

EXCHANGE-TRADED FUNDS (ETF)

Erfolgsgeschichte der Indexfonds ruft Kritiker auf den Plan

Wachstum von ETF und anderen passiven Anlagen geht zulasten traditioneller Anlagefonds

MICHAEL FERBER

Der anhaltende Boom der Exchange-Traded Funds (ETF) treibt die Anbieter herkömmlicher Anlagefonds auf die Barrikaden. ETF und andere Indexfonds haben traditionellen, aktiv verwalteten Fonds in den vergangenen Jahren erhebliche Marktanteile weggenommen. Laut Daniel Seiler und Yun Bai von der zur Bank Vontobel gehörenden Investment-Boutique Vescore haben beispielsweise US-ETF im Jahr 2016 Zuflüsse in Höhe von 240 Mrd. \$ verbucht, während aktiv verwalteten Fonds Gelder im Volumen von 130,7 Mrd. \$ abgeflossen sind. Auch in der Schweiz gewinnen ETF und andere Indexfonds rasant an Bedeutung. Laut Seiler und Yun Bai sind die in solchen Fonds verwalteten Vermögen im Zeitraum 2001 bis 2017 von etwas mehr als 4 Mrd. Fr. auf über 50 Mrd. Fr. gestiegen.

Felle schwimmen davon

Kein Wunder, dass Fondsanbieter, die vor allem aktiv verwaltete Fonds verkaufen, nun mit Kritik an ETF auf sich aufmerksam machen. Die Angst, dass noch mehr Felle in Richtung der günstigeren Indexfonds-Konkurrenz davonschwimmen, ist gross. Während bei aktiv verwalteten Fonds ein Manager die Wertpapiere auswählt, bilden Indexfonds lediglich Börsenindizes wie den SMI, den DAX oder den S&P 500 ab. Dafür verlangen sie weniger Gebühren als die herkömmlichen Fonds.

Ein aktuelles Beispiel für die Kritik an ETF und anderen Indexfonds ist ein Paper der beiden genannten Vescore-Vertreter. Laut ihnen gehen Schätzungen davon aus, dass ETF mittlerweile für rund einen Viertel des Handelsvolumens des US-Aktienmarkts verantwortlich sind. Der weltgrösste ETF, der SPDR S&P 500 von State Street, kommt gemäss ihnen auf ein tägliches Handelsvolumen von 14 Mrd. \$, während beispielsweise dasjenige von Aktien des US-Technologie-Riesen Apple «nur» 3 Mrd. \$ beträgt.

Angesichts solcher Volumina könnten ETF zu einem systemischen Risiko werden, da sie die Dynamik des Markts verändern könnten, schreiben Seiler und Yun Bai. So könnten sie beispielsweise dafür sorgen, dass sich Aktien-

kurse immer gleichförmiger bewegen, wenn die Titel in denselben Indizes enthalten sind. Laut ihnen hat die durchschnittliche Korrelation der 50 grössten Aktien, die an der SIX Swiss Exchange gehandelt werden, innerhalb von 12 Jahren um 0,2 Punkte zugenommen. Zudem entwickelten sich die Aktien mit kleinerer bis mittelgrosser Marktkapitalisierung ähnlicher wie die Schweizer Standardwerte. ETF und andere Indexfonds tragen gemäss den Autoren dazu bei, dass die Risikostreuung bzw. Diversifikation für Investoren schwieriger wird. Dies mache letztlich Anlagen in Aktien riskanter. Auch die Anlagefondsgesellschaft Robeco hat unlängst ein Papier zu den Problemen des Index-Investierens herausgegeben. Ein Argument darin lautet, ETF und Indexfonds seien Trittbrettfahrer, da ihr «passiver» Investment-Ansatz die Effizienz der Kapitalmärkte beeinträchtigt.

