

ETFs: Risiken und Nebenwirkungen von Blockbustern



Von Paul Gerhard Schulz
Portfolio Manager
Wegelin Asset Management
St. Gallen

Mit der Lancierung des ersten ETFs durch die US-Fondsgesellschaft Vanguard im Jahr 1993 beschleunigte sich die beispiellose Erfolgsgeschichte passiver Anlageprodukte. Während das verwaltete Vermögen in Investmentfonds in den Jahren 2005 bis 2008 weltweit insgesamt nur um 6,4% zulegen konnte, stieg das Anlagevermögen in ETFs in diesem Zeitraum um 72,5%.

Trotz des rasanten Wachstums entsprechen die in ETFs investierten Mittel nicht einmal 4% der aktiv verwalteten Gelder, was für ungebrochenes Wachstumspotential der ETF-Industrie spricht. Innerhalb der Anlageklasse ETF stehen Aktienprodukte mit einem Anteil von über 80% klar im Mittelpunkt der Anlegergunst, während Fixed-Income-Produkte lediglich 16% ausmachen.

Wissenschaftlichen Studien zufolge gelingt es nur rund 15 bis 20% der

aktiv verwalteten Fonds, die Performance ihrer jeweiligen Benchmarks zu übertreffen. Hohe Verwaltungskosten, ein weniger glückliches «Händchen» bei der Auswahl von Einzeltiteln sowie Fehler bei aktiven Gewichtungen, z.B. von Ländern oder Branchen, sind die Hauptursachen für dieses unbefriedigende Ergebnis. Somit spricht der Siegeszug der kostengünstigen passiven Produkte für vernünftiges Anlegerverhalten.

Doch wie bei allen wirksamen Medikamenten gibt es auch bei diesen Blockbustern «Risiken und Nebenwirkungen», welche der Anleger bei der Produktauswahl beachten muss.

Der Anleger soll sich zunächst die Grundfrage stellen, ob der ausgewählte ETF einen geeigneten Index für den gewünschten Markt abdeckt. Zu beachten ist auch, ob die wichtigsten Indexbestandteile mit demselben Gewicht wie im Index nachgebildet werden. Der Indextyp ist ebenfalls wichtig: Handelt es sich um einen Preis- oder einen Performanceindex und finden beim Preisindex Ausschüttungen statt? Als Beispiel kann man den Xmtch ETF auf den Schweizer Aktienindex SMI (Preisindex) anführen, der sowohl die hohen Indexgewichte von Nestlé, Novartis und Roche genau nachbildet als auch (geringe) Ausschüttungen vornimmt.

Qualität der Index-Replikation

Von zentraler Bedeutung ist die Qualität der Index-Replikation (Nachbildung). Bestimmende Faktoren sind das gewählte Replikationsverfahren und die Kosten. Das aufwendigste und zugleich wahrscheinlich beste Verfahren ist die Vollreplikation, bei der alle Indexbestandteile – im besten Fall mit der korrekten Indexgewichtung – abgebildet werden. Teilreplizierende ETFs

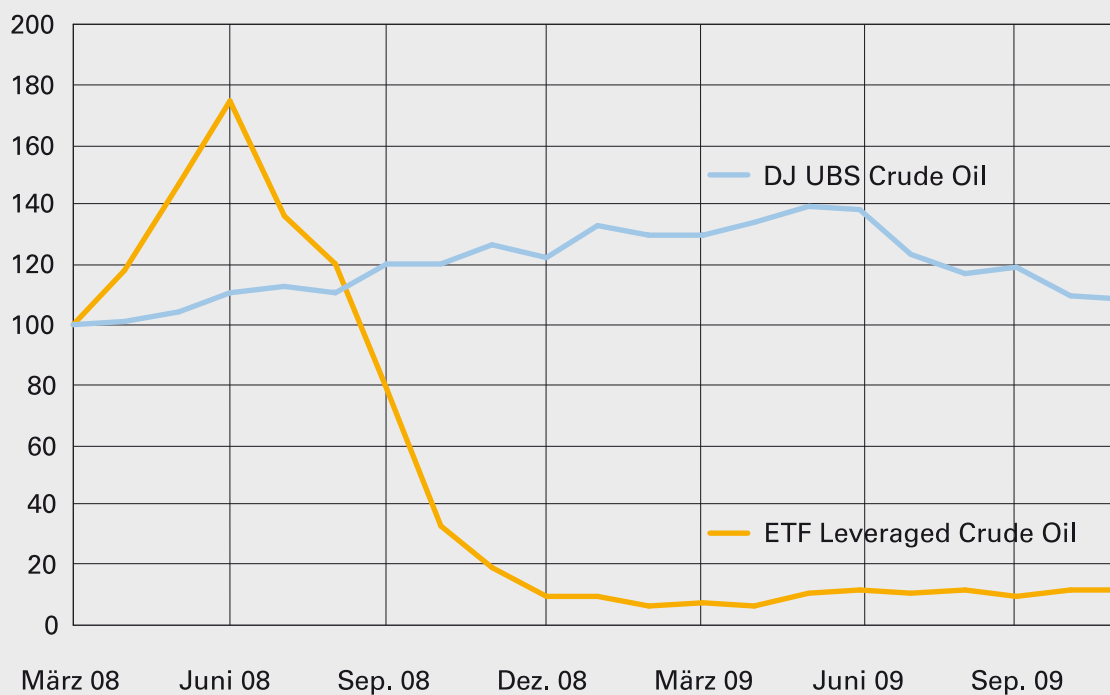
lösen das Problem von Aktien mit winzigen Indexgewichten – in der Regel Small und Micro Caps – häufig mittels statistischer Optimierungsverfahren, was in bestimmten Marktphasen zu deutlichen Performanceabweichungen führen kann: Der MSCI World-ETF von iShares hält beispielsweise nur 936 von über 1600 Indextiteln. Hierdurch konnte der ETF im Jahr 2008 vom Ausverkauf der Small Caps profitieren und sogar eine Outperformance von 1,5% erzielen, während das diesjährige Small Cap Rally zu einer markanten Underperformance des ETFs (2,9% per 21.12.2009) führte.

