

# Die gängigen Märchen zu passiven Anlagen

Seit dem Siegeszug der ETF werden diesen zahlreiche Fehler und Nachteile nachgesagt. Der Siegeszug ist aber gar nicht so imposant, und die Vorwürfe sind meist Schutzbehauptungen. Von Erwin W. Heri und Andreas Homberger

Die grosse Akzeptanz von passiven Anlagen wie Indexfonds und Exchange-Traded Funds (ETF) bei privaten, aber auch bei institutionellen Anlegern wie Pensionskassen, Staatsfonds oder Notenbanken hat in jüngster Zeit vermehrt Kritiker aus Wissenschaft, regulatorischem Umfeld und der (aktiven) Fondsindustrie auf den Plan gerufen. Das ist auch nicht verwunderlich. Parallel zu den Zuflüssen bei den «Passiven» haben nämlich aktive Manager zum Teil dramatische Abflüsse bei ihren Anlagen gesehen. Dadurch sind viele Verwalter von aktiven Fonds in argen Nöten und suchen daher nach Angriffspunkten.

## Kritik gab es schon immer

Die Kritik fokussiert auf verschiedene Aspekte: Erstens wird argumentiert, der globale Markt für passive Anlagen werde von wenigen Anbietern dominiert, was den Wettbewerb einschränke. Zweitens meinen die Kritiker, das «blinde» Kaufen aller in einem Index enthaltenen Titel führe zu Ineffizienzen und Fehlbewertungen am Markt. Und drittens wird behauptet, ETF erhöhten die Korrelationen und die Volatilität insbesondere im Aktienbereich.

Kritik an passiven Anlagestrategien ist nicht neu. Es gibt sie seit der Lancierung des ersten Indexfonds Mitte der 1970er Jahre. Bevor man allerdings allzu grosses Geschütz aufführt, sollte man sich über die Grössenordnungen im Klaren sein. Natürlich haben passive Strukturen und Strategien in den letzten Jahren ein exorbitantes Wachstum gezeigt. Das ist ja auch nicht verwunderlich, wenn man sich die Performancezahlen anschaut, die immer wieder präsentiert werden. Auf der anderen Seite sprechen die relativen Grössenordnungen der verwalteten aktiven contra passiven Anlagen eine etwas andere Sprache.

Der ETF-Markt kommt gerade einmal auf ein Volumen von rund 5000 Mrd. \$. Nimmt man noch passive Indexfonds hinzu, ergibt sich ein Gesamtvolumen von passiven Anlagen von etwa

10 000 Mrd. \$. Gemessen an der Grösse des Kapitalmarkts von 130 000 Mrd. \$ liegt der Gesamtanteil passiver Anlagen bei gerade einmal rund 8%. Die quantitative Bedeutung von «aktiv contra passiv» ist mit anderen Worten weit weg von der Bedeutung, welche den unterschiedlichen Anlageprinzipien in den einschlägigen Medien zugestanden wird. Wie sieht es aber mit den genannten Kritikpunkten aus?

## Marktmacht der grossen drei

Da die drei grossen Anbieter einen globalen Marktanteil von 70% haben, wird argumentiert, der Markt sei nicht mehr kompetitiv, da wenige Anbieter dominieren. Namentlich handelt es sich um Blackrock, State Street und Vanguard. Auf sie entfiel bereits im Jahr 2001 ein Marktanteil von 60%. Die Konzentration hat also etwas zugenommen, war aber schon immer hoch.

Dies ist nicht zuletzt eine Folge der langjährigen Absenz der aktiven Manager. Viele Banken, Fondsanbieter und andere institutionelle Vermögensverwalter haben sich lange gesträubt, den Indexierungstrend mitzumachen. Was nicht ganz unverständlich ist. Die Verwaltung von aktiven Fonds war und ist um ein Mehrfaches lukrativer als das Indexieren. Viele der traditionellen Häuser weigerten sich entsprechend, diesen zwar wachsenden, aber tiefmargigen Geschäftsbereich ins Angebot aufzunehmen, um ihre (hochmargigen) aktiven Produkte nicht zu konkurrenzieren.

