

Lieber Anleger

ETF sind eine tolle Errungenschaft. Überschätzen sollte man sie aber auch nicht.

Der Siegeszug von kotierten Indexanlagen ist nicht aufzuhalten. Die sogenannten Exchange Traded Funds, besser bekannt als ETF, haben bereits die Fünfbillionengrenze überschritten, was die verwalteten Gelder anbelangt (vgl. S. 19).

Zugegeben – auch ich bin ein grosser Fan dieser gebührenarmen, breit diversifizierten Anlageinstrumente. Doch gewisse Entwicklungen geben selbst mir zu denken.

Zum Beispiel die Dominanz der drei grossen ETF-Anbieter aus den USA: iShares, Vanguard und State Street haben weltweit einen Marktanteil von 70%. In der Schweiz ist es übrigens noch schlimmer: UBS und iShares kommen hier auf einen Anteil von über 80%. Kann man da überhaupt noch von einem Wettbewerb sprechen? Bis jetzt scheint das Oligopol für uns Anleger keine ersichtlichen Nachteile zu haben. Die Gebühren fallen weiter (vgl. Text rechts), das bringt auch die teureren aktiven Fonds unter Zugzwang.

Ein anderer kritischer Punkt ist die möglicherweise ineffiziente Kapitalallokation. «Passive Investieren ist schlimmer als Marxismus», wettete 2016 ein amerikanischer Vertreter des aktiven Fondsmanagements. So weit muss man nicht gehen, doch ist daran schon ein Fünkchen Wahrheit. Passive Investoren legen kein Wert auf Gewinnaussichten des Unternehmens oder die Bewertung, sie kaufen einfach querbeet den Markt. Solange es aber immer noch genug aktive Anleger gibt, sehe ich darin kein Problem. Und diese werden nie ganz verschwinden, weil es sich ab einem gewissen Punkt wieder lohnt, Unternehmen genau zu analysieren und Ineffizienzen auszunutzen.

Was mich als Anleger mit einem Flair für Contrarian-Strategien an den passiven ETF am meisten stört, ist, dass sie automatisch auf jene Themen setzen, die besonders «in» und damit teuer sind. Die gehypten Tech-Aktien etwa haben im US-Aktienindex S&P 500 mittlerweile ein Gewicht von einem Viertel. Vielleicht sind die sogenannten Faang-Aktien (Facebook, Amazon, Apple, Netflix und Google) ja wirklich die Zukunft, vielleicht sind die Titel auch nur massiv überbewertet.

Passive Strategien mögen in einer Hausse wie seit 2009 brillieren, aber werden sie es auch, wenn der Markt weniger freundlich ist? In Zeiten wie heute, da die Bewertungen hoch sind, setze ich deshalb lieber auf günstigere Substanzaktien. Die ETF-Industrie hat auch darauf eine Antwort gefunden: So gibt es bereits zahlreiche Produkte, die zum Beispiel gleichgewichtete Indizes oder solche mit mehr Value-Aktien abbilden. Solchen kostengünstigen Strategien kann ich derzeit durchaus etwas abgewinnen, trotz der idiotischen Bezeichnung Smart Beta.

ETF sind weder ein Teufelszeug noch ein Allheilmittel: Sie bilden einen Index ab und sind etwa so liquid wie der Basiswert – nicht mehr und nicht weniger. ETF haben ihren festen Platz im Portfolio verdient. Sie ersetzen all die Anlagefonds, die kaum vom Index abweichen und dennoch happige Gebühren verlangen. Für aktive Strategien, zum Beispiel in weniger effizienten Märkten, bleibt daneben noch genug Platz.

