

Notenbanker sinnieren über eine Erweiterung ihrer Aufgaben – Beobachter sind skeptisch **SEITE 23**

Trotz sinkenden Leistungen können sich Einkäufe in die Pensionskasse auszahlen **SEITE 24**

Durchblick im Index-Dschungel

Drei Millionen Kursbarometer gibt es – welche man beachten soll, hängt von mehreren Faktoren ab

WERNER GRUNDELEHNER

Wer seine Leistung messen will, braucht eine Referenzgrösse – eine Messlatte. Im Anlagegeschäft sind das die Indizes. Jeder Fonds und jeder kotierte Indexfonds (Exchange-Traded Fund oder ETF) gibt an, womit er sich misst. Die ETF kopieren dabei die Strategie des Indexes eins zu eins. Aber auch ein Vermögensverwalter oder ein Day-Trader will wissen, wie er im Vergleich zu seinem Referenzmarkt abgeschnitten hat.

Um sich ein Bild von den Finanzmärkten zu machen, genüge es, wenn man bei den Aktien die wichtigsten Indizes im Auge behalte, also SMI, DAX, FTSE 100, Dow Jones, S&P 500 und vielleicht noch den Nikkei und den MSCI World, sagt der Index-Experte Alex Hinder von Hinder Asset Management. «Für die Zinsen verfolgt man besser die Zinsentwicklung als die Bond-Indizes; bei den Rohstoffen gilt dasselbe, also Rohstoffpreise statt Indizes», fügt er an.

Bekannt heisst nicht «gut»

Die Bekanntheit bedeutet aber nicht, dass es sich dabei um die «besten» Indizes handelt. So ist etwa der Dow Jones Industrial gar kein Index, sondern ein Average – ein Durchschnittswert. Das Börsenbarometer, das seit dem Jahr 1896 die Hektik der Börsen abbildet, errechnet sich aus dem Durchschnittspreis seiner Aktien, woher die Bezeichnung «Average» kommt. Diese rudimentäre Methode wurde später etwas verfeinert, aber nicht grundlegend verändert. Erstaunlich dabei ist, dass der Dow, dessen 30 Mitglieder durch ein Komitee ausgewählt werden, in der Entwicklung kaum vom Verlauf von «richtigen» Indizes abweicht, die ebenfalls die US-Börse replizieren.

Der vielbeachtete Swiss-Market-Index (SMI) ist dagegen ein wandelndes Klumpenrisiko. Der Leitindex der Schweizer Börse, der nur 20 Aktien umfasst, wird dominiert von den Titeln dreier Konzerne: Nestlé, Novartis und Roche. Im September 2017 wurde diese Einseitigkeit etwas korrigiert, damals erreichte das Indexgewicht der drei fast 65%. Das maximale Gewicht eines Titels darf heute im SMI höchstens noch 18% betragen. In der Praxis kann das Gewicht einer Aktie über diesen Wert steigen, aber beim Anpassungstermin in jedem Quartal wird er wieder adaptiert.

Akzeptanz und Liquidität

Für Hinder gibt es eine einfache Formel, die einen guten Index ausmacht: «Er sollte eine Anlageklasse möglichst breit abdecken, sollte investierbar sowie transparent und nachvollziehbar in der Zusammensetzung sein.» Ein ETF-Experte der UBS definiert sieben Punkte, die einen guten Index ausmachen: Repräsentation des Zielmarktes, Transparenz, Verfügbarkeit, Kontinuität, Unabhängigkeit des Indexanbieters, Reputation, Replizierbarkeit. «Für uns als Produkthanbieter ist wichtig, dass ein Index bei unseren Kunden auf Akzeptanz stösst, zudem arbeiten wir mit Indexanbietern zusammen, um für unsere Kunden neue, innovative Indexkonzepte entwickeln», fügt der UBS-Experte an.

«Äusserst wichtig ist zudem die Liquidität des Indexes – insbesondere für die Notierung des ETF am Sekundärmarkt», sagt Marco Strohmeier, Leiter bei Amundi ETF, Indexing & Smart Beta Sales. Je liquider der Index, desto wettbewerbsfähiger werden die Preise der ETF sein. Amundi habe daher immer die Liquidität der zugrunde liegenden Indizes in den Vordergrund gestellt. Die Liquidität werde während der



Die Eigenschaften von Indizes zu kennen, ist zentral, um ihren Nutzen zu beurteilen.

ILLUSTRATION DANIEL STOLLE

gesamten Lebensdauer des Produkts täglich überwacht.

Seit sich das passive Anlegen gross und stetig steigender Beliebtheit erfreut, steigt die Zahl der Indizes massiv an. Bereits gibt es in den USA mehr Indizes als kotierte Aktien. Nahezu drei Millionen Kursbarometer sind weltweit verfügbar, wie die Index Industry Association, der Weltverband der wichtigsten Indexanbieter, ermittelt hat. Rund drei Viertel dieser Kursbarometer bilden die Wertentwicklung von Aktien ab. Oft wird ein Index auch nur für ein Produkt oder wenige Produkte neu zusammengestellt und berechnet – denn auch ein dividendengewichteter Smart-Beta-ETF braucht einen Index, den er repliziert.

