

ETF sind nicht überall die bessere Alternative

Kotierte passive Fonds eignen sich vor allem für liquide und effiziente Märkte.

PETER ROHNER

Wer diversifiziert in einen Markt investieren will, muss sich entscheiden zwischen aktiv verwalteten Anlagefonds und passiven Lösungen wie Indexfonds oder kotierte Fonds (Exchange Traded Funds, ETF). Die Frage, ob passiv oder aktiv, lässt sich auch anders stellen: Sind die aktiven Fondsmanager die Gebühren wert? Entscheidend sind also Jahresgebühren und Performance.

Die Gebühren sind im Vorhinein bekannt und bei ETF in der Regel deutlich geringer, sinken aber auch bei aktiv verwalteten Fonds seit Jahren (vgl. Grafik 1). Die Performance und damit die künftige Entwicklung lässt sich nur anhand der bisherigen Erfahrungswerte grob schätzen.

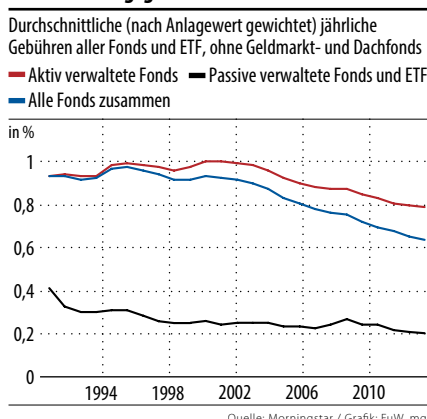
Diverse empirische Studien zeigen, dass lediglich eine Minderheit der aktiven Fondsmanager es schafft, nach Gebühren über längere Zeit den Vergleichsindex zu schlagen. Einer der ersten, der den Erfolg von aktiven Fonds systematisch erforschte, war der Finanzprofessor Burton Malkiel. Anhand von Daten aus den Siebziger- und Achtzigerjahren kam er zum Schluss, dass Aktienfonds insgesamt sowohl vor als auch nach Gebühren schlechter abschneiden als die Vergleichsindizes. Ergebnisse wie diese haben massgeblich zum kometenhaften Aufstieg von passiven Anlageinstrumenten beigetragen.

Schwierige Nischenmärkte

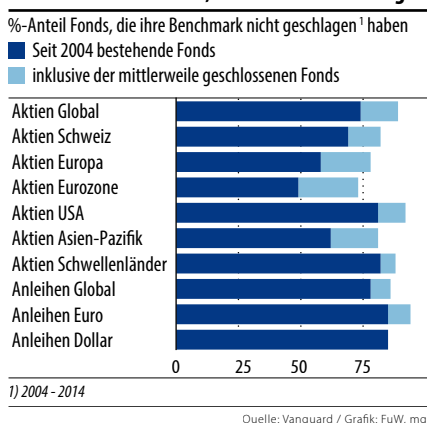
Was für den Gesamtmarkt gilt, muss aber nicht unbedingt auch für die einzelnen Anlageklassen gelten. «Es gibt immer noch Nischenmärkte, da ist der Einsatz von ETF nicht empfehlenswert oder nicht möglich», sagt Andreas Homberger von Hinder Asset Management. Allgemein gelte die Faustregel: Je effizienter der Markt, desto eher lohnt sich die passive Variante wie ETF oder Indexfonds.

Das Wort effizient wird hier im Sinne der Markteffizienztheorie von Nobelpreisträger Eugene Fama verwendet. Ein Markt gilt als effizient, wenn die verfügbaren Informationen sofort in den Kursen enthalten sind. In einem solchen Markt ist es schwieriger, mit eigenen Analysen und Zusatzwissen ein Überrendite zu erzielen. Raimund Müller, Leiter ETF Schweiz und Liechtenstein bei UBS, erklärt das Phäno-

1 Verwaltungsgebühren sinken



2 Anteil aktiver Fonds, die Index nicht schlagen



men am Beispiel der Schweizer Blue Chips im Vergleich zum Markt für Unternehmen mit kleinerer Marktkapitalisierung. «Rohche oder Nestlé werden von zahlreichen Analysten abgedeckt. Bei einem kleineren Titel können Sie mit eigenen Recherchen und Analysen eher einen Wissensvorsprung erarbeiten.» Es erstaunt nicht, dass vor allem ETF auf grosse liquide Märkte wie den S&P 500 oder den SMI bei Investoren am meisten Anklang finden.

