

Kassenschlager als Brandbeschleuniger?

Kapitalanlage Boom der börsennotierten Fonds birgt das Risiko einer neuen Finanzkrise

Transparent, preisgünstig, rentabel und sehr gut handelbar – das ist der Ruf, der den 1993 eingeführten börsenhandelnden Fonds (ETFs) seit jeher voraussetzt. Ihren Siegeszug haben sie aber erst 2008 in der Finanzkrise begonnen – auch als Misstrauensvotum gegen Banken, Berater und Fondsmanager. Inzwischen herrscht am ETF-Markt ein regelrechtes Rekordfieber. Minütlich fließen Millionen-Summen in dieses Investment-Vehikel, das nahezu alle Anlageklassen, Branchen und Regionen abbilden kann. Doch die wachsende Beliebtheit der ETFs weckt die Furcht, dass sich an ihnen eine neue Finanzkrise entzünden könnte oder sie in einer Krise zumindest als Brandbeschleuniger wirken könnten.

VON PANAGIOTIS KOUTOUMANOS

Frankfurt. Am Ende der Diskussionsveranstaltung zeigt sich Friedrich Merz doch sehr vorsichtig: „Die nächste Finanzkrise kommt bestimmt. Und ich hoffe sehr, dass wir dann nicht ein Teil des Problems sein werden, das zu dieser Krise geführt hat“, sagt der 61-Jährige in der Frankfurter Nationalbibliothek. „Wir“ – das ist nicht die CDU/CSU-Bundestagsfraktion, welcher der Jurist viele Jahre vorstand. „Wir“ ist in diesem Fall der weltgrößte Vermögensverwalter Blackrock. Seit anderthalb Jahren ist der gebürtige Sauerländer Aufsichtsratschef des deutschen Ablegers des US-Finanz-Giganten. Keiner Firma auf diesem Planeten haben Investoren so viel Geld anvertraut. Mehr als fünf Billionen Dollar investiert Blackrock für seine Kunden – darunter viele Pensionskassen und Versorgungswerke. Zwei Drittel dieser fünf Billionen stecken über die Unternehmenstochter „iShares“ in börsenhandelnden Fonds, kurz ETFs (Exchange Traded Funds) genannt. Und damit ist Blackrock Marktführer bei den zurzeit boomenden ETFs – auch in Deutschland, mit einem Marktanteil von mehr als 40 Prozent.

Deshalb hat die liberale Karl-Hermann-Flach-Stiftung Merz an diesem Abend nach Frankfurt eingeladen. In Deutschlands Finanzmetropole soll der Jurist und Manager den rund 200 Gästen Rede und Antwort stehen. Unter ihnen sind viele, die selbst Geld in ETFs angelegt haben, aber auch Banker, Vertreter von Regulierungsbehörden und sogar der Monopolkommission und des Bundeskriminalamtes. Ihnen allen ist der Boom der ETFs inzwischen unheimlich geworden.

Anlegers Liebling

Tatsächlich wächst kein Segment in der Fondsbranche so schnell – nicht nur in den USA, inzwischen auch in Europa. Allein im August sind in der EU netto 4,25 Milliarden Dollar hinzugekommen. Damit haben die ETFs 35 Monate in Folge Nettomittel-Zuwächse verzeichnet. Insgesamt 734 Milliarden Dollar bringen die ETFs nun in Europa auf die Waage – 28 Prozent mehr als zu Jahresbeginn. Weltweit haben Anleger im bisherigen Jahresverlauf netto fast 450 Milliarden Dollar in ETFs gesteckt. Das sind 1,2 Millionen Dollar pro Minute – Tag für Tag, Woche für Woche, Monat für Monat, inklusive Wochenende. Inzwischen ist der weltweite – und derzeit noch zu knapp 90 Prozent von den Geldern institutioneller Anleger wie Versicherungen und Pensionskassen getragene – ETF-Markt mehr als 4,4 Billionen Dollar schwer, wobei drei Viertel des Marktes allein auf die USA entfallen. Angesichts dieses Rekordfie-

bers „bin ich selbst darüber verwundert, dass ich nun zum ersten Mal gebeten worden bin, das Thema ETF öffentlich der Kritik auszusetzen“, sagt Merz.

