



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

6. Mai 2021

Der gefährliche Rückgang der Wettbewerbsintensität: Tragen ETFs eine Schuld?

Seit einigen Jahren werden ETFs sowie Anbieter börsengehandelter Fonds von einigen Beobachtern zunehmend kritisch beleuchtet und als ernstzunehmendes Systemrisiko eingeschätzt.¹ Auch wir wollen uns in dieser Ausgabe von Konjunktur und Strategie kritisch mit ETFs auseinandersetzen – jedoch aus einem Grund, der bisher eher wenig beachtet wurde. Allerdings müssen wir gleich alle enttäuschen, die an dieser Stelle einen pauschalen Rundumschlag gegen ETFs erwarten. Auch wenn wir ein überzeugter aktiver Asset Manager sind, werden wir nicht in den Chor derjenigen einstimmen, die den Tag verwünschen, an dem ETFs das Licht der Welt erblickt haben. Ganz im Gegenteil: Wenn es ETFs nicht gäbe, müsste man sie erfinden. Selten hat ein Finanzinstrument so zur Demokratisierung des Investierens beigetragen wie ein ETF. ETFs ermöglichen es auch Kleinanlegern, zu sehr geringen Kosten und mit höchster Transparenz an der Wertentwicklung hochgradig diversifizierter Portfolios zu partizipieren – und das mit sehr kleinen Summen. Da Märkte zudem in den meisten Fällen vergleichsweise effizient sind, schneiden ETFs im Vergleich zu aktiv gemanagten Fonds oftmals gut ab. Wie man es auch dreht und wendet: Börsengehandelte Fonds sind gekommen um zu bleiben, und das ist auch gut so.

Trotzdem gibt es einen möglicherweise kritischen und bisher wenig beachteten Aspekt im Kontext des Siegeszuges von ETFs, auf den wir den Fokus richten möchten. Dabei geht es um die Auswirkung von ETFs auf die sog.

Corporate Governance. Indexmanager können einen Titel nicht einfach verkaufen und „mit den Füßen abstimmen“, wenn sie mit der Art, wie das Management ein Unternehmen führt, unzufrieden sind. Dagegen können ETF-Investoren langfristiges Kapital zur Verfügung stellen, das in guten wie in schlechten Zeiten bei den Portfoliounternehmen bleiben wird. Somit stehen die großen ETF-Anbieter zunehmend im Mittelpunkt der Debatte rund um eine gute Corporate Governance. Aus Gründen der Reputation, aber möglicherweise auch nur zur Abwehr möglicher Maßnahmen seitens der Regulierungsbehörden, wächst der Druck, sich als guter und langfristig verantwortungsbewusster Kapitalverwalter zu präsentieren. So betonen die Anbieter börsengehandelter Fonds durchaus die Bedeutung einer langfristigen Unternehmensstrategie und eines nachhaltigen Unternehmenszwecks („company purpose“). Trotzdem ist es unklar, ob sich Indexmanager tatsächlich als aktive Eigentümer um ihre Beteiligungen kümmern (sog. „Stewardship“), oder ob sie nicht doch einfach nur passive Investoren sind, die nicht ernsthaft an der wirtschaftlichen Entwicklung ihrer Portfoliounternehmen interessiert sind.

Diese Frage scheint zunächst akademischer Natur zu sein, jedoch ist sie in höchstem Maße relevant. Denn für den Wettbewerb einer Volkswirtschaft spielt es eine erhebliche Rolle, ob die Eigentümer von Unternehmen am Erfolg eines jeden einzelnen Unternehmens interessiert sind oder aber nur im Durchschnitt darauf hoffen, dass

¹ Ein Beispiel dafür ist der folgende Beitrag:
<https://www.faz.net/aktuell/finanzen/gerhard-schick-warnt-vor-marktmacht-von-etf-anbieter-blackrock-17291483.html>

