

ETFs

Im Schatten der Aufseher

Neun Jahre nach Ausbruch der jüngsten Finanzkrise wandern Risiken von Banken in weniger regulierte Märkte. Ausgerechnet ein Kleinanlegerinstrument entwickelt sich dort zur Gefahr.

Von **Heike Buchter**

13. September 2017, 16:59 Uhr / Editiert am 16. September 2017, 14:34 Uhr / DIE ZEIT Nr. 38/2017, 14. September 2017 / [20 Kommentare](#)

AUS DER ZEIT NR. [38/2017](#)



Fast auf den Tag genau vor neun Jahren löste die Pleite der US-Bank Lehman Brothers die jüngste globale Finanzkrise aus. Zusammen mit der ihr folgenden Rezession kostete sie nach Berechnungen des US-Rechnungshofs viele Millionen Jobs und 20 Billionen Dollar, die Anleger, Hausbesitzer, Arbeitnehmer, Staat und Unternehmen allein in den USA verloren haben. In der Folge haben es viele Staaten Banken erschwert, riskante Geschäfte zu machen, deren Scheitern zu systemischen Krisen führen kann.

Doch das Risiko einer Finanzkrise ist nicht verschwunden. Es ist von den Banken weitergewandert – in Bereiche, die die Aufsicht nicht so streng überwacht wie die Kreditinstitute. Es hat sich eine neue Heimat gesucht in deren Schatten, im weniger regulierten Finanzmarkt. Wieder sind es vermeintlich sichere Wertpapiere, die sich, abseits des Zugriffs von Aufsehern, zu einer Gefahr entwickeln.

Die Krise nach Lehman entzündete sich an Wertpapieren, die auf Hypotheken von Hausbesitzern basierten. Nun geht es um Papiere, die Privatanlagern seit Jahren als sichere, einfache und billige Alternative zu einzelnen Aktien und klassischen Anlagefonds verkauft werden: sogenannte ETFs, kurz für Exchange Traded Funds [<https://www.zeit.de/2016/25/indexfonds-sparen-anleger>]. Kein anderes Anlageprodukt wächst so rasant. Rund 433 Milliarden Dollar haben Kleinanleger und Großinvestoren allein von Januar bis August weltweit in ETFs neu angelegt – mehr als im gesamten vergangenen Jahr zusammen. Damit verwalten diese Fonds nun ein Vermögen von 4,8 Billion Dollar.

Die Geschichte der ETFs begann mit einer guten Idee. 1976 startete John

Bogle, ein bis dahin nahezu unbekannter Vermögensverwalter aus Philadelphia, einen Fonds, dessen Portfolio den Aktienindex S&P 500 nachbildete. Das heißt, Bogle's Fonds kaufte Aktien aller Unternehmen, die nach Umsatz und Börsenwert zu den 500 wichtigsten US-Unternehmen zählen. Es gibt viele Indizes wie den S&P 500, die sich auf nationale Märkte oder einzelne Branchen beziehen, in Deutschland etwa den Deutschen Aktienindex Dax. Ursprünglich sollten sich damit die Aktien einzelner Unternehmen vergleichen lassen. Bogle stellte nun einen Fonds aus den Aktien dieser Listen zusammen und investierte das Geld von Anlegern auf diese Weise. Das hat viele Vorteile: Es ist nicht nötig, sich mit einzelnen Unternehmen und deren Aussichten ausführlich zu beschäftigen – eine Aufgabe, die vor allem Kleinanleger in der Regel überfordert. Und es muss auch kein Finanzprofi dafür bezahlt werden.

Wall-Street-Firmen verdienen immer an dem vermeintlichen Kleinanlegergeschäft mit

Bogle's Indexfonds wurden ein großer Erfolg – zumal viele Vergleiche Bogle's Annahme bestätigen, dass Anleger mit ihnen langfristig besser abschneiden als mit Fonds, die Finanzmanager aktiv führen, indem sie versuchen, Wertpapiere zu kaufen und zu verkaufen und besser zu sein als der Markt.



