

Die harsche Kritik an den ETF zielt ins Leere

Je beliebter Exchange-Traded Funds werden, umso lauter wird vor ihnen gewarnt. Die Argumente überzeugen aber kaum. Von Andreas Homberger

Die hohen Zuflüsse in Exchange-Traded Funds (ETF) und Indexfonds haben Kritiker – vor allem Anbieter von aktiv verwalteten Fonds – auf den Plan gerufen. Das ist wenig überraschend: Seit 2008 haben ETF auf den US-Aktienmarkt mehr als 1500 Mrd. \$ Zuflüsse erhalten, während beinahe der gleiche Betrag aus aktiv verwalteten Fonds abgeflossen ist (vgl. Grafik). Laut den Kritikern birgt die Entwicklung handfeste Nachteile, die gefährliche Folgen mit sich bringen kann.

Aktive Fonds sollten profitieren

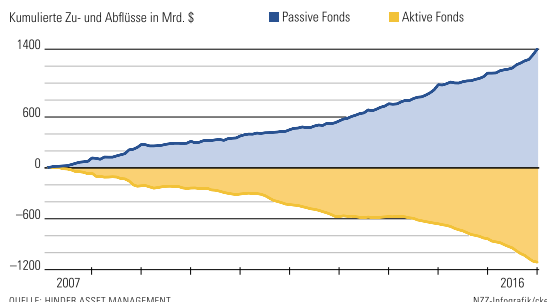
So soll der höhere ETF-Anteil die Kapitalallokation verzerren, die Markteffizienz senken, die Marktliquidität negativ beeinflussen und die Marktvolatilität verstärken. Hinzu kommt eine Sorge um die wachsende Marktmacht der drei grössten Anbieter. Bei näherer Betrachtung zeigt sich jedoch, dass die geäußerte Kritik übertrieben ist.

Es wird argumentiert, dass passive Investoren einfach alle Titel im Index kaufen. Sie achten nicht darauf, ob ein Unternehmen besonders gute Perspektiven hat, den Gewinn maximiert oder eine einwandfreie Unternehmensführung aufweist. Passive Fonds tragen somit nicht zur «Preisfindung» bei den einzelnen Aktien bei und machen den Markt weniger effizient. Die Anbieter von Indexfonds hätten zudem keine Anreize, die Firmen zu einer Maximierung des Aktionärsnutzens anzutreiben.

Bisher hat der steigende Anteil passiver Fonds jedoch nicht dazu geführt, dass mehr aktive Manager den breiten Marktindex schlagen. Trotz dem stark gestiegenen Anteil passiver Fonds schafft es die grosse Mehrheit der aktiv verwalteten US-Aktienfonds nach wie vor nicht, den breiten Marktindex zu übertreffen. 2016 erzielten zwei Drittel der aktiven Fonds auf den S&P 500 eine negative relative Performance. Bei Small-Cap-Fonds waren es sogar 85%.

Es scheint also, als genüge der Anteil passiver Anlagen bis anhin noch nicht, um Markteffizienz und Preisfindung zu beeinträchtigen. Eigentlich müssten die aktiven Fondsverwalter froh sein: Je mehr Geld «passiv» verwaltet wird, desto

Passive Fonds gewinnen seit Jahren deutlich Marktanteile



QUELLE: HINDER ASSET MANAGEMENT

NZZ-Infografik/cke

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 zusätzliche Performance durch intensives Research, kombiniert mit aktivem Management. Die Existenz eines solchen Gleichgewichts wurde von Grossman/Stiglitz schon im Jahr 1980 analytisch nachgewiesen.

Wünschenswerte Selektion

Ob die Kapitalallokation verschlechtert wird, ist ebenfalls nicht klar. Einerseits ist es nicht gut, wenn der Kauf einer Aktie unabhängig von Bewertung und Zukunftspotenzial eines Unternehmens erfolgt. Schlechte Firmen erhalten zu viel und zu günstiges Kapital, während gute zu wenig erhalten und die Kapitalkosten für sie zu hoch sind. Dennoch kann man auch argumentieren, dass passive Fonds zu einer besseren Kapitalallokation beitragen.

Sie üben nämlich auf alle aktiven Manager einen enormen Druck aus. Dadurch kommt es zu einer sehr wünschenswerten Selektion: Viele «schlechte» aktive Manager werden aussortiert, und es bleiben vorwiegend «gute» übrig. Ins-

Es gibt ein natürliches Gleichgewicht zwischen aktiver und passiver Verwaltung.

gesamt bleibt dabei die Lenkungsfunction der Aktienpreise vollständig erhalten, während die Investoren in der Summe gewinnen. Anstatt in schlechte aktive Fonds investieren sie in deutlich günstigere und besser rentierende passive Produkte.

