

portfolio institutionell Januar 2008, Seite 20/21

ETF-Evolution vergrößert Spielwiese

Informationseffizienzen, limitierte Prognosefähigkeiten und Zweifel am aktiven Management forcieren eine steigende Beliebtheit von ETF. Dies wiederum führt zu einem Plus an Anbietern und Produkten, welche interessanterweise einen stärkeren aktiven Fokus aufweisen.

Von Patrick Eisele

Was darf's denn sein? Ein Délice von Gänseleber, sautierter bretonischer Hummer oder doch ein Cassoulet von Bach und Wiese? Die beste Wahl könnte ein Menü sein. Beschränkte Selektionsfähigkeiten und Kosten sprechen ebenfalls dafür, auch auf dem Kapitalmarkt keine Einzeltitel zu selektieren, sondern in ETF (Exchange Traded Funds) zu investieren.

Auf einem weniger plastischen, dafür aber mehr kapitalmarkttheoretischen Weg kommt auch Professor Wolfgang Drobetz zu der Schlussfolgerung, dass ein Einheitsmenü beziehungsweise passive Investments erfolgversprechender ist. Auf dem Münchner Finance Forum kam er über eine Analyse von Informationseffizienz, Prognosefähigkeit und der Performance von aktiven Managern zu dem Schluss, das Outperformance durch aktives Management schwierig ist und die Selektion von erfolgreichen Fondsmanagern „noch sehr viel schwieriger“. Beispielsweise verweist er auf ein Ergebnis von Dichtl/Schlenger,

nachdem Trefferquoten jenseits der 60-Prozent-Schwelle erforderlich sind, um mit einer prognosebasierten Aktien-Renten-Steuerung einen risikoadjustierten Mehrertrag nach Handelskosten erwirtschaften zu können. Dieses Ergebnis bedeutet auch, dass die mit dem Law of Active Management ermittelten Trefferquoten die tatsächlich benötigten Quoten unterschätzen. Als Handlungsalternativen für den Anleger ergeben sich dann aus Sicht von Drobetz Investments in Hedgefonds oder in passive Anlagestrategien.

In puncto aktiven Managements ergibt eine auf dem 1. portfolio ETF-Forum von portfolio international präsentierte Studie von Feri, dass in entwickelten Märkten nur 19 Prozent der aktiven Fonds besser als der vergleichbare ETF abschnitten. Interessantes weiteres Ergebnis der Feri-Studie: In Aufschwungphasen vergrößerte (!) sich der Anteil erfolgreicher aktiver Fonds auf 46 Prozent. Gemeinhin wird davon ausgegangen, dass sich aktives Management eher in der Baisse auszahlt.

Auf der gleichen Veranstaltung relativierte Thomas Meyer zu Drobetz von Lyxor das Allgemeingut, dass sich aktives Management in ineffizienten Märkten auszahlt: „Grundsätzlich werden die Kosten unterschätzt, Ineffizienzen aufzuspüren und umzusetzen. Die Existenz von Ineffizienzen alleine ist nicht ausreichend.“

Diese Ergebnisse und auch die Erkenntnis, dass die Mehrheit der Anleger definitionsgemäß nicht besser als ihr Durchschnitt sein kann, machen sich auch immer mehr deutsche Investoren zu eigen. Laut Morgan Stanley waren es 2005 35 und im vergangenen Jahr 43 Institutionelle, die in ETF investierten. Die Zahl der an der Deutschen Börse gelisteten ETF ist von 77 in 2005 auf 259 in 2007 gestiegen. Zu den Pionieren unter den Anbietern, wie der von Barclays übernommenen Indexchange, Barclays selbst und Lyxor, gesellte sich zum Beispiel die Deam. Neu auf der Liste der Anbieter sind die Deakabank und Invesco. In den Startlöchern steckt SEB Asset Management.



Die neu hinzugekommenen Produkte zählen zumeist zur Kategorie „Strategie-ETF“, mit denen aktive und damit margenstärkere Elemente in diese passive Produktkategorie einziehen. Dies, obwohl in der ETF-Branche eigentlich der Markt als der bessere Fondsmanager gilt. Ein Beispiel: Laut Daten des Dachfondsanbieters Veritas legte ein Index-ETF auf den Dax von Mitte 2000 bis Mitte 2007 um 33 Prozent zu, eine Dividendenstrategie auf diesen Index aber um 93 Prozent.

! Auf der Pirsch nach der empirischen Regelmäßigkeit

Zu dieser Kategorie zählen auch die neuen Produkte von Invesco. Diese sollen Investoren einen effizienten Zugang zu Growth oder Value ermöglichen beziehungsweise zu Aktien, deren Gewichtung nicht vom Market Cap,

sondern von Fundamentaldaten abhängt. Weiter bietet Invesco ETF auf die Marktsegmente „saubere Energie“, Wasser und Private Equity an. Die Total Expense Ratio der in Europa angebotenen Invesco-ETFs liegt bei 75 Basispunkten. Laut Morningstar sind übrigens die US-Pendants billiger. Im Durchschnitt liegt diese Kennzahl bei Aktien-ETF gemäß einer FERI-Statistik bei 47,5 Basispunkten. Andere ETF der neuen Generation bieten gehebelte oder Short-Strategien beziehungsweise Indizes auf Emerging Markets an. Diese vergrößern die Spielwiese gerade im taktischen Bereich.

Voraussetzungen für den Erfolg von Strategie-ETF sind eine kostengünstige Umsetzung, die Existenz von empirischen Regelmäßigkeiten und deren Beständigkeit. Hinter letzterem setzt Professor Alexander Kempf von der Universität zu Köln auf dem portfo-

lio-ETF-Forum ein Fragezeichen: „Kann eine Auswahlregel dauerhaft eine Outperformance liefern, wenn sie allgemein bekannt ist und stark genutzt wird? Vermutlich nicht.“ Diese Gefahr sieht Meyer zu Drewey aber gerade als Argument für ETF: „Ineffizienzen verschwinden schneller, als uns lieb sein kann. Deshalb kommt es darauf an, diese mit günstigen Mitteln, nämlich ETF, schnell auszunutzen.“

Andererseits tragen ETF aber zu steigenden Ineffizienzen auf Einzeltitelebene bei. Dies gilt vorerst aber nur theoretisch, da der Anteil der ETF am Gesamtmarkt noch zu gering ist. Aus volkswirtschaftlicher Sicht ist es heute dagegen vielmehr sinnvoll, in ETF zu investieren, da es tendenziell zumindest auf den Standardmärkten viel zu viel Research gibt, so Professor Kempf, der damit ein bislang wenig bekanntes Argument pro ETF anführt.