

# In ETF zu investieren, ist nicht einmal die halbe Miete

Wer seine Anlagestrategie mit ETF umsetzt, spart Gebühren und riskiert nicht, auf die «falschen» Titel zu wetten. Damit ist der Anlageerfolg aber noch lange nicht garantiert. Von Philipp Ochsner

Der Schweizer Aktienmarkt hat zwischen 1926 und 2018 eine annualisierte Rendite von 7,8% erzielt. Diese Rendite entspricht mehr als einer Verdoppelung alle zehn Jahre, in der ganzen Zeitreihe hat sich das Kapital inflationsbereinigt um den Faktor 166 vermehrt. Immer mehr Anleger wissen, dass kaum jemand langfristig den Referenzindex übertreffen kann. Es liegt darum nahe, in Exchange-Traded Funds (ETF) zu investieren, welche die Renditen von Indizes wie dem Swiss-Market-Index (SMI) möglichst genau replizieren.

## Eigene Emotionen als Risiko

Häufig versuchen ETF-Anleger, ihre Rendite mit Prognosen und Market-Timing zusätzlich zu verbessern. Sie glauben, vorhersehen zu können, welche Länder, Regionen oder Themen am meisten Potenzial haben, und versuchen, den richtigen Zeitpunkt zu finden, um zu kaufen und zu verkaufen. Mehrere Studien haben untersucht, wie erfolgreich ETF-Anleger dabei sind. Bhattacharya et al. (2013) haben ETF-Portfolios von Privatanlegern untersucht und dabei festgestellt, dass diese 5 Prozentpunkte pro Jahr weniger Rendite erreicht haben als die Referenzindizes. Viele Anleger kaufen prozyklisch, wenn die Preise hoch sind, und verkaufen, wenn die Preise tief sind, was zu einer grossen Abweichung von der Marktrendite führt.

Für eine erfolgreiche Bewirtschaftung eines ETF-Portfolios ist es deshalb wichtig, Anlageentscheidungen unabhängig von Prognosen und Emotionen zu treffen. Dies kann durch ein simples ETF-Portfolio bewerkstelligt werden, welches über viele Jahre konstant gehalten oder basierend auf Regeln verwaltet wird.

Die Wahl der Anlagestrategie hat den grössten Einfluss auf das Verhalten des Portfolios. Darum ist es wichtig, die Gewichtung der Anlageklassen auf die eigenen Finanzziele, Risikotoleranz und Risikofähigkeit abzustimmen. Nicht alle Risikoprämien sind gleich interessant. Bei den Obligationen weisen kurzfristige Wert-

papiere guter Bonität einen niedrigeren erwarteten Ertrag auf als langfristige, dafür haben sie auch deutlich tiefere Risiken.

## Grosses Angebot mit Lücken

Bei den Aktien besitzen kleine Unternehmen (Small Caps) und günstig bewertete Unternehmen (Value) eine höhere erwartete Rendite als der Gesamtmarkt. Dies allerdings bei einem etwas höheren Risiko. Dabei können preislich günstigere Aktien in Zeiten hoher Bewertungen auch eine Sicherheit darstellen, da sie näher am Buchwert liegen und somit weniger «Luft» bei der Bewertung vorhanden ist.

Wie Eugene Fama und Kenneth French herausgefunden haben, kann mit den Risikoprämien Markt, Value und Small Cap der grösste Teil der Wertentwicklung erklärt werden. Daneben gibt es Hunderte weitere Teilmärkte und Strategien, welche untersucht wurden, letztlich sind jedoch nur wenige – vor allem die oben erwähnten – statistisch

relevant. Aus diesem Grund sind aus wissenschaftlicher Perspektive nur die wenigsten Smart-Beta-ETF sinnvoll.

Allein an der Schweizer Börse (SIX) sind 1343 ETF gelistet. Bei der Auswahl der ETF gibt es bei den Standardindizes die Qual der Wahl, während andere Anlageklassen noch gar nicht vorhanden sind. Dazu gehören die kleinen und günstigen Aktien, welche gemäss dem Drei-Faktoren-Modell von Fama/French die höchste erwartete Rendite aufweisen. Das Problem bei dieser Anlageklasse ist die Illiquidität der Aktien, welche die ETF-Emittenten wegen der höheren Handelskosten scheuen.

