

---

i-portfolio Standpunkte – April 2013

## **Ein Plädoyer für marktkapitalisierte Indices**

---

Geschätzte Benutzerinnen und Benutzer von [www.i-portfolio.ch](http://www.i-portfolio.ch)



Es ist in Mode gekommen, bei regelbasierten Anlagestrategien die Referenzierung an marktkapitalisierten Indices in Frage zu stellen: Im Nominalwertbereich liest man vielerorts über die Anwendung von „Fiscal Strength“-Indices, die den Gewichtungsschlüssel anstatt proportional zu den am Markt ausstehenden Schulden eines Emittenten an deren wirtschaftlicher Leistungsfähigkeit bemessen. Bei Aktienanlagen liegen die Themen „Minimum Varianz“ und „1/n“ (gleichgewichtete Indices) im Trend, um gerade in kleineren Marktsegmenten wie im Schweizerischen Aktienmarkt unnötige Klumpenrisiken zu vermeiden. Tönt soweit plausibel.

Grundsätzlich ist diese Diskussion wünschenswert: Die kritische und fundierte Auseinandersetzung mit der eigenen Anlagetätigkeit bis auf die unterste Implementierungs-Ebene ist positiv zu beurteilen! Zudem existieren in verschiedenen Marktsegmenten effektiv Konstellationen, bei denen die Gewichtungslogik marktkapitalisierter Indices hinterfragt werden muss.

Nur: Die an der Marktkapitalisierung ausgerichtete Vermögensanlage ist nicht grundsätzlich ineffizient und – wie gewisse Anbieter „intelligenter“ Indexlösungen gerne propagieren – das verstaubte Anlagekonzept, das ins Museum gehört. Wir wollen diese Aussage nachfolgend begründen.

Ich wünsche Ihnen eine angeregte Lektüre!

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'Ueli Mettler'.

Dr. Ueli Mettler, Partner c-alm AG

## These: Pro Marktkapitalisierung

---

Wer gemäss Marktkapitalisierung anlegt, ist per Definition ein Gleichgewichtsinvestor: dieser fragt die einzelnen Kapitalanlagen in genau denjenigen Mengen nach, die am Markt angeboten werden. Im Umkehrschluss sind Anlagestrategien, die nicht gemäss Marktkapitalisierung stückeln – wie beispielsweise eine „1/n“ gleichgewichtete Anlagestrategie – keine Gleichgewichtsstrategien. Zwecks besserer Illustration dieses Arguments vergleichen wir den Kapitalmarkt mit einer stilisierten Agrarökonomie, die nur Mangos (5% der nationalen Produktion) und Äpfel (95% der nationalen Produktion) herstellt: Wie soll nun der Konsumgüterkorb des Durchschnittsbewohners aussehen? Damit das Marktgleichgewicht nicht aus den Fugen gerät, wird der repräsentative Konsumgüterkorb wohl oder übel bei 19 Äpfeln nur eine Mango enthalten. Wenn alle Konsumenten plötzlich 10 Äpfel und 10 Mangos konsumieren sollen/wollen, dann stehen dieser Ökonomie schmerzhaft Anpassungsprozesse bevor. Aufgrund der identischen Argumentation wird sich der repräsentative Anleger ohne spezifische Kenntnisse und Präferenzen bei der Zusammenstellung seines Portfolios an der Marktkapitalisierung orientieren.

Marktkapitalisierung...

...als Gleichgewichts-konzept,

Die gemäss Marktkapitalisierung vorgenommene Vermögensanlage repräsentiert auch die liquideste Anlagestrategie, die verfügbar ist: Die Rangfolge der im Swiss Performance Index (SPI) enthaltenen Aktien ist bezüglich dem Kriterium tägliches Handelsvolumen – mit ganz wenigen Ausnahmen – identisch wie die Rangfolge bezüglich Marktkapitalisierung. Das ist ein gewichtiger Vorteil, wenn es beispielsweise darum geht, seine Kapitalanlagen in einer Krisensituation zu veräussern.

