

# Das profitable Geschäft mit den Indizes

Carsten Michael: Index-Gesellschaften

**Aktienindizes haben ihren festen Platz in den Medien. Jeden Tag informieren Fernsehsender, Zeitungen und Internet-Dienste über die Entwicklung von Dax, Dow Jones und anderen Kursbarometern. Dahinter steht eine Reihe kleiner, aber höchst profitabler Gesellschaften, die Indizes konstruieren, vermarkten und verkaufen. BANK MAGAZIN hat recherchiert, wie der Markt funktioniert.**

Ein Mann – ein Index: Als die Deutsche Börse AG 1987 ihren Deutschen Aktienindex Dax startete, genügte ein Mitarbeiter, der das Börsenbarometer täglich berechnete. Zu dieser Zeit kursierte der Witz, in Deutschland gebe es mehr Indizes als Aktien, denn praktisch jedes Kreditinstitut und jede Wirtschaftszeitung berechnete und veröffentlichte eigene Zahlenreihen. Noch heute sind Commerzbank-Index und WestLB-Index im Handelsblatt zu finden, und auch die F.A.Z. und die Börsenzeitung halten an ihren Indizes fest. Keiner dieser Indizes konnte sich jedoch als zentrales Barometer für den deutschen Aktienmarkt durchsetzen, denn warum sollte die Deutsche Bank den Commerzbank-Index oder die F.A.Z. den Index der Börsenzeitung als allgemeines Kursbarometer akzeptieren? Das war die Chance für den Dax, die Frankfurter Börse galt in der Branche als neutraler und kompetenter Anbieter.

Zwei Männer – zwei Indizes: Vier Jahre später, 1991, legte die Börse ihren zweiten Index, den Rentenindex Rex, auf – und stellte dafür einen zweiten Mann ein. „Und der war ich“, berichtet Peter Reitz, heute Leiter Produktentwicklung in der Abteilung Information Products. Zu dieser Zeit waren andere schon groß im Geschäft.

„Standard & Poors berechnet seit den 20er Jahren Indizes“, weiß Elliott Shurgin, Vice President Operations Index Services in New York, „doch erst in den 70er Jahren fingen wir an, richtig Umsatz auf diesem Markt zu machen.“ Wie hoch der genau ist, mag er nicht sagen: „Etwas weniger als FTSE“ (siehe Tabelle Seite 54). Doch es gibt viele Quellen, aus denen die Index-Gesellschaften ihre Umsätze schöpfen,

denn Indizes sind nicht frei verfügbar, sondern geschützte Marken:

- Banken und Fondsgesellschaften kaufen Index-Lizenzen, um Indizes als Benchmark oder als Grundlage für Produkte wie Index-Zertifikate oder Derivate zu nutzen (siehe Kästen Seite 54 oben und 56 unten).
- Die Echtzeit-Veröffentlichung von Indexständen, entweder direkt an den Kunden oder über Dienste wie Bloomberg und Reuters, bringt Umsatz.
- Sogenannte Customized Indices werden für Einzelkunden auf Wunsch maßgeschneidert konstruiert.
- Manche Gesellschaften bieten darüber hinaus Beratungsdienstleistungen an.

## Niemand weiß, wie groß der Markt wirklich ist

Das Geschäft mit den Indizes läuft gut – und immer besser, seit sich die Produkte von Marktführer MSCI bis Neueinsteiger Stoxx auch in Europa immer mehr durchsetzen. Wie groß der Markt wirklich ist, weiß niemand, denn bei den meisten Gesellschaften sind die Zahlen bestgeschützte Geheimnisse. S&P-Vi-