Diese können insbesondere bei oft gehandelten ETF zu grösseren Abweichungen vom Index führen. Daher folgen die meisten ETF denjenigen Indizes, welche vor allem grosse und liquide Aktien enthalten. Die Anlageklasse der kleinen und zugleich günstigen Aktien kann nur vereinzelt mit auf diese Risikoprämien spezialisierten indexierten Fonds abgebildet werden.

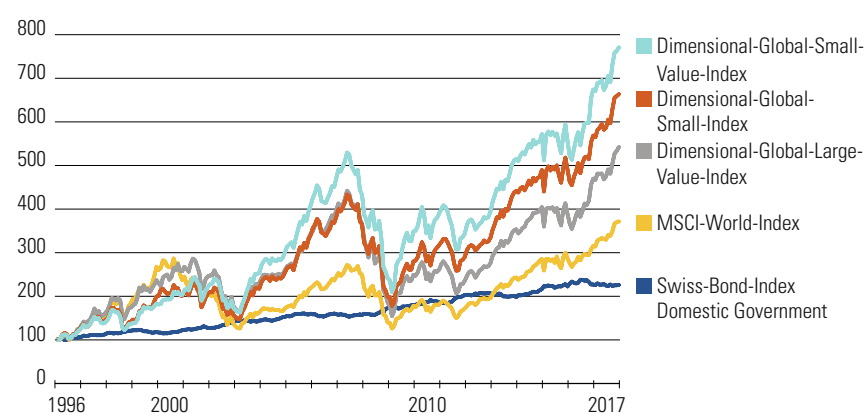
## Auf tatsächliche Kosten achten

Ikenberry und Shorkley haben bereits 1998 gezeigt, dass sich die meisten Aktien mittelmässig bis schlecht und nur einige wenige Aktien sich exorbitant gut entwickeln. Je weniger Aktien ein Anleger im Portfolio hat, desto grösser ist die Wahrscheinlichkeit, dass die entscheidenden Wertpapiere fehlen. Darum ist es ratsam, Indizes zu wählen, welche möglichst breit diversifiziert sind, um sicherzustellen, dass man das nächste Google, Apple oder Microsoft auch im Portfolio hat. Der SMI ist mit 20 Titeln wenig diversifiziert. Ein Ausweichen auf den Swiss-Performance-Index (SPI), welcher derzeit 206 Aktien enthält, und eine zusätzliche weltweite Diversifikation ist deshalb ratsam.

Um die tatsächlichen Kosten eines ETF zu messen, kann die «tracking difference» über drei Jahre ausgerechnet werden. Diese misst die Abweichung der Rendite des ETF im Vergleich zum

## Die Aktien von kleinen und günstig bewerteten Firmen schwingen obenaus

Indexiert, Januar 1996 = 100; monatliche Daten, in Franken



QUELLE: INDEXINVESTOR

NZZ-Infografik/cke.

Index. Unter dem Strich interessiert den Anleger nämlich weniger die Total Expense Ratio (TER) als die tatsächliche Abweichung vom Index, denn diese Zahl enthält auch Kosten, welche in der TER nicht sichtbar sind, wie z. B. gewisse Handelskosten.

Nicht zu unterschätzen ist auch der Quellensteuerabzug. Für ETF, die in ausländische Aktien investieren, ist Irland tendenziell ein gutes Domizil, da Irland gute Doppelbesteuerungsabkommen hat und Dividenden, welche dort domizilierte ETF ausschütten, von der Quellensteuer befreit sind. Für Schweizer Aktien ist hingegen ein Schweizer Domizil vorteilhaft. Die ETF können entweder physisch replizierend sein oder einen Swap enthalten. Erstere haben den Vorteil, dass der Fonds die Aktien im Index tatsächlich hält oder zumindest annähernd zu halten versucht.

Wie oben angedeutet, ist es für eine erfolgreiche Anlage mit ETF vor allem wichtig, wie sich der Anleger über die Zeit verhält. Die Börse ist eine grosse Maschine, die Geld umverteilt von Menschen, die keinen Plan haben, zu Menschen, die einen guten Plan haben. Auch gute Anlagestrategien entwickeln sich zeitweise unterdurchschnittlich. Ein tiefes Verständnis, wie Aktien- und Obliga-

tionenmärkte funktionieren, und ein guter Plan können helfen, gute Ergebnisse zu erzielen.

