

*Meinung***Gefahren des passiven Investierens**

Pirmin Hotz

Anleger aufgepasst. Klumpenrisiken bei Aktien und Anleihen, prozyklische Gewichtung und aufgeblähte Gewinne: welche Fallstricke in ETF und Indexfonds lauern.

Mit steigender Tendenz werden 25 bis 30% der Wertchriftenvermögen passiv verwaltet. Hauptgrund dieses Trends ist, dass es ein Grossteil der aktiven Investoren langfristig nicht schafft, eine Benchmark respektive einen Vergleichsindex zu schlagen. Allerdings unterschätzen passive Anleger die teilweise exorbitanten Klumpenrisiken, die sie eingehen. Wer mit Aktien konsequent auf aktive Entscheidungen verzichtet, investiert in der Logik des passiven Investierens in ein Weltaktienportfolio (MSCI World). Die Folge davon ist, dass rund zwei Drittel des Aktienvermögens in amerikanische und gerade einmal 2% in schweizerische Titel alloziert werden.

Damit hält der Investor ein ähnliches Engagement im Chip-Unternehmen Nvidia wie in allen rund 700 Unternehmen des schweizerischen und deutschen Aktienmarktes zusammen. Das ergibt aus Sicht eines Schweizer Investors keinen Sinn. Aus guten Gründen investiert denn auch kaum ein Schweizer und keine Pensionskasse dreisignal so viel in US-Aktien wie in den Heimmarkt. In der Regel liegt der Anteil schweizerischer Dividendenpapiere sogar deutlich höher als bei amerikanischen.

Das Prinzip Lemming

Die Geschichte lehrt uns, dass dieser Home Bias sinnvoll ist. Ende der 1980er-Jahre hatte der japanische Aktienmarkt auf dem Höhepunkt der Euphorie einen Anteil von gegen 50% am Weltmarktindex erreicht (heute noch 6%), bevor die Blase platzte und der Nikkei über 80% verlor. Wer passiv in ein Weltmarktportfolio investiert, macht diesen Wahnsinn blind mit. Auch innerhalb der Länder gibt es Klumpenrisiken. In Amerika machen Technologietitel, die einen Bezug zur künstlichen Intelligenz haben, rund 50% des S&P 500 aus. Das erinnert an die Blase der Dotcom-Zeit.

Mit dem Börsengang von SpaceX wurden überdies die Börsenregeln kurzerhand angepasst, sodass sie

rasch in die Indizes von MSCI und Nasdaq aufgenommen werden konnte. Mit entsprechenden Konsequenzen für Millionen passiver Anleger: Sie liessen gewärtigen, dass ihnen Titel mit einer stratosphärischen Bewertung ins Portfolio gespült wurden, die dem über hundertfachen des Umsatzes entspricht. Die Aktien von SpaceX haben zwischenzeitlich um rund die Hälfte korrigiert. Passive Anleger folgen solchen Hypes wie Lemminge.

«Mittlerweile gibt es an der Schweizer Börse deutlich mehr ETF als Aktien.»

Die KI-Euphorie hat dafür gesorgt, dass Indizes wie MSCI World oder S&P 500 in prozyklischer Weise zunehmend von teuren Aktien dominiert werden. Dabei schancen sich wenige Player viel Geschäft zirkulär zu, was sie anfällig macht. Paradox dabei ist, dass Unternehmen wie Nvidia oder Micron ihre Verkäufe in der Erfolgsrechnung vollständig als Ertrag erfassen, während im Gegenzug Käufer wie Microsoft oder Alphabet dieselben Geschäfte als Investitionen verbuchen.

Als Folge davon blähen sich die Unternehmensgewinne in Milliardenhöhe auf. Wenn die hohen Margen der überbewerteten Unternehmen mit zunehmendem Wettbewerb einmal unter Druck geraten, werden passive Investoren – zu denen viele Pensionskassen zählen – aufgrund ihrer Klumpenrisiken, die sie prozyklisch aufgebaut haben, in einer Baisse besonders zu leiden haben. Klumpenrisiken gibt es auch im schweizerischen Aktienmarkt. So machen die Schwergewichte Nestlé, Novartis und Roche fast die Hälfte der SMI-Kapitalisierung aus. Dabei müsste doch längst klar sein, dass auch diese Blue Chips nicht gegen eine Krise gefeit sind.

