

AKTIENINDIZES KENNEN ALLE: ABER WAS BEDEUTET FREE FLOAT?

Reflexion / Positionspapier Albin Kistler AG

Mai 2018

Aktienindizes erfreuen sich einer zunehmenden Beliebtheit für Anlageprodukte (bspw. ETFs) sowie Vergleichszwecke. Häufig geht vergessen, dass die Indexwahl das Anlageuniversum definiert und die Indexregeln die Rendite massgeblich beeinflussen. Anleger sollten sich zurückbesinnen auf die Gretchenfrage, wieviel sie langfristig in welche Firmen und Schuldner und nach welchen Kriterien investieren wollen. Diese individuellen Entscheidungen sind zu wichtig, um dem Markt überlassen zu werden.

Aktienindizes kennen alle: Aber was bedeutet Free Float?

Mai 2018, Benjamin Schoch

Von der mitentscheidenden Indexwahl...

Bei der Ausgestaltung der Anlagestrategie unter der Berücksichtigung von Risikofähigkeit, Risikobereitschaft und Anlagehorizont herrscht meistens noch Konsens unter Beratern, Kunden und Vermögensverwaltern.

Spätestens bei der Umsetzungsfrage und der damit verbundenen Wahl des Anlageuniversums finden sich unzählige Meinungen. Grundsätzlich kann man sich an der Logik orientieren: Wer sich auf Teilmengen fokussiert und nur noch aus dergleichen selektioniert, schränkt seine verfügbaren Optionen im Vergleich zur ursprünglichen Gesamtmenge ein. Etwas praxisorientierter ausgedrückt: Wer das Anlageuniversum der kotierten Unternehmen in regionale (MSCI Japan), sektorale (MSCI World Technology) oder grössenbedingte Teilsegmente (MSCI World Large Caps) zerschneidet, und anschliessend nur noch diese Teilsegmente strategisch gewichtet, läuft Gefahr von der Dynamik des Gesamtaktienuniversums überholt zu werden.

Beispiele gefällig? Im März 2007 lag die Gewichtung des Finanzsektors am Schweizer Aktienmarkt bei 32%, knapp zwei Jahre später hatte sie sich halbiert auf 16%. Es lassen sich weitere Beispiele von markanten Veränderungen finden:

- Schwellenländer im MSCI AC World (halbiert von 1996-1998)
- Japanische Aktien im MSCI AC World (geviertelt von 1988-1995)
- Rohstoffsektor im MSCI AC World (halbiert von 2011-2016)
- Technologiesektor im MSCI AC World (halbiert von 1999-2003)

Allen diesen Beispielen gemeinsam ist die Tatsache, dass die unbedachte Auswahl und Gewichtung von Teilsegmenten (gemäss Indexgewicht oder sogar höher) zu markanten Werteeinbussen geführt hätten.

In Kürze:

- Indexwahl definiert Anlageuniversum
 - Indexkonstruktionsregeln zu wenig bekannt
 - Auswirkungen der Indexwahl zu wenig beachtet
 - Gretchenfrage: In was investiere ich mein Geld?
-

...über vergessene Konstruktionsregeln...

Die Konstruktionsregeln von Aktien- und Anleihenindizes unterscheiden sich markant voneinander hinsichtlich Gewichtung der Bestandteile und weiteren Kriterien wie beispielsweise der Free Float Adjustierung. Je nachdem, ob ein Index preisgewichtet (Stärkstes Gewicht = Firma mit höchstem Aktienkurs), kapitalisierungsgewichtet (Stärkstes Gewicht = Firma mit höchster Marktkapitalisierung) oder gleichgewichtet wird (Alle Firmen gleiches Gewicht), fällt die Indexrendite unterschiedlich aus. Indizes nach Marktkapitalisierung eliminieren häufig den Einfluss von privat gehaltenen Aktienpaketen, welche eine meldepflichtige Schwelle von bspw. 5% überschreiten.¹ Diese sogenannte „Free Float Adjustierung“ entstammt Zeiten, in welchen sich die grössten Aktienpakete in den Händen der Gründerfamilien und weiteren Personen befanden. Deshalb wurde nur der „am Markt handelbare Teil“ der Firmen im Index berücksichtigt.

Von dieser Festbesitzregelung ausgenommen sind interessanterweise die Anteile von Vorsorgeeinrichtungen, Investmentgesellschaften und Anlagefondsgesellschaften (Indexprodukte!), obwohl sich diese Aktieninvestoren eigentlich ebenso langfristig beteiligen. In der praktischen Umsetzung führt die Regelung dazu, dass beispielsweise mehr als ein Drittel der im breiten Schweizer Aktienmarktindex (SPI®) geführten Firmen im Vergleich zur effektiven Marktkapitalisierung untergewichtet werden.² Für einige (familiengeführte) Unternehmen müsste die Indexgewichtung gemessen an der Gesamtkapitalisierung der Firmen eigentlich doppelt (Kühne + Nagel, SFS Group) oder sogar dreimal (EMS Chemie, Emmi, Bell, Vaudoise Assurance) so hoch sein. Durch das tiefere Indexgewicht dieser Firmen schmälert sich deren Renditebeitrag zur Indexrendite.

