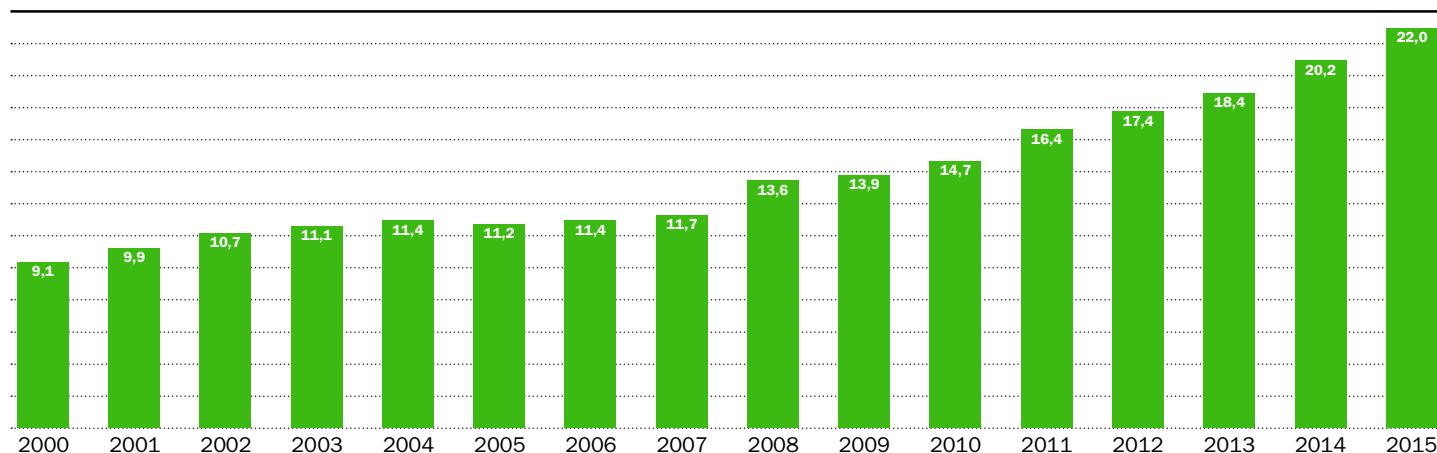


Deutlich wachsender Markt für indexorientierte Fonds. Doch wie viel davon wird passiv eingesetzt?

(Marktanteil von Indexfonds und ETFs; in Prozent des verwalteten Vermögens US-amerikanischer Aktienpublikumsfonds)



Quelle: ICI Investment Company Fact Book 2016.

Wie stark ist das „Passiv-Lager“ wirklich?

Der Marktanteil passiver Anlagestrategien wird systematisch überschätzt / Falsche Hoffnung aktiver Fondsmanager

Text: Gerd Kommer

Anhänger passiven Investierens verweisen oft auf den rapiden steigenden Absatz von Indexfonds, um für ihre Strategie und ihre Produkte zu werben. Von einem „Marktanteil passiven Investierens von mittlerweile rund 20 Prozent“ ist dabei häufig die Rede. Als Ursache für dieses Wachstum wird die zunehmende Überzeugung von Anlegern angeführt, dass passives Investieren der richtige Weg in der Geldanlage sei.

Paradoxiert werden dieselben Zahlen auch von Gegnern passiven Investierens zitiert, allerdings mit entgegengesetzten Motiven. Diese hier salopp als „Aktiv-Lager“ titulierte Gegenseite sieht in dem steigenden Marktanteil passiven Investierens nämlich die Saat der eigenen Selbsterstörung. Demgemäß mache der wachsende Marktanteil passiver Fonds die Märkte „ineffizienter“ (genauer: informationsineffizienter), und auf immer ineffizienteren Märkten falle es aktiven Fondsmanagern leichter, passive Marktbenchmarks zu schlagen. Dieses Argument verwendete auch der Volkswirt Thomas Mayer in seinem Blickwechsel-Beitrag in [Der Neue Finanzberater SPEZIAL – Passiv investieren \(Mai 2016\)](#).

Thomas Mayer, Gründungsdirektor des Flossbach von Storch Research Institute, schrieb in der Mai-Ausgabe von „Der Neue Finanzberater SPEZIAL – Passiv investieren“ in seinem Beitrag [Trittbrettfahren klappt auf Dauer nicht](#): „... Mit dem Rückgang der aktiven Anleger (...) steigt (ihr) Einfluss (...) auf die Marktpreise. (...) Aktive Anleger können dann leicht eine Mehrrendite zu Lasten der Passiven erzielen.“

Passives Investieren bedeutet Buy and Hold

Ich werde nachfolgend darstellen, dass die Argumentationen sowohl des Aktiv-Lagers als auch des Passiv-Lagers auf falschen Zahlen und unpräzisen Denken beruhen. Dazu zunächst ein paar Erläuterungen zum Begriff des passiven Investierens (auch „Indexing“ genannt): Passives Investieren ist

Investieren in das Marktportfolio (bzw. eine Annäherung daran) auf Buy-and-Hold-Basis. Typischerweise verwenden passive Anleger Indexfonds, weil das den Investmentprozess vereinfacht und die Kosten senkt.