«Im Prinzip sind 99% der Indizes für den Durchschnittsanleger irrelevant», sagt Hinder. Diese deckten sehr viele Spezialsituationen ab, etwa USA ex-Technologie, hinzu kämen Sektorindizes, Faktorindizes, Style-Indizes, Regionalindizes, Indizes gehedged oder nicht gehedged (für verschiedene Referenzwährungen), Bond-Indizes für jedes Rating-Segment usw.

Meist Massanfertigungen

Die Mehrzahl der Indizes wird für institutionelle Investoren massgeschneidert berechnet, um deren Performance im Vergleich mit ihren Anlagerichtlinien zu messen. Auch Kursbarometer, die tief in die Verästelungen diverser Wirtschaftszweige hinabreichen, sind nur für wenige Anleger relevant. Lediglich ein kleiner Teil der erwähnten Millionen von Indizes wird für Investmentprodukte verwendet, die von Privatanwendern gekauft werden können.

Vom Prinzip her sind alle Indizes gleich aufgebaut. Sie erfassen die Preise einer Anzahl von Wertpapieren oder Rohstoffen und bilden deren Wertentwicklung ab. Die Zahl der Positionen je Index variiert jedoch stark. Manche verfolgen nur wenige Werte wie der SMI, andere eine riesige Zahl. Der Bloomberg-Barclays-Global-Aggregate-Bond-Index etwa, einer der wichtigsten Gradmesser für die globale Entwicklung von Obligationen, umfasst über 20 000 festverzinsliche Titel.

Bei den Aktien unterscheidet man zwischen Kursindizes (beziehungsweise

Preisindizes) und Performance-Indizes. Letztere berücksichtigen neben der Wertentwicklung alle Einnahmen, die aus dem Besitz der Indexaktien resultieren, wie Dividenden oder Nennwertrückzahlungen. Ein Preisindex bildet nur die Entwicklung der Aktienkurse im Index ab. Das kann zu unterschiedlichen Einschätzungen des gleichen Marktes führen, wenn man etwa den Swiss-Performance-Index (SPI, Performance-Index) mit dem SMI (Kursindex) vergleicht.

Mit der Schaffung immer neuer Indizes leidet auch die Transparenz. Das zeigt das Beispiel des CBOE-Volatilitäts-Index (Vix), der anzeigt, mit welchen Kursschwankungen die Investoren für den US-Leitindex S&P 500 für die kommenden 30 Tage rechnen. Es wird also nicht die reale Volatilität, sondern die erwartete gezeigt, diese wird aufgrund der Optionspreise errechnet. Dieser Preis richtet sich zu einem grossen Teil danach, wie stark der zugrunde liegende Wert voraussichtlich schwankt. Rechnet der Optionshändler mit starken Kursschwankungen (Volatilität), steigt der Preis für die Option und umgekehrt. Diese in Optionen eingepreiste Volatilität heisst auch «implizite Volatilität». 2018 kam der Verdacht auf, dass der Vix manipuliert werde. Optionshändler würden über spezielle Algorithmen Preise für Optionen stellen, ohne dass die Optionen jemals gehandelt würden. Die Anschuldigungen wurden jedoch vor Gericht abgeschmettert.

Wenige Anbieter dominieren

Das globale Indexgeschäft wird von wenigen Anbietern dominiert. Diese Unternehmen stellen den Index zusammen, definieren Regeln für die Aufnahme und das Ausscheiden einzelner Titel und berechnen den Indexstand. Zu den führenden Anbietern gehören MSCI, Stoxx, S&P Dow Jones, FTSE, Russell und Bloomberg. Bekannte Indizes aus diesen Häusern sind etwa der MSCI World für globale Aktien oder der Stoxx Europe 600, ein breites Kursbarometer für europäische Aktien. Auch der deutsche Leitindex DAX wird von Stoxx berechnet.

Sobald ein Vermögensverwalter einen Index für ein Anlageprodukt nut-

zen will, werden Gebühren fällig. Gerade der Siegeszug der passiven Anlageinstrumente hat den Indexanbietern ein lukratives Geschäft beschert. Heisst das, einen Index zu verwenden, wird günstiger, je mehr Anbieter ihn für grössere Marktvolumen nutzen? «Eher nein. Je mehr Leute beziehungsweise Vermögensverwalter einen Index benutzen, desto wertvoller ist dieser, und die Kosten werden sicherlich nicht reduziert», sagt Alex Hinder. Gerade MSCI habe eine sehr starke Marktstellung, und selbst Vanguard als Vermögensverwaltungsgigant habe nicht die gewünschte Verbilligung erhalten, so dass der Asset-Manager teilweise eigene, ähnliche Indizes entwickelt habe. Damit kann Vanguard nun die Index-Lizenzkosten vermeiden.