Natürlich bemüht er sich, die Bedeutung der ETFs für die Finanzmärkte herunterzuspielen. Dass Blackrock dank des Siegeszuges dieser drei Buchstaben größter Anteilseigner bei 28 der 30 Dax-Konzerne ist – „kein Problem“, so Merz, „die Anteile bewegen sich ja immer unter der Zehn-Prozent-Marke und wir sind kein aktionistischer Investor, sondern nur Treuhänder.“ Und trotz des bisherigen Erfolgs der ETFs müsse man sich vor Augen halten, „dass in diesen Fonds nur etwas mehr als drei Prozent des gesamten Aktienvermögens stecken.“ Dass sich diese drei Prozent nur auf das Vermögen in Europa beziehen, in den USA der Marktanteil der ETFs schon bei elf Prozent liegt, verschweigt der Ex-Politiker. Dass ETFs und passive, aber nicht börsenhandelte Indexfonds zusammen auf 15 Prozent in Europa und 24 Prozent in den USA kommen, natürlich auch.

Lieber preist Merz die große Chance an, die diese Investment-Vehikel böten – nicht nur für die einzelnen privaten Anleger hierzulande, nein sogar „zur Rettung der deutschen Aktienkultur“ und damit zur Rettung des sozialen Friedens in der Republik. Schließlich legten die deutschen Sparweltmeister von ihren rund 5,7 Billionen Euro immer noch „zu viel Geld unter Kopfkissen und trotz Niedrigstzinsen aufs Sparbuch, statt die Chancen des Aktienmarktes zu nutzen. Dadurch hat sich die Ungleichheit bei den Geldvermögen weiter vergrößert“, bemängelt Merz nicht zu Unrecht. „Die ETFs können das wieder ausgleichen.“ Wie andere große ETF-Anbieter verspricht Merz nicht weniger als die Demokratisierung der Geldanlage. Ihre Produkte sollen auch normalen Sparern ermöglichen, was früher nur institutionellen Anlegern und Vermögenden vorbehalten war: die bestmögliche Rendite bei reduziertem Risiko, weil ihr Erspartes über Anlageklassen und Kontinente hinweg gestreut wird.

Auf Autopilot

Zwar lässt sich immer erst im Nachhinein sagen, wie gut eine Anlage ist. Aber der Grundgedanke der Indexfonds ist überzeugend, weswegen auch viele Verbraucherschützer Anlegern zu ETFs raten. Denn sie gelten als transparent, liquide und vor allem als preisgünstig. Als sogenanntes passives Investment bilden sie in der Regel schlicht einen Index nach, zum Beispiel einen Aktien-Index: den Dax, den S&P 500 oder den noch viel breiter gefassten MSCI, der rund 1600 große, etablierte Aktienwerte in 23 entwickelten Ländern abbildet. Das heißt zum einen: Die Risiken sind sehr breit gestreut; zum anderen: Sie brauchen im Gegensatz zu den „aktiv gemanagten Fonds“ kein teures Team von Analysten und Managern, die Anlageentscheidungen treffen. Sie laufen quasi auf Autopilot: Steigt der Index um ein Prozent, steigt der Fonds in annähernd gleicher Höhe. Das allein macht sie schon deutlich billiger; beim Kauf fallen auch keine hohen Gebühren an.