Die wichtigsten Indizes der Welt

Name	Land	Jahr der Auflegung	Basis	Höchst 1999	Stand am 6. 8. 99	Zusammensetzung
MSCI World	weltweit	1969	100	1269,73	1215,72	1441 Aktien aus 22 Industrieländern, die pro Land aus 38 Branchen ausgewählt werden
S & P 500	USA	1957	100	1420,33	1300,29	Führende US-Unternehmen aus führenden US-Branchen (nicht unbedingt die größten/besten)
Nasdaq Composite	USA	1971	100	2874,90	2547,90	Alle an der New Yorker Computerbörse Nasdaq gehandelten Werte (über 5000)
Dow Jones Industrial	USA	1896	40,96 (rechner.)	11.209,84	10.714,03	30 der wichtigsten US-Industrietitel
FTSE 100	GB	1983	1000	6663,8	6121,00	Die 100 liquidesten Werte an der Londoner Aktien-Börse
Nikkei 225	Japan	1971	1000	18.623,15	17.084,24	Die 225 liquidesten Werte der ersten Sektion der Aktien-Börse in Tokio
Dax	D	1987	1000	6171	5010,47	30 nach Börsenumsatz und Marktkapitalisierung größten Unternehmen © BM-Tabelle

## Das kostet die Nutzung eines Indexes

Indizes sind geschützte Marken, für die ihre Nutzer Lizenzgebühren zahlen müssen. Was es eine Fondsgesellschaft oder eine Bank kostet, einen Index zu nutzen, das hängt von ganz verschiedenen Faktoren ab wie zum Beispiel,

- ob der Index als Benchmark für einen Fonds oder als Grundlage für eine Option oder einen Future genutzt wird oder
- ob der Name des Indexes in dem Produkt enthalten ist oder nicht.

So ist es bei Stoxx Ltd. für eine Fondsgesellschaft am günstigsten, wenn sie einen Index als Benchmark nutzt, der Name des Fonds nicht den Namen des Indexes enthält und dieser Fonds nicht die Zu-

sammensetzung des Indexes nachbildet. Das kostet sie 1000 Euro im Jahr. Im Fondsprospekt darf sie allerdings erwähnen, dass es Ziel des Fonds ist, den Index zu schlagen.

Enthält der Fonds dagegen den Namen seines Referenz-Indexes, kostet das nicht nur 10.000 Euro im Jahr, sondern alle drei Monate zusätzlich 1,5 Basispunkte der im Fonds verwalteten Vermögen geteilt durch vier sowie abzüglich der Grundgebühr von 10.000 Euro. Wenn 500 Millionen Euro im Fonds verwaltet werden:

$500 \text{ Mio. mal } 0,00015 = 75.000$ ,  
 minus  $10.000 = 65.000$  geteilt durch vier =  $16.250$  Euro je Vierteljahr.

ze Shurgin schätzt das Umsatzvolumen der großen fünf (siehe Tabelle Seite 54) auf insgesamt 50 bis 100 Millionen US-Dollar. Hinzu kommen die Umsätze kleinerer Gesellschaften wie der Kalifornischen Wilshire Indexes mit rund 200 Indizes im Programm, oder der Unternehmensberatung Frank Russel im US-Staat Washington, die mit

ihrem Russel 2000 einen in den Vereinigten Staaten viel beachteten Small-Cap-Index im Portfolio führt. Schließlich haben auch die großen Wertpapierbörsen ihren Anteil am Umsatzkuchen für die Berechnung und Lizenzierung von Indizes – so wie die Deutsche Börse AG.

16 Mitarbeiter – 300 Indizes: Heute beschäftigen sich an Deutsch-

lands führender Börse acht Mitarbeiter ausschließlich mit der Entwicklung von Indizes, acht weitere aus der Abteilung Anwendungsentwicklung sind außerdem dabei. Die Abteilung Information Products, zu der die Indexabteilung mit ihren mittlerweile 300 Indizes gehört, bringt einen wichtigen Beitrag zum Umsatz der Deutsche Börse AG. „Wir haben jetzt rund 170 Lizenznehmer, die meisten davon sitzen im Ausland“, sagt Index-Pionier Reitz. Dahin geht auch die weitere Reise. So berechnen seine Leute sämtliche Indizes der europäischen Kooperationsbörse Euro.NM in Brüssel; am europäischen Index-Senkrechtstarter Stoxx ist sein Haus zu einem Viertel beteiligt. Wie erfolgreich der Züricher Newcomer Stoxx langfristig wirklich sein wird, ist noch umstritten, doch eines steht jetzt schon fest: Er hat die etablierten Mitbewerber auf neue Wege gezwungen. „MSCI hatte praktisch eine Monopolstellung

