

**SCHWEIZER
PERSONAL
VORSORGE**

**PREVOYANCE
PROFESSIONNELLE
SUISSE**

Passives Investieren

Keine Gefahr für die Märkte

L'investissement passif

Pas de risque pour les marchés

Andreas Homberger, Hinder Asset Management AG



Passives Investieren

Keine Gefahr für die Märkte

Die hohen Zuflüsse in ETFs und Indexfonds haben in jüngster Zeit vermehrt Kritiker auf den Plan gerufen. Die häufigsten Kritikpunkte sind dabei nicht wirklich stichhaltig.

IN KÜRZE

ETFs und passive Anlagefonds führen nicht zu einem Einheitsbrei an den Börsen. In Extremsituationen kann ihre Liquidität zwar leiden – doch liegt dies daran, dass die Liquidität aller Assets in solchen Momenten fehlt.

Die Kritik an passiven Anlageinstrumenten fokussiert sich auf drei Aspekte: Erstens wird argumentiert, dass der globale Markt für passive Anlagen von nur drei Anbietern dominiert werde. Zweitens meinen die Kritiker, dass das «blinde» Kaufen aller in einem Index enthaltenen Titel zu Fehlbewertungen und einer ineffizienten Kapitalallokation führe. Drittens wird angeführt, dass ETFs die Marktvolatilität erhöhten. Eine eingehende Analyse zeigt, dass die vor allem von aktiven Vermögensverwaltern geäußerte Kritik übertrieben ist.

Erfolgsgeschichte passive Anlagen

Derzeit sind global gut 5000 Mrd. Dollar in ETFs investiert und ein mindestens ähnlich hoher Betrag in passiv verwalteten Anlagefonds. Seit 2008 haben ETFs auf dem US-Aktienmarkt mehr als 1500 Mrd. Dollar Zuflüsse erhalten, während der beinahe gleich hohe Betrag aus aktiv verwalteten Fonds abgeflossen ist (siehe Grafik 1, Seite 81). Heute werden zwischen 10 und 15 Prozent aller US-Aktien von passiv verwalteten Fonds gehalten.

Die drei grössten Verwalter passiver Fonds¹ sind Hauptaktionäre bei 78 Prozent der 3900 in den USA gelisteten Aktien. Zusammen genommen haben sie einen Anteil von 70 Prozent am globalen Markt für passive Anlagen.

Kritikpunkte

Die Kritiker verwenden harte Worte. Analysten der Firma Sanford Bernstein (ein Verwalter von aktiven Fonds) haben passive Anlagen als «schlimmer als Marxismus» bezeichnet. Andere verlangen gar, dass man passive Fonds ganz verbieten solle.

Wie einleitend erwähnt, geht die Kritik in drei Richtungen:

- Marktmacht der drei grossen US-Anbieter
- Verzerrung der Kapitalallokation und Senkung der Markteffizienz
- Negativer Einfluss auf Marktliquidität und Verstärkung der Marktvolatilität

Marktmacht der drei grossen Anbieter

Behauptung

Die Dominanz der drei grossen US-Anbieter führt zu ungenügendem Wettbewerb.

Antwort

Der Anteil der grossen Drei am globalen Markt für passive Fonds ist von knapp 60 Prozent im Jahr 2001 auf rund 70 Prozent Ende 2016 angestiegen (Grafik 2). Die Konzentration hat zwar etwas zugenommen, war aber schon immer hoch. Die oligopolistische Struktur ist dennoch ein berechtigter Kritikpunkt.

Viele Anbieter, vor allem in Europa, haben sich lange gesträubt, den Indexierungstrend mitzumachen, da die Verwaltung von aktiven Fonds um ein Mehrfaches lukrativer ist. Ein ETF auf den US-Aktienmarkt kostet derzeit noch 0.05 bis 0.08 Prozent. Es verbleibt eine Marge von 0.02 bis 0.05 Prozent – ein Bruchteil der Marge eines aktiven Fonds. In den letzten Jahren wurden die Preise permanent gesenkt, sodass man kaum von mangelndem Wettbewerb sprechen kann.