Ihr Derivat

Kotierte Zertifikate

Valor	Bank	Produkt	Coupon / Basiswert Schutz	Basiswert	Verfall	Lib.	Ausgabepreis	Inserat auf
39694742	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	4.2%	Euro Stoxx 50/S&P 500/SMI	17.08.20	26.02.18	1000 Fr.	
39694741	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	4.2%	Nestlé/Novartis/Roche	17.08.20	26.02.18	1000 Fr.	
39255558	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	7.4%	Alphabet/Apple/Microsoft	19.02.20	26.02.18	1000 Fr.	
39255556	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	5.25%	Bayer/Novartis/Roche/Sanofi	19.08.20	26.02.18	1000 Fr.	
39758071	BAER	Callable Multi Bar. Rev. Conv.	5.8%	SMI/Euro Stoxx 50/S&P 500/Nikkei 225	21.05.19	28.02.18	1000 Fr.	
40049638	UBS	Kick-In GOAL	7%	ABB/Geberit/LafargeHolcim	21.08.20	28.02.18	1000 Fr.	
40050581	UBS	Kick-In GOAL	8%	ABB/CS/LafargeHolcim	21.08.19	28.02.18	1000 Fr.	
40050567	UBS	Kick-In GOAL	9%	AMS/Logitech/Sonova	21.02.19	28.02.18	1000 Fr.	
40050564	UBS	Kick-In GOAL	8.75%	Julius Baer/Commerzbank/CS	21.08.19	28.02.18	1000 Fr.	
40050578	UBS	Kick-In GOAL	6%	Givaudan/Richemont/Swatch	21.02.20	28.02.18	1000 Fr.	
40050565	UBS	Kick-In GOAL	6.75%	Vifor/Roche/Novartis/Lonza	21.02.19	28.02.18	1000 Fr.	
40049637	UBS	Kick-In GOAL	4.75%	Nestlé/Novartis/Roche	21.08.20	28.02.18	1000 Fr.	
40050583	UBS	Kick-In GOAL	5%	Roche/Nestlé/Novartis	21.08.19	28.02.18	1000 Fr.	
40052737	VT	Multi Defender Vonti	5.5%	ABB/Geberit/LafargeHolcim	23.02.21	02.03.18	1000 Fr.	
40051853	VT	Multi Defender Vonti	5%	BP/ENI/Royal Dutch Shell/Total	23.02.21	02.03.18	1000 Fr.	
40052807	VT	Multi Defender Vonti	3.75%	Euro Stoxx 50/S&P 500/SMI	23.02.21	02.03.18	1000 Fr.	
30039225	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	7.4%	Adecco/GAM/Logitech/Lonza	24.02.20	02.03.18	1000 Fr.	
38233531	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	8%	Adecco/LafargeHolcim/Lonza	24.02.20	02.03.18	1000 Fr.	
38788604	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	11%	AMS/Richemont/Credit Suisse	24.02.20	02.03.18	1000 Fr.	
30039224	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	5.2%	EuroStoxx/S&P/SMI	24.08.20	02.03.18	1000 Fr.	
40235383	LEON	Reverse Convertible	3.75%	CHF 30Y Swap	13.02.23	02.03.18	1000 Fr.	
39255602	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	6.5%	ABB/CS/Oerlikon/VAT Group	24.02.20	02.03.18	1000 Fr.	
39255612	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	4.5%	Aktien Basket Schweiz	26.08.20	02.03.18	1000 Fr.	
39255613	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	4.25%	Aktien Basket Schweiz	26.08.20	02.03.18	1000 Fr.	
39255596	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	8.5%	ams/Logitech/VAT Group	26.08.19	02.03.18	1000 Fr.	
39255599	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	7%	Aktien Basket Ausland	23.02.22	02.03.18	1000 Fr.	
39255600	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	7%	Credit Suisse/Julius Bär/UBS	24.02.20	02.03.18	1000 Fr.	
39255607	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	3.9%	SMI/Euro Stoxx 50/S&P 500	26.08.21	02.03.18	1000 Fr.	
39255608	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	3.75%	SMI/Euro Stoxx 50/S&P 500	23.02.22	02.03.18	1000 Fr.	
39255604	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	6.2%	Aktien Basket Schweiz	24.02.20	02.03.18	1000 Fr.	
39255605	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	5.5%	Nestlé/Novartis/Roche	24.02.20	02.03.18	1000 Fr.	