Wichtig bei dieser Definition ist das Buy-and-Hold-Element. Dabei muss man sich vergegenwärtigen, dass der Markt selbst ein Buy-and-Hold-Konzept ist. Der Markt kann nämlich nicht verkaufen. Aus der Sicht des Marktes ist jeder Verkauf eines Wertpapiers von Investor A an Investor B ein Linke-Tasche-rechte-Tasche-Vorgang, denn dieser Verkauf geschieht ja notwendigerweise innerhalb des Marktes. Daher gilt: Der Markt als Ganzer ist ein Buy-and-Hold-Investor, und wer ihn replizieren will, kann das nicht anders als über Buy and Hold

Berechnung des Marktanteils von passivem Investieren

Das einzige Investmentproduktsegment, bei dem wir recht verlässlich sagen können, wie hoch der Indexing-Anteil ist, sind US-amerikanische und europäische Publikumsfonds. Aus diesem Produktsegment stammt auch die eingangs zitierte Zahl von 20 Prozent (siehe Grafik Seite 12). Ende 2015 hatten Aktienindexfonds in den USA unter allen Publikumsfonds im Segment Aktien einen Marktanteil von 22 Prozent gemessen am verwalteten Vermögen (Net Assets

*Bausteine für passives
Investieren bilden Markt ab*



© choness/Stock/Thinkstock/Getty Images

under Management; AUM). Zehn Jahre zuvor waren es nur 11,2 Prozent. In Europa sowie weltweit im Anleihebereich sind diese Werte niedriger.

Beim passiven Investieren ist jedoch ein isolierter Blick auf Publikumsfonds falsch oder irreführend. Indexfonds als Subsegment von Publikumsfonds sind nur einer von vielen Vertriebskanälen für Anlegerkapital im globalen Asset-Universum – nach meiner Rechnung nur einer unter zwölf Hauptkanälen (siehe Infobox rechts).

Die Grenzen zwischen diesen Vertriebskanälen sind durchlässig. Anleger verschieben Investitionsmittel laufend von einem Segment in ein anderes, nutzen also mehrere dieser Kanäle gleichzeitig, und Assets wandern zwischen den Marktsegmenten hin und her. Man denke an den IPO eines vordem nicht börsennotierten Unternehmens oder umgekehrt das Delisting eines börsennotierten Unternehmens.

Es wäre ein Irrtum zu glauben, dass man einzelne Vertriebskanäle isoliert betrachten kann, wenn es um Informationseffizienz geht. Wenn ein Privathaushalt sein Eigenheim verkauft, weil er Wohnimmobilien für überbewertet hält, und freigewordene Mittel in einen DAX-ETF steckt, trifft er damit eine Kapitalallokationsentscheidung, die zur Informationseffizienz in beiden Assetklassen beiträgt. Fast alle Märkte sind miteinander verbunden. Überall findet Arbitrage statt, solange der Staat sie nicht blockiert.

Isolierter Blick auf Publikumsfonds ist irreführend

Und hier die Krux: (a) Der Publikumsfondsmarkt dürfte nur einen kleinen einstelligen Prozentsatz der AUM aller zwölf Vertriebskanäle ausmachen. (b) Mit der partiellen Ausnahme von Publikumsfonds werden die Assets in allen Vertriebskanälen zu annähernd 100 Prozent aktiv gemanagt.

Zwölf Vertriebskanäle für Anlegerkapital

(1) Publikumsfonds, (2) Hedgefonds, (3) private und staatliche Pensionsfonds, (4) Private-Equity-Fonds, (5) Sovereign-Wealth-Fonds, (6) Lebens- und Rentenversicherungen, (7) sonstige Spezialfonds von vermögenden Privathaushalten und Family Offices, Unternehmen, Banken und anderen, (8) direkte Geld- und Kapitalmarktinvestments von Privathaushalten, Unternehmen und Staat außerhalb kollektiver Investmentvehikel (Bankguthaben, Direktinvestments in Aktien, Anleihen und Edelmetalle), (9) Eigenkapitalanlagen in nicht börsennotierten Unternehmen (vermutlich weltweit größer als in börsennotierten Unternehmen), (10) Bankkredite an börsennotierte und nicht börsennotierte Unternehmen sowie den staatlichen Sektor, (11) Investments in Wohnimmobilien durch Privathaushalte (vermutlich die größte Assetklasse der Welt) und (12) Investments des Staates in die öffentliche Infrastruktur (eine Assetklasse, deren Größe und Relevanz weithin unterschätzt wird).

