

# Revolution Exchange Traded Funds

Die Risiken dieser Finanzinnovation sind noch nicht umfassend erforscht



**Prof. Dr. Josef Zechner**  
Mitglied der Wissenschaftlichen  
Leitung, Spängler IQAM Invest

**E**xchange Traded Funds (ETFs) haben die Geldanlage revolutioniert. Sie ermöglichen ein gut gestreutes Portfolio und sogar die Umsetzung von Faktor-Strategien zu günstigen Kosten. So konnten sich ETFs in relativ kurzer Zeit einen beachtlichen Marktanteil sichern: Im November 2018 waren mehr als 4,9 Bill. US-Dollar weltweit in ETFs investiert. Auf den US-Aktienmärkten entfällt durchschnittlich ein Drittel des gesamten Umsatzes allein auf den ETF-Handel – an manchen Tagen liegt der Anteil sogar noch deutlich höher.

Die Risiken dieser noch jungen Finanzinnovation sind allerdings noch nicht umfassend erforscht. Untersuchungen deuten darauf hin, dass die Vorteile von ETFs mit spezifischen Gefahren erkauf werden, die im Anlegerverhalten und in der Struktur dieser Produkte gründen.

Anleger nutzen ETFs anders als andere Investmentvehikel. Insbesondere die leichte und kostengünstige Handelbarkeit verleitet viele Anleger dazu, ETFs in kurzen Abständen zu kaufen und zu verkaufen, um idealerweise nur an den Aufwärtsbewegungen zu partizipieren und Abwärtsbewegungen auszulassen. Schon John Bogle,

der vor kurzem verstorbene „Erfinder des Indexfonds“ und Gründer der Vanguard Group, sprach von einer „temptation to trade“.

Dieses Market Timing ist allerdings nicht einfach, und die meisten Anleger scheitern daran. Jüngere Studien zeigen, dass die Rendite beim Einsatz von ETFs im Durchschnitt um 1,16% pro Jahr sinkt, und führen diese Reduktion in erster Linie auf misslungenes Market Timing zurück.

Die starken Kapitalflüsse von ETFs beeinflussen auch die zugrundeliegenden Wertpapiere. Dieser Effekt wird deutlich, wenn man die Volatilität von Aktien vor und nach einem Index-Wechsel beobachtet. Meist geht mit der neuen Position in einem neuen Index nämlich auch eine andere Gewichtung einher, sowohl im Index als auch in den ETFs, die ihn nachbilden.

Ein Beispiel dafür sind die Indizes Russell 1000 und Russell 2000. Der Russell 1000 umfasst die 1000 größten Aktien der USA, der Russell 2000 die folgenden 2000 Aktien. Nach einem Wechsel vom Russell 1000 in den Russell 2000 erhält eine Aktie dort ein höheres Gewicht. War sie doch im alten Index einer der kleinsten Werte und

zählt nun im neuen zu einem der größten Werte. Tatsächlich steigt die Volatilität der Papiere nach dem Wechsel signifikant.

Einen weiteren Anhaltspunkt dafür, wie sich ETF-Kapitalflüsse auf die zugrunde liegenden Wertpapiere auswirken, liefern Momente, in denen der ETF-Handel ausgesetzt wird. Der 24. August 2015 war solch ein Tag. Die Sorge vor einem chinesischen Konjunkturerinbruch führte zu so starken Marktturbulenzen und ETF-Preisschwankungen, dass die New York Stock Exchange den Handel von mehr als 300 ETFs aussetzte. In der Folge verbesserte sich die Liquidität der zugrundeliegenden Aktien wesentlich.

Das Anlegerverhalten und die Kapitalflüsse in und aus ETFs beeinflussen also die zugrunde liegenden Wertpapiere. Doch die Wechselwirkung zwischen Wertpapier und Index und ETF funktioniert auch in umgekehrter Richtung, wenn also die Volatilität eines Index auf den ETF durchschlägt, der diesen Index nachbildet. Dabei kann der ETF eine höhere Volatilität erzielen als der Index. Dieser Effekt betrifft alle ETF-Anleger – ob sie sich nun im Market Timing versuchen oder nicht.

*Die leichte und kostengünstige Handelbarkeit verleitet viele Anleger zu Market Timing*

Das Phänomen erklärt sich aus der Struktur von ETFs als Hybride aus klassischen offenen Investmentfonds und geschlossenen Fonds. Die Grafik zeigt die typische Struktur eines ETF: ETFs entstehen im Primärmarkt ähnlich wie bei einem IPO und werden dann im Sekundärmarkt gehandelt, etwa an der Börse. Im Primärmarkt definiert ein ETF-Sponsor die Strategie und definiert einen entsprechenden Wertpapierkorb (Creation Basket). Dabei bildet er die Gewichte der einzelnen Wertpapiere im zugrundeliegenden Index allerdings nicht unbedingt exakt ab, um die Handelskosten nicht in die Höhe zu treiben. Der ETF-Sponsor beauftragt sogenannte Authorized Participants oder kurz APs, die Creation Baskets zu liefern – im Gegenzug dafür räumt er den APs Anteile am ETF ein (Shares), die sie an der Börse oder im außerbörslichen Handel an Anleger verkaufen können.