Die Marge eines aktiven Fonds ist nicht selten zehnmal so hoch wie die einer passiven Anlage. Die günstigsten Produkte kosten gerade einmal 0,05%, und die Preise sinken seit Jahren. Angesichts der tiefen Margen der «Passiven» kann man dann aber nicht plausibel von abnehmender Konkurrenz sprechen, die zu überhöhten Preisen führe. Zahlreiche europäische Anlagehäuser haben den Indexierungstrend schlicht und ergreifend verpasst und das Feld den grossen amerikanischen Anbietern überlassen.

## Viele Banken und Fondsanbieter haben sich lange gesträubt, den Indexierungstrend mitzumachen.

Oft wird kritisiert, Indexinvestoren nähmen die Mitbestimmungsrechte weniger wahr als aktive Investoren. Dies mag früher richtig gewesen sein, heute sicher nicht mehr. Da ein Indexmanager im Gegensatz zu einem aktiven Manager die Aktien einer schlecht geführten Unternehmung nicht einfach verkaufen kann, haben passive Manager diesbezüglich andere Anreize als aktive. Entsprechend sind «Passive» genauso wenig bereit, anlegerunfreundliche Praktiken von Firmenleitungen hinzunehmen, wie «Aktive».

Was die angeblich reduzierte Markteffizienz durch Indexierung anbelangt, läuft die Argumentation wie folgt: Passive Investoren kauften einfach alle Titel im Index und achteten nicht darauf, ob ein Unternehmen besonders gute (oder schlechte) Perspektiven habe, den Gewinn maximiere oder eine einwandfreie Unternehmensführung aufweise. Deshalb werde sich die Information über kurz oder lang nicht mehr in den Preisen niederschlagen, und es entstünden ineffiziente Preisbildungen.

## «Aktive» werden nicht besser

Bisher hat der steigende Anteil passiver Fonds allerdings in keiner Art und Weise dazu geführt, dass mehr aktive Manager den breiten Marktindex übertreffen würden. Es scheint also, dass der Anteil passiver Anlagen bis anhin noch nicht ausreicht, um die Effizienz der Aktienmärkte nachhaltig zu beeinflussen. Eigentlich müssten aktive Fondsverwalter eine Verschlechterung der Markteffizienz sogar begrüssen. Je mehr Geld «passiv» verwaltet wird, desto besser sollten nämlich nach obiger Argumentation die Chancen eines aktiven Managers sein, den Markt zu schlagen.

Wie steht es nun um den Vorwurf, ETF erhöhten die Korrelation und die Volatilität an den Märkten? Es ist ein bekanntes Faktum, dass die Korrelation von Aktienmärkten und einzelnen Aktien untereinander in den letzten Jahren oder gar Jahrzehnten zugenommen hat. Dies aber unbeschrieben der Zunahme

von indexierten Anlagestrategien zuzuschreiben, ist zu einfach. Weit vernünftiger ist die traditionelle Argumentation. Diese verweist auf den erhöhten Gleichlauf internationaler Wirtschaftsentwicklungen, der dazu führt, dass sich auch die Unternehmensgewinne zunehmend synchron entwickeln.

## Volatilität auf tiefstem Stand

Auch die kolportierte Erhöhung der Volatilitäten ist eine reine Mär. Das Volatilitätsmass schlechthin für den Aktienmarkt ist der VIX-Index, der auf Optionspreisen basiert. Ein Blick auf die Entwicklung zeigt aber, dass in den letzten Jahren eben gerade kein systematischer Anstieg der Volatilität festzustellen ist. Eher das Gegenteil ist der Fall. Die Volatilität ist in den letzten Jahren deutlich gesunken und liegt derzeit auf dem tiefsten Stand seit 25 Jahren.