Zudem werden diese Indexfonds an der Börse gehandelt und sind dadurch unkompliziert zu handhaben. So schätzen vor allem institutionelle Investoren ETFs, weil sie damit flexibel ein- und wieder aussteigen können. Das ist den Profis nach ihren leidvollen Erfahrungen in der jüngsten Finanzkrise wichtiger denn je: Damals trocknete in vielen Märkten die Liquidität aus-



An der Frankfurter Börse können Anleger aus rund 1200 börsenhandelnden Fonds (ETFs) auswählen. Dabei werden allein auf den Dax sieben verschiedene ETFs angeboten. Foto: dpa

gerechnet dann aus, als Investoren und Händler sie in der Krise am dringendsten benötigten – der Handel froh oft regelrecht ein. Aber ETFs ließen sich bislang auch in den unsichersten Zeiten leicht kaufen und verkaufen.

Hinzu kommt, dass sich längst herumgesprochen hat, dass die meisten aktiven Manager der traditionellen Fonds in den vergange-



ETFs bieten die große Chance zur Rettung der deutschen Aktienkultur.

Friedrich Merz, Aufsichtsratschef von Blackstone Deutschland

nen zehn Jahren schlechter abgeschnitten haben als Indizes. Auch das hat maßgeblich zur Popularität der ETFs beigetragen.

Gefährlicher Herdentrieb

Aber gerade die wachsende Popularität macht sie nun in den Augen vieler zur Gefahr. „Was passiert, wenn alle das Gleiche tun? Wenn alle einem Index folgen, steigen oder fallen doch die Kurse guter wie schlechter Aktien gleichermaßen. Wer sorgt dann noch dafür, dass sich faire Preise bilden? Und wenn alle in dieselben Werte investieren bzw. aus denselben Werten Geld abziehen, wächst dann nicht die Gefahr eines Crashes?“ Das sind die Fragen, die sich viele stellen – Wissenschaftler, Regulierer und auch Investoren: Laut einer im September veröffentlichten Umfrage des deutschen Berufsverbandes der Investment-Profis (DVFA) befürchten 62 Prozent der Befragten, dass ETFs das Potenzial haben, die Stabilität der Finanzmärkte zu beeinträchtigen. Ihre Befürchtung: Dass die ETFs zu mächtigen Spielern an den Börsen werden, die oft nicht mehr passiv die Märkte nachbilden, sondern aktiv die Märkte gestalten.

Selbst John C. Bogle, der 1976 den ersten passiven, aber nicht börsen-

sengehandelten Indexfonds auf den US-Markt brachte, hat inzwischen große Bedenken gegen die ETFs. „Anlegern alle möglichen ETFs anzubieten ist, wie wenn man Brandstiftern Streichhölzer gibt“, so der heute 87-Jährige. Die Fonds fördern die Art von Spekulation, die Anlegern letztlich schade; ihr Hauptvorteil sei, die Taschen der Wall Street zu füllen. Sie brächten neue Risiken mit sich, wettet Bogle landauf landab.

Preisverzerrungen

Tatsächlich erscheinen die Risiken vielfältig: Da sind vor allem die Preisverzerrungen, die schon in der Natur dieser passiven Anlage-Vehikel liegen, weil da beispielsweise Aktien nicht aufgrund fundamentaler Daten gekauft werden, sondern einfach, weil sie zu einem Index gehören. Oder eben automatisch verkauft werden, weil sie aus einem Index herausfallen. „Studien zeigen, dass auch unter Berücksichtigung von Größe, Region oder Sektor Unternehmen des S&P 500 mit hohem Aufschlag gegenüber Aktien gehandelt werden, die nicht im Index vertreten sind“, berichtet Goran Vasiljevic, Chief Investment Officer bei Lingohr&Partner Asset Management. „Es scheint, als ob Aktien mit einem hohen Anteil gleichartiger passiver Investoren weniger stark auf Unternehmensmeldungen wie etwa Gewinnwarnungen reagieren und Fehlbewertungen demzufolge länger anhalten.“ Angst vor entsprechenden Preisblasen äußert auch Howard Marks, Gründer von Oaktree Capital: „Wenn Vermögen mit dem Autopilot verwaltet werden, kann es schnell zu Exzessen kommen“, meint der Vermögensverwalter, der nach eigener Aussage den Herdentrieb der Index-Industrie fürchtet. Ein Verhalten, das für den Einzelnen zwar aussichtsreich sein kann – aber gefährlich ist, wenn es zu einem Massenphänomen wird.

