

2015-2016



# BSL

BANKING IN SWITZERLAND AND LIECHTENSTEIN

*"Private bankers, between  
creating value and creating meaning"*



**BANKING  
TRUST & FUNDS  
REAL ESTATE  
STUDENT AWARDS  
TAXATION & SUCCESSION  
ART & PHILANTHROPY**



9 771662 228002 09

ARCASSOLA

# BANKING

## Index-tracking management

### A regressive factor in sustainable economic development

#### Die indexierte Vermögensverwaltung

#### Ein regressiver Faktor für die nachhaltige wirtschaftliche Entwicklung

Seit nunmehr drei Jahrzehnten steht die indexierte Vermögensverwaltung der aktiven Vermögensverwaltung gegenüber. Die Verfechter des passiven Asset Managements vertreten die Ansicht, dass es langfristig unmöglich sei, den Markt zu übertrumpfen, und dass es demzufolge vorteilhafter sei, einen Index nachzubilden. „Unliebsame“ Überraschungen würden so vermieden, denn sowohl bei einer Hausse als auch einer Baisse erzielt der Investor im Laufe der Jahre eine der Marktentwicklung entsprechende Rendite. Auf diese Weise kann einer „konjunkturbedingten“ Unzufriedenheit des Kunden vorgebeugt werden, denn nun kann nicht mehr mit dem Positionierungsrisiko argumentiert werden, sei es ein geographisches, branchenspezifisches oder durch die Kapitalisierung bedingtes Risiko. Für indexierte Produkte sind die Verwaltungsgebühren auf ein Minimum reduziert. Sie sind so gering, dass man bei einer Analyse der tatsächlichen Kosten wohl zu dem Schluss käme, dass diese Produkte ein potentiell Verlustgeschäft sind. Im Gegensatz dazu ermöglicht die aktive Verwaltung Entwicklungen, welche zu einer Diversifizierung der wirtschaftlichen Entwicklung beitragen, da sie durch ihre Positionierung die ineffizientesten Gesellschaften sanktionieren. Eben diese Sanktionen werden von der indexierten Vermögensverwaltung augenblicklich nachgebildet.

Jahrzehntelang haben genau dieselben Verwaltungsgesellschaften, die heute eine indexierte Vermögensverwaltung predigen, ins Feld geführt und mithilfe von Statistiken nachgewiesen, dass das Market Timing eine strategische Zuteilung nicht überbieten kann. Bei Letzterer wird das Vermögen unter Berücksichtigung der individuellen Bedürfnisse der Investoren in Wertpapieren und Immobilien mit unterschiedlichen Anlagezeiträumen kurz- bis langfristig angelegt.

The controversy over the respective merits of index-tracking management and active management has lasted for nearly three decades. The proponents of index-tracking believe it is impossible to beat the market in the long run and therefore preferable to follow an index. This guarantees that there will never be any “unpleasant” surprises because over the years the investor will see returns on his investments which are consistent with market trends in both the upward and downward directions. This puts an end to “cyclical” complaints by the client who can no longer refer to the notion of positioning risk - be it geographical, by capitalisation or sectoral. The management costs of these financial tracker products are cut to the absolute minimum - at a level such that if an effective cost analysis were to be made we might even find that these products are potentially being sold at a loss. On the other side, active managers enable developments which diversify economic progress to be facilitated because they penalise the least efficient companies by their positioning. Those penalties are immediately replicated in index-tracking management.

For several decades in the past, those same management companies which today advocate an index-tracking approach maintained, with the backing of statistics, and sought to demonstrate that market timing could not beat a strategic allocation. That allocation is founded on the needs of the investor, whoever he may be, by selecting both transferable securities and real estate holdings with different investment horizons ranging from short to long term.

### Finanzprodukte ohne wirtschaftlichen Wert

Angesichts der beschriebenen Unfähigkeit, Indizes zu übertreffen, in Verbindung mit einem Market Timing, das die Schaffung eines realen Werts potentiell erschwert, bieten die Finanzinstitute zunehmend hybride Anlagelösungen an. Gemeint sind Alpha-generierende Produkte, strukturierte Produkte aller Arten, Floor Funds usw.