Viele Kritikpunkte, die gegen den Indexierungstrend vorgebracht werden, sind nicht nur nicht zutreffend, sondern sind nachgerade als Schutzbehauptung eines Teils der Industrie zu verstehen, der es verpasst hat, auf einen neuen Trend aufzuspringen. Man gewinnt gelegentlich den Eindruck, dass für jede unerklärliche Marktentwicklung heute ETF, Indexfonds und andere passive Strategien verantwortlich gemacht werden. «Unerklärliches», Fast-Zusammenbrüche, «Crashes», «Bubbles» und Ähnliches gab es aber auch schon zu Zeiten, als noch niemand von passiven Strategien, ETF und Indexfonds sprach.

Wir sollten unser Hauptaugenmerk bei der Geldanlage weniger auf solche Scheindebatten richten als vielmehr auf die wirklich essenziellen Anlageentscheidungen wie strategische Allokationen, zielorientierte Geldanlage und Anlagedisziplin.

Erwin W. Heri ist Professor für Finanztheorie an der Uni Basel, Dr. Andreas Homberger leitet das Research bei Hinder Asset Management. Beide arbeiten auch für die Ausbildungsplattform fintool.ch.

# Anleihe-ETF locken mit hoher Umsetzungseffizienz

Passive Obligationenanlagen sind erst seit kurzem im Kommen. Eine grosse Herausforderung an den Manager stellt die Nachbildung eines Indexes. Bereits kleinste Kostenunterschiede wirken sich stark auf die Performance aus. Von Jacques-Etienne Doerr

Der Erfolg von Indexstrategien wird oft mit Aktien in Verbindung gebracht. Aber immer mehr Anleger nutzen die Möglichkeiten der Indexierung für ihre Obligationenportfolios, insbesondere mithilfe von Exchange-Traded-Funds (ETF). Obligationen-ETF sind darum im Aufwind: Das Angebot ist in der Schweiz in den vergangenen drei Jahren von 24 auf 36 Produkte gestiegen, ihr Anlagevolumen hat sich fast verdoppelt und liegt heute laut dem Datenanbieter Morningstar bei 18,5 Mrd. \$.

## Mythen und Missverständnisse

Dieses Wachstum ist beachtlich, erreicht jedoch nicht das Niveau von Aktien-ETF. Kritiker nennen häufig Komplexität, Performance und Liquidität als Argumente gegen die Verwendung von Obligationen-ETF. Dahinter verbergen sich in der Regel Mythen und Missverständnisse über ETF und Indexstrategien am Obligationenmarkt.

Am Aktienmarkt lassen sich Indexstrategien einfacher umsetzen als am Obligationenmarkt. Portfoliomanager bilden dazu den gewählten Index ab, indem sie die Aktien der im Index enthaltenen Firmen entsprechend ihrem Gewicht im Index kaufen. Obligationen-Indizes sind schwieriger abzubilden, denn sie enthalten eine sehr grosse Anzahl (bis zu mehreren tausend) sehr unter-

schiedlicher Anleihen, die verschiedene Emittenten, Laufzeiten und Coupons aufweisen.

Statt jedes Wertpapier zu kaufen, wird der Manager eines Obligationen-ETF versuchen, die Risiko- und Renditeprofile des Indexes so gut wie möglich nachzubilden. Dabei kommt häufig eine als «Sampling» bekannte Methode zum Einsatz, mit der ETF-Anbieter viele nationale, regionale und globale Indizes für Staats- und Unternehmensobligationen abbilden. Sampling setzt eine sorgfältig abgestimmte Mischung aus quantitativer Analyse der Risikomerkmale des Indexes und qualitativen Entscheidungen zu einzelnen Emittenten und Wertpapieren voraus.