Handel auf Hochtouren

Geschuldet sind Preisverzerrungen und das Risiko des Herdentreibens auch dem an sich positiven Umstand, dass ETFs so leicht zu handhaben sind. Denn wie sich zeigt, werden diese Produkte auffällig häufig gehandelt. Eine weitere Studie, die dies belegt, ist gerade erst am Donnerstag veröffentlicht worden. Demnach kaufen und verkaufen inzwischen 42 Prozent der Investoren in Europa mehr als 50 Mal im Monat ETFs. Dabei entbehrt es nicht einer gewissen Ironie, dass diese Studie ausgerechnet im Auftrag von Jane Street Capital erstellt wurde – einem New Yorker Händler, der nach eigenen Angaben die Kurse von über 1500 der weltweit rund 7000 existierenden ETFs „pflegt“. Denn diese als „Market Maker“ bezeichneten Kurspfleger sind dafür verantwortlich, dass der Handel mit ETFs auf solch hohen Touren läuft.

Der Hintergrund: Wenn viele

Anleger einen ETF kaufen wollen – zum Beispiel auf den deutschen Leitindex (Dax) – wird er knapper, und damit steigt der Kurs des ETF – ganz so wie bei Aktien eines Unternehmens. Bei einem ETF ist das allerdings ein Problem. Denn wenn der Wert des Korbs stärker steigt als die Kurse der Aktien, die darin liegen, dann bildet der ETF nicht mehr den Wert dieses Aktienkorbes akkurat ab: Es entsteht also ein Unterschied zwischen dem Preis der Aktie im freien Handel und dem Preis der Aktie, welche sich in dem ETF-Korb befindet.

Die Rolle der Kurspfleger

Da kommen Händler wie Jane Street ins Spiel, die für den Herausgeber des ETF schnell Dax-Aktien erwerben, womit diese Aktien teurer werden. Die gekauften Aktien wiederum übergeben sie dem Herausgeber des ETF. Der verwandelt die Dax-Wertpapiere in neue ETF-Anteile, die nun die Anleger kaufen können.

Es passieren also zwei Dinge: Mit ihren Aktienkäufen treiben die Spekulanten erstens die Kurse der Dax-Aktien nach oben. Mit den daraus gebildeten neuen ETF-Anteilen steigt zweitens dessen Angebot, und der ETF-Kurs sinkt entsprechend. Das hat zur Folge, dass der Wert der Papiere im Korb sich wieder dem Wert angleicht, zu dem der ganze Korb gehandelt wird. So sollen diese Kurspfleger auch sicherstellen, dass es immer einen Markt für ETFs gibt, dass Anleger die ETF-Anteile jederzeit reibungslos kaufen und verkaufen können – zu eben jenem Kurs, der den zugrunde liegenden Index widerspiegelt.

Ihr „Lohn“ ergibt sich aus den kurzfristigen Differenzen zwischen ETF-Preis und dem für die unterliegenden Aktien. Es geht um Bruchteile von Cents, die als Preisunterschiede nur für Bruchteile von Sekunden bestehen. Möglich sind diese sogenannten Arbitrage-Gewinne nur mit den Mitteln der Blitzhändler: mit leistungsstarken Computern und schlauer Software. Aber

die vielen kleinen Gewinne summieren sich zu gewaltigen Beträgen. Der Finanzinformationsdienst Bloomberg kalkuliert, dass die Kurspfleger zehn Milliarden Dollar jährlich kassieren. Das übersteigt die sechs Milliarden Dollar an Gebühren, die die Herausgeber der ETFs bekommen – also Anbieter wie Blackrock, Vanguard oder State Street. Kein Wunder also, dass viele



Anlegern alle möglichen ETFs anzubieten ist, wie wenn man Brandstiftern Streichhölzer gibt.