All diese Ausprägungen basieren auf den Grundsätzen der Vermögensverwaltung und zielen darauf, jede Anlagemethode in eine für den Investor wohlklingende Formel zu „verpacken“. Sie generieren genauso viele - sichtbare oder verborgene - Verwaltungskosten, die es ermöglichen, an Stelle einer komplexen aktiven Vermögensverwaltung zu treten und neue, beträchtliche Ertragsquellen zu erschliessen. Schaut man sich dies genauer an, so handelt es sich grösstenteils um Verwaltungsstrategien, die ihre mittel- und langfristige Effizienz zumeist nicht unter Beweis gestellt haben und die nur bei einer bestimmten wirtschaftlichen Konjunktur über ein positives Potential verfügen.

Analysiert man die Funktionsweise dieser oder jener angebotenen Anlagelösung, so kann man nicht umhin festzustellen, dass wir es nicht mehr mit einer nachhaltigen industriellen Wirtschaftsentwicklung zu tun haben, sondern mit einer Erzeugung von Reichtum, die auf die Finanz ausgerichtet ist. Diese Unterscheidung ist wesentlich. Denn die Finanz kann nur überleben, weil die gesamte wirtschaftliche Entwicklung die Anleger dazu bewegt, ihre Ersparnisse in Unternehmensgründungen, in die In-

### Financial products with no economic value

The claimed impossibility of beating the indexes, combined with market timing which renders the creation of real value potentially difficult, has led financial establishments to propose more and more hybrid investment solutions. These include alpha-generating products, structured products of all kinds, ratchet management etc. All these approaches are based on the fundamentals of wealth management so as to package each management method in a formula that looks attractive to the investor. At the same time, they generate considerable visible or concealed management costs which provide a substitute for the complexity of active management and are a substantial new revenue source. A closer examination of the subject shows that these are simply forms of management which in many cases have not proved effective over time and whose potential is positive only in a specific context of cyclical economic development.

Analysis of the workings of particular investment solutions that are on offer shows that we are in fact no longer dealing with sustainable industrial economic development but rather with wealth creation focused on finance. The difference between the two is fundamental. The very existence of finance is explained by a form of economic development which has enabled savings to be channelled into the creation of companies, towards industry and the development of employment opportunities. Exponential population growth and the belated opening of countries across the planet to the market economy are both factors which tend to create individual wealth



Olivier Ferrari

dustrie und in die Schaffung von Arbeitsplätzen zu investieren. Das exponentielle Bevölkerungswachstum, der schrittweise Übergang der verschiedenen Länder zur Marktwirtschaft sind zentrale Faktoren, die zur Bildung von individuellem Reichtum und zu einer Verbesserung des Lebensstandards für einen Grossteil der Weltbevölkerung beigetragen haben. So weit, so gut.

Zeitgleich zu diesem Entwicklungsprozess hat die Verbesserung der Rechenkapazitäten der Computer - genutzt von einer Finanzbranche, welche die Rolle des finanziellen Mittlers hinter sich gelassen hat, um sich einzig und allein der Wertschöpfung durch die Finanz für die Finanz zu verschreiben - den Grundsatz der nachhaltigen Schaffung von Reichtum zerschlagen, der ursprünglich auf folgende Elemente zielte: effektive Arbeitsplätze in der realen Wirtschaft, Industriekredite und die Gründung von Handels- und Industrieunternehmen. Die Mathematiker suchen nach dem heiligen Gral in Form neuer Algorithmen, die absolute Performance erreichen, und wollen eine Gleichung aufstellen, die sämtliche Variablen der Schöpfung des Universums enthält.

Das Aufteilen der Finanzmittel, die in den Dienst der Unternehmensgründung gestellt werden könnten und die stattdessen für die Strukturierung von Produkten und komplexe Finanzmodelle abgezweigt werden, führt zu einer Pauperisierung der ökonomischen Entwicklung. Das Grundprinzip, nach dem durch Innovation und Unternehmensgründungen Reichtum entsteht, wird nicht mehr berücksichtigt. Dies gilt ebenso für die institutionellen Anleger wie für die grossen Privatvermögen sowie für die übrigen Makler, die tagein, tagaus an der Online-Börse handeln, und trägt zu verstärkten Börsenschwankungen nach oben und nach unten bei. Diese Bewegungen treten immer häufiger auf und sind die Konsequenz von Spekulationen, die zu einer geographischen, branchenspezifischen oder kapitalisierungsabhängigen Neuzuteilung führen. Im Vergleich zum jeweiligen Referenzindex ist die indexierte Vermögensverwaltung zu einem kurzfristigen Instrument geworden, um die Resultate des Asset Managements als nicht anfechtbar abzusichern.

