

# Intelligente ETF Revolution: Effiziente Investmentprodukte für ineffiziente Märkte



*Von Thibaud de Cherisey*  
Product Manager ETF, Invesco

Dass Aktienmärkte nicht immer effizient sind, wissen wir nicht erst seit dem Platzen der Technologieblase zu Beginn des neuen Jahrtausends. Und der an Unter- und Übertreibungen stimmungsanfälliger Märkte gewöhnte Investor wird die Hypothese, dass der Aktienkurs eines Unternehmens stets die bestmögliche Schätzung des Unternehmenswerts darstelle, auch geflissentlich von sich weisen. Trotzdem sind weltweit nach wie vor enorme Summen an Geldern in Anlageprodukten investiert, die dieser Grundannahme des Capital Assets Pricing Model (CAPM) de facto folgen – weil sie als Indexfonds auf Indizes gründen, deren Zusammensetzung vom Marktwert der einzelnen Unternehmen abhängt.

Die grundsätzliche Beliebtheit der Exchange Traded Funds (ETFs), die in den vergangenen Jahren ein stürmisches Wachstum erfahren haben, ist einfach nachzuvollziehen. Denn gera-

de vor dem Hintergrund der enormen Vielfalt und Komplexität der heutzutage verfügbaren Anlageprodukte bestechen sie durch ihre Einfachheit, Transparenz und Liquidität. Was vielen Anlegern nicht bewusst zu sein scheint, ist die Tatsache, dass die meisten dieser Indexfonds auf Indizes basieren, die als Investmentvehikel erhebliche Defizite aufweisen – weil sie tatsächlich nie als solche gedacht waren. Denn konzipiert wurden marktwertgewichtete Indizes wie der S&P 500 und der Dow Jones, um Kursbewegungen von Märkten und Marktsegmenten zu erfassen.

Obwohl die auf gängigen Indizes basierenden ETF-Produkte sicher ihre Stärken haben, bergen sie daher auch Risiken, die ein diversifiziertes Investment nicht haben sollte. So hat das Fehlen des Fondsmanagements bei traditionellen Indizes auch eine Kehrseite: Da es niemanden gibt, der gegensteuert, machen Indexfonds nicht nur die Höhenflüge, sondern ebenfalls alle Korrekturen des entsprechenden Index mit – sind der Launenhaftigkeit der Marktbewertungen also praktisch ungeschützt ausgesetzt.

Da die Gewichtung nahezu aller gängigen Aktienindizes heute auf der Marktkapitalisierung oder dem Streubesitzanteil basiert, steigt die Bewertung der Aktien, je besser die Kurse gelaufen sind. Die Folge: In einem Boom werden bereits teure Titel immer stärker berücksichtigt, günstige Titel fallen immer weiter zurück. Negativ wirkt diese Konzentration des Risikos auf immer weniger Einzelwerte in der Abwärtsbewegung: Der Index korrigiert stärker als erwartet. Damit ist das Einzelwertrisiko von Large-Cap-Indizes

aufgrund der automatischen Übergewichtung von Marktschergewichten in der Regel höher als das von aktiv gemanagten Portfolios. Bei marktwertgewichteten Indizes können Markt Spekulationen so zu erheblichen Fehlbewertungen von Aktien und unangemessenen Gewichtungen im Index führen. Dadurch bieten diese Indizes auch nicht immer ein zutreffendes Bild der realen Wirtschaftskraft der den Gesamtmarkt bildenden Unternehmen.

Ganz deutlich zeigt sich die Anfälligkeit für Fehlspekulationen in der Gewichtung der Technologietitel in den Marktindizes der späten 90er Jahre, die von 1995 bis Ende der 90er Jahre von nur 8 auf nahezu 25% hochschnellte – ein Niveau, das der realwirtschaftlichen Bedeutung dieser Unternehmen längst nicht mehr entsprach. In ähnlicher Weise schrumpfte der Anteil Japans an der weltweiten Aktienmarktkapitalisierung von Ende der 80er Jahre bis in die späten 90er Jahre um kaum vorstellbare 42 Prozentpunkte von über 50 auf nur 8%. Auch hier war die Übertreibung augenfällig. Dass derartige Fehlspekulationen Investoren teuer zu stehen kommen können, versteht sich von selbst.