Entsprechend niedrig sind dort die Verwaltungsgebühren. Bei ETF auf den S&P 500 liegen die jährlichen Gebühren unter 0,1%. An der SIX handelbare ETF auf den Schweizer Aktienmarkt gibt es ebenfalls bereits ab einer Jahresgebühr von 0,1%. Zu den relativ effizienten Märkten mit wenig Potenzial für aktives Management in Relation zu den Kosten zählt Homberger auch den liquiden Teil der Anleihenmärkte. Als Beispiel nennt er Schweizer Obligationenfonds. «Wenn ein Fonds-

manager in diesem Markt 0,3 Prozentpunkte mehr erzielt als der Index, hat er gute Arbeit geleistet. Wenn er davon aber eine Gebühr von 0,5% abzieht, hat der Investor nichts davon.»

Zu den Anlageklassen, bei denen ETF nicht zu empfehlen sind, gehören laut Homberger Katastrophenanleihen, Hedge Funds, Private Equity und Rohstoffe. Grenzfälle seien Immobilien, Schwellenländeraktien sowie das weniger liquide Anleihsensegment wie Hochverzinsliche oder Schwellenländerbonds. Dort könne sich aktives Management lohnen. Bei ETF auf Hochzinsanleihen und Schwellenländerbonds sind auch die Gebühren höher. Die beiden grossen US High Yield ETF von State Street (SPDR) und iShares weisen eine Jahresgebühr von 0,4% resp. 0,5% aus. Ähnlich ist die Gebührenstruktur bei ETF auf Schwellenländeranleihen.

Liquidität ist entscheidend

Auf die grosse Bedeutung der Liquidität des Basiswertes weist auch Raimund Müller von UBS hin. Seit die Banken aus regulatorischen Gründen weniger mit Unternehmensanleihen handeln, habe die Marktliquidität abgenommen. Das kann für ETF ein Problem werden. «Wenn in Stressphasen viele Investoren gleichzeitig aus einem ETF mit illiquiden Basiswerten heraus wollen, muss der ETF-Anbieter die Wertpapiere unter Umständen zu sehr schlechten Kursen verkaufen.»

Gemäss Daten von Vanguard ist in der Schweiz zugelassenen Fonds ist die Wahrscheinlichkeit, besser abzuschneiden als der Index, bei Euroaktienfonds am grössten – obwohl dieser Markt gross und liquide ist (vgl. Grafik 2). Dagegen schneiden Schwellenländerfonds schlecht ab, obwohl dort das Argument für das aktive Management wegen der vermeintlich geringeren Effizienz eher zutrifft. Die Vanguard-Studie zeigt, dass auch bei Anleihenfonds mehr als 80% der aktiven Manager ihre Benchmark nicht schlagen. Allerdings muss angefügt werden, dass Vanguard ein grosser Anbieter von passiven Anlageprodukten ist und ein Interesse an solchen Ergebnissen hat.

Einigkeit herrscht in der Branche darüber, dass ETF wegen ihrer einfachen Handelbarkeit für taktische Wetten besser geeignet sind als Anlagefonds. Das gilt auch bei Grenzfällen wie High Yield.

