärkte aber Elemente der Ineffizienz aufweisen, dann überträgt sie sich möglicherweise auf das Prinzip der Kapitalisierungsgewichtung. Eine mehr als 60%ige Gewichtung von fünf Unternehmen (Nestlé, Novartis, Roche, Credit Suisse und UBS) in einem Index wäre dann nicht mehr a priori effizient. Ökonomisch ist ihr Index- oder eben Portefeuilleanteil ohnehin kaum sinnvoll. Denn sowohl der SMI (71%) wie auch der SPI (61%) sind mit ihren Indexgewichtungen mit dem Prinzip der Diversifikation schwer vereinbar.

Die Gewichte der grossen Gesellschaften sind wohl einfach zu gross. Nicht auszudenken, mit was für (Performance-)Problemen die schweizerischen Pensionskassen konfrontiert wären, wenn die drei grössten SIX-Gesellschaften - eventuell noch gleichzeitig - schwere Kurseinbrüche erleiden würden.

#### „Vernünftige“ Indexgewichtung

Das sogenannte Fundamental Indexing von Rob Arnott mag ein Schritt in die richtige Richtung des Benchmarking sein. Die Gewichte erhalten so zumindest eine Art ökonomische Begründung, indem beispielsweise der anteilmässige Umsatz eines Unternehmens herangezogen wird. Das garantiert möglicherweise aber immer noch keine genügende Streuung (vgl. den Fall Nokia im Aktienmarkt Helsinki).

Meines Erachtens wäre es vernünftiger, ohne theoretischen Umweg direkt eine möglichst gute Diversifikation anzustreben. Mit dem (öffentlich nicht zugänglichen) Swiss-Stock-COVA-Index (SSCI) wurde ein entsprechender Versuch gewagt. Er gewichtet die 75 gemessen an der Börsenkapitalisierung grössten Schweizer Unternehmen gemäss der Tabelle unten.

Der SSCI weicht aus Liquiditätsgründen ganz bewusst von der Gleichgewichtung aller Titel und daher von der an sich „besten“ Diversifi-

kation ab. Es steht aber keine Optimierung, geschweige denn irgendein Data-Mining-Prozess dahinter – sondern primär ein einfaches, praktikables und in dem Sinne auch ein etwas willkürliches Verfahren.

Wie die Grafik unten mit dem Vergleich zeigt, ist der SSCI schon rein optisch vernünftiger gestreut als der SPI. Indem er am Ende jedes Kalenderjahres die 75 grössten Gesellschaften nach dem gleichen Schema neu gewichtet, führt er die im Verlaufe des Jahres gestiegenen oder gesunkenen Gewichte auf ihr Ausgangsniveau zurück, sofern das Unternehmen nicht in eine andere Grössenkatgorie fällt. Das jährliche Rebalancing enthält ein antizyklisches und damit stabilisierendes Element.

In einer Auftragsstudie an Prof. Dr. Manuel Ammann, Dr. Ralf Seiz und Ralf Büsser (Berechnung und Beurteilung alternativer Benchmark-Indizes, Algotin, 14. August) wurden die statistischen Eigenschaften des SSCI für die Periode von Januar 1999 bis Juni 2009 untersucht. Die Autoren stellen u. a. fest, dass die Standardabweichung des SSCI mit 18.2% höher ist als jene des SPI (14.9%).

### Nachteil höhere Volatilität

Die bessere Diversifikation wird mit einer höheren Volatilität erkaufte. Wer Letztere mit dem ultimativen Risiko gleichsetzt, wird den SSCI verwerfen. Wer auf den Value at Risk schwört ebenso (bei 95%: -33.1% gegenüber -28.9%). Wer das Risiko aber primär als grundsätzlich nicht berechenbares Auftreten von negativen Ereignissen in nicht abschätzbarem Ausmasse auffasst, lässt sich durch diesen Preis nicht von der „vernünftigeren“ Diversifikation wie im SSCI abhalten.

Es kann nicht ausgeschlossen werden, dass die vermeintlich defensiven Schwergewichte Nestlé, Novartis und Roche in der Zukunft zu Hochrisikopapieren mutieren, was die Volatilität der kapitalisierungsgewichteten Indizes auf oder vielleicht sogar über die des SSCI anheben könnte. Für den Langfristinvestor (andere sollten sowieso die Finger von Aktien lassen) ist die Volatilität oder der Value at Risk ohnehin nichts Negatives. Im Gegenteil – sie erhöhen die Chance auf eine (wenn auch nicht risikoadjustierte) Überrendite, sofern das Portefeuille breit genug diversifiziert ist.

