

ETFs im Klartext

«Besser und günstiger» – Immer eine Frage des Blickwinkels



Von Philipp Hüppi
Stellvertretender Direktor
Private Banking, Bank Linth

Wie zahlreiche Studien belegen, ist der nachhaltige Anlageerfolg eines Werteschriftenportfolios mit über 80% auf die Anlagestrategie – die sog. Asset Allocation – zurückzuführen¹⁾. Dank einem breiten Angebot von Kollektivanlageinstrumenten ist es heute auch Anlegern mit beschränkten Mitteln möglich, ihr Vermögen wie die Profis anzulegen und dabei den Grundsätzen einer möglichst optimalen Diversifikation gerecht zu werden. Doch die grosse Auswahl an Fondsprodukten, die ganz unterschiedliche Strategien und Anlagestile umsetzen, macht es nicht nur dem Laien schwer, die für ihn richtige Wahl zu treffen. Dies obschon die Fondsgesetzgebung von den Anbietern ein Höchstmass an Transparenz verlangt.

Die schweizerische Fondsgesetzgebung definiert einen Anlagefonds als «ein Vermögen, das aufgrund öffentlicher Werbung von den Anlegern zur gemeinschaftlichen Kapitalanlage aufgebracht und von der Fondsleitung in der Regel nach dem Grundsatz der Risikoverteilung für Rechnung der Anleger verwaltet wird».

Das Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagengesetz, KAG) vom 23. Juni 2006, das seit dem 1. Januar 2007 in Kraft ist und das Bundesgesetz über die Anlagefonds (Anlage-



und Luc Schuurmans
Mitglied der Geschäftsleitung
Private Banking, Bank Linth

fondsgesetz, AFG) ablöste, bildet die gesetzliche Grundlage für das Fondsgeschäft in der Schweiz. Das KAG bezweckt den Schutz der Anleger sowie die Transparenz und Funktionsfähigkeit des entsprechenden Marktes und regelt offene und geschlossene kollektive Kapitalanlagen.

Neben den «normalen» Anlagefonds unterstehen auch die Exchange Traded Funds (ETFs) dem KAG und gelten ebenfalls als Sondervermögen, die beim Ausfall (Konkurs) des Anbieters (z.B. Fondsleitung oder Depotbank) geschützt sind.

ETFs haben auch in der Schweiz in den letzten Jahren definitiv Fuss gefasst und sind einer der bedeutendsten Wachstumstreiber für die Fondsindustrie geworden. Allein im 1. Quartal 2011 sind die Umsätze der börsengehandelten Indexfonds an der SIX Swiss Exchange gegenüber der Vorjahresperiode um rund 47% auf 24,6 Mrd. Franken angestiegen. Dies auch als Folge davon, dass sich die Anzahl der an der SIX zum Handel zugelassenen ETFs von Ende 2009 bis Ende März 2011 stark von 275 auf 626 erhöht hat²⁾.

Börsengehandelte Indexfonds, die ursprünglich einem Bedürfnis von institutionellen Anlegern und professionellen Asset Managern entsprungen sind, haben sich zunehmend auch bei Schweizer Privat-

anlegern durchgesetzt. Ein klares Indiz dafür sind nicht nur die erwähnten steigenden Umsatzzahlen, sondern auch die Tatsache, dass die durchschnittliche Abschlussgrösse auf der Schweizer Handelsplattform im Februar 2011 erstmals unter die Grenze von 100'000 Franken gesunken ist.

ETFs gelten landläufig als sehr günstige und effiziente Alternative zu aktiv verwalteten Anlagefonds. Stimmt das auch wirklich? Angesichts der zunehmenden Popularität von börsengehandelten Indexfonds lohnt es sich, Klarheit zu schaffen.

