



Andreas Homberger ist seit 2013 Head of Research der Hinder Asset Management AG in Zürich.

## Kritik des Indexierens hat kurze Beine

**D**ie hohen Zuflüsse in ETF und Indexfonds haben Kritiker, vor allem aktive Manager, auf den Plan gerufen. Die Kritik fokussiert sich auf drei Aspekte: Senkung der Markteffizienz, negativer Einfluss auf Marktliquidität sowie die Verstärkung der Marktvolatilität. Unsere Analysen zeigen, dass die geäusserte Kritik eher spekulativer Natur ist.

*Rückgang der Markteffizienz:* Kritisiert wird, dass passive Investoren nicht darauf achten würden, ob ein Unternehmen besonders gute Perspektiven hat oder den Gewinn maximiert. Sie würden somit nicht zur «Preisfindung» der einzelnen Aktien beitragen und die Markteffizienz damit beeinträchtigen. Bisher hat der steigende Anteil passiver Fonds nicht dazu geführt, dass mehr aktive Manager den breiten Marktindex übertreffen. Es scheint, als genüge der Anteil passiver Anlagen bis anhin nicht, um Markteffizienz und Preisfindung zu beeinträchtigen. Eigentlich sollten die aktiven Fondsverwalter froh sein: je mehr Geld passiv verwaltet wird, desto besser die Chancen, den Markt zu schlagen.

*Korrelationen und Volatilität:* Die Kritiker führen an, dass die Korrelation zwischen den einzelnen Aktien im Index zugenommen habe. Dadurch erhöhe sich die Volatilität und die Diversifikationseffekte sänken. In den letzten Jahren ist die durchschnittliche Korrelation zwischen den einzelnen Aktien nicht gestiegen,

sondern sogar gesunken und die Volatilität ist nicht systematisch gestiegen. Angestiegen sind hingegen die Korrelationen zwischen den grossen Aktienindizes. Es ist durchaus plausibel, dass die Korrelationen deswegen steigen, weil die Wirtschaftsentwicklung global synchroner verläuft als früher. Ein anderer Grund könnte sein, dass wir uns seit 2009 in einem Bullenmarkt befinden. Mit passiven Anlagen hat beides nichts zu tun.

*Liquidität:* Die Kritik lautet, dass durch die permanente Handelbarkeit von ETF dem Anleger suggeriert werde, er könne jederzeit zu tiefen Kosten handeln. Wenn es zu einer Krisensituation komme, sei diese Liquidität kaum vorhanden. Studien zeigen tatsächlich, dass der innere Wert eines ETF innerhalb des Handelstages um bis zu zwei Prozent vom Kurs abweichen kann. Nur: diese Abweichungen wurden in Extremsituationen wie beispielsweise den Flash Crashes beobachtet, in denen ein Grossteil der Aktien entweder vom Handel ausgesetzt war oder die Aktien innert Sekunden zweistellige Verluste erlitten. In einer solchen Situation sind Abweichungen von zwei Prozent als gering einzustufen. Wenn ETF auf illiquiden Anlagen basieren, wird es in Krisenzeiten tatsächlich problematisch. Die Ursache liegt hier bei den illiquiden Basismärkten und nicht beim ETF selbst. Ein ETF kann immer nur so liquide sein wie der zugrundeliegende Markt.

Die Kritik am Indexierungstrend verfolgt unserer Meinung nach Partikularinteressen und ist in vielen Bereichen unzutreffend oder übertrieben. Tatsache ist, dass die Konkurrenz zum Vorteil der Anleger härter wird. Derzeit deutet wenig auf eine Verringerung der Marktineffizienz hin. Ken French hat errechnet, dass der durchschnittliche Investor seinen Ertrag pro Jahr um 0,67 Prozent steigern kann, wenn er passiv investiert. Es muss sehr viel passieren, bis dieser Effekt durch mögliche Marktverzerrungen neutralisiert wird. ■