Eine weitere Schwäche klassischer Indizes liegt in ihrer häufig unberechenbaren Zusammensetzung. So kann es zu zufälligen Änderungen der Indexzusammensetzung kommen, wenn die Indexausschüsse plötzlich neue Schwerpunkte setzen. Besonders augenfällig wurde dieses Problem, als der Dow Jones kurz vor dem Höhepunkt der Technologieblase versuchte, seinen vermeintlich antiquierten Industriewerteindex durch die Aufnahme von Technologiewerten zu modernisieren. Die Folgen sind bekannt.

## Intelligente ETFs

Die – bisweilen schmerzhaft – Erfahrung, dass die Märkte nicht immer

effizient sind und dass gängige Marktindizes nicht immer die beste Investmentgrundlage darstellen, hat in den vergangenen Jahren zur Entwicklung einer neuen Generation von Indexfonds geführt – den «intelligenten ETFs», die darauf zielen, die Effizienz von Indizes mit der Bewertungsstärke moderner Technologien und Researchansätze zu verbinden.

Diese Indexierungsmethoden stützen sich auf Untersuchungen, die wiederholt gezeigt haben, dass Investoren erhebliche Renditevorteile erzielen können, wenn beim Indexaufbau fundamentale Faktoren stärker gewichtet werden als Bewertungsfaktoren. Indem sie den Blick über die Markteinschätzung des Unternehmenswerts hinausrichten und wirkliche, fundamentale Messgrößen der Unternehmensleistung berücksichtigen, stellen die neuen, intelligenten Indexierungsmethoden einen Fortschritt gegenüber traditionellen, marktwertgewichteten Ansätzen der Indexanlage dar.

Mit einer Indexierungsmethodik, die die Grenze zwischen aktivem und passivem Management verwischen lässt, nutzen intelligente Indizes die Vorteile der Indexnachbildung, ohne die erwähnten Nachteile in Kauf zu nehmen. Sie nehmen Wertpapiere aufgrund ihres Kurspotentials auf, schränken Einzelwert Risiken ein und grenzen die einzelnen Marktsegmente genauer voneinander ab. Neben den für ETFs typischen Faktoren wie geringen Anlagekosten, flexibler Handelbarkeit, Transparenz und Liquidität bieten intelligente ETFs eine sehr gute Möglichkeit der Diversifizierung und der Vermeidung von Konzentrationsrisiken bei integriertem Risikomanagement.

### **Dynamischer Indexansatz**

Der dynamische Indexansatz erweitert traditionelle Indexverfahren, indem er darauf zielt, mit Hilfe eines regelbasierten Aktienausswahlprozesses Wertzuwächse zu generieren. Die Indexzusammenstellung basiert auf einem Prozess, der moderne Technologien mit institutionellem Research kombiniert. Im Gegensatz zu marktwertgewichteten Indizes sind fundamental gewichtete Indizes darauf ausgelegt,

den fairen Wert jeder Gesellschaft zu ermitteln, anstatt Wertpapiere allein deshalb aufzunehmen, weil sie repräsentativ für den Markt sind. So sollen Unterbewertungen und künftige Wachstumspotentiale eingefangen und zugleich eine Übergewichtung überbewerteter Aktien vermieden werden. Gewichtet wird nach der fundamentalen Stärke – ausgedrückt in Kennzahlen wie Umsatz, Cash-flow, Dividenden und Buchwert, die nicht von schwankenden Marktbewertungen abhängen. Dadurch sind ETFs, die auf intelligenten Indizes basieren, weniger anfällig für Fehlspekulationen.