Wettbewerb nützt ETF-Käufern

«Die Tatsache, dass verschiedene ETF den gleichen Index abbilden, kann für ETF-Anleger punkto Kosten von Vorteil sein – Wettbewerb belebt auch hier das Geschäft», sagt Strohmeier. Die Wettbewerbsfähigkeit eines ETF stehe hingegen in keinem direkten Zusammenhang mit den von den Indexanbietern geforderten Lizenzgebühren, die je nach Preispolitik des Indexanbieters variierten.

Über die Höhe der Lizenzgebühren geben weder die Indexanbieter noch die ETF-Gesellschaften im Detail Auskunft. Die Indexanbieter seien in der Ausgestaltung der auf Indizes erhobenen Gebühren für deren Nutzung generell frei, antwortet der ETF-Experte der UBS. «Zu unterscheiden sind hier eine Gebühr für die Datennutzung, für die meist ein Fixkostenbetrag erhoben wird, und eine Gebühr für die Intellectual-Property-Rechte eines Indexes, d. h. für die Verwendung des Namens eines Indexes», fügt er an.

«Die Zahl der Indizes wird weiter zunehmen, da sich die Vermögensverwaltungsbranche laufend weiterentwickelt und versucht, neue Produkte zu lancieren», sagt Hinder. So gesehen, gebe es aber keine sinnlosen Indizes ohne Nutzen. Die Frage sollte eher sein, ob unsinnige Finanzprodukte auf dem Markt seien. Und die gibt es gemäss Hinder zweifellos.

Märkte und Meinungen Bedrohung durch Zombies

ANNE-BARBARA LUFT

Sollte man Angst vor einer Zombie-Apokalypse haben? Gibt es Grund zur Sorge, dass ein unheimlicher Virus Menschen in untote, willenlose Wesen verwandelt, die sich auf die Jagd nach allen nichtinfizierten Personen machen? Fachleute geben diesbezüglich Entwarnung. Tatsächlich besorgniserregend ist hingegen die steigende Zahl sogenannter Zombie-Firmen, die eine Bedrohung für den Kapitalmarkt und die konjunkturelle Entwicklung darstellen. Unternehmen, deren Erträge geringer sind als ihre laufenden Zinskosten, nennt man Zombie-Firmen. Sie können sich nur mit der Aufnahme neuer, sehr günstiger Schulden künstlich am Leben halten. Die Zahl dieser Firmen ist alarmierend hoch. Laut der Bank of America Merrill Lynch sind 548 Unternehmen aus OECD-Staaten derzeit nur deswegen nicht Konkurs gegangen, weil sie sich durch neues, günstigeres Fremdkapital refinanzieren können. In einem Umfeld höherer Zinsen wäre die Zahl der Pleiten entsprechend höher und die Population der Zombie-Firmen deutlich kleiner.

Die Politik der niedrigen Zinsen sollte sicherstellen, dass die Wirtschaft in den USA und Europa auf Wachstumskurs bleibt. Kleinste Anzeichen einer Abkühlung wurden von der Fed und der Europäischen Zentralbank zum Anlass genommen, mit niedrigeren Zinsen oder Anleihekaufprogrammen gegenzusteuern. Das extrem niedrige Zinsniveau hat sich nun als Nährboden für Zombie-Firmen entpuppt. Die Zinspolitik könnte also ihr Ziel verfehlen: Statt eine Rezession zu verhindern, könnte die hohe Verschuldung der Unternehmen selbst zum Auslöser für einen konjunkturellen Abschwung wer-

Das extrem niedrige Zinsniveau hat sich als Nährboden für Zombie-Firmen entpuppt.

den. Auch wenn dieses Horrorszenario nicht eintritt, würde eine Pleitewelle bei Zombie-Firmen eine mögliche konjunkturelle Abschwächung noch verschlimmern. Nun kann man argumentieren: Höhere Zinsen sind auf mittlere Sicht gar nicht vorstellbar, wo liegt also das Problem? Die Gefahr liegt aber nicht nur in steigenden Finanzierungskosten, sondern auch in einer Verschlechterung der Ertragsituation der Unternehmen. Diese kann von zahlreichen Faktoren ausgelöst werden: einer Abschwächung der Konjunktur, strukturellen Veränderungen in einzelnen Branchen, einer Verschärfung des Handelskonflikts oder auch einer Zuspitzung geopolitischer Krisen. Der weltweite Schuldenberg dürfte bis zum Jahresende auf über 255 Bio. \$ anwachsen. Am stärksten steigt derzeit die Staatsverschuldung, doch schon auf Platz zwei folgen die Schulden von Unternehmen. In den kommenden fünf Jahren müssen allein US-Unternehmen Anleihen mit einem Volumen von 4 Bio. \$ zurückzahlen.

Was die meisten Zombie-Firme gemeinsam haben, ist das Fehlen eines Happy End – es gibt einfach kein Entkommen. Anleger sind Zombies hingegen nicht ausgeliefert. Investoren müssen der Versuchung der vergleichsweise attraktiven Renditen von untoten Firmen widerstehen und sich keine Wiedergänger ins Depot legen. Die Schuld an der Misere den Zentralbanken zuzuschreiben, wird Anleger nämlich auch nicht vor Verlusten schützen.