

Exchange Traded Funds und Anlagestrategien

Interview mit Marcel Wagner, Head Index Selection Mandates, Credit Suisse, Zürich

Herr Wagner, Sie haben zusammen mit Herrn Daniel Niedermayer ein über 400 Seiten umfassendes Buch über Exchange Traded Funds und Anlagestrategien geschrieben. Was ist die Zielsetzung?

Unser Buch soll einen soliden Überblick über die Welt der ETFs vermitteln und aufzeigen, wie diese Finanzinstrumente für sinnvolle Anlageentscheidungen eingesetzt werden können. Die Leserschaft soll mit der nötigen Kompetenz dem stetig wachsenden Angebot begegnen können. ETFs werden in erster Line als Werkzeuge verstanden und behandelt, die es richtig anzuwenden gilt. Der Grundsatz bei den technischen Details lautet: „So viel wie nötig, aber nicht zu viel.“ Ein zentrales Ziel des Buches ist die praktische Umsetzung von Anlagestrategien mittels ETFs. Dies zwingt uns, den Bogen zwischen den Produkten und ihrer Anwendung zu spannen. Das Praxisbuch richtet sich als Grundlagenbuch sowie Nachschlagewerk an den interessierten Privatanleger, Kundenberater aber auch Studenten oder Journalisten.

Wie gut kennen und verstehen die Anleger die Funktionsweise von ETFs?

Immer besser. Das Grundprinzip bei ETFs ist schnell verstanden. Jedoch erfordert das scheinbar einfache Instrument - bei genauerer Betrachtungsweise - die Kenntnis verschiedener Themenbereiche. Um die Funktionsweise zu verstehen, sind Aspekte aus der Fonds- sowie aus der Aktienwelt wichtig. Der „hybride Charakter“ von ETFs ist beispielsweise zentral, wenn es darum geht, deren verschiedene Bewertungsmöglichkeiten zu verstehen. Aus der Aktienwelt und somit der Handelbarkeit während des Tages stammen die Begriffe Bid/Ask-Preise und Closing-Preis. Aus der Investmentfondswelt NAV und Prämie. Bezüglich möglicher Strukturen wussten lange Zeit viele Anleger kaum, ob ETFs Wertschriftenleihe betreiben, einen fully-funded oder einen Total Return (un-funded) Swap einsetzen. Diese Diskussion war den Profis vorbehalten.

Das ist heute nicht mehr der Fall?

Seit einigen kritischen Berichten 2011 kennen private Anleger diese Thematik ebenfalls. Ob sie diese richtig einordnen können, ist aber damit noch nicht gesagt. Als Erinnerung: ETFs stellen rechtlich ein Sondervermögen dar und bieten den Investoren ein Höchstmass an Sicherheit. Interessanterweise wissen die wenigsten, dass diese Techniken auch bei aktiven Anlagefonds anzutreffen sind. Zentral erscheint mir, dass der Anleger die grundlegenden Funktionsweisen und Strukturen versteht, um die entsprechenden Instrumente richtig auszusuchen und im Portfoliokontext einzusetzen.

Welche Wissenslücken bestehen bei Privatinvestoren mit Bezug zu ETFs?

Ich habe oft den Eindruck, dass den Investoren zu wenig bewusst ist, dass ETFs mit den realen Kosten des Investierens konfrontiert sind. Somit ist es nicht selbstverständlich, dass sie einen Benchmark perfekt nachbilden können. Denn im Gegensatz zum ETF ist ein Benchmark ein Papierportfolio. Auch erwarten viele Anleger, dass das TER (Total Expense Ratio) alle Kosten beinhaltet. Dem ist leider nicht so. Transaktionskosten im ETF sind beispielsweise nicht enthalten. Ein weiterer Punkt ist der Tracking Error – definiert als die Standardabweichung der Renditedifferenz eines ETFs von seinem Benchmarkindex.

Wie gut können Privatinvestoren mit dem Tracking Error umgehen?

Die Interpretation des Tracking Errors scheint für die meisten Anleger nicht ganz intuitiv zu sein. Aufgrund der mathematischen Eigenschaften der Kennzahl ist eine signifikante Out- oder Underperformance bei gleichzeitig tiefem Tracking Error möglich. Bei einem hohen Wert sind hohe Renditedifferenzen zum Index zu erwarten. Bei einem tiefen Tracking Error sind jedoch Abweichungen zum Index nicht zwingend klein, wie oft erwartet wird. Ein Tracking Error von null bedeutet nicht zwangsläufig, dass ein ETF die Indexrendite genau abbildet. Bei systematischer Under-

performance, beispielsweise durch täglich abgezogene Verwaltungsgebühren oder Swapkosten, kann ein tiefer Tracking Error bei gleichzeitiger Underperformance auftreten. Der Tracking Error alleine ist demnach keine genügend gute Kennzahl für das Tracking eines ETFs.