John C. Bogle, Erfinder des Indexfonds

ETF-Anteile nach Berechnungen von Bloomberg vier bis fünf Mal so oft den Besitzer wechseln wie normale Aktien.

Kursabsturz

Und das ist auch schon mal schiefgegangen, so dass es zu erheblichen Kurseinbrüchen kam: am 24. August 2015. Nach wirtschaftlichen Turbulenzen in China brachen an jenem Montagmorgen in New York die Kurse ein. Der Dow Jones Index, zu dem Konzerne wie Boeing und Coca-Cola gehören, verlor in sechs Minuten rund eine Billion Dollar an Wert. Um den Absturz zu stoppen, setzte die Börsenleitung an diesem Vormittag 1237-mal Aktien vom Handel aus. Die Mehrheit betraf ETFs. Die Kurse der Fondsannteile befanden sich teilweise in freiem Fall. Das Kuriosum: Die Aktien, die diese ETFs eigentlich abbilden sollten, verloren weit weniger stark an Wert. Seltsamer noch: ETFs, die auf dem selben Index basierten, notierten unterschiedlich.

Im Laufe des Tages erholten sich die Kurse. ETF-Branchenvertreter gaben der veralteten Technologie und den Regeln der New Yorker Börse die Schuld. Was genau damals passiert ist, darüber besteht

bis heute keine Einigkeit. Fest steht allerdings: Die Arbitrage der Kurspfleger, die Voraussetzung für die Kopplung der ETFs an Aktien, funktionierte zumindest zeitweise nicht, die Differenzen in den Bewertungen hätten sonst nicht auftauchen dürfen.

Solche Aussetzer bergen an den Finanzmärkten immer die Gefahr, eine Panik auszulösen – so wie beim „Schwarzen Montag“ im Jahr 1987, als der Dow Jones 22,6 Prozent seines Werts einbüßte. Der große Börsencrash wurde wohl ausgelöst von dem Konflikt zwischen dem Iran und den USA. Doch zum Debakel machten ihn der damals noch relativ neue Computerhandel und sogenannte Portfolioversicherungen – Produkte, die damals als bahnbrechende Innovation gefeiert wurden – ähnlich wie einst die ETFs.

Regulierer aufgeschreckt

So reagieren Regulierer dies- und jenseits des Atlantiks denn auch nervös auf die Jubelmeldungen der ETF-Anbieter. Zumal unter der Bezeichnung ETF mittlerweile auch komplizierte, zum Teil spekulative Produkte angeboten werden. Zum Beispiel Indexfonds mit abgesicherten Währungskursen. ETFs, die die Kurse von Bank-Darlehen abbilden, die in den USA ähnlich wie Anleihen gehandelt werden können. Produkte, die mit diversen Tricks versuchen, doch noch etwas besser als der jeweilige Index abzuschneiden – was aber mit entsprechendem Risiko verbunden ist. Es gibt ETFs, die drei- und vierfach gehebelt sind, die also drei- oder viermal so stark steigen (oder fallen) wie die zugrunde liegenden Werte, wodurch sich Rendite und Risiko entsprechend vervielfachen. Häufig werden auch ETFs kritisiert, die mit Krediten arbeiten, sich also verschulden, weil das ebenfalls das Risiko erhöht. Und es gibt ETFs, bei denen niemand mehr genau weiß, was er da eigentlich kauft.

Kara Stein, Kommissarin der US-Wertpapieraufsicht (SEC) hat daher unlängst eine Initiative ihrer Behörde angestoßen, diesen Markt stärker zu regulieren. So wollte die SEC die interne Verschuldung der ETFs begrenzen und ein Minimum an Liquidität – also jederzeit veräußerbaren Papieren – vorschreiben, vor allem bei weniger gehandelten Vermögenswerten wie Gold oder Immobilien. Passiert ist bislang noch nichts. Und das obwohl vor allem aus den USA Gefahr droht. Denn dort existieren inzwischen mehr Indizes als Aktien: 6000 Marktbarometer hat Bloomberg gezählt – bei nur noch 4000 Aktien.