## Die größten Anbieter von Indizes

Anbieter	Eigentümer	Gründungs-jahr	Veröffentlichte Indizes (Stück)	Lizenznehmer	Zahl der Länder, für die es Indizes gibt	Umsatz (Millionen US-Dollar)	Mitarbeiter	Über alle Indizes erfassten Papiere (Stück)	Markt-kapitalisierung aller in den Indizes erfassten Papiere (in Billionen US-Dollar)
FTSE (ftse.com)	Financial Times, London Stock Exchange	1995	mehr als 3000	„hunderte“	mehr als 30	rund 18	50	4000	mehr als 21
MSCI (msci.com)	Morgan Stanley Dean Witter	1969	mehr als 3000	1 800	51	keine Angaben	120	5000	20
S & P Index Services (spglobal.com)	Standard & Poors	seit Anfang der 70er Jahre gut im Geschäft	mehr als 2000	rund 400	25 bis 30	keine Angaben	etwa 30	2200	17
Dow Jones Global Indexes (dowjones.com/indexes)	Dow Jones & Co	1882	mehr als 3000	100 Lizenznehmer plus Nutzer der Indizes als Benchmark	33	keine Angaben	rund 50	mehr als 2900	mehr als 18
Stoxx (stoxx.com)	Deutsche Börse AG, Dow Jones & Company, Paris Bourse, Swiss Exchange SUX	1998	141	knapp 130	16	keine Angaben	fest 5 (Weitere Mitarbeiter sind an den Börsen für Stoxx tätig)	594	mehr als 6
Deutsche Börse AG	Deutsche Börse AG	1987	rund 1000	rund 170	14	keine Angaben	16	1050	1

und konnten sich die Transparenz seiner Produkte teuer bezahlen lassen“, bemerkt dazu ein Fondsmanager. Transparenz, das ist ein wichtiges Kriterium für die Qualität eines Indexes. Welche Unternehmen in einem Index berücksichtigt werden oder nicht, ist für den Lizenznehmer eine wichtige Information. Stoxx hat hier neue Maßstäbe gesetzt. Das Unternehmen veröffentlicht sogenannte Rennlisten, in denen Unternehmen aufgeführt sind, die demnächst in einen Index aufgenommen werden könnten. Hier zeigt sich auch ein Dilemma, in dem die Anbieter stecken: „Wir wollen den Finanzmärkten folgen, dem Index-Markt aber vorangehen“ erläutert Graham Colbourne, Operations Director bei FTSE in London, den Ehrgeiz seines Hauses. Und das ist ein Spagat. Denn kündigt er an, eine Aktie in einen Index aufzunehmen, kann das die Kurse beeinflussen, weil sämtliche Fonds, die sich am Index orientieren, ihre Portfolios umschichten.

## Auch bei Indizes kommt der Erfolg über das Marketing

Doch nicht allein die Transparenz eines Indexes oder andere Qualitätsmerkmale, wie gute Abbildung des Marktes, Liquidität der im Index enthaltenen Werte oder Neutralität des Anbieters, machen einen Index erfolgreich – besonders das

### Wie MSCI einen Länder-Index konstruiert

Als wichtiges Argument für die Qualität ihrer Produkte betont die Tochter des amerikanischen Investment Hauses Morgan Stanley Dean Witter, MSCI, den einheitlichen Ansatz, mit dem sie sämtliche ihrer mehr als 3000 Indizes entwickelt. Das erlaubt den Lizenznehmern nach Aussage der Gesellschaft, die Entwicklung ihrer Vermögen unabhängig von Märkten, Regionen und Sektoren präzise zu vergleichen.

Die Konstruktion eines Länder-Indexes erfolgt bei MSCI nach den folgenden Regeln:

- Zunächst werden sämtliche an der Börse notierten Wertpapiere eines Landes erfasst.

- Dann werden die Papiere in Branchen aufgeteilt.
- Es werden so viele Papiere ausgewählt, bis 60 Prozent der Marktkapitalisierung jeder Branche und damit auch des ganzen Landes im Index repräsentiert sind.
- Nur solche Papiere werden in den Index aufgenommen, die liquide sind und deren Kurse sich frei bilden.
- Vermieden werden Überkreuzbeteiligungen zwischen den Wertpapieren eines Indexes.
- Schließlich wird jeder Wert im Index so gewichtet, dass es seinem Anteil der gesamten Marktkapitalisierung entspricht.