Dieser Artikel stammt aus der ZEIT Nr. 38/2017. Hier können Sie die gesamte Ausgabe lesen.
[\[https://premium.zeit.de/abo/diezeit/2017/38\]](https://premium.zeit.de/abo/diezeit/2017/38)

An der Wall Street entwickelten Finanzingenieure Bogle's Konstrukt bald weiter. Oder, wie Bogle heute schimpft: Sie verkomplizierten es, weil es zu wenig Gelegenheit zum Abkassieren bot. So wurden die ETFs erfunden – Indexfonds, deren Anteile an der Börse wie Aktien gehandelt werden können. Wer etwa an das Potenzial der Biotechnologie glaubt, aber nicht auf einzelne Unternehmen setzen will, kann nun den entsprechenden Branchenindex kaufen und kurzfristig wieder verkaufen. Zudem konstruierten Wall-Street-Tüftler ETFs, mit denen Anleger nicht

auch in Öl, Gold oder Agrarprodukte investieren können. Zuvor waren Rohstoffe oder Devisen Investments, bei denen selbst Großanleger Spezialisten anheuern mussten. Jetzt konnten Rentner in einem Bereich mitmischen, der bis dahin Milliardären und Pensionskassen vorbehalten war.

Natürlich dauerte es nicht lange, bis die neuen Lieblinge der Kleinanleger an der Wall Street Profiteure anlockten. Die Firma Jane Street Capital zum Beispiel, die ihren Hauptsitz in einem der Glastürme im New Yorker Finanzviertel hat. Sie ist keine Bank, und doch handeln die 350 Mitarbeiter mit Aktien im Wert von acht Milliarden Dollar – täglich. Eine Summe, die die Jahreswirtschaftsleistung von Moldawien übertrifft.

Kurspfleger sollen sicherstellen, dass es immer einen Markt für ETFs gibt

Vor der Finanzkrise war das im Jahr 2000 gegründete Unternehmen einer von Hunderten Prop Shops, wie kleine private Firmen heißen, deren Partner auf eigene Rechnung und eigenes Risiko mit Wertpapieren spekulieren. Heute gehört es zu den heißesten Adressen für Börsenhändler an der Wall Street. "Wer erfolgreich ist, kann mit 30 in Pension gehen", lautet ein Kommentar in einem Wall-Street-Internetforum, geschrieben von einem Händler, der nach eigenen Angaben für Jane Street arbeitete. Andere klagen auf dem Arbeitgeber-Bewertungsportal Glassdoor über Gewichtszunahme, weil das Gratisessen zu lecker sei. Dass Jane Streets steiler Aufstieg parallel zum Anstieg der ETFs verläuft, ist kein Zufall. Das Geschäftsmodell der öffentlichkeitsscheuen Finanzfirma basiert auf jenen Mechanismen, die hinter den ETFs stecken – und sie zu einer potenziellen Gefahr machen.

Die Sorge vor Kurseinbrüchen bei ETFs ist mehr als graue Theorie

Was sich in den Werbebroschüren der Branche einfach klingt, ist in Wirklichkeit ein komplexes Zusammenspiel von Transaktionen. Nehmen wir einen ETF, der einen Index wie den S&P 500 nachbildet. Anleger kaufen Anteile des ETF an der Börse. Dank ihrer Nachfrage steigt dessen Kurs. Er steigt dabei stärker als der Marktwert der Aktien, auf denen er basiert. Nun kommen Händler ins Spiel, die für den Herausgeber des ETF Aktien der S&P-500-Unternehmen erwerben. Der bildet daraus neue ETF-Anteile, die die Nachfrage der Fonds-Anleger befriedigen. Weil die Händler die unterliegenden Aktien kaufen, ziehen derweil deren Kurse an. So nähert sich der Kurs des ETF wieder der Entwicklung der ihnen zugrunde liegenden Aktien an.

