

**ESSAY II** Gastautor Wolfgang Zinn erklärt, warum Indexfonds auf Börsenbarometer wie den Dow Jones Industrial für Anleger auch erhebliche Klumpenrisiken bergen können

# Passiv in die Börsensteinzeit



**WOLFGANG ZINN**  
Geschäftsführender  
Gesellschafter von  
GS&P Institutional  
Management

Der studierte Diplom-Kaufmann Zinn ist Partner bei GS&P (Grossbötzl, Schmitz und Partner). Die GS&P Kapitalanlagegesellschaft ist ein unabhängiges Investmenthaus und versteht sich als Nischenanbieter für innovative Investmentideen.

**E**s ist vielleicht die Grundsatzfrage schlechthin bei Fondsinvestments: aktiv oder passiv? Befürworter beider Lager führen stichhaltige und wohlüberlegte Argumente ins Feld. Sprechen für aktive Investments Chancen zur Outperformance und Risikomanagement, gelten für passive Investments Kostentransparenz, Liquidität und vor allem Verständlichkeit. Wer den Stand des betreffenden Index kennt, kennt den Wert seines Fonds. Doch im aktuellen Börsenumfeld mit mindestens fair bewerteten, teilweise auch schon überbewerteten Kursniveaus sind noch höhere Aktienstände zumindest nicht selbstverständlich. Wer gerade jetzt, wo das Aufwärtspotential von Indizes infrage gestellt werden sollte, lediglich mittels passiver Strategien investiert, setzt sich einem gehörigen Klumpenrisiko aus. Warum, das zeigt ein sehr aktuelles Beispiel:

## Mit Apple zur steinzeitlichen Indexkonstruktion

Anfang März wurde in den USA entschieden, dass die Aktie des – gemessen am Börsenwert – wertvollsten Unternehmens der Welt in den Dow Jones Industrial Average Index aufgenommen und den Telefonkonzern AT&T ersetzt wird. Damit ist Apple nun endlich im Börsenolymp angekommen.

Der Neuzugang im weltweit vielleicht bekanntesten Aktienindex hat erneut die Aufmerksamkeit auf die steinzeitlich anmutenden Konstruktionsprinzipien des 118 Jahre alten und 30 Werte umfassenden Index gerichtet. Für die Zusammensetzung und Einzeltitelgewichtung eines Index sind heute üblicherweise Daten wie die Marktkapitalisierung, der prozentuale Anteil der an der Börse zum Handel verfügbaren Stücke und die Liquidität der Aktien ausschlaggebend. Die Aktien des Dow Jones aber werden von einem Indexkomitee ausgewählt. Transparente, nachvollziehbare Regeln gibt es dabei nicht.

Nochmals abstruser ist die Gewichtung der einzelnen Indexmitglieder. Hierfür werden alle nominalen Aktienkurse addiert und der Aktienkurs eines einzelnen Unternehmens wird ins Verhältnis dieser Summe gesetzt.

Eine Aktie mit einem Aktienkurs von beispielsweise 80 US-Dollar ist demzufolge viermal höher gewichtet als ein bei 20 Dollar notierendes Unternehmen. Dabei ist es für den Laien wichtig zu wissen, dass die nominale Höhe eines Aktienkurses von einem Unternehmen willkürlich bestimmt werden kann. Der Aktienkurs ist nämlich nichts anderes als die (durch den Markt festgelegte) Marktkapitalisierung geteilt durch die (vom Unternehmen festgelegte) Anzahl der Aktien.

Aktuell variiert das Gewicht der Indexmitglieder zwischen 7,4 Prozent für Goldman Sachs (Kurs um 200 Dollar) und 1,0 Prozent für General Electric (GE, um 27 Dollar). Dabei ist die Marktkapitalisierung des weltgrößten Industriekonzerns GE dreimal so hoch wie die der Investmentbank Goldman Sachs. Aktien mit hohen Kursen sind dadurch praktisch als Indexmitglieder von vornherein ausgeschlossen, da sie die Entwicklung des Index komplett dominieren würden. Bereits im Februar 2008 gab es Diskussionen, ob Apple in das Börsenbarometer aufgenommen werden soll. Damals entschied sich das Indexkomitee jedoch für die Aktien der Bank of America. Wäre Apple damals bereits in den Dow aufgenommen worden, stünde er heute nach Berechnungen von Bloomberg bei rund 22.000 Punkten – also etwa 24 Prozent höher als der tatsächliche Kurs von 17.776 Punkten Ende März.

Dies weckt Erinnerungen an die glorreiche Zeit der Aktie der Deutschen Telekom. Im Hype des Neuen Marktes versiebenfachte sich der Wert der neu emittierten Aktie binnen zwei Jahren und machte dann rund ein Viertel des DAX aus. Danach verlor die Aktie über 90 Prozent ihres Werts und zog den gesamten Index substanzlos nach unten.

Die Quintessenz dieser Erfahrungen ist, dass sich Anleger intensiv mit den Eigenschaften und den teilweise skurrilen Eigenheiten von Aktienindizes auseinandersetzen sollten, bevor sie in passive Indexprodukte investieren. Nur im Rahmen von aktiv gemanagten Portfolios hat ein Fondsmanager und Vermögensverwalter die Möglichkeit, dem Risikomanagement den Raum einzuräumen, den es für einen verantwortungsvollen Umgang mit Vermögen bedarf.