## Mit Disziplin zum Erfolg

Aus wissenschaftlicher Sicht ist es sinnvoll, ein Marktportfolio mit Aktien und Obligationen, welches mehrere tausend Titel enthält, abzubilden und systematisch etwas mehr ETF zu halten, die in Value- und Small-Cap-Aktien investieren. So ist die Wahrscheinlichkeit hoch, langfristig eine gute Rendite zu erwirtschaften, die sogar etwas über der Rendite des Gesamtmarktes liegen kann.

Um die Aktienquote konstant zu halten, empfiehlt es sich, periodisch ein Rebalancing durchzuführen, das heisst, dass die Aktienquote wieder in die Ausgangslage zurückgeführt wird. Dies ermöglicht, dass die Risiken im gewählten Rahmen bleiben und antizyklisch teurer gewordene Wertschriften verkauft und günstigere zugekauft werden. Genau das fällt vielen Anlegern erfahrungsgemäss schwer, denn es bedeutet, einen Teil derjenigen ETF zu verkaufen, die gerade so schön im Kurs zulegen.

Philipp Ochsner ist Gründer von IndexInvestor.

# Die Qualität des Indexes ist entscheidend

Indizes helfen Investoren, ihre Anlage- und Renditeziele zu erreichen. Worauf müssen Anleger achten, wenn sie einen Index wählen? Von Bernhard Wenger

Weltweit gibt es mehr als 3 Mio. Börsenindizes, wie neue Untersuchungen der Index Industry Association (IIA) zeigen, und gemäss Weltbank sind weltweit über 43 000 Unternehmen an Börsen kotiert. Die Zahl der Indizes übersteigt demnach die Zahl der Aktientitel, auf die sie sich beziehen können, um den Faktor 70.

## Indizes wie Sand am Meer

Das Verhältnis verdeutlicht, wie stark indexierte Anlagen im derzeitigen Umfeld von der Vorliebe der Anleger für Transparenz und Verständlichkeit profitiert haben. Dennoch können Anleger weltweit gemäss Zahlen der «Financial Times» nur aus etwa 7000 ETF auswählen. Das bedeutet: Neben den Indexmanagern wie SPDR schaffen aktive Manager durch Benchmarking eine noch stärkere Nachfrage nach Indizes. Braucht es denn überhaupt so viele Indizes? Besteht nicht die Gefahr, dass diese Fülle die Qualität gefährdet?

Grundsätzlich sollte man davon ausgehen, dass Anleger, je grösser die Anzahl an Indizes ist, über umso mehr Auswahl und Diversifikationsmöglichkeiten verfügen. Allerdings muss sichergestellt sein, dass der ausgewählte Index die erforderlichen Qualitätskriterien erfüllt. Angesichts der enormen Anzahl Indizes ist es für Anleger entscheidend, den für ihren Zweck richtigen Index auszuwählen. Doch wie findet man diesen? Drei Schritte helfen dabei.

Am Anfang stehen das Investitionsziel bzw. die Anlageidee und -strategie. Zum Beispiel kann ein Anleger Dividendenrendite und Dividendenwachstum suchen, will aber Aktien bestimmter Sektoren ausschliessen. Möglicherweise strebt der Investor aber auch eine andere Gewichtung als eine klassische, marktkapitalisierende an.

Nachdem der Anleger ein klares Ziel festgelegt hat, muss er in einem nächsten Schritt den richtigen Index auswählen. Anleger auf der Suche nach renditestarken und qualitativ hochwertigen Aktien sollten einen Index wählen, der vor allem Unternehmen mit einer langen Erfolgsgeschichte nachhaltigen Dividendenwachstums abbildet. Vielleicht berücksichtigt der Anleger zusätzliche Faktoren wie Branche, Region und Währungsrisiken. Die Überprüfung des Indexuniversums kann helfen, die Ziele weiter zu verfeinern.