Auf was sollte ein Privatanleger beim Handel achten?

Primär auf die Uhrzeit und den Spread (Handelsspanne), wenn eine möglichst günstige Ausführung angestrebt wird. Zudem empfiehlt es sich mit Limiten zu arbeiten. Von diesen Punkten kann abgewichen werden, wenn preisbeeinflussende News erwartet werden oder sonst nicht zugewartet werden kann. Idealerweise sollten zum Zeitpunkt des Kaufs oder Verkaufs eines ETFs die zugrundeliegenden Wertschriften gehandelt werden. Dies ermöglicht eine effiziente Preisfindung für den ETF.

Wie sieht es aus, wenn der Markt für die zugrundeliegenden Wertschriften geschlossen ist?

Ist der Markt zu, muss der Market Maker die Preisfindung und seine Absicherung beispielsweise über gehandelte Futures oder ähnlich korrelierte (aber gehandelte) Wertschriften durchführen. Diese Preisfindung ist normalerweise sehr gut, kann aber die Basiswerte nicht ersetzen. Will ein Anleger beispielsweise an SIX Swiss Exchange einen ETF auf den S&P 500 kaufen, sollte er dies grundsätzlich erst nach der Eröffnung der US-Börsen, also nach 15.30 Uhr, tun. Einen Sonderfall stellen sicherlich ETFs auf globale Emerging Market Indizes dar. Es liegt in der Natur der Sache, dass nie alle Märkte offen sind. Hier sollte darauf geachtet werden, ob und wann der ETF selber ein gutes Handelsvolumen aufweist. In der Regel ist dies, wenn die USA geöffnet sind, weil dann die meisten Hedging-Möglichkeiten bestehen.

Nebst der Uhrzeit haben Sie den Spread erwähnt. Wie können Privatanleger einschätzen, ob dieser hoch oder tief ist?

Bevor gehandelt wird, sollte der aktuelle Spread beurteilt werden. In der Praxis wird manchmal die absolute Zahl angegeben (Briefkurs minus Geldkurs), was aber wenig Aussagekraft hat. Für die Beurteilung ist der prozentuale Spread relevant. Ob ein Spread hoch ist oder nicht, kann am einfachsten ermittelt werden, indem Spreads ähnlicher ETFs an derselben oder an anderen Börsen verglichen werden. Dazu geben die jeweiligen Internetseiten der Börsen Hilfestellung. Falls zugänglich, können auch historische Spreads desselben ETFs verglichen werden. Beim Vergleich von historischen mit aktuellen Spreads müssen ähnliche Marktbedingungen vorherrschen, damit sich eine Aussagekraft ergibt. Grundsätzlich gilt: Je liquider der zugrunde liegende Index, desto einfacher ist die operative Abwicklung des ETF-Handels beim Market Maker und desto tiefer ist die Geld/Brief-Spanne. Um handelsrelevante Informationen privaten Anlegern einfacher zugänglich zu machen, veröffentlicht beispielsweise die Schweizer Börse in periodischen Abständen Liquiditätskennzahlen. Die sogenannte Market Quality Metrics der Schweizer Börse umfassen für alle an SIX Swiss Exchange kotierten ETFs durchschnittliche Spreads (zeitgewichtet), die Spread-Verfügbarkeitsrate und weitere Kennzahlen auf täglicher Basis.

Können Sie eine Aussage zu durchschnittlichen Spreads machen?

In unserem Buch haben wir die Spreads an SIX Swiss Exchange ausgewertet und kamen beispielsweise für das Jahr 2010 auf einen Median-Spread von 0.3% bei Aktien-ETF und auf 0.2% bei Obligationen-ETFs. Das 90. Perzentil ist bei den Aktien mit über 1% relativ hoch. In dieser Gruppe sind ETFs auf aufstrebende Länder, inverse und gehebelte Indizes sowie auf Small-Cap-Aktien überdurchschnittlich häufig vorzufinden. Auch bei Obligationen-ETFs können hohe Spreads auftreten. So können einige Corporate und besonders Emerging Markets Bonds ETFs Handelsspannen von 2% und höher aufweisen. Unter Umständen können solche Kosten die erwarteten Renditen des Instrumentes zunichtemachen. Diesen Umstand gilt es bei einem tiefen Zinsniveau besonders zu gewichten. Falls der hohe Spread nur temporärer Natur und nicht dauerhaft ist, kann sich ein Abwarten auf günstigere Handelsbedingungen lohnen.