Verteidigung der ETF

Der Münchener Vermögensverwalter und Bestsellerautor Gerd Kommer hält dem entgegen, dass aktives Investieren automatisch attraktiver werde, je mehr Gelder in passiven Anlagestrategien – also ETF und Indexprodukten – angelegt sei. Je höher der Anteil an passiven Anlagen am Kapitalmarkt ist, desto grösser sind die Chancen, mittels einer aktiven Auswahl von Wertpapieren eine Mehrrendite zu erzielen. Die Märkte seien jedoch sehr weit von dem Punkt entfernt, an dem dieser Effekt schon erkennbar sei.

Laut Kommer übertreiben die Kritiker von ETF und Indexfonds beim Marktanteil von passiven Anlagestrategien deutlich. Dieser liege global gesehen nicht bei 20 bis 25%, sondern eher bei 1%. Der ausschliessliche Blick auf Anlagefonds sei in diesem Zusammenhang viel zu eng, denn es gebe sehr viele andere Vertriebskanäle für das Kapital von Anlegern, sagt Kommer. Eine faire Betrachtung müsse Marktbereiche wie Direktanlagen von privaten und institutionellen Investoren, Hedge-Funds, Private-Equity-Fonds, Pensionsfonds, Staatsfonds, Anlagen in Immobilien oder staatliche Anlagen in Infrastruktur einrechnen. In vielen dieser genannten Bereiche würden die Gelder kaum oder

gar nicht passiv investiert. Der globale Kapitalmarkt sei viel grösser und breiter, als dies die Vertreter aktiven Fondsmanagements glauben machen wollten, sagt Kommer. Laut Mark Fitzgerald von der US-Anlagefondsgesellschaft Vanguard liegen derzeit schätzungsweise 4800 Mrd. \$ weltweit in ETF. Alleine der US-Aktienmarkt hat aber eine Grösse von rund 27 000 Mrd. \$, der weltweite Aktienmarkt kommt auf ein geschätztes Volumen von 60 000 Mrd. \$.

Laut Kommer nennen die Kritiker von ETF und Indexfonds auch gerne die Konstruktion von ETF als Risiko. Exchange-Traded Funds sind kotiert, weshalb es in Krisen zu Liquiditätsengpässen kommen könnte. Der Vermögensverwalter und Autor weist darauf hin, dass ETF immerhin zwei sehr scharfe «Stresstests» – den New-Economy-Crash der Jahre 2000 bis 2003 sowie den Ausbruch der Finanzkrise in den Jahren 2007 und 2008 – überstanden haben, ohne dass Anleger geschädigt wurden. ETF sind nach der europäischen Ucits-Richtlinie reguliert. Bei der ganzen Diskussion geht es laut Kommer vor allem darum, die kostengünstigere Konkurrenz von ETF zu diskreditieren. Schliesslich gelinge es kaum einem aktiv verwalteten Fonds, auf längere Sicht besser abzuschneiden als der Markt. ETF und Indexfonds haben einen grossen Anteil daran, dass die Gebühren für Anlagefonds in den vergangenen Jahren deutlich unter Druck geraten sind.

«Auf grosse ETF setzen»

Zweifellos seien auch viele kleinere ETF auf dem Markt, die ausgefallenerer Anlagestrategien und Indizes abbilden, sagt Kommer. Als Beispiel nennt er Produkte auf Hochzinsanleihen-Indizes. Im Falle einer Krise sei nicht auszuschliessen, dass die Liquidität solcher Produkte leide. Allerdings seien solche ETF oftmals liquider als die in ihren Indizes enthaltenen Anleihen. Zudem könnten auch Direktanlagen in diesen illiquiden Wertpapieren und aktiv verwaltete Fonds in Krisenphasen in gleichartige Probleme geraten. Dass manche Investmentvehikel in Krisen illiquide werden, lasse sich immer wieder beobachten und sei nicht ETF-spezifisch.

Fitzgerald weist darauf hin, dass das meiste in ETF investierte Geld in sehr

grossen Produkten liegt. Privatanlegern sei zu raten, vor allem auf solche besonders liquide und günstige ETF zu setzen.