So weit sind wir in Deutschland noch lange nicht. Aber auch hier wird die Entwicklung mit Argusaugen verfolgt. So hat die Monopolkommission die Macht der ETFs aus wettbewerbsrechtlichen Gesichtspunkten untersucht, weil sie das Potenzial von Wettbewerbsverzerrungen erkannt hat. Eine „akute Gefahr“ bestehe aber noch nicht, heißt es bei dem Beratergremium der Bundesregierung. Auch die Finanzmarkt-Aufsicht Bafin treibt die wachsende Popularität der ETFs um. „ETFs können kritische Trends am Finanzmarkt durchaus verstärken“, sagt Bafin-Präsident Felix Hufeld. „Plötzliche massive Verkäufe etwa könnten zum Problem werden, vor allem bei börsennotierten Indexfonds mit weniger liquiden Basiswerten.“ Zwar seien die Marktanteile noch überschaubar, aber das Wachstum sei stark. Damit wachse ihr Anteil an der Marktkapitalisierung der ihnen zugrunde liegenden Werte immer weiter. „Deshalb sind wir hier auf Beobachtungsposten. Bei Bedarf müssen die Regeln nachjustiert werden.“



Als Aufsichtsratschef von Blackrock Deutschland wirbt der frühere Unionpolitiker Friedrich Merz auch in Frankfurt für die ETFs. Foto: Karl-Hermann-Flach-Stiftung

Indexfonds und ETFs

„Indexfonds und ETFs haben eine Schnittmenge, aber sie sind nicht identisch“, sagt Thomas Meyer zu Drewer, Leiter des ETF-Geschäfts der Commerzbank. So gibt es zwar passive Indexfonds auf den Dax – aber eben auch ETFs auf den Dax.

Zur Erklärung: Passive Indexfonds folgen generell einem Index, also etwa dem Dax oder dem S&P 500. Sie sind weniger für Privatanleger als für institutionelle Großanleger wie Pensionsfonds oder Versicherungen interessant, denn – ein wichtiger Unterschied – sie werden nicht an der Börse gehandelt. Wer Anteile erwerben möchte, muss sich direkt an die Fondsgesellschaft wenden, und das ist für Privatanleger meist zu auf-

wendig. Die Anbieter berechnen überdies den Nettoinventarwert aller enthaltenen Wertpapiere, zu dem Anleger kaufen und verkaufen können, nur einmal am Tag.

Die in Deutschland bekannten Indexprodukte auf den Dax oder MSCI World sind dagegen in der Regel ETFs, auch wenn sie umgangssprachlich oft „Indexfonds“ genannt werden. Auch die ETFs folgen meist passiv einem Aktienindex wie dem Dax. Ihnen können aber auch der Preis einer Feinunze Gold, die 30 dividendenstärksten Anleihen der Welt oder Immobilien zugrunde liegen. Zentraler Unterschied zu wirklichen Indexfonds ist die Preisfeststellung: Ein ETF wird – wie der Name

„Exchange-Traded Fund“ schon sagt – an der Börse gehandelt. Das heißt, sein Preis wird im Handel laufend festgestellt.

Auch dieser Preis orientiert sich immer am Netto-Inventarwert des Vermögens, welches der ETF abbildet. Der Kurs folgt dabei dem zugrunde liegenden Index meist sehr eng – allerdings nicht perfekt. Schließlich ist für die Preisbildung der Handel mit dem ETF entscheidend, nicht die Index-Entwicklung. Das bedeutet: Der Preis eines ETFs kann sich kurzzeitig von der Entwicklung seines Index entkoppeln – in einer Panikphase zum Beispiel kann der Preis eines Dax-ETFs dann schneller stürzen als der Dax selbst.