ETF-Anteile und Creation Baskets müssen aktiv im Gleichgewicht gehalten werden, weil die Nachfrage nach ETF-Anteilen laufend schwankt. Kaufen etwa viele Anleger ETF-Anteile, so steigt damit auch der Preis des einzelnen Anteils und liegt dann über dem des

Creation Baskets. Die APs liefern dann weitere Creation Baskets an den Sponsor und können so neue ETF-Anteile am Sekundärmarkt verkaufen. Im umgekehrten Fall kaufen sie Anteile auf und tauschen sie beim Sponsor gegen den Wertpapierkorb ein. Teilweise sind die APs zusätzlich dafür zuständig, für Liquidität am Sekundärmarkt zu sorgen – teilweise treten hierfür spezielle Market Makers oder Official Liquidity Providers auf.

Während die APs auf Kapitalzuflüsse und -abflüsse reagieren und das Angebot an ETF-Anteilen laufend der Nachfrage anpassen, beeinflussen sie auch die Rendite des ETFs. Studien zeigen, dass Kapitalzuflüsse sich negativ auf künftige Renditen auswirken, Kapitalabflüsse hingegen positiv. Dabei können die Fehlbewertungen eines ETFs deutlich stärker ausfallen als die Schwankungen der zugrundeliegenden Wertpapiere. Diese Wirkung lässt sich gut in Stresssituationen beobachten, etwa beim sogenannten „Flash Crash“ vom 6. Mai 2010. Der iShares Russell 1000 Growth Index rutschte an diesem Tag kurzfristig um fast 80% ab, obwohl der zugrundeliegende Aktienkorb nicht einmal 10% einbüßte.

*Schwankungen können deutlich stärker ausfallen als bei den zugrundeliegenden Wertpapieren*

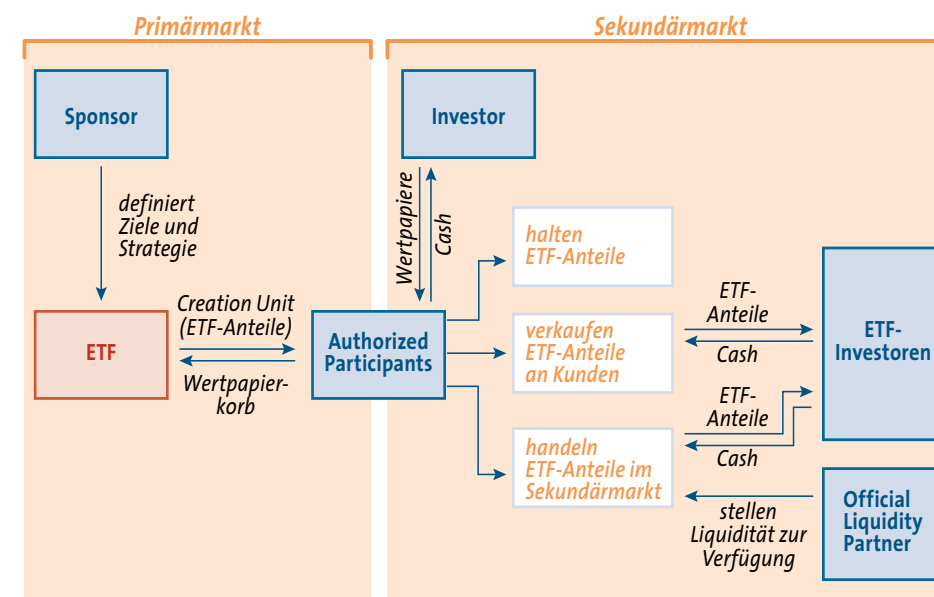
Eine letzte, eigene Risikokategorie bilden die noch recht jungen Faktor-ETFs. Sie kombinieren die leichte und kostengünstige Handelbarkeit von ETFs mit Faktor-Strategien und verleiten Investoren dazu, ihre Anlagestrategie schneller zu wechseln, als sie es ohne den Einsatz von ETFs täten. Dieses „ETF Style Switching“ wird auch von institutionellen Investoren praktiziert, die dann allerdings Gefahr laufen, sich in einen allgemeinen Trend einzuordnen und ihn zu verstärken.

So können etwa viele Investoren gleichzeitig Value-ETFs abstoßen und damit eine Unterbewertung der Anteilspreise dieser ETFs im Verhältnis zu ihren zugrundeliegenden Wertpapierkörben herbeiführen. Gleichzeitig können sie die freigewordenen Mittel zum Beispiel in Growth-ETFs anlegen und dort eine Überbewertung bewirken. Diese Fehlbewertungen führen auf ETF-Ebene dann zu signifikanten Renditeverlusten. Der Effekt verstärkt sich bei ETFs, die selbst eine höhere Liquidität aufweisen als die ihnen zugrundeliegenden Wertpapiere. Diese Beobachtungen weisen darauf hin, dass Faktor-ETFs den allgemeinen ETF-Gefahren in besonderer Weise ausgesetzt sind.

Investoren sollten diese Risiken im Blick behalten, wenn sie ETFs zur Umsetzung ihrer Anlagestrategie einsetzen. Die unbestreitbaren Vorteile, insbesondere geringe Kosten und die leichte Handelbarkeit von ETFs, führen auf der anderen Seite zu Gefahren, allem voran zu einer erhöhten Volatilität und zu Fehlbewertungen sowohl der ETFs selbst als auch des zugrundeliegenden Wertpapierkorbs.

Mittel- und langfristig orientierte Investoren sind für Market Timing und Style Switching weniger anfällig und können diese Risiken mit aktiv gemanagten Fonds weitgehend ausschließen. Eine Anlage in ETFs, gleich welcher Art, sollte mit der gebotenen Vorsicht und in einer sinnvollen Mischung mit anderen Anlagevehikeln erfolgen.

## Wie der ETF-Markt funktioniert



© Börsen-Zeitung

Quelle: Spängler IQAM Invest