Zur praktischen Ermittlung der Replikationsqualität empfiehlt sich generell ein einfaches Übereinanderlegen beider Kursverläufe, wobei zusätzlich die Gesamtrendite des ETFs mit derjenigen des Referenzindex verglichen werden sollte. Die Underperformance des ETFs darf dabei nicht wesentlich höher ausfallen als seine laufenden Kosten. Diese fallen umso höher aus, je geringer die Konkurrenz seitens der Anbieter und die Liquidität des zugrundeliegenden Indexes sind. In Einzelfällen kann die Kostenquote sogar nahe an aktiv verwaltete Produkte heranreichen.

Transaktionskosten

Transaktionskosten – ohne Berücksichtigung der institutsspezifischen Handelsprovisionen – stellen einen oft weniger beachteten Punkt dar. Bei kleineren bis mittleren Anlagevolumina steht in der Regel nur der Börsenhandel zur Verfügung. Die Kurse werden bei ETFs von Market Makern gestellt, die sich grundsätzlich bei jeder Transaktion absichern, da sie nur einmal täglich mit dem Emittenten abrechnen. Wird ausserhalb der Börsenzeiten der Indexbestandteile gehandelt, ist mit erhöhten Geld/Brief-Spannen zu rechnen. Ausserdem steigen diese, je volatil bzw. illiquider der zugrundeliegende Index und je geringer das Handelsvolumen an der jeweiligen

Kursentwicklung Leveraged ETF versus Index



Bei gehebelten oder Short-ETFs sind optionspezifische Risiken zu beachten, die dazu führen können, dass die gewünschten Performanceeigenschaften nicht erreicht werden.

Quelle: Bloomberg

Börse ist. Erst bei höheren Volumina ist der OTC-Handel mit einem Market Maker oder der Handel zum Nettoinventarwert (zuzüglich Gebühren) mit dem Emittenten möglich.

Risiken

Risiken können bei ETFs in verschiedenen Formen auftreten. Zuerst ist zu klären, ob es sich entweder um ein Sondervermögen oder um einen ETC (Exchange Traded Commodity), einen gehebelten ETF oder einen Short-ETF handelt. Letztere sind streng genommen keine ETFs, sondern Schuldverschreibungen, die vollumfänglich dem Gegenparteiisiko unterliegen. Bei gehebelten oder Short-ETFs sind darüber hinaus besondere optionspezifische Risiken zu beachten, die – wie in der Abbildung verdeutlicht – dazu führen können, dass die gewünschten Performanceeigenschaften nicht erreicht werden. Derivatrisiken treten ausserdem bei Rohstoff-ETFs auf, welche die Indexbestandteile nicht physisch abdecken.

Sind ETFs Sondervermögen, können Gegenparteiisiken beispielsweise in folgender Form auftreten: Der ETF

nimmt an Wertpapierleih- oder -rückkaufgeschäften teil und besichert diese nicht voll bzw. legt die Sicherheiten in illiquide Positionen an. Informationen hierzu sind nur vom Emittenten auf Anfrage zu erhalten. Ein weiterer Risikofaktor sind Gegenparteiisiken aus nicht börsengehandelten Derivaten. Unter diese Rubrik fallen z.B. gewisse Währungsabsicherungsgeschäfte sowie vor allem Swap-Vereinbarungen. Letztere bilden die Basiskonzeption vieler ETFs, da sie für die Anbieter zahlreiche Kosten-, Effizienz- und Ertragsvorteile bieten. Ein Swap-basierter ETF hält nicht das Index-Portfolio, sondern ein kosten- und handelseffizientes Wertpapierportfolio, z.B. europäische Blue Chips oder japanische Aktien. Der Return dieses Portfolios wird mit einer Gegenpartei – häufig der Investment Bank der Muttergesellschaft – gegen die Index-Rendite getauscht. Da die Rendite des ETF-Portfolios naturgemäss nicht mit der Indexrendite übereinstimmt, entstehen Gegenparteiisiken in Höhe der Differenz zwischen Index- und ETF-Portfoliorendite.

Bei ETFs, die dem Luxemburger Ucits-Standard entsprechen, ist das Ge-

genparteiisiko aus Derivatgeschäften auf 10% limitiert. Die führenden Anbieter haben die Gegenparteiisiken häufig teilbesichert, so dass sich das maximale Verlustrisiko aus dem Swap-Vertrag in der Regel auf deutlich unter 10% beläuft. Um im Konkursfall der Gegenpartei das Risiko der Performanceabweichung zwischen Index und Portfolio zu beseitigen, muss entweder rasch eine neue Vertragspartei gefunden oder das Portfolio umgeschichtet bzw. liquidiert werden.

Diversifikation und Renditesteigerung

Trotz der diskutierten «Risiken und Nebenwirkungen» bieten ETFs ein wirksames Mittel, um Anlegerportfolios zu diversifizieren und deren Rendite zu steigern. Je effizienter ein Markt ist (z.B. der US-Aktienmarkt) oder je weniger geeignete aktiv verwaltete Produkte verfügbar sind (z.B. der japanische Aktienmarkt), desto eher bietet sich der Einsatz von passiven Produkten an, zu denen neben den ETFs auch die vollreplizierenden Indexfonds gehören.

www.wegelin.ch •