

ESSAY Indexfonds, sogenannte ETFs, sind bei den Anlegern beliebter als je zuvor. Doch weil weltweit inzwischen mehr Indizes als einzelne Aktien gehandelt werden, haben die Indexanbieter auch mehr Einfluss auf die Märkte, als es gut wäre

Die ungeahnte Macht der Indizes



**STEFAN
BIELMEIER**
Vorstandschef
des DVFA

Bielmeier ist Vorstandsvorsitzender des DVFA e.V. und Chefvolkswirt sowie Bereichsleiter Research und Volkswirtschaft der DZ Bank. Der DVFA e.V. ist die Landesorganisation aller Investment Professionals in den deutschen Finanz- und Kapitalmärkten. Seine 1400 Mitglieder repräsentieren die Vielfalt des Investment- und Risikomanagements in Deutschland. Bielmeier engagiert sich für die Professionalisierung des Investment-Berufsstands, er erarbeitet Standards und fördert den Finance-Nachwuchs.

Vor Kurzem hat MSCI angekündigt, im kommenden Jahr 222 Aktien vom chinesischen Festland in seinen Index MSCI EM aufzunehmen. Saudi-Arabien wurde auf die Watchlist gesetzt. Was wie eine Randnotiz für Finanzprofis aussieht, wirft ein Schlaglicht auf eine bislang nur wenig beachtete Entwicklung in der Welt des Asset Management – die zunehmende Macht der Indexprovider.

Wohl wissen die meisten Anleger hierzulande noch etwas anzufangen mit dem DAX als Barometer für die größten Unternehmen der deutschen Wirtschaft und mit der Deutschen Börse als Lizenzträger und Verwalter dieses Index. Aber wie steht es um Kürzel wie MSCI, S & P Dow Jones, Stoxx und ähnliche? Über eine Million solcher Benchmarks werden schätzungsweise täglich errechnet; es gibt weltweit mehr Indizes, als einzelne Aktien gehandelt werden. Wissen wir, nach welchen Regeln und Kriterien der Daumen mal gehoben und mal gesenkt wird? Und: Müssen wir uns darüber Gedanken machen?

Marktanteil der passiven Investments steigt weiter an

Ja, müssen wir, weil immer mehr Anleger passiv investieren! Heißt: Sie stecken ihr Geld nicht in Aktien oder Anleihen, die sie selbst auswählen, sondern in Fonds, die eins zu eins einem ausgewählten Börsenindex folgen. Für diese Art des Investierens gibt es gute Argumente – allen voran die relativ geringen Kosten. Tatsächlich hat ETF-Marktführer BlackRock 2016 laut Daten des Analysehauses Morningstar für seine ETFs eine Durchschnittsvergütung in Höhe von 0,33 Prozent pro Jahr vereinnahmt; weniger als ein Drittel dessen, was BlackRock für aktiv gemanagte Fonds im Schnitt erzielte.

Dieses Kostenargument wiegt umso schwerer, als es den wenigsten aktiven Fonds gelingt, den Markt auf längere Sicht zu übertreffen. Wieder einmal wurde vor Kurzem von Morningstar eine Statistik veröffentlicht, der zufolge binnen der jüngsten fünf Jahre 88,3 Prozent der aktiven Large-Cap-Fondsmanager im Schnitt schlechter abgeschnitten haben als der Index S & P 500. Das Ergebnis fällt auch in den sonstigen Investmentstilen ähnlich aus.

Dementsprechend spektakulär lesen sich die Wachstumswahlen des passiven Investierens. Zwar sind aktuell in Europa immer noch deutlich mehr Mittel in aktiven als in passiven Fonds angelegt, ihr Marktanteil wächst jedoch kontinuierlich; in Europa ist er im Aktienbereich von leicht über zehn Prozent im Jahr 2007 auf über 25 Prozent 2016 angestiegen. Der Anteil von ETFs und nichtbörsennotierten Indexfonds am gesamten europäischen Fondsmarkt lag 2016 bei 15,1 Prozent. Insgesamt wurden 1,1 Billionen Euro in Indexfonds investiert, wobei sich je die Hälfte auf ETFs und nichtbörsennotierte Indexfonds verteilt. Und in den USA und Asien ist die Marktdurchdringung passiver Produkte noch weiter fortgeschritten.

Damit stellt sich die Frage, ob die Hinwendung von der aktiven zur passiven Vermögensverwaltung längerfristig größere negative Auswirkungen auf die Effizienz der Kapitalmärkte und auf die Finanzmarktstabilität hat. Denn in der Welt der Indizes werden Transaktionen getätigt ohne Berücksichtigung von Informationen oder einer Analyse des Unternehmens, seiner Ertragsaussichten und einer fundamentalen Bewertung.

Wenn nun Aktien unabhängig von neuen Informationen und Analysen gekauft werden, erscheint es fraglich, wie diese eingepreist werden und der Markt langfristig seine Effizienz wahren soll.

Besonders auffällig ist dieses „agnostische“ Investieren bei Neuemissionen. Große Werte wie Twitter oder Snapchat kommen sofort in den Index, werden dementsprechend automatisch gezeichnet – egal, ob sie teuer erscheinen oder nicht; die Kapitallenkungsfunktion der Börse wird beeinträchtigt.

