

EXCHANGE-TRADED FUNDS

Die Tücken der Index-Gewichtung

Zu passiv darf der Investor bei passiven Strategien nicht sein

Werner Grundlehner · Die Argumente für passives Anlegen mit Exchange-Traded Funds (ETF) überzeugen. Die Kosten sind tief, und erwiesenermassen schlagen die viel teureren, aktiv verwalteten Fonds die Entwicklung des Referenz-Indexes mehrheitlich nicht. Mit einem Index-Fonds macht man dagegen die Bewegung des Benchmarks mit – abzüglich der Kosten für den ETF. Doch ein Index-Investor muss sich die Frage stellen, was habe ich erreicht, wenn ich die Index-Performance erhalte? Für die Antwort wichtig sind die Index-Zusammensetzung und die Kosten für das «Übernehmen» des Indexes.

Die Bedingungen zur Zusammensetzung und Berechnung werden durch den Index-Anbieter bestimmt. Er entscheidet, ob nur die Kursentwicklung gespiegelt wird oder ob auch die Dividenden in den Index eingerechnet werden. So bildet der Swiss-Market-Index (SMI) nur die Kursentwicklung der 20 grössten Firmen ab, während beim Swiss-Performance-Index (SPI) über 200 Unternehmen berücksichtigt sind und auch die Dividenden zum Indexwert hinzugerechnet werden.

Besonders in Indizes von kleineren Ländern kann es schnell zu Klumpenrisiken kommen. Während der Internet-Euphorie Ende der 1990er Jahre machten zum Beispiel die Aktien von Nokia über 70% des finnischen Aktienindex aus. In der Folge verloren die Titel aber 84% des Wertes und zogen den Index in die Tiefe. Im Jahr 2007 waren die Aktien von UBS und CS für über 20% des SPI verantwortlich. Das Gewicht fiel dann aber in der Finanzkrise auf 8%. Obwohl über den ganzen Index diversifiziert, können sich die ETF-Investoren solchen Aktienbewegungen nicht entziehen.

Der Vermögensverwalter **Albin Kistler** hat dazu analysiert, welche Aktien den SPI im vergangenen Jahr angetrieben haben. Der Index, der rund 13% zulegte, gilt als «breit», aber über 50% der Gewichtung entfallen auf die drei Aktien von Novartis, Roche und Nestlé. 2014 trugen diese Titel drei Viertel zur Performance bei (vgl. Grafik). Durch die gute Entwicklung hat sich das Ge-

wicht dieser drei Blue Chips im SPI weiter erhöht. Ein ETF-Käufer setzt also auf vergangene Sieger.

Die Indexgewichtung ergebe sich aus den Entscheiden der Marktteilnehmer, sagt Analytiker Benjamin Schoch von **Albin Kistler**. Der passive Investor delegiere die Zusammensetzung an die aktiven Investoren. Über- und Untertreibungen in Branchen und Ländern gehörten an den Börsen zur Tagesordnung. Der ETF-Anleger habe dabei keine Möglichkeit, kurzfristige Überreibungen oder Klumpenrisiken zu entschärfen. William F. Sharpe meinte an einem Referat vor dem CFA-Institute in Seattle, wenn alle nur noch ETF kauften, würde er Aktien zu einem sehr hohen Preis ausgeben, die dann alle aufgrund ihres Marktgewichts erwerben müssten. Damit das nicht geschehe, brauche es Personen, die Research betreiben und unterbewertete Aktien suchen würden.

Erhält man zudem mit dem Index wirklich das, was der Name auch verspricht? So legt MSCI, der Weltmarktführer unter den Index-Anbietern, die Auslegung des Begriffs «Weltindex» sehr amerikanisch aus. Im globalen Index von MSCI sind 6000 Aktien aus 23 Ländern kapitalgewichtet enthalten – darunter keine klein kapitalisierten Werte. Die Dominanz der amerikanischen Aktien führt aber zu einer hohen Korrelation von etwa 0,95 mit den US-Börsen. Damit fährt man mit einem Produkt auf den amerikanischen S&P-500-Index etwa gleich. Bei Länder-Indizes sind die Abweichungen meist gering, grösser werden sie bei regionalen Indizes. So sind die Rendite-Differenzen grösser, weil Aktienausswahl und -gewichtung stärker variieren.

Vielen Investoren ist zudem der Kostenfaktor «Index-Anbieter» nicht bewusst, der bei einer Marktdominanz zum Problem werden kann. ETF-Anbieter müssen den Index-Firmen eine Lizenzgebühr bezahlen. Wenn ein Anbieter das Geschehen prägt oder als einziger ein Gebiet abdeckt, kann er höhere Lizenzgebühren durchsetzen, was schliesslich zu höheren versteckten Kosten für die Anleger führt.