...als liquides Konzept,

Gehen einzelne Anleger davon aus, dass das aktuelle Marktportfolio (=Marktkapitalisierung) nicht (rendite-risiko) effizient sei, dann werden sie bestimmte Kapitalanlagen unter- und dafür andere übergewichten. Dies wiederum führt solange zu Preis- und Mengenanpassungen, bis das Kapitalmarktangebot wieder der Kapitalnachfrage entspricht und das neue Kapitalmarktgleichgewicht erreicht ist. Als Beispiel für dieses Argument dient die Verschuldungsproblematik in

...und als effizientes Konzept

## i-portfolio Standpunkte April 2013: Marktkapitalisierte Indices

den Obligationensegmenten: das Gewicht eines Emittenten steigt in einem Bondindex mit dessen steigender Neuverschuldung sukzessive an. Die (rationalen) Anleger stufen deshalb das Ausfallrisiko dieses Emittenten höher ein und verlieren bei der aktuellen Rendite ihr Interesse an Papieren von diesem Emittenten: die Kapitalnachfrage sinkt. Damit reduziert sich bei unverändertem Angebot auch der Preis. Die Marktkapitalisierung als Produkt zwischen Menge und Preis sinkt ebenfalls<sup>1</sup>. Mit der Preissenkung erhöht sich (aufgrund des reziproken Rendite-Preis-Zusammenhangs einer Nominalwertanlage) gleichzeitig die Rendite. Dies wiederum lockt renditehungrige Neuinvestoren an. Diese Preis-Mengen-Anpassungsprozesse setzen sich so lange fort, bis die kumulierte Kapitalnachfrage wieder dem verfügbaren Kapitalangebot entspricht und ein neues Gleichgewicht erreicht ist. Als Praxisbeispiel dieser Marktprozesse dient beispielsweise die Verschuldungsdynamik und die anschliessend beobachteten Preis- und Renditeentwicklungen in den PIIGS<sup>2</sup>-Staaten.

---

<sup>1</sup> Bei komplett unelastischer Nachfrage gegenüber Obligationen von diesem Emittenten „verpufft“ die gesamte Neuemission in einer Preisreduktion der ausstehenden Obligationen und die Marktkapitalisierung bleibt gegenüber dem Zustand vor Emission unverändert.

<sup>2</sup> PIIGS: Kürzel für fünf Länder **P**ortugal, **I**talien, **I**rland, **G**riechenland, **S**panien

## These: Contra Marktkapitalisierung

---

Voraussetzung, dass die obgenannten Anpassungsprozesse frei spielen können, ist ein funktionierender Markt. In einem funktionierenden Markt passen die Anleger ihre Portfoliobestände an, wenn sich die Rendite-Risiko-Eigenschaften einer Anlage verändern. Falls solche Anpassungsprozesse ausbleiben, muss man sich fragen, ob der betrachtete Markt funktioniert. In einem nicht funktionierenden Markt ist wiederum auch die Marktkapitalisierung als Gewichtungskonzept zu hinterfragen. Wenn beispielsweise der japanische Staat sich im beliebigen Umfang neu verschulden kann, ohne dass die Anleger – zum grossen Teil japanische Haushalte – für die Übernahme der Positionen eine mit steigender Verschuldung ansteigende Prämie verlangen, so muss man sich als global orientierter Bondinvestor schon fragen, ob bei diesen Nominalwerten der Marktmechanismus noch spielt oder aber ob hier nicht vielmehr ein konjunkturstabilisierender Pakt zwischen der japanischen Regierung und dem japanischen Privatsektor abgeschlossen wurde.

Funktioniert der Markt?

Marktkapitalisierte Indices werden für verschiedene Anlagesegmente angeboten. Wenn die Segmentierungslogik des globalen Anlageuniversums nicht sinnvoll ist – weil die Segmentierung beispielsweise die Nachbildung eines Index verunmöglicht, so ist in diesen Segmenten auch das Konzept der Marktkapitalisierung mit Vorsicht zu geniessen. So leiden die verfügbaren Obligationenindices fast ausnahmslos am Konstruktionsmangel, dass im Indexuniversum nur Obligationen mit einer Restlaufzeit von mindestens einem Jahr zugelassen sind. Da jede Obligation aber gegen Ende der Laufzeit in den unterjährigen Bereich fällt, gerät jeder „strikte“ Indexinvestor unter Druck, die Obligation kurz vor Verfall am Sekundärmarkt zu veräussern. Dies führt zu negativen Kosten- (Spreads) und je nach Domizil des Anlegers Steuerfolgen (beispielsweise Eidg. Umsatzabgabe). Es wäre darum im Anlegerinteresse wünschenswert, wenn marktkapitalisierte Indices im Nominalwertbereich auch Obligationen mit einer Restlaufzeit < 1 Jahr im Indexuniversum zulassen würden.