In der folgenden Tabelle werden die durchschnittlich zu erwartenden Spreads dargestellt. Die Angaben sollen als Orientierungshilfe für einen durchschnittlichen Betrag, welcher das gestellte Volumen des Market Makers nicht überschreitet, betrachtet werden.

ETF auf	Normal	Tief	Hoch
EUR Staatsanleihen 1–3	10 – 15	< 10	> 20
EUR Staatsanleihen 7–10	20 – 40	< 20	> 40
USD Staatsanleihen 1–3	10 – 15	< 10	> 20
USD Staatsanleihen 7–10	15 – 25	< 15	> 30
Unternehmensanleihen	30 – 40	< 30	> 50
Aktien Large Caps / Blue-Chips	10 – 20	< 10	> 30
Aktien Small Caps	30 – 60	< 30	> 60
Aktien Emerging Markets	40 – 70	< 30	> 70

Legende: Durchschnittlich zu erwartende Spreads in Basispunkten. In der Praxis können die Werte je nach Umfeld stark variieren. Diese Angaben basieren auf den Market Quality Metrics von SIX Swiss Exchange und persönlichen Erfahrungswerten.

Zudem kann vor einer Transaktion der iNAV (der indikative NAV) mit dem aktuellen Preis verglichen werden. Dazu müssen die Anleger aber die Eigenheiten und Grenzen der iNAV-Berechnung verstehen, was insbesondere bei Obligationen-ETFs oder unterschiedlichen Zeitzonen relevant ist.

In Ihrem Buch beschreiben Sie, wie man unterschiedliche Anlagestrategien mit ETFs umsetzen kann. Wie gut geht das als Privatanleger wirklich?

Meiner Meinung nach sehr gut. ETFs ermöglichen eine breite Streuung von Risiken, die Ausnützung von Ertragspotential – und sind dabei relativ günstig und einfach zu erwerben. Neben einfacheren Strategien sind mit ETFs auch sehr präzise Views und sogenannte Core-Satellite-Strategien möglich. Da ETFs ihrer Strategie immer treu bleiben, haben sie kein „Managerrisiko“. Allerdings kann man nicht wie bei aktiven Fonds auf den Manager setzen und erwarten, dass dieser auf den Markt reagiert. Der Anleger ist hier gefordert. Werden globale Allokationen oder sophistische Strategien umgesetzt, setzt dies eine sorgfältige Auswahl und Kenntnis diverser Anlagethemen voraus. Investieren erfordert auch sehr viel Disziplin und Geduld. In der Praxis trauen sich dies die meisten Anleger anfangs zu, werden dann aber oft nach kurzer Zeit von der Realität eingeholt. Gerade was die Definition und die Umsetzung einer Anlagestrategie betrifft, kann es sehr sinnvoll sein, die Unterstützung einer Fachperson einzuholen. Dieses Vorgehen ist alles andere als einfach und wird regelmässig unterschätzt.

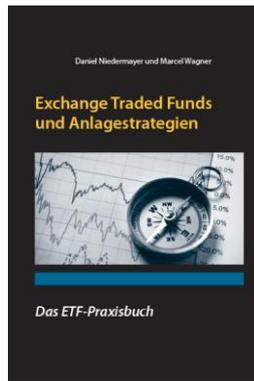
Autoren

Marcel Wagner

Marcel Wagner arbeitet als Portfolio Manager bei der Credit Suisse AG im Asset Management in Zürich und ist Head Index Selection Mandates. Er studierte Wirtschaftswissenschaften an der Universität St. Gallen (lic.oec.HSG), ist ein Certified International Investment Analyst (CIIA) und ein Chartered Alternative Investment Analyst (CAIA).

Daniel Niedermayer

Dr. Daniel Niedermayer promovierte in Finanzmarktökonomie und ist im Bereich Wandelanleihen als Portfolio Manager bei der Credit Suisse AG tätig. Zuvor arbeitete er mehrere Jahre als Portfolio Manager für ETF-basierte Mandate.



Exchange Traded Funds und Anlagestrategien

Das ETF-Praxisbuch

430 Seiten gebunden, April 2012, ISBN: 978-3-033-03302-3

Ein neues, umfassendes Werk über Exchange Traded Funds liegt vor – «Das ETF-Praxisbuch», geschrieben von Praktikern für Praktiker. Auf 430 Seiten zeigen die Autoren Daniel Niedermayer und Marcel Wagner auf, wie ETF zielführend eingesetzt werden und worauf zu achten ist. Wertvoll für alle, die mehr über ETF, Indizes und Anlagestrategien wissen wollen: 100 Seiten über ETFs, 100 Seiten über Indizes, 150 Seiten über Asset Allocation, Anlagestrategien und deren Umsetzung.