### **Die wirtschaftliche Tyrannei der indexierten Vermögensverwaltung**

Die indexierte Vermögensverwaltung setzt der Unsicherheit ein Ende, die auf die Un-

möglichkeit zurückzuführen ist, das Verhalten jedes einzelnen Wertpapiers präzise vorherzusagen. Sie vermittelt Sicherheit aufgrund einer billigenden „Resignation“, weil das Portfolio ebenso auf eine Hausse wie auf eine Baisse reagieren wird, und zwar im gleichen Ausmass wie die relevanten Märkte.

Die Tatsache, dass zahlreiche Akteure zu einer indexierten Vermögensverwaltung tendieren, mindert allgemein das Potential für Innovationen und neue Wirtschaftsoportunitäten. Der Index, der sowohl die Performance der besten als auch der schlechtesten Unternehmen, aus denen er sich zusammensetzt, widerspiegelt, führen zu einem Verwaltungsmodell, das der freien Willensentscheidung ein Ende setzt, das Ganze von festgelegten Grössen abhängig macht und es gleichzeitig nach unten nivelliert. Dass die Finanz-Player weltweit auf diese Weise konvergieren, führt zu einer geringeren Vielfalt der Wirtschaftsunternehmen. Aus dieser Feststellung ergibt sich, dass die indexierte Vermögensverwaltung zur bestimmenden Grösse der wirtschaftlichen Entwicklung wird. Letztere wird von den Akteuren bzw. Investoren massgeblich beeinflusst, gelenkt von den Analysten, die zu Zensoren der Entscheide der Verwaltungsräte werden, die keine andere Wahl haben als den - dreimonatigen! - Erwartungen der Finanz-Gemeinschaft zu entsprechen, anstatt den positiven Investitionszyklus (Investition - Forschung & Entwicklung - Ausarbeitung neuer Produkte - Marktentwicklung - Produktion - Lieferung an die Endverbraucher) fortzusetzen.

Wir befinden uns nicht mehr im Industriezeitalter, als man noch Zeit und Raum zur weiteren Entwicklung gewährte. Heutzutage muss das Geld so investiert werden, dass es dem Anspruch der augenblicklichen Generierung von Reichtum gerecht wird.

Ein solcher Ansatz kann nur einen Rückschritt der wirtschaftlichen Entwicklung bedeuten, die damit der Nachhaltigkeit entbehrt. Um diesem Trend entgegen zu wirken, muss die aktive Vermögensverwaltung eine Antwort parat halten, mit der unsere Gesellschaft Werte schaffen kann, die nicht mehr ausschliesslich finanziell orientiert sind, sondern die sich der Aussicht auf ein dynamisches Wachstum in allen Bereichen unserer Gesellschaft verschreiben. Dies impliziert auch zuzugeben, dass gewisse Wirtschaftsbereiche ausgedient haben und

and improve the quality of life, from which a large part of the world population benefits; so much for the positive side.

In parallel with this evolution, the growth of computing capacity captured by finance which has moved away from financial intermediation to focus instead on the sole creation of value for finance by finance leads to a dislocation of the fundamentals of sustainable wealth creation which are: effective employment in the real economy, industrial credit and the creation of commercial and industrial companies. This is the Holy Grail of those mathematicians who constantly create algorithms supposedly capable of tracking absolute performance and who endeavour to formulate an equation which incorporates all the variables of the creation of the universe.

The dismemberment of the financial resources which may be used for company creation, those very resources which are diverted towards the structuring of products and complex financial models, results in an impoverishment of economic development. No further account is taken of the basic principle that innovation and the creation of companies in turn create wealth. This concerns institutional investors as well as great private fortunes and other people who are day traders on the online stock markets and tends to exaggerate stock market fluctuations in both the upward and downward directions. These movements are becoming increasingly frequent and are brought about by speculation which results in sectoral and geographical rotations and also by capitalisation levels. Index-tracking management has become the short-term insurance policy for a management outcome which is not open to criticism since it is simply compared to a reference index.