Indexfonds verstärken Trends bei stark gefragten Titeln

Nicht nur, dass Indexfonds Markttrends folgen. Sie verstärken sie tendenziell, indem sie bei Mittelzuflüssen Titel kaufen müssen, die bereits sehr stark gestiegen sind und im Index dadurch ein noch höheres Gewicht erhalten. Umgekehrt gilt das auch bei Mittelabflüssen. Der Internationale Währungsfonds konstatierte bereits im Jahr 2009 „einen deutlichen Anstieg des Herdenverhaltens.“ Anleger, die schon bei kleineren Kursrückgängen ihr Geld abziehen, können den Abwärtstrend ebenso verstärken wie Fondsmanager, die nicht aus der Reihe tanzen wollen oder können.

Die Hypothese liegt also nahe, dass der vermehrte Einsatz von ETFs dazu führt, dass in wichtigen Indizes enthaltene Aktien tendenziell zu hoch bewertet werden, weil die Nachfrage nach diesen Aktien, unabhängig von ihrer Attraktivität, eine Funktion der ETF-Zuflüsse ist. Noch signifikanter scheinen Kurseffekte bei der Neueinstufung von Ländermärkten, wie eine US-Studie kürzlich festgestellt hat. Die am National Bureau of Economic Research in Cambridge durchgeführte Untersuchung zeigt, dass Umklassifizierungen eines Landes durch den Indexanbieter MSCI beträchtliche Auswirkungen auf die Renditen der betroffenen Märkte und Benchmarks haben. Sie stützt sich auf 17 Reklassifizierungen – also Entscheidungen wie die hier zum Anlass

genommene Aufnahme eines Landes in einen Emerging-Markets-Index – zwischen den Jahren 2000 und 2015 und damit verbundenen Nettoflüssen von Anlagegeldern.

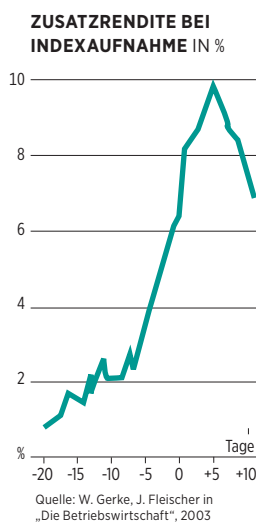
Die Studie kommt zu dem Schluss, dass der Anteil an Benchmark-Investoren in einem Anlageuniversum eine wesentliche Rolle für die Veränderung der Anlageströme spielt. Der größte Anteil der Benchmark-Investoren findet sich im Index MSCI Emerging Markets, wo er rund 45 Prozent erreicht. Niedriger ist ihr Anteil in den Developed-Markets-Indizes; dort macht er nur rund 32 Prozent aus. In den neun analysierten Fällen, bei denen ein Land von einem von Benchmark-Investoren stärker gefolgt Index in einen Index mit geringerem Benchmark-Investorenanteil umgruppiert wurde, zeigten sich signifikante Ausschläge. So resultierte zwischen der Ankündigung der Indexanpassung und dem Datum des Inkrafttretens der Änderung eine Unterrendite von minus 12,5 Prozent. Im Jahr nach Wirksamwer-

den der Änderung ergab sich stattdessen eine Überrendite von 23,3 Prozent, sodass damit der anfängliche Verlust mehr als ausgeglichen wurde.

Veränderungen im Index haben Einfluss auf den Aktienpreis

In acht Fällen dagegen, in denen die Länder in Indizes mit einem höheren Benchmark-Investoren-Anteil umgruppiert wurden, ergab sich zwischen Ankündigung und Umsetzungsdatum eine Überrendite von insgesamt 23,2 Prozent, wobei in dem Jahr nach der Umsetzung eine Negativrendite von minus 12,4 Prozent resultierte. Diese signifikanten Ausschläge spiegelten den Kaufdruck wider, da mehr Mittel in den entsprechenden Markt investiert wurden.

Nach der Theorie effizienter Märkte sollten solche Ausschläge eigentlich nicht vorkommen, da es sich bei einer Umklassifizierung auch um allgemein zugängliche Informationen handelt.



Kurseffekte: Kumulierte marktberingte Rendite der neu in den MDAX aufgenommenen Unternehmen (1996–2002) um den Tag der Ankündigung = Tag 0

Veränderungen im Index haben also tatsächlich einen Einfluss auf die Preisfindung der in ihnen enthaltenen Werte.

Allein auf die MSCI-Indizes sind Anlageprodukte mit rund zehn Billionen Dollar Volumen ausgerichtet. Schätzungen zufolge dürfte das zitierte jüngste Beispiel – die für Juni 2018 geplante Aufnahme von 222 chinesischen A-Aktien in den MSCI-Emerging-Markets-Index – Zuflüsse in den chinesischen Aktienmarkt in Höhe von zehn bis 20 Milliarden US-Dollar auslösen. Und dies, ohne dass sich an den fundamentalen Bewertungskriterien dieser betreffenden Titel etwas geändert hätte.

Unter dem Eindruck der Finanzkrise hatten sich im Jahr 2009 die Regierungschefs der G20 auf dem Gipfel in Pittsburgh darauf verständigt, für jedes Finanzprodukt, für jeden Platz, an dem gehandelt wird, und für jedes Institut schärfere Regeln zu vereinbaren. Die Macht der Indexanbieter könnte durchaus als nächstes ins Visier der Regulatorer geraten.