Marketing muss stimmen. „Stoxx hat mit den beteiligten Börsen mächtige Promoter“, beobachtet FTSE-Mann Colbourne und glaubt: „Das Marketing Budget bei Stoxx muss immens hoch sein.“

Trotz guten Marketings und der 12.000 bis 13.000 Indizes, die die großen Anbieter zusammen am Markt platziert haben, kann es vorkommen, dass für einen Fonds die geeignete Benchmark fehlt. So ging es auch Holger Sahner, Portfoliomanager bei der SGZ Bank in Frankfurt. Er fand zunächst keinen Index für den Fonds „Global Web Stars“, der seit April 1999 in Internet-Firmen investiert, denn er wollte einen Index, der sowohl amerikanische als auch europäische Internet-Werte enthält. „Wir haben dann den Nice-Internet-Index gefunden“, so Sahner. Die Frankfurter Beteiligungsgesellschaft Nice AG engagiert sich im Internet-Segment und berechnet diese Bench-

mark, ohne sonst im Index-Geschäft tätig zu sein.

Sahner steht auf seiner Suche nach dem passenden Index noch vor einem zweiten Problem, weil viele Indizes nach der Marktkapitalisierung ihrer Werte gewichtet sind. „So ergibt sich oft ein falsches Verhältnis zwischen Rendite und Risiko“, bemängelt der Fondsexperte, „die Indizes sind mir dann zu unausgewogen.“ Um ihre Nutzung kommt er dennoch nicht herum, denn „die Benchmarkorientierung wird immer wichtiger, um die Leistung der Fondsmanager zu beurteilen“. Das gilt besonders für die Spezialfonds aber immer mehr auch für Publikumsfonds. Die USA sind den Europäern dabei noch voraus.

16 Mitarbeiter – 1000 Indizes: Ab dem 1. September 1999 wächst die Indexfamilie der Deutsche Börse AG von 300 auf 1000, denn dann startet das Haus seine europäischen Renten-Indizes. „Indizes auf festverzinsliche Wertpapiere lassen sich sehr viel feiner gliedern als Aktienindizes“, erklärt Experte Reitz die große Zahl. So wird es nicht nur einen Index auf Bundesobligationen geben, sondern auch spezielle Indizes für die verschiedenen Laufzeiten von einem bis zu zehn Jahren. Das sind schon elf. Diese wiederum lassen sich als Kurs- und als Performance-Indizes errechnen – macht 22. Mit der neuen Index-Familie treibt die Deutsche Börse die Internationalisierung ihres Index-Geschäftes weiter voran. Doch nicht nur das: „Seit 1987 konnten wir unsere Effizienz deutlich erhöhen“, freut sich Reitz. Das damalige Verhältnis ein Mann – ein Index wird sich ab September auf mehr als eins zu 60 verbessern. ■

### So werden Indizes genutzt

Indizes werden vor allem von Fondsgesellschaften und Kreditinstituten für ganz unterschiedliche Produkte genutzt. Je nach Anwendung fällt die Lizenzgebühr für die Nutzung des Indexes aus:

- Benchmark für passiv gemanagte Fonds, die den Index genau nachbilden,
- Benchmark für aktiv gemanagte Fonds, deren Zusammensetzung vom Index abweicht,
- Grundlage für Index-Zertifikate, deren Kurs sich am Index orientiert,
- Grundlage für OTC-Debts, also Schuldverschreibungen, die di-

rekt an Kunden gehen und nicht am Markt gehandelt werden. Hier entscheidet der Indexstand über die Höhe des Rückzahlungsbetrages. OTC steht für „over the counter“.

- Grundlage für Publicly-Offered-Debts, also am Markt angebotene Bonds. Auch hier entscheidet der Index über die Rückzahlung.
- Grundlage für Optionen, die auf Indizes gehandelt werden.
- Grundlage für Futures, die auf Indizes gehandelt werden.
- Grundlage für weitere derivative Finanzinstrumente.