### **The economic tyranny of index-tracking management**

Index-tracking management enables the principle of uncertainty linked to the impossibility of accurately defining the behaviour of each individual security to be eliminated. Investors are reassured by a “resigned” acceptance of the fact that the portfolio will react in both the upward and downward direction with the same amplitude as the reference markets.

The presence of a great many players who are converging on index-tracking manage-



andere, neue Bereiche entstehen müssen. Eine Alternative hierzu besteht in den sogenannten Private-Equity-Anlagen. Doch auch hier muss der private Anleger langfristig investieren können. Für viele sind sie nicht mit der Notwendigkeit eines schnellen Return-on-Investments vereinbar, für andere stellen sie eine nicht mehr akzeptable Form der Spekulation dar.

#### **Die ökonomische Biodiversität - eine langfristige Investition**

Ob private oder institutionelle Anleger -alle haben kurz-, mittel- oder langfristige Bedürfnisse und Verpflichtungen. Deshalb ist es wichtig, auf das Grundprinzip der Kongruenz zwischen den festen Anlagen mit entsprechenden Laufzeiten und eben diesen Verpflichtungen zurückzukommen. Nicht mehr die Finanz steht im Mittelpunkt der Entwicklung, sondern das Unternehmen mit seinem gesamten Engagement für die Gesellschaft. Mit anderen Worten: Es geht darum, der wesentlichen Notwendigkeit Rechnung zu tragen, Arbeitsplätze in der Industrie zu schaffen und zu erhalten, was die Unternehmen auf natürliche Weise unterstützt und dauerhaft Gewinne generiert. Der Staat verfügt auf diese Weise über diversifizierte Steuereinnahmen und profitiert von einer wahren Strategie der Weitergabe an die künftigen Generationen - durch die Entwicklung und Bewahrung des Ganzen und den Erhalt der Umwelt. Eine gute Governance darf nicht nur innerhalb eines Unternehmens konzipiert und umgesetzt werden, sondern sie muss in unserem täglichen Handeln zum Ausdruck kommen - wenn immer es darum geht, politisch, wirtschaftlich, sozial und finanziell Stellung zu beziehen. ■

ment leads to an impoverishment of the potential for innovation and creation of new opportunities in the wider economy. As the index includes both excellent companies and those with the worst performance, it produces a model of management which puts an end to free will and makes the whole system determinist in nature, and does so incidentally by levelling downwards. The fact that the global players in finance are brought into phase in this way ultimately impoverishes the biodiversity of the enterprises which constitute the economy. It follows from this observation that index-tracking management becomes the determinism of economic development. The latter is greatly influenced by the stakeholders-investors led by analysts who become, by the same token, censors of the decisions taken by the Board of Directors which must reflect the expectations of the financial community at a time horizon of just three months, instead of pursuing a virtuous cycle of investment, research and development, phasing in of new products, development of the market, production and deliveries to the final consumer.

We are no longer living in an industrial age when there was time and space for industry to develop because money has to be "cultivated" today to facilitate the creation of instant wealth.

That approach must surely lead to a regression of economic development which ceases to be sustainable. With a view to countering this trend, active management must provide a response which enables our society to establish values that are no longer exclusively financial but instead hold out the prospect of dynamic creation at every

level of our society. This also implies an admission that certain sectors of the economy have no further reason to exist and must be replaced by new ones.

An alternative is to take a position in the investment sector which is known as "Private Equity". But here too private investment must be capable of deployment over a long period of time. For many people this no longer fits in with the need to achieve an immediate return on investment which others may see as a form of speculation that is no longer acceptable.

#### **Economic biodiversity, a long-term investment**

Investors, private and institutional alike, all have short, medium and long-term needs. In that perspective it is important to return to fundamentals of congruence between investments tied up over periods that correspond to those needs. Finance is no longer at the heart of development. Instead its place is taken by enterprises with the corollary of a societal engagement; in other words, the great need to create and safeguard industrial jobs is taken into account, so naturally favouring enterprises and their long-term profitability. Moreover this gives States access to diversified fiscal resources and enables them to benefit from a real strategy of transmission to future generations through the evolution and preservation of a whole system and also of the environment. Good governance must not be conceived solely at the level of an individual enterprise but must also be reflected in our daily actions and in every one of the positions taken by us on political, economic, social and financial matters. ■