N°6 | Juni 2018

ACADEMIA

Swiss Finance Institute Practitioner Roundups

s:fi KNOWLEDGE

Prof. Francesco Franzoni
Francesco Franzoni ist Swiss Finance Institute-Professor für Finance an der Università della Svizzera Italiana (USI). Er erwarb seinen Doktortitel in Economics am MIT und leitet das Institute of Finance an der USI. Seine Forschungsarbeit konzentriert sich auf institutionelle Anleger, wie zum Beispiel Hedgefonds und ETFs sowie deren Auswirkungen auf die Preise von Vermögenswerten.

Steigern börsengehandelte Fonds die Volatilität von Aktien?

Börsengehandelte Fonds (ETFs) haben im Verlauf der letzten zwei Jahrzehnte zunehmend an Popularität gewonnen. Der Anteil ihrer Marktkapitalisierung im S&P 500-Universum ist über die Zeit von 0,1 Prozent (2000) auf 7,1 Prozent (2015) gestiegen. Inzwischen wird im Vergleich zu Indexfonds mehr als doppelt so häufig in ETFs investiert. Ihre Attraktivität gegenüber traditionellen Indexfonds beruht dabei im Wesentlichen auf einem leichteren Zugang zu Liquidität sowie auf Diversifikationsvorteilen. Es stellt sich jedoch die Frage, ob sich der unkomplizierte Handel, auf dem der grosse Markterfolg von ETFs basiert, negativ auf die zugrunde liegenden Wertpapiere in den entsprechenden ETF-Baskets auswirkt. SFI-Professor Francesco Franzoni hat sich gemeinsam mit Itzhak Ben-David (Ohio State University) und Rabih Moussawi (Villanova University) genau dieser Fragestellung angenommen. So hat sich unter anderem gezeigt, dass der Einsatz von ETFs die nicht-fundamentale Volatilität von Wertpapieren erhöht, weil sich Liquiditätsschocks durch Arbitrage-Kanäle ausbreiten.

Was sind ETFs und wie werden ETFs geschaffen?

ETFs sind Anlageinstrumente, welche – ähnlich eines Indexfonds – die Performance eines Index nachbilden. Im Gegensatz zu Indexfonds sind ETFs aber an einer Börse notiert und werden dort täglich gehandelt – sie sind demnach mit Futures (Terminkontrakten) vergleichbar. Anders als bei Futures ist bei ETFs jedoch keine Verlängerung auslaufender Kontrakte vorgesehen. Insgesamt bieten ETFs eine kosteneffiziente und liquide Möglichkeit speziell für Anleger mit einem unsicheren Handelshorizont, um einen Index zu verfolgen. ETFs werden am Sekundärmarkt von Privatanlegern und institutionellen Investoren gehandelt. Im Gegensatz zu geschlossenen Fonds können bestimmte institutionelle Anleger – die "Authorized Participants" (APs) – neue ETF-Anteile schaffen oder zurückgeben. Diese Geschäfte bilden den Primärmarkt für ETFs. Arbitrage Möglichkeiten ergeben sich aus der Abweichung zwischen dem Preis von ETF-Anteilen (abhängig von Angebot und Nachfrage am Sekundärmarkt) und dem Wert der zugrunde liegenden Wertpapiere. Wenn zum Beispiel ein ETF gegenüber den zugrunde liegenden Wertpapieren mit einem Zuschlag gehandelt wird, haben die APs einen Anreiz, die zugrunde liegenden Wertpapiere zu kaufen und die neu geschaffenen ETF-Anteile am Sekundärmarkt zu veräussern.

Wie beeinflussen ETFs den Markt?

Empirische Daten für ETFs, die von 2000 bis 2015 an US-Börsen notiert waren, zeigen: Da auf Arbitrage spekulierende Investoren ETFs kaufen und verkaufen sowie gleichzeitig die zugrunde liegenden Aktien handeln, werden Angebots- und Nachfrageschocks von den ETFs auf die zugrunde liegenden Wertpapiere übertragen – dadurch steigt die Volatilität. Einigen Branchenteilnehmern zufolge sind rund 50 Prozent des Volumens im S&P 500-Tracker auf Arbitragegeschäfte zurückzuführen. Gemäss den vorliegenden Forschungsergebnissen bewirkt eine Erhöhung des ETF-Volumens um eine Standardabweichung von 1, einen Anstieg der Volatilität der Aktien im S&P 500 um bis zu 16 Prozent. Weitere Schätzungen zeigen, dass sich solche Erhöhungen der Aktienvolatilität kaum einer durch ETFs begünstigten besseren Preisfindung zuschreiben lassen.