## Umgang mit Definitionen

Teil des Auswahlprozesses ist es zudem, die Zusammensetzung des Indexes zu analysieren und Attribute wie Wachstum des Gewinns pro Aktie, Dividendenrendite oder Sensitivität zu überprüfen. Am Ende dieses Schrittes hat der Anleger eine Reihe von Kriterien definiert, an denen er sich orientieren kann.

Schliesslich gilt es den Indexanbieter zu wählen. Auch scheinbar identische Indizes unterscheiden sich je nach Anbie-

## Auch scheinbar identische Indizes unterscheiden sich je nach Anbieter.

ter. Die Auswahl des Anbieters ist daher ebenso wichtig wie das Investitionsziel und die Indexwahl. Vermögensverwalter und Asset-Manager können bei diesem Schritt einen bedeutenden Mehrwert schaffen, wenn sie in der Zusammenarbeit mit Indexanbietern über die notwendige Erfahrung verfügen.

Zu den entscheidenden Aspekten zählt hier unter anderem die Frage, wie gründlich sich der Indexanbieter beispielsweise mit wichtigen Definitionen auseinandergesetzt hat. Während der Euro-Krise wurde Griechenland von einigen Betrachtern als Schwellenland gesehen. In solch einem Fall müssen Indexanbieter prüfen, ob eine Reklassifizierung notwendig ist.

Der Anleger wiederum sollte in solch einem Szenario wissen, wie der jeweilige Indexanbieter entschieden hat und ob es zu unterschiedlichen Betrachtungsweisen gekommen ist. Dasselbe gilt auch für China. Berücksichtigt der Anbieter China im jeweiligen Schwellenlandindex und, wenn ja, mit welcher Gewichtung? Wann ändert der Anbieter den Index, wie wendet er sein Index-Regelwerk an?

## Regelkonforme Umsetzung

Wichtig ist auch, ob der Indexanbieter die Methode für die Zusammensetzung des Indexes verändert hat – und wenn ja, warum das der Fall ist. Und wird die Methodologie auch regelkonform umgesetzt? Zudem spielt die Erfahrung des Indexanbieters im jeweiligen Anlagebereich eine Rolle. Schliesslich kommt es auch auf die Preisgestaltung an.

Wenn wir ein neues Anlageprodukt ausarbeiten, wenden wir uns meist an mehrere Indexanbieter. Wenn nötig, analysieren wir eine grössere Gruppe an Indizes. Wenn gar kein Index vorhanden ist, entwerfen wir ihn selbst. Der enge Austausch mit allen Indexanbietern und eine detaillierte Due Diligence sind wesentlich für die Gewährleistung einer hohen Qualität.

So können strukturelle Veränderungen, wie die Konzentration auf wenige Einzelwerte oder die Neueinteilung nach Ländern oder Sektoren, dazu führen, dass die Indexmethodik überdacht

werden muss. Auch neue Ergebnisse aus der Forschung können dazu dienen, einen Index weiter zu verbessern. Oder neue Ideen für Indizes entstehen, weil sich die Anlegerbedürfnisse verändern oder weil sich die Liquidität von Basiswerten verbessert hat. Letztlich hängt die Ausgestaltung eines Indexes massgeblich von Erfahrung und Urteilsvermögen ab. Know-how, das sich aus der täglichen Arbeit mit verschiedenen Indexanbietern und einer breiten Palette von Indizes ergibt, ist daher wertvoll.

## Regulatorische Anforderungen

Dazu zählen auch aktuelle und neue regulatorische Anforderungen. Entsprechend spielen die Regulierungsbehörden eine wichtige Rolle bei der Verbesserung von Governance und Ausgestaltung der Indizes bzw. ihrer Anbieter, beispielsweise bei der EU-Benchmark-Verordnung und den Iosco-Regeln.

Die Diskussion zwischen Anleger und Berater kann dazu beitragen, das Verständnis für die jeweilige Anlagestrategie weiter zu verbessern. Die Palette von weltweit 3 Mio. Indizes bietet hochpräzise Messwerkzeuge. Deren Nutzen hängt aber davon ab, ob Investoren genauso präzise wissen, welches ihre Ziele sind.

Bernhard Wenger leitet SPDR ETF Schweiz bei State Street Global Advisors.