

GASTKOLUMNE

Gefahren im ETF-Markt

INDEXPRODUKTE *Nach dem Rekordwachstum der letzten Jahre ist eine Pause nötig. Es gibt einige Bereiche, die Regulatoren und Analysten eingehender ausleuchten sollten.*

Die in Exchange Traded Funds (ETF) verwalteten Vermögen sind von kaum mehr als null Anfang der Nullerjahre exponentiell auf 5,6 Bio. \$, davon 3,6 Bio. allein in den USA, gestiegen. In der Schweiz entfallen mit 122 Mrd. Fr. über 10% des Fondsmarktes auf ETF. Dieses Jahr hat sich der Trend verlangsamt. Das wirft die Frage auf, ob das Wachstum der passiven Investments, angeführt von den ETF, sich bald dem Ende zuneigt.

Passive Anlagen eignen sich für boomende Märkte. In sinkenden indes ermöglicht aktives Anlegen ein defensiveres Vorgehen. Aktive Manager sind zudem besser in der Lage, die Spreu vom Weizen zu trennen. Drehen die Märkte dereinst, dürfte es für das rasante Wachstum der ETF deshalb schwierig werden.

Eine Atempause ist aber ohnehin willkommen. Im Bereich passiver Anlagen gibt es einige Graubereiche, die Regulatoren und Analysten eingehender ausleuchten sollten. So wissen wir nicht, wie sich die Liquidität in ETF in Stressphasen entwickelt, vor allem in Produkten, die sich auf wenige liquide Anlageklassen wie Unternehmensanleihen und Schwellenländeraktien beziehen. Zurzeit profitieren Investoren von her-

vorragender Handelbarkeit dieser Vehikel – also von einer hohen Liquidität – im Sekundärmarkt, die diejenige im direkten Handel der zugrundeliegenden Assets deutlich übertrifft.

Es scheint, als würden ETF wie von Zauberhand Liquidität generieren. Es gilt jedoch, sich vor Augen zu führen, dass die Liquidität im ETF-Sekundärmarkt auf das reibungslose Funktionieren des Primärmarktes angewiesen ist, also des Handels in den unterliegenden Werten. Kreditmarkt-ETF etwa hängen davon ab, dass die ETF-Market-Makers Corporate Bonds kaufen und verkaufen können. Machen Anleger im Sekundärmarkt Druck, etwa in einer Marktflaute, ist nicht gesichert, dass sie stets die gewohnte Marktliquidität vorfinden. Möglicherweise müssen sie bedeutende Abschläge zum Basiswert akzeptieren. Diese Feuerprobe steht noch aus.

Das Zweite, was für eine Atempause spricht, hat mit den Auswirkungen des passiven Investierens auf die Corporate Governance zu tun. An der GV unterstützen die grössten passiven Manager in über 90% der Fälle die Vorschläge des Managements. Das steht im Einklang mit ihrem Mandat, das ja einzig darin besteht, einen Index zu replizieren. Zudem sind die Emittenten nicht frei von

Interessenkonflikten. Sie betreuen Geschäfte und Mandate von Unternehmen, an denen sie beteiligt sind. Auch ist es unwahrscheinlich, dass sie exzessive Löhne kritisieren, weil es sie auch in der Finanzbranche gibt. Mit Blick aufs gesunde Funktionieren des marktwirtschaftlichen Systems ist es besorgniserregend, dass in immer mehr kotierten Unternehmen Aktionäre ihre Kontrollfunktion nicht ausüben.

So kommt die Wachstumsverlangsamung zum richtigen Zeitpunkt. Wir sollten das Augenmerk vermehrt auf die Marktrisiken richten, die diese Investmentvehikel bergen, sowie auf die Herausforderungen, die der Mangel an Kontrolle durch die Anteilseigner für das Funktionieren der Marktwirtschaft mit sich bringt.



Francesco Franzoni, Finanzprofessor, Università della Svizzera italiana und SFI (Swiss Finance Institute)

BILD: ZVG