Je besser ein Fondsmanager einen Index abbilden kann, desto eher wird auch die Wertentwicklung des ETF jener des Indexes entsprechen. Bei genauer Index-Abbildung steigt die Wahrscheinlichkeit, dass ein Portfolio tatsächlich die Risiko- und Renditeerwartungen erfüllt, die Anleger in ihrer ursprünglichen Anlagestrategie festgehalten hatten. Fondsmanager mit Skalenvorteilen, Indexierungs-Erfahrung und guten Beziehungen an den Kapitalmärkten sind am besten dafür gerüstet und können ETF vor allem kosteneffizient verwalten.

Bei der Bewertung der Performance von Anleihe-ETF spielen Kosten eine zentrale Rolle. Die Wahrheit, so simpel

sie auch erscheinen mag, lautet: Je weniger Gebühren Anleger bezahlen, desto mehr bleibt ihnen von ihrer Rendite. Zwar trifft dies auf alle Fonds zu, in Obligationenportfolios sind die Auswirkungen von Kosten jedoch deutlicher spürbar als in Aktienportfolios.

Das liegt daran, dass Obligationen traditionell weniger Rendite abwerfen als Aktien. Seit der Finanzkrise bewegen sich Zinsen und Anleiherenditen nahe der Nullgrenze, in manchen Fällen sogar darunter. Die Bondrenditen werden wohl noch lange unter ihrem historischen Durchschnitt liegen. Vor diesem Hintergrund sollten Anleger mit kosteneffizienten Obligationen-ETF in der Lage sein, ihre Kosten zu reduzieren und dadurch ihre Ergebnisse zu verbessern.

## Diversifikation und Liquidität

Nach der Finanzkrise haben sich die Bedingungen am Obligationenmarkt verändert, so dass einige Anleihen kaum noch verfügbar sind. Besonders markant ist die ausgetrocknete Liquidität unter anderem bei Unternehmens- und High-Yield-Anleihen sowie bei Schwellenländeranleihen. Der direkte Handel mit bestimmten Obligationen ist schwieriger geworden. Diese Lücke füllen zunehmend ETF. Wer in diese Märkte investieren will, kann mit einer einzigen Trans-

aktion ein diversifiziertes Obligationenportfolio kaufen.

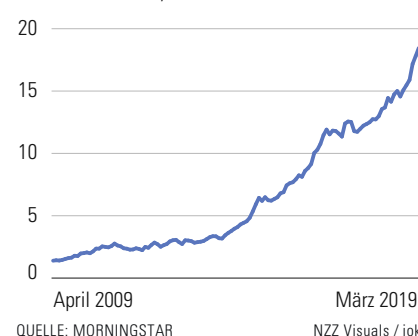
Nur wenige Anleger – selbst professionelle Asset-Manager – können ein so breit diversifiziertes Portfolio ähnlich kosteneffizient umsetzen wie ein ETF. Der Wandel am Obligationenmarkt hat jedoch auch Zweifel an der Liquidität von einzelnen Marktsegmenten und Obligationen-ETF aufkommen lassen. Wie können diese Fonds eine genaue Abbildung gewährleisten und die Handelsspannen niedrig halten, wenn die Liquidität am Markt alle Anleger vor Probleme stellt?

Der Name ETF verrät es: Diese sind handelbar und damit eigenständige Wertpapiere. Rund 80% des Handels mit Obligationen-ETF laufen über den Sekundärmarkt, das heisst, sie werden zwischen den ausgegebenen ETF-Anteilen abgewickelt. Die Basiswerte bleiben von diesen Transaktionen unberührt. So können Anleger während des gesamten Handelstages ETF-Anteile kaufen und verkaufen – selbst wenn einzelne Obligationen gerade nicht gehandelt werden. Aus demselben Grund sind die Geld-Brief-Spannen einzelner Anleihe-ETF manchmal geringer als die der Papiere in ihren Portfolios.

Jacques-Etienne Doerr ist Managing Officer bei Vanguard Investments Switzerland.

## Anleihevermögen wächst rasch

Assets under Management von in der Schweiz kotierten Bond-ETF, in Mrd. Fr.



QUELLE: MORNINGSTAR

NZZ Visuals / jpk.