Spiegelbildlich verhalten sich die Händler, die man Kurspfleger nennen kann, wenn der Kurs des ETF unter den Marktwert der Aktien fällt, auf denen er basiert. Dann kaufen sie die ETFs und tauschen sie beim Herausgeber gegen die ihnen zugrunde liegenden Aktien ein. Die Aktien verkaufen sie wiederum am Markt. Weil die ETFs zurückgekauft werden, zieht deren Kurs an, während der Verkauf der eingetauschten Aktien Druck auf deren Kurs nach unten ausübt. So pendeln sich der Kurs des ETF und die Kurse der Aktien wieder auf einer Linie ein. Die Kurspfleger sollen auch sicherstellen, dass es immer einen Markt für ETFs gibt, dass Anleger die ETF-Anteile jederzeit reibungslos kaufen und verkaufen können – zu ebenjenem Kurs, der den zugrunde liegenden Index widerspiegelt.

Jane Street pflegt nach eigenen Angaben die Kurse von über 1.500 der weltweit rund 7.000 existierenden ETFs. Der "Lohn" der Spekulanten ergibt sich aus den kurzfristigen Differenzen zwischen ETF-Preis und dem für die

unterliegenden Aktien. Es geht um Bruchteile von Cents, die als Preisunterschiede nur für Bruchteile von Sekunden bestehen. Möglich sind diese sogenannten Arbitrage-Gewinne nur mit den Mitteln der Blitzhändler: mit leistungsstarken Computern und schlauer Software. Die vielen kleinen Gewinne summieren sich zu gewaltigen Beträgen.

Jane Street muss als nicht an der Börse gelistete Firma keine Zahlen veröffentlichen und ist damit undurchsichtig wie die ganze Branche. Der Finanzinformationsdienst Bloomberg kalkuliert, dass die Kurspfleger zehn Milliarden Dollar jährlich kassieren. Das übersteigt die sechs Milliarden Dollar an Gebühren, die die Herausgeber der ETFs bekommen – also Anbieter wie BlackRock, Vanguard oder State Street.

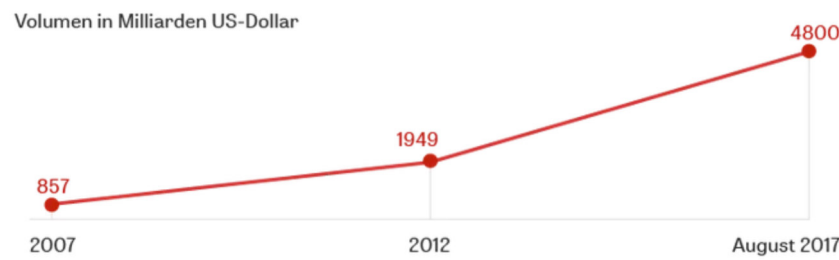
Umso erstaunlicher ist es, dass Goldman Sachs seine Kurspfleger-Mandate Berichten zufolge größtenteils abgeben will. Weshalb, das wollte das Unternehmen auf Anfrage der ZEIT nicht sagen. Brancheninsider haben eine Vermutung: Der Wettbewerb sei schuld. Nach der Finanzkrise wurde die Regulierung für Banken verschärft. Goldman Sachs unterliegt als Bank strikteren Auflagen und hat deshalb höhere Kosten als private Kurspfleger wie Jane Street. Im Klartext: Während immer mehr Kapital in ETFs fließt und ihr Einfluss an den Finanzmärkten stetig wächst, sind die Institutionen, die ihr reibungsloses Funktionieren garantieren, zunehmend unter den lose regulierten Schattenbanken zu finden.

