



MOBILFUNKMAST, Riseley, Bedford, Großbritannien, 2004

AUF DEN INDEX KOMMT ES AN

Ein ETF kann immer nur so gut sein, wie sein zugrunde liegender Index. Die Schwierigkeit ist jedoch, diese Qualität auch zu erkennen

von HEINO REENTS

Es war vor zwölf Jahren, zum Zeitpunkt der Euro-Einführung, da hatten griechische Staatsanleihen in den gängigen europäischen Staatsanleihenindizes ein Gewicht von 2,7 Prozent. „Im Juni 2010 ist das Gewicht Griechenlands in diesen Indizes aber auf 5,5 Prozent angewachsen“, sagt Stéphane Monier, Leiter der Rentenabteilung von Lombard Odier.

Für Anleger, die in diesen Tagen über einen Exchange-Traded Fund in einem solchen Index investiert sind, ist diese hohe Gewichtung nicht gerade von Vorteil. Aber auch bei Aktienindizes können solche Gewichtungsprobleme bestehen. Anfang 2010 zum Beispiel hatte die Aktie des Ölkonzerns BP im FTSE 100 ein Gewicht von neun Prozent. Ein enormer Anteil. Der auf den Index eine entsprechende Auswirkung hatte, als im April des gleichen Jahres die von dem Unternehmen betriebene Ölbohrplattform Deepwater Horizon sank und es zu einer gewaltigen Umweltkatastrophe kam. Danach nämlich brach der Kurs der BP-Aktie um rund 50 Prozent ein.

Anleger, die über ETFs in einen Index investieren, gehen oftmals davon aus, dass sie damit breit diversifiziert in einen Markt investieren. Sie erwarten zudem, dass dort die besten Werte aus einem Marktsegment enthalten sind. Doch das scheint nicht immer der Fall zu sein. Der Grund dafür ist einfach: Die Zusammenstellung der meisten Indizes basiert auf der Marktkapitalisierung der einzelnen Werte. Je höher die Marktkapitalisierung, desto höher sein Indexanteil.

Dies macht gerade aus Sicht eines ETF-Anbieters, auch Sinn. Denn Schwergewichte, die an solchen Indizes einen größeren Marktanteil haben, lassen sich, da deren Aktien in der Regel liquider sind, leichter und kostengünstiger nachbilden als diejenigen von kleineren Unternehmen. Doch die Gewichtung hat auch einen aus Anlegersicht – möglicherweise – unerwünschten Nebeneffekt. „Ein marktkapitalisierter Index“, sagt Mathias Kramer von der Vermögensverwaltung Valorvest aus Stuttgart, „tendiert dazu, jene Titel überzugewichten, deren Kurse schon gut gelaufen sind und parallel dazu solche unterzugewichten, die im Preis gefallen sind.“

DAS MACHT DIESE INDEXVARIANTE anfällig für Spekulationsblasen bei einzelnen Werten oder Branchen. Wie etwa in der New-Economy-Blase Ende der 90er-Jahre. Damals machten Telekommunikations- und Technologieaktien einen erheblichen Teil vieler Indizes aus, da deren Aktienkurse stark gestiegen waren. Das rächte sich, als die Technologieblase im Frühjahr 2000 platzte und die Indizes abstürzten. Aber auch derzeit bergen manche Indizes erhebliche Risiken aufgrund ihrer Zusammensetzung. In den vergangenen Monaten verlor beispielsweise der bankenlastige Euro Stoxx 50 zeitweise mehr als 40 Prozent an Wert – mehr als viele andere Indizes. Zudem sind andere Börsenbarometer von nur sehr wenigen Werten abhängig. Im russischen RTX zum Beispiel repräsentieren allein Gazprom und Lukoil rund 38 Prozent des Index. Ein Investment dort kommt einer Wette auf den Ölpreis gleich.