### Überrendite

In der Tat, die höhere Volatilität des SSCI ist – zumindest in der betrachteten Periode – mit einer höheren Rendite (2.6% p.a. gegenüber

0.3% p.a. des SPI) und einem statistisch signifikanten Alpha von 2.75% pro Jahr verbunden (gemäss Ammann et. al.) – das heisst mit einer Überrendite, die das zusätzlich eingegangene Risiko (Beta von 1.15) übersteigt. Der (realistische) Langfristinvestor ist an sich schon mit einem Alpha von null zufrieden. Bei einer SPI-Rendite von beispielsweise 5% und einem Beta von 1.15 sollte der SSCI eine Performance von rund 5.8% aufweisen. Mit dem Alpha (Vorsicht: historisch gemessen) käme der SSCI sogar auf ungefähr 8.5%.

Der sogenannte Small-Cap-Effekt, die verschiedentlich festgestellte und ursprünglich von Rolf Banz entdeckte Überrendite kleinkapitalisierter Gesellschaften, erklärt wahrscheinlich einen Teil des Alpha. Vielleicht ist auch entscheidend, dass mit der festen und jährlich zurückgeführten Gewichtung einer schleichenden Übergewichtung (Unterbewertung) unerkennbar überbewerteter (unterbewerteter) Titel Einhalt geboten wird. Sollte ein Aktienkurs durch herdenmässige Spekulationen zu einem fundamental nicht gerechtfertigten Höhenflug ansetzen (Internet Bubble), macht dies der SSCI nur während eines Kalenderjahres bzw. nur bis zur höchsten Grössenklasse mit. Das wird in der Übertreibungsphase Performance kosten. Allein, beim unausweichlichen Crash holt der SSCI den Rückstand möglicherweise schnell auf.

Das Geheimnis seines guten Rendite-Risiko-Verhältnisses mag so in der Tatsache zu finden sein, dass er überbewertete Titel in der Tendenz unter- und unterbewertete Titel übergewichtet. Und zwar ohne Kenntnis, welche Gesellschaft eine Über- oder Unterbewertung aufweist. Es genügt die Vermutung, dass bei steigenden Kursen das Risiko einer Überbewertung zunimmt und bei fallenden Kursen die Chance einer Unterbewertung steigt. Kapitalisierungsgewichtete Indizes zeichnen demgegenüber jeden Hype und jede Blase mechanisch und ohne Korrektiv nach - mit dem Segen der klassischen Finanzmarkttheorie!

### Im SSCI breit gestreut

	Gewicht in %	Zunahme in %
8 grösste Titel	je 3.5	28
nächste 12	je 2.5	30
nächste 10	je 2.0	20
nächste 10	je 1.5	15
nächste 35	je 0.2	7
<b>Total 75</b>		<b>100</b>

Quelle SSCI

### **Vorteil fester Gewichte**

Interessant ist, dass das einfache Modell der festen Gewichtung einzelner Marktindizes (von jener der Einzeltitel abstrahierend) im Falle der internationalen Aktien- und Bondmärkte ebenfalls gute Benchmark-Resultate liefert, wie dieselbe Auftragsstudie von Ammann et. al. zeigt.

So hat ein alternativer Weltaktienindex mit 35% Nordamerika, je 15% Japan und Pazifik (ex Japan) sowie 40% Europa (ex Schweiz) die traditionelle Benchmark von Januar 1988 bis Juni 1999 um 1.5 Prozentpunkte p.a. geschlagen (sogar bei leicht tieferer Volatilität, einem signifikanten Alpha und einem Beta von 0.98).

Bei den Fremdwährungsobligationen zeigt ein Index mit festen Gewichten der einzelnen Marktindizes (30% USA, 5% Japan, 50% Europa, 10% UK, 5% Kanada/Australien) über die Periode von Januar 1999 bis Juni 2009 bei tieferem Risiko ebenfalls eine höhere Rendite an. Mag das bessere Rendite-Risiko-Verhältnis auch nicht signifikant sein, die Benchmark ist doch vernünftiger. Ist es sinnvoll, einen Markt mit 30% (Yen) zu gewichten nur weil der Staat übermässig Schulden macht und entsprechend Obligationen ausgibt? Dem rein kapitalisierungsgewichteten Index bleibt nichts anderes übrig.

### **Optimalität versus Vernunft**

Zurück zum SSCI: Seine Gewichte liessen sich natürlich noch optimieren und das Rendite-Risiko-Verhältnis so wohl verbessern. Allein, solches Data Mining gilt immer nur für die Vergangenheit. Selbst das „spontane“ Alpha des SSCI mag ein statistisches Artefakt sein. Für die Güte einer Benchmark ist dies nicht entscheidend.

Entscheidend ist, dass er sich auch in der unvorhersehbaren Zukunft bewährt – und da hat er wegen der breiteren, besseren oder eben „vernünftigeren“ Diversifikation höchstwahrscheinlich einen Vorteil. Vernunft kommt vor Optimalität – selbst aus volkswirtschaftlicher Sicht!

---

*Dr. Christoph Zenger ist Ökonom, unabhängiger Vermögensverwalter und Geschäftsleitungsmitglied Covasys AG, Zug*

## SPI- vs. Swiss Stock Cova Index-Gewichte