Unternehmen erfolgreich sind. Dazu ein einfaches Beispiel als Gedankenexperiment. Angenommen, eine (geschlossene) Volkswirtschaft besteht aus fünf börsennotierten Unternehmen, die miteinander im Wettbewerb stehen. In der Volkswirtschaft existieren zudem fünf große Investoren, und jeder Investor investiert primär in eines der großen Unternehmen. Damit hat jeder Investor ein erhebliches Interesse daran, dass sein Unternehmen schneller wächst als die anderen Unternehmen. Unter dieser Voraussetzung entsteht ein intensiver Wettbewerb, von dem die ganze Volkswirtschaft profitiert. Jedes Unternehmen wird von seinem Eigentümer aufgefordert, über Produkt- und Prozessinnovationen einen Vorteil zu erlangen, der sich über eine gewisse Zeit in höheren Gewinnen und Margen äußert. Diese höheren Gewinne und Margen werden aber aufgrund der hohen Wettbewerbsintensität von der Konkurrenz im Zeitverlauf wieder „weggeschmolzen“. Je schneller das geschieht, umso höher ist der Grad der Wettbewerbsintensität. Schumpeter hat diesen Prozess einmal als „schöpferische Zerstörung“ beschrieben und damit den Nagel ziemlich auf den Kopf getroffen. Gewinner dieses Prozesses sind in jedem Fall immer die Einwohner dieser Volkswirtschaft, denn sie profitieren von einer intelligenten, effizienten Verwendung (und eben nicht einer Verschwendung) von Ressourcen, von technologischem Fortschritt und von vergleichsweise geringen Güterpreisen. Gleichzeitig profitiert der Staat vom generierten Wachstum und damit steigenden Steuereinnahmen, die wiederum Spielraum für die Sozialpolitik schaffen.

Nun stellen wir uns in diesem Gedankenexperiment die gleiche Volkswirtschaft vor, in der alle fünf Investoren in ein ETF investieren, das wiederum in alle fünf Unternehmen investiert ist. Hier liegt ein Fall von „common ownership“ vor, der die Anreizstrukturen maßgeblich verändert. Denn die Fondsgesellschaft, die das ETF anbietet, hat kein gesteigertes Interesse daran, dass eine Firma besonders gut zu Lasten der anderen Firmen abschneidet. Das Gegenteil könnte der Fall sein – denn eine hohe Wettbewerbsintensität reduziert vermutlich die durchschnittliche Marge. Die Fondsgesellschaft, die mit dem ETF den Index des Kapitalmarktes dieser Volkswirtschaft abbildet, ist vielmehr an der Maximierung der durchschnittlichen Marge interessiert, denn das wäre vermutlich das beste Rezept, um die gesamte Marktkapitalisierung des ETFs zu steigern. Das schafft man aber tendenziell am besten, indem man als Eigentümer gar keine Anreize mehr setzt, die zu einer hohen Wettbewerbsin-

tensität führen. Man verlangsamt den Prozess der schöpferischen Zerstörung einfach so lange, bis sich alle Unternehmen auf einer attraktiven Marge eingependelt haben und sich nicht mehr gegenseitig das Geschäft schwermachen.

Selbstredend haben wir mit dem obigen Beispiel eine Extremsituation beschrieben, die in der Realität nirgendwo beobachtet werden kann. Trotzdem ist nicht zu bestreiten, dass zumindest grundsätzlich die zuvor beschriebenen Mechanismen in Grenzen eine gewisse Relevanz haben könnten. Wenn dem so wäre, hätte der Siegeszug von ETFs einen faden Beigeschmack. Denn die davon betroffenen Volkswirtschaften wären mit einer suboptimalen Entwicklung der Wohlfahrt der Bürger konfrontiert, und der Kapitalismus hätte sich auf eine seltsame Art selbst ein Bein gestellt.