Welche Auswirkungen hat der durch ETFs getriebene Anstieg der Aktienvolatilität?

Die von den ETFs bewirkte Erhöhung der Aktienvolatilität ist zum Teil nicht diversifizierbar. Daher stellt dies – besonders für Anleger mit einem kurzen Anlagehorizont – ein gewisses systemisches Risiko dar. Daten belegen, dass ETFs im Portfolio einen Risikoaufschlag rechtfertigen können; empirische Schätzungen deuten darauf hin, dass Aktienportfolios mit einem hohen ETF-Anteil ein positives Alpha von rund 50 Basispunkten aufweisen.

Worauf sollten Investoren achten?

Die jüngsten Ereignisse haben gezeigt, dass das Verhalten von börsengehandelten Produkten nicht immer den Erwartungen der Anleger entspricht. Beispielsweise zeigt der Einbruch der börsengehandelten Note "XIV", welche eine inverse Rendite des VIX versprach, dass einige dieser Instrumente Risiken bergen, die zu hohen Verlusten führen können. Kurz gesagt haben ETFs ihren Anlegern kostengünstige Diversifikationsvorteile ermöglicht und sind insgesamt eine willkommene Innovation. Wie jedoch alle Formen finanzieller Innovationen haben möglicherweise auch ETFs unbeabsichtigte Auswirkungen. Sowohl Anleger als auch Regulatoren sollten den Risiken solcher Finanzinstrumente besondere Aufmerksamkeit schenken, um einen toxischen Einfluss dieser Instrumente zu verhindern.

Diese Erkenntnisse basieren auf der Forschungsarbeit von Prof. Itzhak Ben-David, Prof. Francesco Franzoni und Prof. Rabih Moussawi. Das vollständige Forschungspapier ist verfügbar unter: https://bit.ly/2HcixI1

N°6 | Juni 2018

INDUSTRY

Swiss Finance Institute
Practitioner Roundups

s:fi KNOWLEDGE

Giordano Lombardo
Giordano Lombardo ist Präsident der Rationis Srl. Er war CEO und Group CIO von Pioneer Investments, Head of Asset Management bei Unicredit und Präsident des Verbands der italienischen Vermögensverwalter Assogestioni. Der studierte Wirtschaftswissenschaftler begann seine Karriere als Analyst und Portfoliomanager und verfügt über 30 Jahre Erfahrung in der Vermögensverwaltungsbranche.

ETFs: Finanzbildung der Anleger ist das A und O

Börsengehandelte Fonds (ETFs) sind vermutlich einer der grössten Erfolge im Vermögensanlagegeschäft der letzten 25 Jahre. Mit über 3 Billionen USD an verwaltetem Vermögen zählen sie zu den am schnellsten wachsenden Segmenten der Branche, und die Zeichen stehen weiter auf starkes Wachstum. Wie bei allen Erfolgsgeschichten gibt es auch bei ETFs einerseits überzeugte Anhänger und andererseits scharfe Kritiker. Das Hauptargument für ETFs ist der Marktzugang zu niedrigen Kosten. ETFs haben es möglich gemacht, in eine breite Palette an Anlageklassen zu investieren. Von den gängigen Aktien und Obligationen bis hin zu weniger traditionellen Anlageklassen wie Edelmetalle, Schwellenmärkte, Volatilität oder alternative Anlagen. Sie sind zum Preis von Indexfonds erhältlich und werden ebenfalls an der Börse gehandelt. Dadurch sind sie in der Verwaltung und im Vertrieb günstiger als Anlagefonds.