Geradezu grotesk zeigt sich passives Investieren bei Anleihen. Deren Indizes folgen einer eigenartigen Gewichtungslogik: Je mehr Schulden ein Land oder ein Unternehmen hat, desto grösser ist sein Gewicht im Index. So haben Schuldenkönige wie Japan oder die USA das grösste Gewicht in passiven ETF. Problematisch

FINANZ und WIRTSCHAFT

sind auch die Laufzeitenrisiken, die inhärent prozyklisch wirken. In Zeiten tiefer oder sogar negativer Zinsen emittieren Staaten und Unternehmen aus purem Eigeninteresse Anleihen mit besonders langen Laufzeiten. Dies erhöht die Duration und damit das Zinsänderungsrisiko signifikant. Heute liegt die Duration relevanter Bond-Indizes etwa um 50% höher als vor zwanzig Jahren.

Was das im Falle eines Zinsanstiegs für die Anleger bedeutet, hat das Jahr 2022 ansatzweise gezeigt. Damals verloren passive Anleger in kürzester Zeit rund 15% mit vermeintlich sicheren Anleihen. Doch das ist nicht alles. In Niedrigzinsphasen werden verstärkt Anleihen mit niedriger Bonität in die Indizes und damit die Portfolios passiver Anleger gespült, was deren Risiken weiter erhöht.

Für wen ETF sinnvoll sind

Bei Lichte betrachtet ist passives Anlegen eine Illusion, denn ausgerechnet die bedeutendsten Fragen der Portfoliobewirtschaftung erfolgen naturgemäss aktiv: Wie hoch soll die Aktien-, Immobilien- und Anleihenquote sein, wie die Währungsaufteilung sowie der Anteil an alternativen Anlagen wie Gold, Private Equity, Hedge Funds oder Krypto? Diese Entscheidungen sind für rund 90% der Rendite und des Risikos verantwortlich.

Wer auf die falschen Anlagekategorien setzt, vergibt potenziell viel mehr Rendite, als wenn er in einem einzelnen Jahr mit seinen Schweizer Aktien um 1 oder 2 Prozentpunkte von einem passiven Index abweicht. Nicht selten werden bei diesen Grundfragen falsche Prioritäten gesetzt. Das gilt selbst für professionelle Pensionskassen: Ihr durchschnittlicher Aktienanteil beträgt nur gerade gut 30%, was bei einem fast ewigen Anlagehorizont eindeutig zu tief ist.

Für Anleger, die über ein Wertschriftenvermögen von beispielsweise 100'000 Fr. verfügen und bei denen die Umsetzung aus Diversifikationsgründen nicht mit Einzelanlagen gemacht werden kann, sind ETF eine solide Alternative. Aber aufgepasst: Mittlerweile gibt es an der Schweizer Börse deutlich mehr ETF als Aktien. Wenn am Ende die Selektion von passiven ETF mehr Aktivismus auslöst als die Selektion von Einzelwerten, stimmt etwas nicht mehr. Anleger, die über ein Vermögen

von rund einer halben Million oder mehr disponieren können, sind hingegen gut beraten, dies mit qualitativ erstklassigen Einzelanlagen zu tun. Dabei empfiehlt sich bei Aktien eine tendenzielle Gleichgewichtung mit rund dreissig bis fünfzig Positionen, um gut diversifiziert zu sein. Durch gezielte Selektion ist auch sichergestellt, dass nicht jeder Mist, der in Indizes zwangsläufig vertreten ist, im Portfolio landet.

PIRMIN HOTZ ist Gründer und Inhaber der Dr. Pirmin Hotz Vermögensverwaltungen mit Sitz in Baar.