Unsinnige Marktsegmentierung

## Synthese: Marktkapitalisierung als Verankerungspunkt

---

Die verschiedenen Anleger unterscheiden sich bezüglich ihrer Risikofähigkeit, ihrer Anlageziele, ihrer Präferenzen und ihrer Meinungsbildung. Deshalb können und sollen sie auch ihre Portfolios nach unterschiedlichen Kriterien zusammenstellen: die einen Aktieninvestoren präferieren Titel mit tiefen Kurs-Gewinn-Verhältnissen, andere bevorzugen kleinkapitalisierte Aktien aus dem Nebensegment und Dritte wiederum fokussieren Unternehmen mit hohen Dividendenausschüttungen. Im Nominalwertbereich gehen bestimmte Investoren gezielt auf Anleihen mit langer Laufzeit, während andere sich exklusive auf ausgezeichnete Gegenparteien beschränken. Kurzum: Die individuellen Ausstattungsmerkmale und Präferenzen der einzelnen Anleger führen zu Abweichungen vom Markt- oder Referenzportfolio. Und das ist gut so, denn: Diese individuelle Gestaltungsfreiheit der Portfolios ist wiederum die Voraussetzung, dass sie Preisbildung an den globalen Kapitalmärkten überhaupt funktionieren kann.

**Individuelle  
Anleger =>  
Individuelle  
Portfolios**

Im logischen Umkehrschluss bildet das Marktportfolio bzw. die Marktkapitalisierung den Verankerungspunkt für die Investitionstätigkeit des (hypothetischen) Durchschnittsanlegers mit durchschnittlichen Präferenzen. Und das ist die Moral der Geschichte: Gleichgewichtete Portfolios („1/n“), risikooptimierte Portfolios („Minimum Varianz“) oder nach fundamentalen Kriterien zusammengesetzte Portfolios sind bewusste Abweichungen vom natürlichen Ausgangspunkt und damit Wetten auf kleine Firmen („1/n“), Firmen mit vermeintlich tiefen (Bewertungs-)Schwankungen („Minimum Varianz“) oder anderen (fundamentalen) Indikatoren. Eine Wette sollte nur eingehen, wer sich damit ausgiebig befasst hat.

**Durchschnitts-  
Anleger =>  
Marktportfolio**

## Impressum



Betreiber-  
unternehmen

Rechtsform:	AG nach Schweizer Recht
Gründungsdatum:	1. Juli 2005
Firmensitz:	St. Gallen
Anzahl Mitarbeiter:	19
Dienstleistungen:	Beratung & Software
Kunden:	Professionelle Investoren
Assets under Consulting:	Über 100 Mrd. CHF
Homepage:	<a href="http://www.c-alm.ch">www.c-alm.ch</a>

Ihre Ansprechpartner für [www.i-portfolio.ch](http://www.i-portfolio.ch) sind:

Kontakt und  
Support



Dr. Ueli Mettler

Partner, c-alm AG



Damian Real, M.A.

Consultant, c-alm AG



Anne Kathrin Funk, B.A.

Consultant, c-alm AG



Dejan Simic

Analyst, c-alm AG

Mail: [info@i-portfolio.ch](mailto:info@i-portfolio.ch)

Wir wollen den Leser darauf aufmerksam machen, dass jegliche Allokations- und **Disclaimer** Umsetzungsvorschläge in diesem Dokument zu empfindlichen Wertebussen – ja sogar zu einem Totalverlust führen können. Dies liegt in der Natur der Finanzmärkte. Die c-alm AG als Betreiberin von [www.i-portfolio.ch](http://www.i-portfolio.ch) haftet nicht für entstandene Verluste oder Schäden. Die in diesem Dokument enthaltenen Ausführungen spiegeln lediglich die Sicht der Autoren wieder und können von den tatsächlichen Gegebenheiten abweichen. Die c-alm AG lehnt jegliche Haftung für Schaden, der aus dem Inhalt dieses Dokuments entstehen könnte ab.