Wenn man nun noch berücksichtigt, dass in Lateinamerika, Asien, Australien und Afrika im Segment Publikumsfonds der Indexfondsanteil niedriger liegen dürfte als in den USA und Europa (genaue Zahlen außerhalb von USA und Europa sind nicht verfügbar), dann wird deutlich, wie falsch eine Aussage à la „passives Investieren hat einen Marktanteil von 20 Prozent“ ist. Tatsächlich dürfte er global unter 1 Prozent liegen.

Aktiv mit passiven Fonds

Aber auch diese Schätzung dürfte noch zu hoch sein, wenn man zwei weitere Argumente bedenkt. Das erste Argument: Indexfonds (als Subsegment von Publikumsfonds) lassen sich in zwei Produktkategorien aufteilen: in traditionelle Indexfonds und in börsengehandelte Indexfonds, also ETFs. Nach dem vorliegenden Datenmaterial aus den USA und Europa wachsen die globalen AUM in ETFs schneller als die traditioneller Indexfonds, und beide Indexfondskategorien wachsen wiederum schneller als das Marktsegment aktiver Publikumsfonds (in Europa sind traditionelle Indexfonds beinahe vom Markt verschwunden, nicht jedoch im größeren nordamerikanischen Markt, wo ihre AUM diejenigen von ETFs noch immer übersteigen).

Was in diesem Zusammenhang manchmal vergessen wird: Mit ETFs kann man sehr gut aktiv investieren, nämlich Markttiming betreiben. Es ist sogar wahrscheinlich, dass die Majorität unter den ETF-Anlegern aktive Anleger sind. Darauf weist eine Untersuchung von Andreas Hacketh und anderen, „[The Dark Side of ETFs](#)“, zum – oft selbstschädigenden – Verhalten privater ETF-Anleger hin. Für institutionelle Anleger lässt sich das aus [Daten des Analyseunternehmens Greenwich Associates](#) herauslesen. Fazit: Innerhalb des Produktsegments Indexfonds als Subsegment von Publikumsfonds existiert ein großer, schwer quantifizierbarer Anteil, der schlicht kein passives Investieren darstellt, nämlich ETF-Markttimer.

Auch Smart ist nicht passiv

Das zweite Argument lautet: Das in Mode gekommene „Smart-Beta-Inves-

ting“ bzw. „Faktor-Investing“ mit ETFs ist kein passives Investieren. Denn Smart-Beta-Investoren (wie ich) wollen nicht einfach das Marktportfolio nachbilden. Sie weichen vielmehr partiell davon ab, um bestimmte Teilsegmente des Marktes wie kleine Unternehmen (Small Caps) überzugewichten. Trotzdem werden Smart-Beta-Indexfonds – weil sich das eingebürgert hat – meist falsch der Kategorie „passiv investieren“ zugeordnet.

Viele Anleger nutzen mit ETFs aktive Strategien wie Markttiming und investieren nicht passiv

Berücksichtigt man beide Argumente, sinkt der globale Marktanteil passiven Investierens noch weiter unter meine zuvor grob geschätzten 1 Prozent.

Mit den richtigen Argumenten werben!

Um zur Eingangsthese zurückzukommen: Die Angehörigen des Passiv-Lagers sollten aufhören, mit einer konzeptionell völlig falschen Marktanteilszahl auf Kundenfang zu gehen. Das haben sie nicht nötig.

Passiv investieren ist für Privatanleger eine kluge Entscheidung – auch ohne irreführende Marktanteilszahlen. Stattdessen sollte das Passiv-Lager damit Werbung machen, zu einer winzigen Elite zu gehören.

Das Aktiv-Lager muss seine Hoffnung auf einen baldigen Rückgang des erreichten Grades der Informationseffizienz in den globalen Aktien- und Anleihemärkten begraben. Der erste Indexfonds wurde 1971 aufgelegt. 2016, also nach 45 Jahren, hat das Passiv-Lager lediglich einen globalen Marktanteil von geschätzten 0,5 Prozent erreicht. Wo auch immer die Informationseffizienz in den Kapitalmärkten heute steht, sie wird nicht geringer sein, wenn sich dieser Marktanteil in den nächsten zehn oder 20 Jahren verdoppelt oder gar verzehnfacht.



Dr. Gerd Kommer ist Finanzanalyst und Buchautor. Sein Buch „Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs“ (Campus 2015) erhielt den Deutschen Finanzbuchpreis 2016.