39255606	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	4.4%	Nestlé/Novartis/Roche	23.02.21	02.03.18	1000 Fr.	
39255614	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	3.8%	Richemont/Swatch/Vifor	26.08.20	02.03.18	1000 Fr.	
38233528	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	12%	Alibaba/Netflix/Nvidia	22.08.19	05.03.18	1000 Fr.	
30039229	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	10%	Aktien Basket Schweiz	23.05.19	05.03.18	1000 Fr.	
30039232	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	8%	Clariant/Roche/Straumann	23.05.19	05.03.18	1000 Fr.	
30039230	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	10%	Geberit/Swatch/Swisscom	23.05.19	05.03.18	1000 Fr.	
30039218	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	4.25%	Index Basket	26.02.21	05.03.18	1000 Fr.	
39255595	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	9%	Alphabet/Amazon/Nvidia	29.08.19	05.03.18	1000 Fr.	
39255610	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	9.75%	Intel/Nvidia/Tesla	26.02.19	05.03.18	1000 Fr.	
30039234	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	14%	Adecco/AMS/Richemont	27.05.19	06.03.18	1000 Fr.	
40184130	UBS	Kick-In GOAL	7.25%	Aktien Basket Schweiz	02.09.19	07.03.18	1000 Fr.	
40184115	UBS	Kick-In GOAL	12%	Logitech/AMS	02.03.20	07.03.18	1000 Fr.	
40184421	UBS	Kick-In GOAL	11.5%	Logitech/Swisscom/AMS	28.02.19	07.03.18	1000 Fr.	
40184110	UBS	Kick-In GOAL	7%	Swiss Life/AXA/Zurich Ins.	31.08.20	07.03.18	1000 Fr.	
40184131	UBS	Kick-In GOAL	8.75%	Generali/Fiat/Enel	28.02.19	07.03.18	1000 Fr.	
40184132	UBS	Kick-In GOAL	5.75%	Fresenius/Sonova	02.09.19	07.03.18	1000 Fr.	
40184127	UBS	Kick-In GOAL	6.75%	Aktien Basket Schweiz	02.09.19	07.03.18	1000 Fr.	
40184111	UBS	Kick-In GOAL	7.75%	Aktien Basket Schweiz	02.03.20	07.03.18	1000 Fr.	
40184128	UBS	Kick-In GOAL	6.25%	Aktien Basket Schweiz	28.02.19	07.03.18	1000 Fr.	
30039235	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	12%	CS/Société Générale/UniCredit	02.09.19	09.03.18	1000 Fr.	
39694778	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	10%	CS/LafargeHolcim/Logitech/Lonza	02.03.20	09.03.18	1000 Fr.	Seite 4
30039242	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	4%	Euro Stoxx 50/S&P 500/SMI	02.09.20	09.03.18	1000 Fr.	
39255724	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	3.75%	SMI/Euro Stoxx 50/S&P 500	02.03.22	09.03.18	1000 Fr.	
39255710	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	6%	Nestlé/Novartis/Roche/Swiss Re	02.09.20	09.03.18	1000 Fr.	Seite 7
39255721	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	6.1%	Nestlé/Novartis/Roche	02.09.20	09.03.18	1000 Fr.	
39255722	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	4.15%	Nestlé/Novartis/Roche	02.03.21	09.03.18	1000 Fr.	
39255718	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	5.8%	Sunrise/Swisscom	02.03.20	09.03.18	1000 Fr.	
30039249	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	10.4%	ABB/Straumann/Sunrise	03.06.19	12.03.18	1000 Fr.	
30039246	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	13%	AMS/Logitech/Swatch	03.06.19	12.03.18	1000 Fr.	
38788605	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	10%	AMS/Credit Suisse/Logitech	05.09.19	12.03.18	1000 Fr.	
30039245	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	17%	Facebook/Tesla/Twitter	03.06.19	12.03.18	1000 Fr.	
30039236	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	12%	Logitech/Straumann/Sunrise	03.06.19	12.03.18	1000 Fr.	