¹ https://www.six-swiss-exchange.com/downloads/indexinfo/online/share_indices/spi/spifamily_rules_de.pdf

² Mehr als 70 der 207 Firmen haben einen Free Float < 50%.
Eff. Marktkapitalisierung = Aktienpreis * Anzahl Aktien

...zu den zu wenig bekannten Auswirkungen...

Möchte ein Anleger bevorzugt in Schweizer Aktien investieren, so stellt beispielsweise der SMI® Index keine adäquate Wahl als Anlageuniversum dar. Dieser „Swiss Market Index“ ist bloss ein Teilsegment und berücksichtigt nur die Rendite der nach Free Float Adjustierung 20 grössten in der Schweiz kotierten Firmen. Diese Firmen bilden mit Sicherheit nicht alle strukturellen Besonderheiten der Schweizerischen Unternehmenslandschaft ab. Eine zumindest auf den ersten Blick geeignetere Wahl wäre der SPI® Index, welcher doch immerhin die Entwicklung von über 200 in der Schweiz kotierten Unternehmen berücksichtigt. Allerdings wird auch der SPI® Index nach den Free Float Kriterien konstruiert und mit dessen Wahl als Anlageuniversum trifft der Anleger unbewusst folgende aktive Anlageentscheide:

- Übergewichtung (vermeintlich) liquider Unternehmen zulasten von Unternehmen mit hohem Festbesitz (Patron, Familien, Ankeraktionäre).
- Kumulierte Gewichtung von rund 50% in den drei Index-Schergewichten (Nestlé, Roche, Novartis) zulasten der weiteren 204 Unternehmen im Index.³
- Sehr hohe Gewichtung einzelner Sektoren (Pharma, Nahrung, Finanzen) und grosskapitalisierter Unternehmen.

Keiner dieser drei aktiv getroffenen Entscheide wurde empirisch als positiver Renditebeitragsfaktor belegt und trotzdem replizieren unzählige Anleger den SPI® Index. Im Gegenteil: Ein stärker diversifiziertes Portfolio mit einer höheren Berücksichtigung von (familiengeführten) klein- und mittelkapitalisierten Unternehmen sowie einer breiter gestreuten Gewichtung der Industriesektoren erzielte massgeblichen Mehrwert zum SPI® Index.⁴ Entscheidend für diesen Erfolg sind aber ein breit definiertes Anlageuniversum, die Bereitschaft von den Indexregeln abzuweichen, ein genügend langfristiger Anlagehorizont und keine permanenten Vergleiche zur Indexentwicklung.

³ Die kombinierte Gewichtung der drei Unternehmen betrug seit 1998 zwischen 40 und 55% des SPI® Index.

⁴ Vgl. auch Track Record: „Albin Kistler Aktien Schweiz“ auf www.albinkistler.ch/performance

...und der wirklich relevanten Frage

Wünschenswert wäre es, wenn sich die Anleger in Erinnerung rufen, dass die verfügbaren Indizes nichts anderes als ein Versuch sind, den Aktien- oder den Anleihenmarkt abzubilden. Jeder Anleger sollte daher für sich die Frage beantworten, ob sie oder er wirklich auf Basis der zugrundeliegenden Indexregeln und den jeweils daraus resultierenden Gewichtungen investieren möchte. Insbesondere für die den Index replizierenden Investoren und deren beratende Intermediäre gehören die Konstruktionsregeln der Indizes und die Indexdynamik zur Pflichtlektüre. Des Weiteren sollte man den Blick für das Wesentliche nicht verlieren: Investieren bedeutet nichts anderes als die Gretchenfrage zu beantworten, welche Firmen und Schuldner wirklich alle Qualitätsansprüche erfüllen und langfristig für den Anleger einen Mehrwert erzielen - Sonst könnte man das Geld ja auch spenden. Grundlage dafür sind ein möglichst breites Anlageuniversum und entsprechender Handlungsspielraum von den Indexregeln auch abzuweichen.

Die beschriebenen Tücken stehen sinnbildlich für die Wichtigkeit der Diskussion über Anlageuniversen und Vergleichsindizes. Bei Einschränkungen des zulässigen Anlageuniversums dürfen aktive Vermögensverwalter keine Kompromisse eingehen, bei der Wahl des Vergleichsindex besteht etwas mehr Flexibilität aufgrund der nicht beliebig zahlreich verfügbaren Indizes. Allerdings sollte man sich früh über die Vor- & Nachteile der jeweiligen Vergleichsindizes im Klaren sein, damit sich bei der ersten Leistungsbeurteilung keine Überraschungen ergeben. Last but not least: Wenn bei der Leistungsbeurteilung nur noch die Schwankungsabweichungen zum Vergleichsindex diskutiert werden, ohne auf dessen Zusammensetzung und Dynamik einzugehen, dann werden schnell einmal Äpfel mit Birnen verglichen - beziehungsweise noch schlimmer - unqualifizierte Investitionsentscheide getroffen.

Benjamin Schoch

Leiter Bereich Asset Management, Analyst Währungen / Anleihen.

Diese wie auch andere periodisch erscheinenden Studien stehen auf der Website von Albin Kistler als PDF-Download zur Verfügung: www.albinkistler.ch