



«ETF führen zu stärkeren Kursausschlägen»

Francesco Franzoni, Finanzprofessor an der Università della Svizzera italiana, warnt vor unterschätzten Risiken von ETF.

Herr Franzoni, machen ETF die Finanzmärkte weniger effizient?

Anders als andere Fonds lassen sich ETF wie Aktien kontinuierlich handeln. Sie kombinieren passives Anlegen mit der Möglichkeit, jederzeit zu kaufen und zu verkaufen. In gewisser Weise handelt es sich dabei aber um einen «Betrug» an der Idee des passiven Investierens, wird den Marktteilnehmern gegenüber doch der Eindruck erweckt, sie könnten jederzeit problemlos am Markt ein- und aussteigen. Diese Instrumente sind jedoch für langfristige orientierte Investoren gedacht, die lediglich den Markt abbilden möchten.

Was ist daran schlecht?

Investoren – insbesondere Privatanleger – erhalten dadurch die Möglichkeit und den Glauben, dass sie den Markt schlagen können. Aber Anleger, die versuchen, besser abzuschneiden als der Vergleichsindex, schmälern typischerweise ihre Rendite. Sie würden besser fahren, wenn sie einfach kaufen und halten würden.

«ETF bieten nur in einem normalen Marktumfeld Liquidität. Im Stressfall kann sie schnell versiegen.»

Für den Markt ist das doch kein Problem.

Nein, aber es gibt andere unerfreuliche Aspekte. So lässt sich beobachten, dass das häufige Handeln mit ETF tendenziell

zu stärkeren Kursschwankungen führt, die sich auf die im Fonds enthaltenen Aktien übertragen. Die Preise der ETF und der darin enthaltenen Vermögenswerte können sich nicht allzu weit voneinander entfernen, da Arbitrageure konstant versuchen, solche Preisunterschiede auszunutzen. Dieser Arbitrage-mechanismus führt nun dazu, dass die ETF-Volatilität auf die Einzeltitel überschwappt. Das kann die Preissignale verzerren. Hinzu kommt die mit ETF verbundene Liquiditätsillusion.

Was meinen Sie damit?

Es besteht das Risiko, dass die Liquidität bei ETF plötzlich verpufft. Das geschah im sogenannten Flash Crash im August 2015, als einzelne Schwellenländer unter Druck gerieten und der Handel mit gewissen Aktien ausgesetzt wurde. Das stellte ETF, die diese Titel abdeckten, vor grosse Schwierigkeiten, da sie den Aktienkorb nicht mehr nachbilden konnten. Dadurch öffnete sich eine Schere zwischen den Preisen für die ETF und den darin enthaltenen Einzeltiteln. Die Idee, dass ETF permanent liquid sind, gilt nur in einem normalen Marktumfeld. Im Stressfall kann die Liquidität schnell versiegen. Das trifft vor allem auf weniger oft gehandelte Segmente wie etwa Unternehmensanleihen zu. Ohne Liquidität können die Kurse sehr schnell fallen, bis man einen Preis erreicht, an dem man verkaufen kann. Aber dieser Preis kann sehr viel niedriger sein als ursprünglich gedacht.

Ist demnach ein Szenario wie 1987, als der Dow Jones Industrial an einem Tag mehr als 20% verlor, denkbar?

Das ist denkbar. Der Ablauf wäre natürlich nicht identisch. Durchaus möglich ist eine Situation, in der ein Markt scheinbar liquid ist, aber plötzlich austrocknet, was in der Folge zu Preisstürzen führt.

Einzelne Akademiker fordern deshalb ein Verbot gewisser ETF.

So weit würde ich nicht gehen. Ich denke, es braucht grössere Anstrengungen, um Investoren über die Risiken dieser Instrumente aufzuklären. ETF sind nichts Schlechtes, sie bieten Anlegern klare Vorteile. Aus einer regulatorischen Warte müssen wir uns jedoch fragen, ob diese konstante Handelsmöglichkeit für Instrumente, die nicht so liquide sind, erstrebenswert ist. Müssen Anleger in Abständen von Millisekunden kaufen und verkaufen können? Möglicherweise



«ETF können Preissignale verzerren.»



sollte nur ein paar Mal täglich gehandelt werden können.

Führen ETF dazu, dass sich Einzelaktien an den Börsen gleichläufiger bewegen?

Gewisse Akademiker weisen darauf hin, dass ein ETF die Korrelation der darin enthaltenen Aktien erhöht. Steigt der Preis des ETF, werden seine Komponenten ebenfalls teurer – und umgekehrt. Das lässt sich auch bei Rohstoffen wie Mais, Gold und Rohöl beobachten. Ihre Treiber sind völlig unterschiedlich, doch weil sie unter dem Label «Rohstoffe» zusammengefasst werden, bewegen sie sich nun viel gleichläufiger. Das Problem ist, dass Märkte, die bislang unabhängig voneinander waren, sich plötzlich gleichläufig entwickeln. Und diese Korrelation wird sich noch akzentuieren, wenn der Börsentrend dereinst dreht und eine Flucht in die Sicherheit einsetzt.

«Das Problem ist, dass bislang unabhängige Märkte sich plötzlich gleichläufig entwickeln.»

Könnten ETF demnach einen Abwärtstrend verstärken?

Der Auslöser ist immer die Anlegerstimmung. Wenn sie sich eintrübt, werden die Marktteilnehmer ihre risikobehafteten Anlagen so schnell wie möglich abstossen wollen. Und wie werden sie das machen? Indem sie ETF verkaufen. Mittlerweile steckt enorm viel Geld in diesen Vehikeln. Verkaufen Investoren ETF, müssen in einem nächsten Schritt die zugrundeliegenden Einzeltitel veräussert werden. Und bei weniger leicht handelbaren Vermögenswerten wie Unternehmensanleihen oder Schwellenländeraktien wird dies zu einem substanziellen Preisrückgang führen. Angesichts der grossen Beträge, die abfliessen dürften, werden ETF die Preisbewegungen verstärken.

INTERVIEW: SR

Zur Person

Francesco Franzoni (45) ist Professor für Finanzmarkttheorie an der Università della Svizzera italiana (USI) in Lugano. Nach seinem Master in Ökonomie an der Università Commerciale Luigi Bocconi in Mailand hat er am Massachusetts Institute of Technology in Boston den Dokortitel erlangt. **Der gebürtige Italiener ist seit 2007 an der USI tätig und leitet seit fünf Jahren das dortige Institut für Finanzmarktfor-**schung. Zudem ist er Senior Chair am Swiss Finance Institute. Seine Forschung befasst sich unter anderem mit dem Verhalten von ETF und institutionellen Anlegern wie Hedge Funds und ihrem Einfluss auf Vermögenspreise. Franzonis Arbeiten wurden in renommierten akademischen Zeitschriften wie dem Journal of Finance publiziert.