Die Kritiker führen an, dass die Korrelation zwischen den einzelnen Aktien im Index zugenommen habe. Dadurch erhöhe sich die Volatilität, und die Diversifikationseffekte nähmen ab. In den letzten Jahren ist die durchschnittliche Korrelation zwischen den einzelnen Aktien nicht gestiegen, sondern tendenziell sogar gesunken. Weder die Volatilität der Aktienindizes noch jene von Einzelaktien ist systematisch gestiegen.

Höhere Korrelation von Indizes

Gestiegen sind hingegen die Korrelationen zwischen den grossen Aktienindizes. Steigende Korrelationen können ein Anzeichen für negative Effekte von passiven Anlagen sein. Sie müssen es aber nicht. Es ist durchaus plausibel, dass die Korrelationen deswegen steigen, weil sich die Wirtschaftsentwicklung global synchroner entwickelt als früher. Ein anderer Grund könnte sein, dass wir uns seit 2009 in einem Bullenmarkt befinden, so dass Preisanstiege auf Indexstufe weitgehend parallel verlaufen.

Akademische Studien können zwar teilweise über spezifische Perioden eine Korrelation zwischen Zunahme von Handelsvolumina und Aktiengleichlauf nachweisen. Keine der Studien vermag aber zu zeigen, dass ein kausaler (ursächlicher) Zusammenhang besteht. Korrelation bedeutet aber eben nicht automatisch auch Kausalität.

Was die Marktliquidität angeht, lautet der Vorwurf, dass in turbulenten Zeiten Preise und Inventarwerte von ETF voneinander abweichen. Durch die permanente Handelbarkeit von ETF werde dem Anleger suggeriert, er könne jederzeit zu tiefen Kosten ein- und aussteigen. Komme es zu einer Krisensituation, sei diese Liquidität kaum vorhanden, oder sie erhöhe die Kursschwankungen in den zugrunde liegenden Titeln.

In Zeiten starker Markturbulenzen kann der Preis des Fonds tatsächlich vom

inneren Wert abweichen. Studien zeigen, dass der innere Wert eines ETF innerhalb des Handelstages um bis zu 2% vom aktuellen Preis abweichen kann. Nur: Diese Abweichungen wurden in Extremsituationen wie z.B. den sogenannten Flash-Crashes beobachtet, in denen ein Grossteil der Aktien entweder vom Handel ausgesetzt war oder die Aktien innert Sekunden grosse zweistellige Verluste erlitten.

In einer solchen Situation sind Abweichungen von 2% als gering einzustufen. Wenn ETF auf illiquiden Anlagen basieren (Hedge-Fonds, Immobilien, gewisse Obligationenmärkte), wird es in Krisenzeiten tatsächlich problematisch. Die Ursache liegt hier bei den illiquiden Basismärkten selbst und nicht beim ETF. Ein ETF kann immer nur so liquide sein wie der zugrunde liegende Markt. Ein ETF kann (wie die Futuresmärkte auch) keine Liquidität herbeizaubern – wenn der Basismarkt nicht liquide ist, hat auch der ETF eine limitierte Liquidität.

Konkurrenz nutzt den Anlegern

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

Die aktiven Verwalter können sich bei einem höheren Anteil passiver Anlagen, der Investoren bis anhin insgesamt Performancevorteile beschert, besser profilieren und differenzieren. Ken French, ein weltweit führender Forscher im Finanzmarktbereich, hat errechnet, dass der durchschnittliche Investor seinen Ertrag pro Jahr um 0,67% steigern kann, wenn er passiv investiert. Es muss sehr viel passieren, bis dieser Effekt durch mögliche, bisher wohl sehr geringe Marktverzerrungen neutralisiert wird.

Andreas Homberger leitet das Research bei Hinder Asset Management.

Börsenkotierte Fonds (ETF) werden immer beliebter, in der Schweiz werden laut SIX Swiss Exchange mittlerweile über 1300 dieser Fonds gehandelt. Wie findet man als Anleger bei dieser enormen Auswahl den passenden ETF?

Welcher Index soll es sein?

Dazu müssen Anleger zunächst ihre Anlageziele formulieren. Welche Rendite wollen sie erzielen? Wie hoch ist ihre Risikotoleranz? Von den Antworten hängt die Zusammensetzung des Portfolios ab, also der Anteil an Aktien und Anleihen sowie an Schweizer und internationalen Anlagen. Um die passende Portfoliostruktur mithilfe von ETF umzusetzen, müssen Anleger in der Regel einen oder mehrere Indizes auswählen, die ihren Anlagezielen und ihrer Portfoliostruktur entsprechen. Selbst wer sich auf europäische Aktien beschränkt, kann noch immer aus 389 ETF auswählen.

Zu beachten ist, dass Aktien einen mittel- bis langfristigen Anlagehorizont erfordern. Ausserdem sinken die Wertchwankungen in einem Portfolio in der Regel mit steigender Diversifikation, wenn Anleger also mehr Branchen und Länder in ihr Portfolio aufnehmen. Unter den Regionalindizes in Europa ist der Euro-Stoxx 50 der populärste. Er bildet die nach Marktkapitalisierung 50 grössten Firmen der Euro-Zone ab – was Schweizer Aktien ausschliesst. Breiter diversifizierte Indizes berücksichtigen auch den Schweizer Aktienmarkt, etwa der Euro-Stoxx 600, der MSCI Europe oder der FTSE Developed Europe.