Die Nervosität wächst

Dass die Sorge eines Kurseinbruchs bei den ETFs mehr als graue Theorie ist, zeigen die Ereignisse vom 24. August 2015. Nach wirtschaftlichen Turbulenzen in China brachen an jenem Montagmorgen in New York die Kurse ein. Der Dow Jones Index, zu dem Konzerne wie Boeing und Coca-Cola gehören, verlor in sechs Minuten rund eine Billion Dollar an Wert. Um den Absturz zu stoppen, setzte die Börsenleitung an diesem Vormittag 1237-mal Aktien vom Handel aus. Die Mehrheit betraf ETFs. Die Kurse der Fondsanteile befanden sich teilweise in freiem Fall. Das Kuriose: Die Aktien, die diese ETFs eigentlich abbilden sollten, verloren weit weniger stark an Wert. Seltsamer noch: ETFs, die auf dem selben Index basierten, notierten unterschiedlich.

Im Laufe des Tages erholten sich die Kurse. ETF-Branchenvertreter gaben der veralteten Technologie und den Regeln der New Yorker Börse die Schuld. Was genau damals passiert ist, darüber besteht bis heute keine Einigkeit. Fest steht allerdings: Die Arbitrage der Kurspfleger, die Voraussetzung für die Kopplung der ETFs an Aktien, funktionierte zumindest zeitweise nicht, die Differenzen in den Bewertungen hätten sonst nicht auftauchen dürfen.

Globales Wachstum von ETF-Fonds in den letzten zehn Jahren



Branchendienst ETFGI

© ZEIT-Grafik

Solche Aussetzer bergen an den Finanzmärkten immer die Gefahr, eine Panik auszulösen – so wie beim Schwarzen Montag im Jahr 1987. Der große Börsencrash wurde wohl ausgelöst von dem Konflikt zwischen dem Iran und den USA. Doch zum Debakel machten ihn der damals noch relativ neue Computerhandel und sogenannte Portfolioversicherungen – Produkte, die damals als bahnbrechende Innovation gefeiert wurden. Wie heute die ETFs.

Deren rasantes Wachstum fiel bisher in eine Zeit, in der die Finanzmärkte von großen Schocks verschont wurden. Doch die Nervosität wächst. Und als Anleger, der ETFs besitzt, kann man auch kaum etwas unternehmen – im Gegenteil. Howard Marks, Mitgründer des 100 Milliarden Dollar schweren Oaktree Fonds, warnte kürzlich in der *Financial Times* vor den Folgen, sollten Anleger plötzlich aus den ETFs fliehen: "Wer soll all die Aktien kaufen, wenn die ETFs sie schnell abstoßen müssen?"

ETF-Anbieter mögen das als Unkenrufe schlechter Verlierer abtun, sind sie doch zu einer Konkurrenz aktiver Fondsmanager wie Marks geworden. Doch auch die US-Notenbank und der IWF sind wegen möglicher systemischer Risiken besorgt. Ein Absturz bei den ETFs kann eine Verkaufswelle in anderen Märkten auslösen. Etwa wenn dieser Investoren zwingt, andere Vermögenswerte loszuschlagen, um Verluste auszugleichen und Zahlungsverpflichtungen zu erfüllen. Anfällig für solche Kettenreaktionen sind besonders Hedgefonds, die mit geliehenem Geld wetten. Wie andere Großinvestoren haben sie ETFs als Instrument für ihre Spekulationen entdeckt.

Die Gefahr, die von ETFs ausgeht [<https://www.zeit.de/wirtschaft/geldanlage/2017-08/finanzkrise-etf-wall-street-wertpapiere>], hat ironischerweise mit der Bekämpfung der Krise zu tun, die vor zehn Jahren begann. Um nach der Lehman-Pleite einen Kollaps der Finanzmärkte zu verhindern, senkten die Notenbanken weltweit die Zinsen und pumpen Geld in die Finanzmärkte. Das Geld sucht nun Anlagemöglichkeiten und Rendite an den Aktienmärkten. Auch

diesem Trend verdanken die ETFs ihren scheinbar unaufhaltsamen Aufstieg.

Diesen Artikel finden Sie als Audiodatei im Premiumbereich unter www.zeit.de/audio [<https://premium.zeit.de/node/12415>]