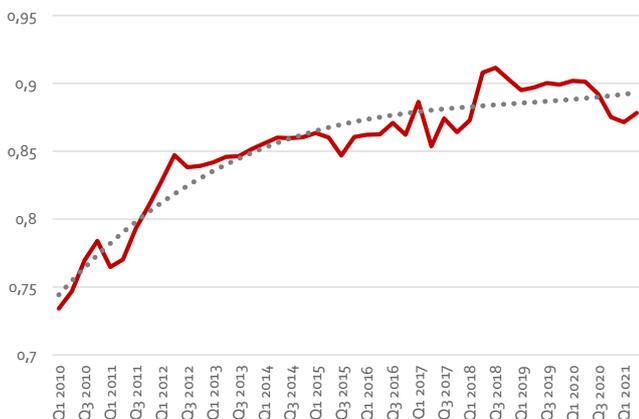
Sind diese Überlegungen vielleicht doch nur akademischer Natur, oder gibt es in der Realität erste Anzeichen, die auf die Existenz solcher Prozesse hindeuten? Die Wettbewerbsintensität kann bei Unternehmen indirekt gemessen werden, indem man überprüft, wie stabil beispielsweise Eigenkapitalrenditen im Zeitverlauf sind. Wenn es über mehrere Jahre in der Rangreihenfolge von Eigenkapitalrenditen keine große Änderung gibt, handelt es sich eher um eine statische Wirtschaft mit einem geringen Umfang an schöpferischer Zerstörung. Wenn dagegen die Rangreihenfolgen oft wechseln, ist das ein untrügliches Zeichen dafür, dass renditeschwache Unternehmen eine Chance haben, schnell wieder aufzusteigen, während sich renditestarke Unternehmen nicht auf ihren Lorbeeren ausruhen können, da ihre komfortable Position von anderen Unternehmen angegriffen wird.

Genau dieser Sachverhalt lässt sich bei börsennotierten Unternehmen vergleichsweise leicht testen. Zu diesem Zweck haben wir für die weltweit größten 100 Unternehmen aus dem S&P Global 100 für die letzten 15 Jahre auf Quartalsbasis die von Analysten geschätzten sog. 12-month-forward Eigenkapitalrenditen abgefragt. Um die Daten ein wenig robuster zu gestalten und kurzfristige schwer zu interpretierende Ausreißer zu entfernen, haben wir über ein rollierendes Zeitfenster von jeweils vier Quartalen den Median dieses Zeitfensters festgehalten. Die so berechneten 100 Median-Eigenkapitalrenditen der Unternehmen wurden in einem nächsten Schritt den Median-Eigenkapitalrenditen der Vorquartale gegenübergestellt, indem im Querschnitt der Korrelationskoeffizient der aktuellen Eigenkapitalrenditen mit vorherigen Eigenkapitalrenditen ermittelt wurde. Da a priori nicht der

„perfekte“ theoretisch herzuleitende time-lag existiert, haben wir die Korrelationskoeffizienten über insgesamt 20 verschiedene rollierende Zeiträume gerechnet; der kürzeste Zeitraum war ein Quartal, der längste Zeitraum 20 Quartale und damit fünf Jahre. Im Falle des längsten Zeitraumes wird damit über einen Zeitraum von fünf Jahren untersucht, wie stabil oder eben nicht stabil Eigenkapitalrenditen im Zeitverlauf sind.

Die Ergebnisse sind mehr als spannend. Die Auswertung mit den jeweiligen Korrelationskoeffizienten beginnt im Jahr 2010; die Jahre zuvor werden als Vorlauf benötigt. Im Jahr 2010 lag der durchschnittliche Korrelationskoeffizient zwischen der aktuellen Struktur der Eigenkapitalrenditen und den jeweils 20 betrachteten Zeiträumen zuvor bei 0,74 und ist dann im Trend Richtung 0,9 angestiegen. Am aktuellen Rand ist dieser Wert wieder ein wenig gefallen, da die Corona-Krise sehr sektorspezifische Spuren hinterlassen hat. Daher ist es nahezu zwangsläufig so, dass in einer solch extremen Situation vor dem Hintergrund des exogenen Schocks der Korrelationskoeffizient zwischen der aktuellen Struktur der Eigenkapitalrenditen und einer älteren Struktur sinken muss. Es spricht daher recht viel dafür anzunehmen, dass die Korrelationskoeffizienten ohne die Corona-Krise inzwischen ein Höchststand erreicht hätten. Aber auch so ist das sich ergebende Bild mehr als eindeutig: Im Trend sind die Eigenkapitalrenditen der größten Unternehmen der Welt in den letzten Jahren immer statischer geworden. Wer im unteren Bereich lag, ist mit zunehmender Wahrscheinlichkeit im Zeitverlauf auch dort verblieben, und wer im oberen Bereich lag, konnte mit steigender Wahrscheinlichkeit davon ausgehen, dort auch zu bleiben.

