

Sind ETF ein Risiko für das Portefeuille?

Kritische Anmerkungen zum Thema ETF – Oft einseitige, unkritische Berichterstattung – Was häufig verschwiegen wird – Keine risikosenkende Diversifikation

ALAIN GRÜTER

Man kommt leicht in Versuchung, diese ketzerische Frage im Titel vorschnell mit «selbstverständlich nicht» zu beantworten. Ein Exchange Traded Fund sei nichts anderes als ein börsengehandelter Fonds, der einen zugrundeliegenden Index passiv abbilde. Andererseits muss zugestanden werden, dass die meisten ETF 2008 Gift für viele Wertschriftendepots waren. Der breit abgestützte ETF auf den MSCI-Weltaktienindex zum Beispiel hat mit rund 45% fast die Hälfte seines Werts verloren. Es wäre ein Einfaches, weitere ETF zu nennen, die 2008 ähnlich hohe oder noch höhere Wertverluste hinnehmen mussten. Trotzdem zeigt der Trend immer noch in Richtung passiver Instrumente.

Systematischer Fehler

Die Finanzpresse berichtet häufig und fast ausschliesslich positiv über ETF. Ihre Vorteile sind darum auch bestens bekannt: Studien belegen, dass 80% der aktiv verwalteten Fonds ihre Benchmark nicht schlagen und somit ihre höheren Gebühren selten durch eine Mehrrendite rechtfertigen können. Es ist daher nicht überr-

schend, dass sich Anleger tendenziell von aktiv verwalteten Fonds abwenden und vermehrt passiven Produkten den Vorzug geben. In der Betrachtung dieser Studien ist jedoch Vorsicht geboten, da fast alle einem systematischen Fehler unterliegen. Sie unterscheiden in der Regel nicht zwischen wirklich aktiv gemanagten und angeblich aktiven Fonds, die effektiv wie passive Gefässe mehr oder weniger exakt den Vergleichsindex abbilden.

Es ist nicht alles Gold, was glänzt. So ist es lohnenswert, die vermeintlich positiven Merkmale der ETF auch mal kritisch zu durchleuchten. Dass in der Vergangenheit die Mehrheit der aktiven Fonds die Benchmark nicht geschlagen hat, soll trotz eingeschränkter Aussagekraft der Studien nicht bestritten werden. Hingegen ist es eine Tatsache, dass ETF ihre Benchmark per se nicht schlagen und es auch in Zukunft nie werden tun können.

Wirklich aktiv verwaltete Fonds zeigen eindrücklich, dass es möglich ist, mit einem aktiven Management eine beeindruckende Outperformance zu erzielen. Dies notabene mit einer deutlich tieferen Volatilität und somit auch einem deutlich tieferen Risiko als der Vergleichsindex. Das Problem von passiven Instrumenten wie ETF liegt sicherlich darin, dass sie auch in

Krisenzeiten keine Möglichkeit haben zu reagieren und somit immer genau entsprechend dem zugrundeliegenden Index investiert bleiben müssen.

Teurer, als man glaubt

Für Private ist es schwierig, bei Tausenden von Fonds die für sie geeignetste Perle zu finden. Es überrascht daher nicht, dass eine Umfrage ergeben hat, dass vier von fünf privaten Investoren ihre Entscheidung in der Fondsauswahl auf die Empfehlung ihres Bankkundenberaters hin treffen. Dessen Unabhängigkeit vorausgesetzt, sollten zumindest er und natürlich auch institutionelle Anleger als Profis über die Qualifikation, das Know-how, die Erfahrung und die Zeit für eine erfolgreiche Titelauswahl verfügen. Fonds, die in der Vergangenheit aufgrund der quantitativen Kriterien Performance und des Risikos zu überzeugen wussten, werden detaillierter auf die qualitativen Kriterien Fondsgesellschaft, Anlagepolitik und Fondsmanagement analysiert. Interessant sind vor allem Anbieter mit einer sehr starken Asset-Management-Kultur.

Zu den Gebühren ist anzufügen, dass die höhere Verwaltungsgebühr eines aktiv verwalteten Fonds nicht nur mit dem

Researchaufwand, sondern auch mit dem Vertrieb, der damit finanziert werden muss, zusammenhängt. Es erstaunt, dass die tiefen Gebühren der ETF immer wieder positiv in den Vordergrund gerückt werden, während die Unterschiede in der Kostenstruktur der aktiven Fonds selten thematisiert werden. Courtagen, die beim Kauf und Verkauf von ETF anfallen, werden meist stillschweigend übersehen. Hier werden Äpfel mit Birnen verglichen.

Des Weiteren ist es wichtig zu wissen, dass ein ETF nicht automatisch eine risikoreduzierende Diversifikation mit sich bringt. So machen zum Beispiel bei einem ETF auf den SMI drei Titel über 50% des Index aus. Bei aktiv verwalteten Fonds dürfte das die grosse Ausnahme sein.

Es gilt zu beachten, dass im Detail auch ETF Unterschiede offenbaren, die wichtig sind. Sie hängen mit der Konstruktion zusammen. Indizes werden in der Regel auf eine von drei Arten repliziert: erstens mit allen zugrundeliegenden Aktien des abzubildenden Index (Full Replication). Zweitens kann die Entwicklung eines Basiswerts mit einer Stichprobe aus der Grundgesamtheit simuliert werden. Drittens können Indizes synthetisch nachgebildet werden. Letzteres wird erreicht, indem das Fondsvermögen in einen Aktienkorb

investiert wird, der eine hohe Korrelation zum Referenzindex aufweist, aber nicht notwendigerweise die gleichen Titel umfasst. Um die genaue Abbildung des Basiswerts zu gewährleisten bzw. den Tracking Error möglichst gering zu halten, tauscht der ETF-Anbieter mit einem Tauschgeschäft (Swap) die Performance des Aktienkorbs gegen die des Basiswerts.

Gegenparteiensrisiko

Der Vorteil ist die geringe Abweichung vom Basiswert zu tiefen Kosten. Allerdings gibt es dafür ein Gegenparteiensrisiko. Geht der Swappartner des ETF in Konkurs, tragen die ETF-Anleger diese Verluste.

Trotz dieser Nachteile haben ETF ihre Berechtigung. Sie dienen als Bausteine für die Portfoliobewirtschaftung. Nicht geeignet sind sie für Anleger, die ihr Vermögen nicht selbst aktiv verwalten können oder möchten. Eine aktive Vermögensverwaltung können sie, so vermeintlich günstig sie auch sein mögen, nicht ersetzen. Der Erfolg wird auch künftig nicht allein von den Gebühren abhängen, sondern vom Nettoertrag für den Anleger.

Alain Grüter, CEO,
Arvest Funds, Pfäffikon/SZ.