Behauptung

Indexinvestoren nehmen die Mitbestimmungsrechte weniger wahr als aktive Investoren.

Antwort

Alle grossen Anbieter nehmen ihre Stimmrechte genauso wie viele aktive In-

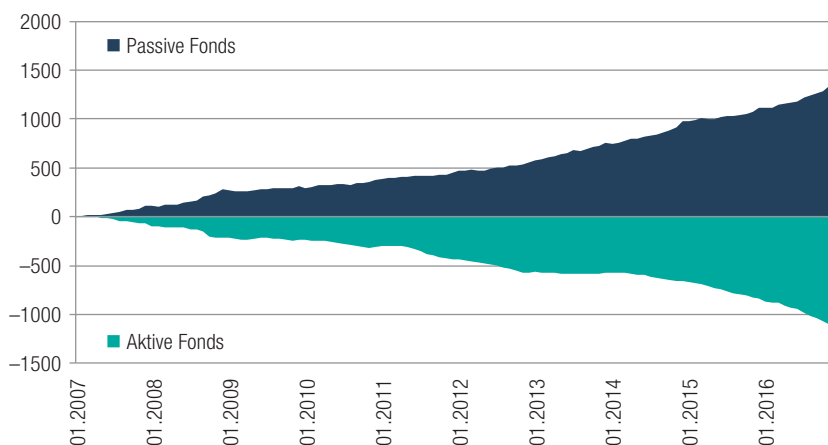


Andreas Homberger

Dr. oec.,
Hinder Asset Management AG,
Leiter Research

¹ Black Rock, Vanguard und State Street.

Zu- und Abflüsse in Fonds (in Milliarden Dollar, kumuliert)



Quelle: ICI

vestoren wahr. Da ein Indexfondsmanager im Gegensatz zu einem aktiven Manager ein schlecht geführtes Unternehmen nicht einfach verkaufen kann, sind die Manager ebenfalls nicht bereit, anlegerunfreundliche Praktiken hinzunehmen. Dank ihrer Grösse haben sie auch entsprechende Macht. Einer der drei grossen Anbieter hat nach eigenen Angaben über zwölf Monate betrachtet in 39 Prozent der Fälle zugunsten der Anträge von aktivistischen Investoren gestimmt und in 33 Prozent der Fälle die Anträge des Managements gutgeheissen. Alle grossen Anbieter haben Reglemente zur Stimmrechtswahrnehmung und legen das Abstimmungsverhalten auf ihrer Website offen.

Rückgang der Markteffizienz*Behauptung*

Passive Investoren kaufen einfach alle Titel im Index und machen so den Markt weniger effizient. Sie achten nicht darauf, ob ein Unternehmen besonders gute Perspektiven hat, den Gewinn maximiert oder eine einwandfreie Unternehmensführung aufweist. Die Anbieter von Indexfonds haben nach Ansicht der Kritiker keine Anreize, die einzelnen Unternehmen zu einer Maximierung des Aktionärsnutzens anzutreiben.

Antwort

Bisher hat der steigende Anteil passiver Fonds nicht dazu geführt, dass mehr aktive Manager den breiten Marktindex übertreffen. So erzielten 2016 nur rund 30 Prozent der Fonds auf dem S&P 500-Index eine überdurchschnittliche Performance. Bei Small Cap Fonds waren es lediglich 15 Prozent. Es scheint also, als genüge der Anteil passiver Anlagen bis anhin noch nicht, um die Markteffizienz zu beeinträchtigen.

Anteil der drei grössten Anbieter am Gesamtmarkt der Index-ETFs und Indexfonds



Quelle: Pictet/Broadridge

Eigentlich müssten die aktiven Fondsverwalter froh sein: je mehr Geld «passiv» verwaltet wird, desto besser sind die Chancen eines aktiven Managers, den Markt zu schlagen. Es gibt daher ein natürliches Gleichgewicht zwischen aktiver und passiver Verwaltung: Wird die Effizienz der Informationsverarbeitung durch einen (zu) hohen Anteil passiver Anlagen verringert, steigt die Chance auf eine Zusatzperformance durch intensives Research, kombiniert mit aktivem Management. Es wird wieder mehr Research gemacht und die Investoren werden die resultierenden Möglichkeiten zur Zusatzperformance nutzen. Die Existenz dieses

Gleichgewichts wurde von Grossman/Stiglitz schon im Jahr 1980 analytisch nachgewiesen.