Argument «besser»: *Mit ETFs erreiche ich die Indexperformance, während 80% der aktiv verwalteten Fonds dies nicht schaffen.* ETFs eignen sich für Anleger, die eine möglichst spiegelbildliche Indexabbildung suchen und an der erwarteten Entwicklung des zugrundeliegenden Indexes 1:1 partizipieren möchten. Dies im positiven wie im negativen Fall. Da das Gewicht eines einzelnen Wertpapiers im Index in der Regel von seiner Marktkapitalisierung – also bei Aktienindizes vom ausstehenden Aktienvolumen bzw. bei Obligationenindizes vom ausstehenden Obligationenvolumen – abhängt, stellt sich grundsätzlich die Frage, ob es sinnvoll ist, einen Index genau nachzubilden. Bei einer Anlage in Obligationen bedeutet dies zum Beispiel, dass der Schuldner mit den meisten ausstehenden Schulden auch das grösste Gewicht im Portfolio bekommt.

Auf jeden Fall verzichtet der ETF-Anleger bei einer getreuen Indexnachbildung darauf, den Markt zu schlagen. Zudem muss er sich bewusst sein, dass relativ zum Benchmark in der Regel sogar eine um die Kosten bereinigte Unterperformance erreicht wird. Denn der Index als Vergleichsgrösse ist im Gegensatz zum börsenkotierten, passiv verwalteten ETF *kein reales Portfolio* und kennt weder Kosten noch Steuern.

Demgegenüber zeigen verschiedene Studien, dass ein Grossteil der aktiven Fondsmanager tatsächlich in der Lage ist, ihren Benchmark bereinigt um Kosten und Steuern zu schlagen. Eine Analyse von J.P. Morgan Asset Management, welche

69 auf dem MSCI Europe Aktienindex basierende Open-end-Fonds über die letzten 14 Jahre analysiert hat, beweist dies deutlich³⁾. So haben die besten 25% der Fonds (1. Quartil) den Index um 10% übertroffen. Betrachtet man die Gesamtmenge der untersuchten Fonds, so lagen diese über die gesamte Periode bis 2010 um durchschnittlich 1% über dem Benchmark.

Damit wird der unter Privatanlegern weitverbreitete Glaube, dass aktiv verwaltete Fonds den Index «unterperformen», exemplarisch widerlegt.

Argument «günstiger»: *ETFs sind für den Anleger kostengünstiger als aktive Fonds.* Mitunter haben Exchange Traded Funds dank ihrer Eigenschaft sehr günstig zu sein weltweit einen triumphalen Einzug in Portfolios geschafft. Doch das Label ETF allein ist bei differenzierter Betrachtung noch keine Garantie für tiefe Kosten.

Meistens wird mit der im Vergleich zu aktiven Fonds niedrigen Total Expense Ratio (TER) von ETFs argumentiert. Doch neben dieser üblicherweise im Fonds-Factsheet publizierten Gebühr muss der Anleger andere Kostenfaktoren bei einem objektiven Vergleich auch ins Kalkül ziehen. So fallen sowohl bei aktiv verwalteten Fonds als auch bei börsenkotierten ETFs beim Kauf bzw. Verkauf und für die Depotverwahrung zusätzliche Kosten wie Börsencourtage und Depotgebühren an, die die Bank dem Kunden separat verrechnet. Oft profitiert hier der Kunde bei bank-eigenen aktiven Produkten von vergleichsweise attraktiveren Preisen.

Es ist somit schwierig, allgemeine Aussagen darüber zu machen, ob ETFs unter Einbezug sämtlicher im Fonds anfallenden Kosten (TER) und zusätzlich von der Bank auf dem Transaktionsbeleg offen ausgewiesenen Transaktions- und Administrationsgebühren substanziell günstiger sind als bankeigene aktive Produkte. Wie so oft muss dies im Einzelfall überprüft werden. Zu unterschiedlich sind die Tarife, die von den Fondsgesellschaften und Banken angewandt werden. Ferner ist auch das Securities Lending in die Betrachtung mit einzubeziehen, denn hier gibt es grosse Unterschiede in der Behandlung vereinnehmter Erträge.

Nachfolgend vergleichen wir den aktiv verwalteten Fonds «LLB Obligationen CHF» der Liechtensteinischen Landesbank (LLB) mit einem in der Schweiz kotierten

ETF, dem «SBI Domestic Government 3–7 Years» eines grossen ETF-Anbieters. Dies zeigt, dass sich aus Sicht eines LLB- oder Bank-Linthe-Kunden der Kostenvorteil des ETFs bei genauer Betrachtung stark relativiert.