Alte und neue Kritik

Hauptkritikpunkte sind die Eignung für Privatkunden, die Komplexität und die Handelskosten. ETFs decken teils esoterische Werte ab, mit denen Privatanleger nicht vertraut sind. Einige ETFs – sogenannte synthetische ETFs – bieten Exposure via Swaps und Notes, die mit Portfoliostrukturen und Gegenparteirisiken einhergehen. Insbesondere ETFs, die Zugang zu gehebelten und inversen Renditen oder Volatilität ermöglichen, weisen eine hohe Komplexität auf. Mit einer Investition in ETFs sind auch Handelskommissionen, Geld-Brief-Spannen und manchmal grosse Preisunterschiede zu den Nettoinventarwerten verbunden - insbesondere, wenn die zugrunde liegenden Vermögenswerte weniger liquide sind. Die Studie von SFI-Prof. Franzoni et al. zeigt einen weiteren kritischen Punkt auf, nämlich den durch ETFs getriebenen Anstieg der Volatilität der zugrunde liegenden Wertpapiere aufgrund der Handelsaktivitäten der ETF-Arbitrageure. Dieser Effekt ist selbst bei professionellen Anlegern kaum bekannt und wirft die Frage auf, wie diese Instrumente effizient eingesetzt werden können.

Der strategische und taktische Einsatz von ETFs

Es gibt zwei Möglichkeiten, wie professionelle Anleger ETFs einsetzen können: taktisch und strategisch. Beispiele für den taktischen Einsatz von ETFs sind die Investition überschüssiger liquider Mittel, um am Markt vollständig exponiert zu bleiben, oder um auf kurzfristige Marktbedingungen zu reagieren. Für solche Anleger ist der durch ETFs getriebene Anstieg der Volatilität aufgrund ihres kurzfristigen Anlagehorizonts durchaus relevant. Es ist möglich, dass die erhöhte Volatilität innerhalb kurzer Zeit das Ergebnis der angestrebten Strategie beeinflusst. Theoretisch sollte dieser Effekt für strategische Anleger mit einem langfristigen Anlagehorizont weniger relevant sein, da für eine fundamentale Preisbildung der zugrunde liegenden Wertpapiere mehr Zeit bleiben müsste. In der Praxis bringt jedoch auch der strategische Einsatz von ETFs Herausforderungen und Chancen mit sich.

Ein Beispiel für einen strategischen Einsatz: Ein Smart-Beta-Produkt wird genutzt, um einen aktiv verwalteten Fonds zu ersetzen, um Zugang zu einer spezifischen Risikofaktorprämie (z. B. Mid Cap Wert) zu erhalten. Die Herausforderung: die Verbreitung von Indizes und Smart-Beta-Strategien könnte bei einzelnen Wertpapieren zu einem "Crowded-Trade"-Effekt führen, da die meisten Produkte tendenziell ähnlichen Regeln folgen, um Faktorenexposures zu generieren. Diese "Crowded Trades" würden wiederum die von SFI-Prof. Franzoni et al. erforschten Volatilitätseffekte verstärken und zu einer weniger effizienten Umsetzung der Faktorenstrategie führen. Betrachtet man die Chancen, führt der Einbezug von ETFs zu einer "ETF-Risikoprämie" mit einem bestimmten damit einhergehenden Alpha. Dies ermöglicht Anlegern zusätzliche Alpha-Quellen zu erschliessen, indem sie entweder in Wertpapiere investieren, die am stärksten vom Effekt betroffenen sind, oder im Gegenteil, indem sie in Wertpapiere investieren, die nicht in den "Crowded Trades" der ETFs enthalten sind, und so im Laufe der Zeit ein stabileres Renditeprofil ermöglichen.

Insgesamt leistet die Studie von SFI-Prof. Franzoni et al. einen Beitrag zur Diskussion, ob die Verbreitung (quasi-) passiver Instrumente zu mehr Marktineffizienzen führt. Die Studie unterstreicht zudem die Bedeutung der Finanzbildung der Anleger im Bereich der ETFs aufgrund ihrer spezifischen und unzureichend verstandenen komplexen Eigenschaften. Und dies gilt nicht nur für Privatanleger: Zwar werden viele professionelle Ressourcen für die Analyse aktiver Manager eingesetzt, doch Fondskäufer und Anlageberater wenden deutlich weniger Zeit dafür auf, passive oder regelbasierte Instrumente wie ETFs zu analysieren. Auch hier gilt also das alte Motto: *Caveat emptor*.