Auch Aktien aus Grossbritannien, Norwegen, Schweden und Dänemark sind in diesen Indizes enthalten. Anleger

Was Anleger bei der Auswahl von ETF beachten sollten

In manchem Bereich haben Anleger eine grosse Auswahl an ETF, so bei europäischen Aktien. Welche Kriterien beim Entscheid für ein Produkt wichtig sind. Von Jacques-Etienne Doerr

können so in 400 bis 600 grosse und mittlere Unternehmen investieren. Vielleicht wollen Anleger thematisch investieren, zum Beispiel in europäische Bankaktien oder Small-Caps. All diese und viele anderen Strategien lassen sich mit einem ETF umsetzen, denn fast alle ETF investieren in die Komponenten eines bestimmten Indexes, welcher wiederum eine bestimmte Anlageklasse, einen Markt oder ein Marktsegment abbildet. In jedem Fall nimmt mit dem Anlageuniversum auch die Diversifikation zu.

Genauere Abbildung gefordert

Ist die Entscheidung für einen Index gefallen, gilt es, einen passenden Fonds auszusuchen. Dabei sind drei Kriterien zu beachten. Beim ersten Aspekt geht es darum, dass der Fonds den jeweiligen Index möglichst effektiv abbildet.

Hilfe bieten hier zwei Kennzahlen, die Tracking-Difference (auch Überschussrendite genannt) und der Tracking-Error. Die Tracking-Difference vergleicht die Wertentwicklung des ETF über einen bestimmten Zeitraum mit der des Indexes und zieht dafür die Gesamtrendite des Indexes von jener des ETF

ab. Die Tracking-Difference ist meistens negativ, da die Kursentwicklung des ETF auch dessen Gebühren berücksichtigt. Wer sich langfristig an der Gesamtrendite (Total Return) orientiert, sollte die Tracking-Difference als Leitfaden verwenden. Für dieses Ziel eignet sich ein ETF mit der kleinsten negativen Tracking-Difference.

Anleger wollen allerdings in der Regel auch, dass ein ETF das Risikoprofil und nicht nur die Rendite des ausgewählten Indexes korrekt abbildet. Deshalb suchen sie nach ETF mit einer Kursentwicklung, die möglichst wenig von der Entwicklung des Benchmarks abweicht. Der Tracking-Error gibt Aufschluss, indem er die langfristige Volatilität der Tracking-Difference misst.

Der zweite Aspekt betrifft die Frage, wie der Index-ETF investiert, wobei die Möglichkeit besteht, dies entweder physisch oder synthetisch zu tun. Physische ETF kaufen alle im Index enthaltenen Wertpapiere oder zumindest eine Teilmenge dieser Papiere (etwa bei Indizes mit sehr vielen Komponenten). Ein Euro-Stoxx-50-ETF mit physischer Replikation hält also jede der 50 im Index enthaltenen Aktien. Physische

Replikation ist leicht nachvollziehbar und wohl nicht zuletzt aus diesem Grund äusserst beliebt.

Synthetische ETF bilden ihren Index mit Derivaten ab und investieren nicht in die Basiswerte des Indexes. Bei Derivatekontrakten müssen die Parteien Sicherheiten hinterlegen und Nachschussforderungen erfüllen (sogenannte Margin-Calls). Ausserdem besteht bei Derivaten ein Gegenparteirisiko. Vielleicht sind diese zusätzlichen Anforderungen und Risiken ein Grund, warum synthetische ETF für europäische Aktien immer weniger gefragt sind.

Wie viel dürfen ETF kosten?

Dennoch haben die synthetischen Instrumente ihre Berechtigung, denn mit ihnen können Anleger in Anlageklassen investieren, die entweder gar nicht oder nur schwer physisch gelagert werden können, etwa Rohstoffe oder Währungen. Bei der ETF-Auswahl sollten Fonds favorisiert werden, die klar und deutlich erklären, wie sie das Geld der Anleger investieren und welche Risiken damit verbunden sind.

Zuletzt spielen bei der Wahl des richtigen ETF die Kosten eine wichtige Rolle. Der Fonds sollte Anleger nicht mit versteckten Kosten oder Gebühren überraschen. ETF mit einem grösseren Anlagevermögen können ihre Kosten leichter reduzieren. Etablierte ETF-Anbieter erzielen zudem Skaleneffekte und können diese weitergeben. Schliesslich bleibt Anlegern mehr von ihrer Rendite, wenn sie weniger bezahlen.

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

Selbst wer sich auf europäische Aktien beschränkt, kann noch immer aus 389 ETF auswählen.