Die detaillierte Analyse zeigt, dass unter Einbezug sämtlicher Kostenfaktoren der Kostenvorteil des ETFs auf minimale 0,14% p.a. schrumpft. Dies entgegen einem ursprünglichen Kostenvorteil von 0,56% p.a. gemäss TER.

	LLB Obligationen CHF	ETF on SBI Gov. 3–7 Years	Kostendifferenz
Total Expense Ratio	0.75% p.a.	0.19% p.a.	0.56% p.a.
Transaktionskosten	0.05% p.a.	?	
Depotgebühren	0.00% p.a.	0.22% p.a.	
Kaufkosten*	0.08% p.a.	0.33% p.a.	
Gesamtkosten p.a.	0.88% p.a.	>0.74% p.a.	0.14% p.a.
* umgelegt auf 6 Jahre			

Der im beschriebenen Fall kaum nennenswerte Unterschied in den Gesamtkosten ist umso erstaunlicher, als dass man für praktisch denselben Preis auf der einen Seite ein mit über 200 Anlagen in Staats- und Unternehmensschuldnern breit diversifiziertes, aktiv verwaltetes Portfolio erhält, während der ETF auf der anderen Seite dem Anleger eine statische Zusammensetzung von gerade mal 6 Titeln desselben Schuldners (Schweizerische Eidgenossenschaft) bietet.

Um eine abschliessende Beurteilung vornehmen zu können, ist auch eine möglicherweise aufgrund der unterschiedlichen Anlagen zu erwartende Über- bzw. Unterrendite mit einzubeziehen. Der aktive Obligationenfonds weist eine erwartete jährliche Rendite auf Verfall auf, die mit aktuell über 1,6% etwa 0,6% über jener des passiven ETFs liegt.

Selbstverständlich gibt es neben den Kosten noch andere Aspekte, wie die Organisation des Fondsanbieters, sein Team, seine Anlageprozesse, die Fondsgrösse, den Handelsplatz, die Referenzwährung, den Bid-Ask Spread, die Art der Indexnachbildung etc., die bei der Wahl eines kollektiven Anlageinstruments mitentscheidend sind. Die Erfahrung in der Praxis zeigt aber, dass Privatanleger vor ihrer Entscheidungsfindung meist nicht einen umfassenden Evaluationsprozess durchführen und oft primär nach den oben erläu-

terten, subjektiven Kriterien «besser» und «günstiger» entscheiden.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass der Anleger mit diesen zwei «oberflächlichen» Entscheidungskriterien bei Investitionen in entwickelte und besonders effiziente Märkte (wie zum Beispiel USA, Westeuropa oder Japan) mit ETFs zwar oft auch gut fährt, aber von einer möglichen Überrendite nicht profitieren kann. In Finanzmärkten allerdings, die nach westlichen Standards noch «jung»

und eher schwer zugänglich sind, kann ein aktives Asset Management dem Anleger einen echten Mehrwert (Alpha) bieten. Je spezieller der Markt, je geringer die Informationsdichte, desto besser sind die Voraussetzungen für einen aktiven Fondsmanager, einen überdurchschnittlichen Anlageerfolg zu erzielen. Dies gilt nicht nur für Anlagen in Schwellenländer, sondern auch dort, wo sich das Anlageuniversum aus kleinen und mittleren Unternehmen (Small- und Mid-Caps) zusammensetzt bzw. dort, wo spezielle Themen (Nachhaltigkeit, Biotech etc.) im Vordergrund stehen.

Was tatsächlich «günstiger» und «besser» ist, entscheidet sich wie so oft erst ex post. Klar ist aber ohne Zweifel: Auch Fondsanlagen, unabhängig davon ob sie aktiv oder passiv verwaltet werden, sollten genauso wie die individuelle Anlagestrategie periodisch überprüft werden. Zumindest in dieser Hinsicht darf der Anleger nie in eine passive Haltung verfallen.

1) Quelle: u.a. Determinants of Portfolio Performance, 1986, G. Brinson et. al.

2) Quelle: SIX Swiss Exchange, ETF Quarterly Statistics, 1. Quartal 2011

3) Quelle: Investment Insights, February 2010, J.P. Morgan Asset Management