Korrelationskoeffizient zwischen den jeweils aktuellen Eigenkapitalrenditen und den Eigenkapitalrenditen der Vorjahre der Aktien im S&P 100 Global



Ob dies nun direkt mit dem oben skizzierten Problem des common ownership bei ETFs zusammenhängt, lässt sich nicht abschließend beweisen. Es spricht aber viel dafür, dass der Siegeszug der ETFs eine Rolle spielt. Wenn sich dieser Trend in den nächsten Jahren fortsetzt, könnte das Implikationen sowohl auf volkswirtschaftlicher als auch auf investmenttechnischer Ebene nach sich ziehen.

Volkswirtschaftlich würde eine Fortführung dieses Trends zu geringerem Wachstum und einem geringeren Zuwachs an gesellschaftlicher Wohlfahrt führen. Aus Sicht des Asset Managements könnte es bedeuten, weniger als bisher auf antizyklische Investmentansätze zu setzen, bei denen man implizit unterstellt, dass die Verlierer von heute die Gewinner von morgen sein werden. Denn wenn Eigenkapitalrenditen zunehmend statisch werden, hat sich das Gefüge zwischen den Unternehmen offensichtlich zementiert, was eher dafür spricht, auf bestehende Trends zu setzen und nicht auf einen Favoritenwechsel. Das würde möglicherweise auch erklären, warum es seit Jahren nicht mehr performancesteigend ist, auf Unternehmen zu setzen, die im Vergleich zur eigenen Historie besonders günstig sind. Solche „Schnäppchenkäufe“ ergeben nur dann Sinn, wenn man erwarten kann, dass die scheinbar sehr günstigen Unternehmen zu Turnaround-Kandidaten werden. Bei zunehmend statischen Rangreihenfolgen bei Eigenkapitalrenditen ist diese Annahme aber kaum noch belastbar.

Wie man es auch dreht und wendet – hier liegt ein interessantes Beispiel dafür vor, wie eigentlich sehr sinnvolle Innovationen im Bereich von Finanzprodukten volkswirtschaftliche Implikationen entwickeln können und sogar möglicherweise den Erfolg von Anlagestrategien beeinflussen.

All dies spricht dafür, diesen Sachverhalt weiter eng zu verfolgen und wissenschaftlich zu beleuchten. Ein vorschnelles Agieren staatlicher Regulierungsbehörden ist aber vermutlich nicht angebracht – nicht erst die Corona-Krise hat gezeigt, dass selbst gut gemeinte regulatorische Eingriffe nicht selten kontraproduktiv sind. Oftmals ist das staatliche Versagen leider noch größer als das Marktversagen, das eigentlich adressiert werden sollte. Allerdings könnten diese Überlegungen vielleicht für Anleger ein Anreiz darstellen, darüber nachzudenken, vermehrt Stockpicking bei kleineren Werten zu betreiben, deren Eigentümerstruktur noch nicht von ETFs dominiert wird.

Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	06.05.2021 16:09	23.04.2021 -1 Woche	29.03.2021 -1 Monat	29.01.2021 -3 Monate	29.04.2020 -12 Monate	31.12.2020 YTD
Aktienmärkte						
Dow Jones	34212	0,5%	3,1%	14,1%	38,9%	11,8%
S&P 500	4166	-0,3%	4,9%	12,2%	41,7%	10,9%
Nasdaq	13535	-3,4%	3,6%	3,6%	51,8%	5,0%
Russell 2000	2229	-1,9%	3,3%	7,5%	63,8%	12,9%
DAX	15102	-1,2%	1,9%	12,4%	36,0%	10,1%
MDAX	32211	-1,7%	2,4%	3,6%	37,6%	4,6%
TecDAX	3378	-4,0%	0,3%	0,1%	17,3%	5,1%
EuroStoxx 50	3988	-0,6%	2,7%	14,6%	33,1%	12,3%
Stoxx 50	3409	0,4%	2,8%	10,8%	16,8%	9,7%
SMI (Swiss Market Index)	11094	-0,9%	0,0%	4,8%	12,5%	3,7%
FTSE 100	7054	1,7%	4,7%	10,1%	15,4%	9,2%
Nikkei 225	29331	1,1%	-0,2%	6,0%	48,4%	6,9%
Brasilien BOVESPA	119468	-0,9%	3,5%	3,8%	43,6%	0,4%
Russland RTS	1542	2,0%	5,1%	12,8%	34,8%	11,2%
Indien BSE 30	48950	2,2%	-0,1%	5,8%	49,6%	2,5%
China Shanghai Composite	3441	-0,9%	0,2%	-1,2%	21,9%	-0,9%
MSCI Welt (in €)	2933	-0,4%	1,9%	10,9%	27,3%	11,0%
MSCI Emerging Markets (in €)	1333	-1,4%	-0,6%	0,9%	30,3%	5,1%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	170,47	-36	-115	-678	-259	-717
Bobl-Future	134,95	4	-30	-30	-44	-23
Schatz-Future	112,10	0	-5	-22	-10	-18
3 Monats Euribor	-0,53	3	4	3	-27	5
3M Euribor Future, Dez 2021	-0,53	0	2	3	-10	0
3 Monats \$ Libor	0,18	-1	-3	-3	-51	-6
Fed Funds Future, Dez 2021	0,09	0	1	1	1	0
10-jährige US Treasuries	1,56	0	-16	47	94	65
10-jährige Bunds	-0,23	7	13	32	25	34
10-jährige Staatsanl. Japan	0,09	4	2	5	14	7
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,22	4	8	23	25	28
US Treas 10Y Performance	678,40	-0,7%	1,3%	-3,7%	-7,0%	-5,3%
Bund 10Y Performance	662,25	-0,6%	-1,2%	-3,0%	-2,4%	-3,3%
REX Performance Index	493,05	0,0%	-0,4%	-1,1%	-0,7%	-1,2%
IBOXX AA, €	0,27	5	6	20	-31	25
IBOXX BBB, €	0,70	4	1	12	-107	14
ML US High Yield	4,72	-2	-16	-16	-374	-26
Wandelanleihen Exane 25	8306	-0,4%	1,9%	0,8%	13,8%	-0,3%
Rohstoffmärkte						
S&P Commodity Spot Index	508,65	2,9%	7,2%	18,0%	106,7%	24,2%
MG Base Metal Index	432,58	4,4%	9,3%	20,5%	71,2%	22,0%
Rohöl Brent	68,47	3,4%	5,1%	22,4%	200,8%	32,0%
Gold	1809,70	1,9%	5,8%	-2,6%	6,4%	-4,6%
Silber	25,95	-0,3%	5,1%	-4,5%	70,5%	-1,6%
Aluminium	2421,25	2,6%	8,0%	22,2%	65,1%	22,7%
Kupfer	9889,00	3,2%	11,5%	25,8%	89,0%	27,6%
Eisenerz	190,41	7,6%	14,0%	13,3%	127,1%	22,2%
Frachtraten Baltic Dry Index	3266	17,1%	51,1%	124,9%	407,9%	139,1%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,2058	-0,1%	2,3%	-0,6%	11,2%	-1,7%
EUR/ GBP	0,8691	-0,2%	1,7%	-1,8%	-0,4%	-2,9%
EUR/ JPY	131,54	1,2%	1,8%	3,5%	13,9%	4,0%
EUR/ CHF	1,0952	-0,8%	-1,1%	1,4%	3,6%	1,4%
USD/ CNY	6,4628	-0,5%	-1,6%	0,5%	-8,7%	-1,0%
USD/ JPY	108,93	0,9%	-0,8%	4,0%	2,1%	5,5%
USD/ GBP	0,7210	-0,2%	-0,7%	-1,0%	-10,3%	-1,4%

Quelle: Refinitiv Datastream

Carsten Klude
+49 40 3282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.