Noch aktueller und brennender ist die Frage nach der Gewichtung bei Bondindizes. „Das

»EIN MARKTKAPITALISIERTER INDEX TENDIERT DAZU, JENE TITEL ÜBERZUGEWICHTEN, DEREN KURSE SCHON GUT GELAUFEN SIND«

MATHIAS KRAMER, VERMÖGENSVERWALTUNG VALORVEST

grundsätzliche Problem liegt darin, dass die Gewichtung nach Marktkapitalisierung dazu führt, dass jene Emittenten in den Indizes am stärksten vertreten sind, die die höchste Verschuldung aufweisen“, sagt Sasa Perovic, leitender Analyst bei der Berliner Ratingagentur Scope. Beispiele dafür gibt es reichlich. „Bei Banken erfolgt die Refinanzierung zu einem großen Teil über die Ausgabe von Anleihen, weshalb zum Beispiel in manchen Corporate-Bond-Indizes Kreditinstitute auf einen Anteil von 50 Prozent kommen“, sagt Perovic.

Geradezu hanebüchen wird es bei Indizes auf Staatsanleihen aus den Industriestaaten. Nicht nur das hohe Gewicht Griechenlands im Juni 2010 mag da manchen Anleger stören. Sondern auch, dass die am höchsten verschuldeten Länder wie Japan, die USA und Italien den größten Anteil dieser Indizes ausmachen.

DOCH WO LIEGEN DIE ALTERNATIVEN? Im Aktienbereich ist eine Gleichgewichtung der einzelnen Titel ein Ausweg. „So erreichen Indizes eine breitere Streuung, was das Klumpenrisiko, zumindest soweit es die Einzelwerte betrifft, senkt“, sagt Vermögensverwalter Kramer. Zudem lässt sich so auch das Risiko der Blasenbildung reduzieren. Doch gibt es auch Nachteile. Denn Anleger müssen bedenken, dass – zumindest bei voll replizierenden ETFs – ein regelmäßiges Rebalancing, also eine regelmäßige Anpassung der Gewichtung, notwendig ist. Das kann zu höheren Kosten führen. „Zum einen haben solche ETFs mehr Transaktionen“, sagt Kramer, „zum anderen sind dort kleinere Werte höher gewichtet. Bei ihnen fällt die Spanne zwischen An- und Verkaufskurs aber, da sie weniger liquide sind, oftmals höher aus als bei höher kapitalisierten und liquideren Werten.“

KASSENSCHLAGER

FAVORIT Ungeachtet der zahlreichen neuen Produkte zählen ETFs auf den deutschen Auswahlindex DAX immer noch zu den beliebtesten Produkten. Der ETF von iShares liegt weiter in der Anlegergunst ganz vorne.

ALTERNATIVE Zuerst die Finanz- und aktuell die Schuldenkrise haben aber auch immer mehr Investoren in Gold-ETFs getrieben. Auf der Suche nach Sicherheit und wahren Werten haben viele Anleger die Vorteile der kostengünstigen und flexiblen Produkte erkannt.

Beliebteste ETFs in Europa

Volumen in Mrd. €

iShares DAX	9,1
ZKB Gold ETF	6,6
iShares S&P 500	6,2
ETFS Physical Gold	5,1
DB X-Trackers DAX ETF	4,9
GBS Bullion Securities	4,3

FTD/ist; Quelle: Blackrock, Ende September 2011

Doch wirkt sich eine Gleichgewichtung auf die Wertentwicklung tatsächlich positiv aus? Der französische ETF-Anbieter Ossiam hat im Juni unter anderem einen Swap-basierten ETF auf den gleich gewichteten Euro Stoxx 50 herausgebracht. Das heißt, dort fließen alle 50 Werte mit jeweils zwei Prozent ein. Allerdings gab es in den vergangenen drei Monaten kaum einen Unterschied in der Wertentwicklung zwischen dem Ossiam-ETF und dem traditionellen Euro Stoxx 50.