Eurex-Optionen auf die zehn wichtigsten Schweizer Basiswerte

Calls o.K.	Strike	Puts o.K.	Calls o.K.	Strike	Puts o.K.	Calls o.K.	Strike	Puts o.K.	Calls o.K.	Strike	Puts o.K.	Calls o.K.	Strike	Puts o.K.	Calls o.K.	Strike	Puts o.K.	Calls o.K.	Strike	Puts o.K.	
ABB N	19.23		8968	DECS 25.5	694	2239	NOVS 75	1446	0	JAN6 84	448	18257	MAR6 290	2521	4	JAN6 19	1320	532	NOVS 8950	172	
20	NOVS 16.5	1934	0	JAN6 21	193	6265	NOVS 76	7851	0	JAN6 86	828	279	JAN6 19.5	335	3168	NOVS 9000	1711	3168	NOVS 9000	1711	
300	NOVS 17	5570	0	JAN6 22	848	2377	NOVS 77	246	154	JAN6 88	2383	765	JAN6 20	240	812	NOVS 9050	621	812	NOVS 9050	621	
4642	NOVS 17.5	4763	327	JAN6 23	507	4235	NOVS 78	479	550	JAN6 90	590	1320	JAN6 21	120	1309	NOVS 9100	166	520	JAN6 22	0	
7990	NOVS 18	4171	421	JAN6 24	723	818	NOVS 80	29	270	JAN6 92	115	0	JAN6 23	0	4611	DECS 8750	1577	1336	DECS 8750	1577	
9335	NOVS 18.5	3423	617	JAN6 25	38	896	NOVS 82	0	305	JAN6 94	116	6870	NOVS 88	189	851	DECS 8850	1319	0	JAN6 23	0	
6988	NOVS 19	782	1859	JAN6 26	113	13448	DECS 70	24030	51	JAN6 96	34	1024	NOVS 90	838	2973	JAN6 18.75	6646	851	DECS 8850	1319	
4815	NOVS 19.5	147	320	JAN6 27	51	34438	DECS 72	21725	0	JAN6 98	0	2051	NOVS 92	250	2926	MAR6 19	2002	2477	DECS 8900	2721	
1007	NOVS 20	210	150	MAR6 22.5	387	18456	DECS 74	22322	283	MAR6 80	7272	550	NOVS 94	182	5062	MAR6 19.74	7351	601	DECS 8950	866	
444	DECS 16.5	2300	126	MAR6 23	1753	36984	DECS 76	19908	206	MAR6 84	7919	285	NOVS 96	99	3210	MAR6 20	2461	7818	DECS 9000	6135	
938	DECS 17	8658	79	MAR6 23.5	1559	15656	DECS 78	5018	3217	MAR6 88	15616	4787	DECS 88	897	710	MAR6 20.73	1671	16977	MAR6 21	746	
276	DECS 17.5	5587	4609	MAR6 24	6647	12081	DECS 80	2258	9290	MAR6 92	8098	490	DECS 88.98	1171	16977	MAR6 21	746	5076	DECS 9100	4569	
19343	DECS 18	49901	2321	MAR6 25	1733	305	DECS 82	0	4446	MAR6 96	4570	9116	DECS 90	572	11290	MAR6 21.71	6388	85	JAN6 8750	45	
1865	DECS 18.5	1395	8280	MAR6 26	7309	0	JAN6 70	284	1841	MAR6 98	2146	510	DECS 91.58	91	354	JAN6 8800	1390	9	JAN6 8850	0	
16326	DECS 19	18120	408	MAR6 27	345	254	JAN6 72	675	19542	MAR6 100	8762	9586	DECS 92	1141	347	NOVS 240	1611	197	JAN6 8900	276	
2686	DECS 19.5	619	1022	JAN6 74	4869	1037	JAN6 76	703	4998	MAR6 110	766	1166	DECS 92.85	84	1315	NOVS 250	14068	234	JAN6 8950	111	
0	JAN6 16.5	0	4012	JAN6 78	4000	0	JAN6 86	218	731	JAN6 88	134	0	JAN6 86	218	1150	NOVS 255	466	5732	NOVS 260	1518	
0	JAN6 17.5	2	100	NOVS 54	359	4430	JAN6 80	0	79	NOVS 240	571	116	JAN6 90	173	5732	NOVS 260	1518	751	JAN6 9000	111	
460	JAN6 18	2	70	NOVS 55.24	118	5	JAN6 82	0	187	NOVS 250	1395	54	JAN6 92	193	8809	NOVS 270	1279	188	JAN6 9050	22	
67	JAN6 18.5	254	2242	NOVS 56	320	6759	MAR6 70	11386	1258	NOVS 255	928	147	JAN6 94	87	2050	NOVS 280	518	108	JAN6 9100	500	
5867	JAN6 19	233	180	NOVS 57.14	155	3152	MAR6 72	13611	1929	NOVS 260	1743	868	JAN6 96	80	388	NOVS 290	1225	179	MAR6 8750	135	
2021	JAN6 19.5	0	662	NOVS 58	221	4365	MAR6 74	1435	287	NOVS 265	724	618	MAR6 88	1056	248	DECS 240	21825	1532	MAR6 8800	2975	
0	MAR6 15	1414	121	NOVS 59.05	79	12498	MAR6 76	5561	2222	NOVS 270	468	335	MAR6 88.98	198	7905	DECS 250	21896	510	MAR6 8850	751	