In den USA gibt es die intelligenten ETFs bereits seit einigen Jahren. Hier hat sich in kürzester Zeit ein umfangreiches Angebot an intelligenten ETF-Produkten entwickelt, das von Fonds für den Gesamtmarkt bis hin zu Fonds für unterschiedliche Marktkapitalisierungen, Investmentstile, Sektoren und Branchen reicht. Aber auch in Europa nimmt das Interesse zu. Invesco PowerShares hat bereits Produkte an den Börsen in Deutschland, Frankreich, Italien und Grossbritannien gelistet. Die Produkte teilen sich in drei Kategorien auf: Intelligent Index, Intelligent Access und Intelligent Exposure.

### **Intelligent Index, Intelligent Access und Intelligent Exposure**

Die «Intelligent Index» ETFs basieren auf verfeinerten Indizes, die anhand quantitativer Faktoren die vielversprechendsten Unternehmen mit den überzeugendsten Growth- oder Value-Merkmalen identifizieren. Die zugrundeliegenden Indizes bewerten monatlich das Wertwachspotential einer Aktie anhand eines Multi-Faktor-Ansatzes basierend auf 25 unabhängigen Bewertungsfaktoren und vier Bewertungsperspektiven: Fundamentalfaktoren, Bewertungsfaktoren, kurzfristige Stimmungsfaktoren und Risikofaktoren. Auf diese Weise werden voneinander unabhängige – also unkorrelierte – Einzelwerteinschätzungen für mehr als 10'000 Unternehmen weltweit vorgenommen, um Aktien zu identifizieren, die über verschiedene Marktzyklen, Wirtschaftszyklen und historische Zeiträume hinweg attraktiv sind. Das

Ergebnis ist eine konsistente, objektive und rationale Aktienanalyse, die nicht auf subjektiven Einschätzungen basiert, sondern empirisch überprüfbar ist. Durch eine angemessene Branchen-, Grössen- und Stilallokation sorgt der Indexaufbauprozess für eine optimierte Abbildung.

Mit seinen «Intelligent Access» ETFs eröffnet Invesco PowerShares Zugang zu speziellen Marktsegmenten oder Marktnischen, die für Investoren häufig nur schwer zugänglich sind, wie zum Beispiel «saubere Energie», Wasser und Private Equity. Betrieben werden diese Indizes aufgrund ihrer besonderen Natur von führenden Researchgruppen oder Branchenexperten, bei denen das entsprechende Know-how gebündelt ist.

Anlegern, die in einen bestimmten Markt, z.B. ein Land oder eine Region, investieren möchten, bietet Invesco PowerShares «Intelligent Exposure» ETFs. Diese Produkte bilden die fundamental gewichteten FTSE RAFI-Indizes nach und zielen auf eine akkuratere Abbildung der Zielmärkte ab. Dabei bemühen sie sich um eine Unabhängigkeit von Marktlaunen, indem sie Aktien auf Basis ihres wirtschaftlichen Beitrags zum Markt – gemessen an den Fundamentaldaten Umsatz, Cash-flow, Buchwert und Dividenden – gewichten. Insgesamt bilden die FTSE RAFI-Indizes ein Anlageuniversum von mehr als 2000 Aktien weltweit aus über 20 Ländern ab.

Damit nutzen die neuen, intelligenten ETFs die enormen technologischen Fortschritte der letzten 20 Jahre, die das Verständnis der Finanzmärkte erheblich verbessert haben, und bedienen den Wunsch nach einfachen und effizienten Investmentprodukten, die Investoren durch die immer komplexeren internationalen Finanzmärkte steuern. Allerdings nur die Investoren, die auch wissen, was sie wollen: Denn im Unterschied zu klassischen Anlagen in breite Marktindizes müssen Anleger die für sie am besten geeignete Strategie bei intelligenten ETFs selbst auswählen. Auch hier ist also Intelligenz gefragt.

[www.invesco.ch](http://www.invesco.ch) ●