Hinzu kommt, dass ein Aktienindex viel weniger passiv ist als gemeinhin angenommen. Vergleicht man die Indexzusammensetzung des S&P 500 von 1990 und heute, stellt man fest, dass mehr als 90 Prozent der Titel ausgetauscht worden sind.

Korrelationen, Volatilität und Liquidität*Behauptung*

Die Korrelation zwischen den einzelnen Aktien im Index hat zugenommen. Dadurch erhöht sich die Volatilität und die Diversifikationseffekte sinken.

Antwort

In den letzten Jahren ist die durchschnittliche Korrelation zwischen den einzelnen Aktien nicht gestiegen, sondern tendenziell sogar gesunken. Weder die Volatilität der Aktienindizes noch die von Einzelaktien ist systematisch gestiegen. Angestiegen sind hingegen die Korrelationen zwischen den grossen Aktienindizes. Steigende Korrelationen können ein Anzeichen für negative Effekte von passiven Anlagen in Bezug auf die Diversifikation sein. Sie müssen aber nicht. Es ist durchaus plausibel, dass die Korrelationen deswegen steigen, weil sich die Wirtschaft global (und damit die Gewinne von Aktien) synchroner entwickelt als noch vor 10 oder 20 Jahren. Ein anderer Grund könnte sein, dass wir uns seit 2009 in einem Bullenmarkt befinden, sodass Preisanstiege auf Indexstufe weitgehend parallel verlaufen.

Behauptung

In turbulenten Zeiten weichen Preis und Inventarwert von ETFs voneinan-

der ab. Durch die permanente Handelbarkeit von ETFs wird dem Anleger suggeriert, er könne jederzeit zu tiefen Kosten ein- und aussteigen. Wenn es nun zu einer Krisensituation kommt, ist diese Liquidität kaum vorhanden oder sie erhöht die Kursschwankungen in den zugrundeliegenden Titeln.

Antwort

In Zeiten starker Marktturbulenzen kann bei ETFs tatsächlich der Preis des Fonds vom inneren Wert abweichen. Studien zeigen, dass der innere Wert eines ETFs innerhalb des Handelstages um bis zu 2 Prozent vom aktuellen Preis abweichen kann. Nur: Diese Abweichungen wurden in Extremsituationen beobachtet, in denen ein Grossteil der Aktien entweder vom Handel ausgesetzt war oder die Aktien innert Sekunden grosse zweistellige Verluste erlitten.

In einer solchen Situation sind Abweichungen von 2 Prozent als gering einzustufen. Ein ETF kann (wie die Futures-Märkte auch) keine Liquidität

herbeizaubern – wenn der Basismarkt nicht liquide ist, hat auch der ETF eine limitierte Liquidität.

Zusammenfassung

Die Kritik am Indexierungstrend verfolgt Partikularinteressen und ist in vielen Bereichen unzutreffend. Wir sind der Meinung, dass die Konkurrenz zum Vorteil der Anleger härter wird, und behauptete Nachteile wie Verringerung der Marktineffizienz und ineffiziente Kapitalallokation noch lange nicht eintreten werden. Ein starker Wettbewerb zwischen aktiven und passiven Managern ist im Interesse der Investoren. |

L'investissement passif

Pas de risque pour les marchés

Face à la popularité grandissante des ETF et des fonds indiciels, des voix s'élèvent pour les critiquer. Mais la plupart des critiques sont infondées.

Trois reproches sont régulièrement formulés par ceux qui fustigent les instruments de placement passifs. Tout d'abord, ils argumentent que seulement trois vendeurs dominent le marché global des placements passifs. Ils affirment aussi que l'achat «aveugle» de tous les titres contenus dans un indice a pour conséquence de fausser les évaluations et que l'allocation de capitaux devient inefficace. Enfin, ils accusent les ETF d'augmenter la volatilité du marché. Une analyse approfondie montre que ces critiques, avant tout proférées par les gérants de fortune actifs, sont totalement exagérées.