700	MAR6 16	28703	374	DECS 54	1276	6698	MAR6 80	614	937	NOVS 280	298	597	MAR6 90	134	6773	DECS 260	23717	1475	MAR6 8900	578	
4181	MAR6 17	7022	238	DECS 55.24	227	511	MAR6 82	0	617	NOVS 290	10	1018	MAR6 92	1182	16161	DECS 270	30483	283	MAR6 8950	280	
16481	MAR6 18	15920	641	DECS 56	574	277	MAR6 84	6	4157	DECS 240	8745	318	MAR6 92.85	105	50616	DECS 280	15595	1334	MAR6 9000	564	
7665	MAR6 19	7188	673	DECS 57.14	6472	1745	DECS 250	9062	1245	MAR6 94	100	9752	DECS 290	16343	43	JAN6 240	245	120	MAR6 9050	33	
16976	MAR6 20	5008	769	DECS 58	401	11	DECS 255	113	10007	DECS 260	10259	639	NOVS 19.25	396	43	JAN6 240	245	1193	MAR6 9100	1050	
9453	MAR6 22	5096	434	DECS 59.05	75	300	NOVS 82	509	7072	DECS 270	6708	3674	NOVS 19.5	1489	93	JAN6 250	366	1	JUN6 8750	55	
CS Group N	23.14		15	JAN6 56	90	254	NOVS 88	2957	0	JAN6 230	44	2448	NOVS 20	3280	327	JAN6 260	235	1260	JUN6 8800	720	
280	NOVS 22.5	991	0	JAN6 58	0	4725	NOVS 92	802	3	JAN6 240	212	4898	NOVS 20.5	1289	36875	MAR6 220	26788	4522	JUN6 9000	1868	
615	NOVS 23.5	6789	216	JAN6 60	0	4482	NOVS 94	413	1	JAN6 250	348	9230	NOVS 20.73	270	5159	MAR6 240	6979	74	JUN6 9050	66	
1323	NOVS 24	1733	3569	JAN6 62	0	996	NOVS 96	628	38	JAN6 260	1552	10017	NOVS 21	1300	4186	MAR6 260	14612	439	JUN6 8900	360	
3443	NOVS 24.5	1189	0	MAR6 53.33	3503	900	NOVS 98	93	111	JAN6 270	69	756	NOVS 21.5	1000	4584	MAR6 280	11961	86	JUN6 8950	209	
5475	NOVS 25	4317	51	MAR6 55.24	538	496	DECS 84	19537	609	JAN6 280	38	9830	DECS 19.25	7050	700	MAR6 290	637	5	SEPP6 8750	5	
3005	NOVS 25.5	386	653	MAR6 56	897	583	DECS 86	4357	209	JAN6 290	2	8147	DECS 19.5	4577	1261	MAR6 295	0	5	SEPP6 8800	0	
13911	NOVS 26	888	277	MAR6 57.14	1982	483	DECS 88	11906	0	MAR6 200	1790	19997	DECS 19.74	9901	16846	DECS 20	1511	0	SEPP6 8850	0	
6647	DECS 23	14362	218	MAR6 59.05	357	7269	DECS 90	17501	25	MAR6 220	3659	16846	DECS 20	1511	5839	DECS 20.23	5495	0	SEPP6 8900	55	
1280	DECS 23.5	3666	264	MAR6 60	123	620	DECS 92	22484	89	MAR6 240	6927	4680	DECS 20.5	560	1028	NOVS 8750	885	33	SEPP6 9050	0	
3098	DECS 23.83	3550	2491	DECS 94	407	4894	DECS 95	969	3458	MAR6 260	2983	1740	MAR6 270	427	946	NOVS 8800	1201	0	SEPP6 9100	0	
19424	DECS 24	19296	4894	DECS 95	969	1740	MAR6 270	427	19280	DECS 20.73	7541	15	JAN6 18.5	185	1251	NOVS 8850	1194	0	SEPP6 9100	0	
4512	DECS 24.5	1540	5819	NOVS 73	4146	23198	DECS 96	13132	7368	MAR6 280	2263	0			2272	NOVS 8900	1260	0			
17342	DECS 25	13349	5819	NOVS 74	7488																

Ausführliche Informationen finden sich unter: www.eurexchange.com

Stand: 20. November 2015, offene Kontrakte (o.K.) vom Vortag

Lieber Anleger

SMI vermeintlich ohne Risiko.

Möchten Sie, liebe Leserin, lieber Leser, an einem steigenden Swiss Market Index (SMI) teilhaben, sich aber dennoch zu 100% vor Kursrückschlägen schützen? «Ja, klar, wer möchte das nicht?», dachte ich, als ich diese Woche ein Inserat betrachtete, das mir diese Frage stellte. Ein hundertprozentiger Schutz des eingesetzten Kapitals ist quasi eine Null-couponanleihe (Zero Bond), und derzeit sind ja gerade in der Schweiz Obligationen mit negativer