Die publizierten Neuemissionen wurden der «Finanz und Wirtschaft» direkt vom Emittenten mitgeteilt. Alle Angaben ohne Gewähr. ¹ Indikativ

Alle Konditionen der neulancierten Zertifikate finden Sie unter www.fuw.ch/zertifikate-neuemissionen



In Krisensituationen trockne die Liquidität in ETF aus, wird gerne kritisiert. Das liegt allerdings nicht am ETF, sondern am Basismarkt.

Kritik an ETF zielt daneben

Ein intensiver Wettbewerb zwischen aktiven und passiven Fonds ist im Interesse der Investoren.

ANDREAS HOMBERGER

Die hohen Zuflüsse in börsengehandelte Fonds (ETF) haben Kritiker, vor allem aktive Manager, auf den Plan gerufen. Das ist wenig überraschend: Seit 2008 sind mehr als 1500 Mrd. \$ in ETF auf den US-Aktienmarkt geflossen, während ein beinahe gleich hoher Betrag aus aktiv verwalteten Fonds abgezogen wurde (vgl. Grafik 1).

Die Kritik fokussiert sich vor allem auf die Marktmacht der drei grossen US-Anbieter, die Verzerrung der Kapitalallokation, die Senkung der Markteffizienz, den negativen Einfluss auf die Marktliquidität sowie die Verstärkung der Marktvolatilität. Eine eingehende Analyse zeigt, dass die Kritik übertrieben ist.

Marktmacht

Es wird argumentiert, die Dominanz der drei grossen US-Anbieter führe zu ungenügendem Wettbewerb. Antwort: Der Anteil der grossen drei am globalen Markt für passive Fonds ist von knapp 60% im Jahr 2001 auf rund 70% Ende 2016 gestiegen (vgl. Grafik 2). Die Konzentration hat zwar zugenommen, war aber schon immer hoch. Die oligopolistische Struktur ist dennoch ein berechtigter Kritikpunkt.

Ein ETF auf den US-Aktienmarkt kostet 0,05 bis 0,08%. Es verbleibt eine Marge von 0,02 bis 0,05% – ein Bruchteil der Marge eines aktiven Fonds. In den letzten Jahren wurden die Preise stetig gesenkt, sodass man kaum von mangelndem Wettbewerb sprechen kann, auch wenn wenige Anbieter den Markt dominieren.

Mitbestimmungsrechte

Die Kritik lautet, Indexinvestoren nähmen die Mitbestimmungsrechte weniger wahr als aktive Anleger. Antwort: Alle grossen Anbieter nehmen ihre Stimmrechte genauso wahr. Da ein Indexfonds im Gegensatz zu einem aktiven Manager ein schlecht geführtes Unternehmen nicht einfach verkaufen kann, sind sie ebenfalls nicht bereit, anlegerunfreundliche Praktiken hinzunehmen.

Dank ihrer Grösse haben ETF auch Macht. Einer der drei grossen Anbieter hat nach eigenen Angaben über zwölf Monate in 39% der Fälle für die Anträge von aktivistischen Investoren gestimmt und in 33% der Fälle die Anträge des Managements gutgeheissen. Alle grossen Anbieter haben Reglemente zur Stimmrechtswahrnehmung und legen das Abstimmungsverhalten auf ihrer Website offen.

Rückgang der Markteffizienz

Es wird argumentiert, dass passive Investoren einfach alle Titel im Index kaufen und so den Markt weniger effizient machen. Sie achteten nicht darauf, ob ein Unternehmen gute Perspektiven habe, den

Gewinn maximiere oder eine einwandfreie Unternehmensführung aufweise. Die Anbieter von Indexfonds haben nach Ansicht der Kritiker keine Anreize, die einzelnen Unternehmen zur Maximierung des Aktionärsnutzens anzutreiben.

Antwort: Bisher hat der steigende Anteil passiver Fonds nicht dazu geführt, dass mehr aktive Manager den breiten Marktindex übertreffen. Es scheint also, als genüge der Anteil passiver Anlagen bis anhin noch nicht, um die Markteffizienz zu beeinträchtigen. Eigentlich müssten die aktiven Fondsverwalter froh sein: Je mehr Geld passiv verwaltet wird, desto besser sind die Chancen eines aktiven Managers, den Markt zu schlagen.

Es gibt daher ein natürliches Gleichgewicht zwischen aktiver und passiver Verwaltung: Wird die Effizienz der Informationsverarbeitung durch einen (zu) hohen Anteil passiver Anlagen verringert, steigt die Chance auf eine Zusatzperformance durch intensives Research und aktives Management. Es wird wieder mehr Research betrieben, und die Investoren werden die resultierenden Möglichkeiten für Zusatzperformance nutzen.