L'histoire à succès des placements passifs

Près de 5000 milliards de dollars sont actuellement engagés dans les ETF à l'échelle globale et à peu près autant dans les fonds de placement à gestion passive. Depuis 2008, les ETF ont attiré plus de 1500 milliards de dollars aux États-Unis et dans le même temps, les fonds à gestion active ont subi une hémorragie de fonds du même ordre de grandeur (voir illustration 1, page 81). Environ 10 à 15% de toutes les actions américaines se trouvent désormais entre les mains de fonds à gestion passive.

Les trois principaux gérants de fonds passifs¹ figurent parmi les plus grands actionnaires de 78% des actions listées aux États-Unis. À eux trois, ils détiennent 70% du marché global des placements passifs.

Points critiqués

Les opposants à cette évolution ne mâchent pas leurs mots. Les analystes de la société Sanford Bernstein (un gérant de fonds actifs) estiment que les placements passifs sont «pires que le mar-

xisme». D'autres vont même jusqu'à réclamer l'interdiction pure et simple des fonds passifs.

Comme mentionné en début d'article, les critiques portent sur trois points:

- Domination du marché par les trois grands vendeurs américains
- Distorsion de l'allocation de capitaux et diminution de l'efficacité du marché
- Impact négatif sur la liquidité du marché et volatilité accrue du marché

Domination du marché par les trois grands vendeurs américains

Thèse

À cause de la suprématie des trois grands vendeurs américains, le marché n'est pas assez compétitif.

Réfutation

Entre 2001 et fin 2016, la part du triumvirat qui domine le marché global des fonds passifs a passé de tout juste 60% à environ 70% (illustration 2). La concentration a certes un peu augmenté, mais elle a toujours été élevée. La structure oligopolistique est critiquée à juste titre.

Beaucoup de vendeurs, en particulier les européens, se sont longtemps opposés à la tendance à l'indexation parce que la gestion de fonds actifs est nettement plus lucrative. Un ETF portant sur le marché d'actions américain coûte actuellement encore entre 0.05 et 0.06%. Il reste une marge de 0.02 à 0.05% – ce qui n'est rien comparé à la marge d'un fonds actif. Les prix ont d'ailleurs régulièrement été abaissés ces dernières années, ce qui contredit l'argument du manque de compétitivité.

Thèse

Les investisseurs indiciels exercent moins leurs droits d'actionnaires que les investisseurs actifs.

EN BREF

Les ETF et les fonds de placement passifs n'entraînent pas une uniformisation à outrance des bourses. Leur liquidité peut effectivement souffrir dans les situations extrêmes, mais seulement parce que tous les actifs ont un problème de liquidité dans ces moments-là.

Réfutation

Tous les grands vendeurs exercent leurs droits de vote à l'instar de nombreux investisseurs actifs. À la différence d'un gérant actif, un gérant de fonds indiciels ne peut pas simplement se défaire d'une entreprise mal gérée, ces gérants ne sont donc pas non plus prêts à accepter des pratiques contraires aux intérêts de leurs investisseurs. Et leur taille leur confère la puissance nécessaire pour se faire entendre. Un des trois grands vendeurs a indiqué que sur douze mois, il avait soutenu les propositions d'investisseurs activistes dans 39% des cas contre 33% de votes favorables au management. Tous les grands vendeurs ont établi des règlements régissant l'exercice du droit de vote et publient leur comportement de vote sur leur site Web.

Diminution de l'efficacité du marché

Thèse

En achetant simplement des titres de l'indice, les investisseurs passifs portent atteinte à l'efficacité du marché. Ils ne cherchent pas à savoir si les perspectives d'une entreprise sont particulièrement bonnes, si elle maximise ses résultats ou si sa gestion d'entreprise est irréprochable. Aux yeux des critiques, rien ne

¹ Black Rock, Vanguard et State Street.

pousse les vendeurs de fonds indiciels à inciter les entreprises individuelles à maximiser le bénéfice des actionnaires.