VIELLEICHT ZEIGT SICH EIN UNTERSCHIED aber auch erst langfristig. Wie beim MSCI Emerging Markets, wo sich die Gleichgewichtung der Länder in der Vergangenheit offenbar auszahlt. Das zumindest haben die Experten der Vermögensverwaltung Großbötzl, Schmitz & Partner nachgerechnet. Laut deren Analyse erzielte der Index zwischen 1989 und Ende 2009 eine Rendite von 11,1 Prozent pro Jahr. Hätte ein Anleger aber alle in dem Index enthaltenen Länder gleich gewichtet, hätte er im gleichen Zeitraum einen jährlichen Zuwachs von stolzen 19,3 Prozent erzielt.

Ein Plus, das zumindest zum Nachdenken anregt. Wie auch ein alternativer Ansatz bei Staatsanleihen. „Statt sich an der Marktkapitalisierung zu orientieren, haben wir untersucht, wie sich ein Index entwickelt, bei dem die Emittenten nach fundamentalen Gesichtspunkten gewichtet sind“, sagt Experte Monier von Lombard Odier. Dort fließen zum Beispiel die öffentliche und die private Verschuldung eines Landes mit ein, der Haushaltssaldo, aber auch die demografische Entwicklung, die Inflation, das Wirtschaftswachstum oder die politischen Risiken.

In einem solchen auf Staatsanleihen der Industrieländer ausgerichteten Index sind Länder wie Italien, Japan oder die USA im Vergleich zu den traditionellen Anleiheindizes untergewichtet, dagegen haben die solideren skandinavischen Länder, Kanada oder die Schweiz ein höheres Gewicht. Das Ergebnis: Zwischen 2001 und 2011 hat dieser Ansatz in Euro, ohne Währungsabsicherung, zu einem jährlichen Ertrag von 5,32 Prozent geführt, während der traditionelle Ansatz nur 3,79 Prozent brachte – und das bei niedrigerer Volatilität. Offenbar haben manche Indizes tatsächlich ein Gewichtungproblem. ■

ÄHNLICHE KÜRZEL – WENIGER SICHERHEIT

Das Wachstum nimmt kein Ende: Mehr als 1000 ETFs sind derzeit in Europa handelbar. Und es werden ständig mehr. Die Anbieter überbieten sich gegenseitig darin, immer neue, innovative Produkte auf den Markt zu bringen. Kein Wunder, dass auch andere Gesellschaften versuchen, auf die Erfolgswelle aufzuspringen und Produkte auflegen, die zumindest vom Namen her ähnlich sind. An ETFs für Exchange-Traded Funds haben sich die meisten Anleger mitt-

lerweile gewöhnt, auch ETCs als Abkürzung für börsengehandelte Rohstofffonds (Exchange-Traded Commodities) dürfte Vielen bereits geläufig sein. Nun aber emittieren einige Gesellschaften mit Exchange-Traded Notes, oder kurz ETNs, eine weitere Spielart der börsengehandelten Produkte und machen so die Verwirrung komplett. ETNs und ETCs schließen Lücken, die die klassischen Indexfonds aufgrund gesetzlicher Vorschriften nicht ausfüllen können. So lassen sich mit ihnen neue An-

lageklassen abbilden, dazu zählen beispielsweise Volatilität, Währungen oder einzelne Rohstoffe. Wichtigste Gemeinsamkeit aller Produkte ist, dass der Net Asset Value (NAV, zu deutsch: Nettoinventarwert) von unabhängiger Stelle ermittelt wird, und, dass durch die Einbindung zusätzlicher Market-Maker die Transparenz bei der Preisstellung erhöht wird. Alle Produkte können zudem jederzeit über die Börse gehandelt werden. Ansonsten gibt es deutliche Unterschiede: Denn ETCs

und ETNs sind anders als ETFs kein rechtliches Sondervermögen und bergen deshalb ein Emittentenrisiko. Es handelt sich also wie bei Zertifikaten um Schuldverschreibungen, deren Rückzahlung bei einer Schiefelage des Emittenten gefährdet ist. Allerdings sind die an der Börse gehandelten ETCs fast immer mit einer Besicherung ausgestattet. Exchange-Traded Notes können zwar ebenfalls besichert werden – eine Pflicht dazu besteht für den Emittenten jedoch nicht. **GERD HÜBNER**