Die Existenz dieses Gleichgewichts wurde von Grossman/Stiglitz schon im Jahr 1980 analytisch nachgewiesen. Hinzu kommt, dass ein Aktienindex viel weniger passiv ist als gemeinhin angenommen. Vergleicht man die Zusammensetzung des S&P 500 von 1990 und heute, stellt man fest, dass mehr als 90% der Titel ausgetauscht worden sind.

Korrelation und Volatilität

Die Kritiker führen an, die Korrelation zwischen den einzelnen Aktien im Index habe zugenommen. Dadurch erhöhe sich die Volatilität, und der Diversifikationseffekt sinke. Antwort: In den letzten Jahren ist die durchschnittliche Korrelation zwischen den einzelnen Aktien nicht gestiegen, sondern gesunken. Weder die Volatilität der Aktienindizes noch die von Einzelaktien ist systematisch gestiegen.

Gestiegen ist hingegen die Korrelation zwischen den grossen Aktienindizes. Steigende Korrelation kann ein Anzeichen für negative Effekte von passiven Anlagen in

Bezug auf die Diversifikation sein. Sie muss es aber nicht. Es ist durchaus plausibel, dass die Korrelation steigt, weil sich die Weltwirtschaft synchroner entwickelt als noch vor zehn oder zwanzig Jahren. Ein anderer Grund könnte sein, dass die Avancen auf Indexstufe wegen des seit 2009 dauernden Bullenmarktes weitgehend parallel verlaufen.

Liquidität

Die Kritik lautet: In turbulenten Zeiten weichen Preis und Inventarwert von ETF voneinander ab. Durch die permanente Handelbarkeit von ETF wird dem Anleger suggeriert, er könne jederzeit zu tiefen Kosten ein- und aussteigen. Wenn es nun zu einer Krisensituation komme, sei diese Liquidität kaum vorhanden, was die Kursschwankungen in den zugrundeliegenden Titeln erhöhe.

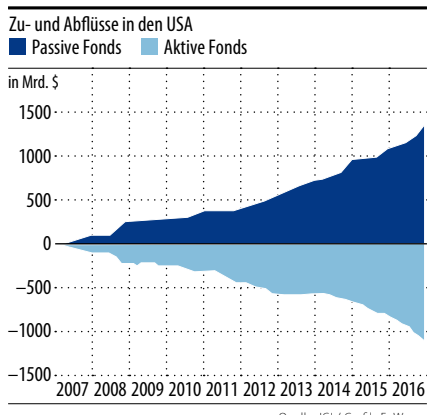
Antwort: In Zeiten starker Marktstörungen kann der Preis des ETF tatsächlich vom inneren Wert abweichen. Studien zeigen, dass der innere Wert eines ETF innerhalb des Handelstages bis zu 2% vom aktuellen Preis abweichen kann. Nur: Diese Abweichungen wurden in Extremsituationen beobachtet, in denen ein Grossteil der Aktien entweder vom Handel ausgesetzt war oder die Aktien binnen Sekunden grosse zweistellige Verluste erlitten. In einer solchen Situation sind Abweichungen von 2% als gering einzustufen. Ein ETF kann keine Liquidität herbeizaubern – wenn der Basismarkt nicht liquide ist, hat auch der ETF eine limitierte Liquidität.

Zusammenfassung

Die Kritik am Indexierungstrend verfolgt Partikularinteressen und ist in vielen Bereichen unzutreffend. Tatsächlich wird die Konkurrenz zum Vorteil der Anleger härter. Derzeit deutet wenig auf eine Verringerung der Markteffizienz und eine ineffiziente Kapitalallokation hin. Ein starker Wettbewerb zwischen aktiven und passiven Managern ist im Interesse der Investoren und gesellschaftlich wünschenswert.

Andreas Homberger ist Leiter Research bei Hinder Asset Management.

1 Fund Flows seit der Finanzkrise



2 Marktanteil der drei grossen Anbieter