Réfutation

Jusqu'à présent, le nombre de gérants actifs qui dépassent l'indice élargi du marché n'a pas augmenté, bien que les fonds passifs gagnent du terrain. En 2016 par exemple, seulement 30% environ des fonds ont réussi à battre l'indice S&P 500. Et ils étaient à peine 15% dans les fonds de petite capitalisation. La proportion de placements passifs ne semble donc pas encore suffire pour détraquer l'efficacité du marché.

En réalité, les gérants de fortune actifs devraient être contents: plus le volume des fonds à gestion «passive» augmente et plus un gérant actif a de chances de battre le marché. Il existe donc une sorte d'équilibre naturel entre gestion active et passive: si le traitement de l'information perd en efficacité à cause d'une proportion (trop) élevée de placements passifs, on aura plus de chances de générer une surperformance grâce à des recherches intenses et à une gestion active. D'ailleurs, les recherches se multiplient et les investisseurs pourront profiter des opportunités en découlant pour générer une surperformance. Grossman/Stiglitz avaient déjà analysé et prouvé l'existence d'un tel équilibre dès 1980.

A cela s'ajoute qu'un indice d'actions est beaucoup moins passif qu'on a tendance à le penser. Si l'on compare la composition de l'indice S&P 500 de 1990 à celle d'aujourd'hui, on s'aperçoit que plus de 90% des titres y ont changé.

Corrélations, volatilité et liquidité

Thèse

La corrélation entre les actions d'un indice s'est accrue. Il en résulte aussi une plus grande volatilité et une diminution des effets de diversification.

Réfutation

La corrélation moyenne entre actions n'a pas augmenté ces dernières années, elle a même tendance à diminuer. Ni la volatilité des indices d'actions, ni celle d'actions individuelles ne s'est accrue systématiquement. En revanche, les corrélations entre les grands indices d'actions se sont renforcées. Une intensification des corrélations peut être le signe que les placements passifs affectent la diversification, mais rien ne le prouve. Il semble tout à fait plausible que les corrélations montent parce que l'économie (et avec elle les bénéfices dégagés sur les actions) évolue globalement de façon plus synchrone qu'il y a 10 ou 20 ans. Une autre explication possible, c'est que nous vivons dans une période haussière depuis 2009 et que de ce fait, les prix progressent plus ou moins parallèlement au niveau des indices.

Thèse

En période de turbulences, l'écart se creuse entre le prix et la valeur d'inventaire des ETF. Comme les ETF sont négociables en permanence, on suggère à l'investisseur qu'il peut à tout moment y entrer ou en sortir à un coût modéré. Mais en situation de crise, cette liquidité est pratiquement inexistante ou alors elle exacerbe les fluctuations de cours des titres sous-jacents.

Réfutation

En période de fortes turbulences du marché, le prix des fonds peut effectivement s'écarter de la valeur intrinsèque des ETF. Des études ont montré jusqu'à 2% d'écart entre la valeur intrinsèque d'un ETF et le prix actuel en un seul jour de transaction. Mais ces différences ont été observées dans des situations extrêmes de suspension des transactions pour une majeure partie des actions ou de chutes de cours à deux chiffres en quelques fractions de seconde.

Dans des situations pareilles, des différences de 2% paraissent plutôt modestes. Un ETF ne peut pas accomplir de miracles en matière de liquidité (les marchés à terme non plus) – si le marché de base n'est pas liquide, la liquidité de l'ETF sera également limitée.

Conclusion

Derrière les critiques de la tendance à l'indexation se cachent souvent des intérêts partisans et des allégations injustifiées à de nombreux égards. Nous estimons au contraire que le marché gagne en compétitivité au profit des investisseurs. Nous pensons aussi que nous sommes encore loin d'une situation où l'efficacité du marché et l'allocation efficiente des capitaux seraient compromises. Pour les investisseurs, la rivalité entre gérants actifs et passifs est une bonne chose. **I**

Andreas Homberger