



MARKTVERHALTEN 12/6/2017

Exchange Traded Funds (ETFs): Hyperaktiv statt passiv

von AGNIESZKA GEHRINGER und KAI LEHMANN

Passives Investieren ist heute populärer denn je. Als prominentester Ableger dieses Investmentstils erfreuen sich ETFs immer größerer Beliebtheit. Mittlerweile existieren weltweit ca. 4.700 Aktien-ETFs, die es auf ein Gesamtvolumen von ca. 3,4 Bio. USD bringen, Tendenz weiter steigend.

Und niemand mag ernsthaft bestreiten, dass sich diese Produkte durch einige wünschenswerte Eigenschaften auszeichnen. Hier zu nennen wären geringe Kosten, eine hohe Preistransparenz, die Möglichkeit verschiedenste Strategien und Märkte abbilden zu können sowie nicht zuletzt die jederzeitige Handelbarkeit der Wertpapiere. Während die erstgenannten Charakteristika unzweifelhaft vorteilhaft sind, ist das für das Merkmal der Handelbarkeit weniger klar, denn gegebenenfalls verleitet dieser Umstand Investoren zum Aktionismus, der mit der eigentlichen Idee des passiven Investierens wenig gemein hat.

Als Urvater des passiven Investierens gilt John, genannt Jack Bogle. Der Ausgangspunkt bei der Auflage seines ersten Indexfonds am Silvestertag des Jahres 1975 war die Auffassung, dass der Mehrwert des aktiven Stock-Pickings, die hierbei entstehenden Kosten auf lange

Sicht weit übersteigen. Möchte man an der langfristigen Entwicklung der Aktienmärkte profitieren, sei es sinnvoller, dem breiten Markt zu folgen, anstatt sich aktiv auf die Suche nach Fehlbewertungen zu machen und in der Folge einzelne Werte gezielt über- oder unterzugewichten. Für aktive Aktienselektion sei der Markt also „zu effizient“. Ganz wesentlich sei hierbei der Zeithorizont, so Bogle. Kurzfristigkeit, so mahnt der Pionier des passiven Investierens stets, würde die eigentliche Idee seines Ansatzes ad absurdum führen. Investments sollen schließlich dauerhaft angelegt sein, alles andere sei pure Spekulation.

Wie funktioniert der ETF-Handel?

Erklärtes Anlageziel der meisten ETFs ist es, die Performance eines bestimmten Marktindex, z. B. des Dax oder des S&P500, nachzuahmen.¹ Zu diesem Zweck geben ETF-Gesellschaften (*sponsors*) ETF-Anteile aus, die eine Forderung auf den unterliegenden Pool der einzelnen Aktien darstellen. ETFs werden

¹ ETFs decken unterschiedliche Kategorien von Sicherheiten, Aktien, Anleihen, Rohstoffe und Währungen, wobei der größte Teil des ETF-Marktes (85 % des Gesamtmarktvermögens) sich auf Aktienmarktindizes fokussiert.



zuerst über den Primärmarkt geschaffen und anschließend kontinuierlich am Sekundärmarkt, in aller Regel der Börse, gehandelt.² Die ständige Angebot- und Nachfrageaktivität kann dazu führen, dass der ETF-Kurs sich von dem Nettoinventarwert (NAV) – und damit der Performanceentwicklung des Referenzindex – entfernt. Sollten Preis und Wert eines ETF-Anteils zu weit auseinander fallen, greifen Arbitragemechanismen, die die Lücke zwischen Börsenkurs und NAV wieder schließen.

Anders als klassische Investmentfonds, bei denen die Ausgabe und Rücknahme der Anteile direkt zwischen der Fondsgesellschaft und dem Kunden stattfindet und lediglich einmal täglich eine Ermittlung des NAV vorgenommen wird, werden ausstehende ETF-Anteile also fortlaufend an der Börse gehandelt. Im Folgenden wollen wir uns daher diese Handelsaktivität genauer anschauen. Zwei Fragen beschäftigen uns besonders. Erstens, inwiefern die ständige Verfügbarkeit von Kauf- und Verkaufspreisen von ETFs dazu führt, dass diese Wertpapiere, anders als es die Grundidee des passiven Investierens vorsieht, überproportional zu Tradingzwecken genutzt werden. Zweitens, wie sieht die Handelsaktivität rund um Ereignisse aus, die am Kapitalmarkt zu hoher Volatilität führen?

Unsere Methode

Um sich der Beantwortung dieser Fragestellungen anzunähern, ziehen wir für die drei Leitindizes DAX, S&P 500 und FTSE 100 jeweils die drei größten ETFs heran.³ Für diese ETFs analysieren wir die Handelsaktivität rund um

drei konkrete Ereignisse, bei denen man am Gesamtmarkt eine hohe Aktivität vermuten darf: Den Markteinbruch vom 24. August 2015, den Folgetag zur Wahl über den Verbleib Großbritanniens in der Europäischen Union (Brexit) am 24. Juni 2016 und den Folgetag zur Wahl Donald Trumps zum US-amerikanischen Präsidenten am 09. November 2016.⁴

Um die möglichen Unterschiede in der Handelsaktivität zwischen den von uns definierten Eventtagen und den „normalen“ Handelstagen zu identifizieren, definieren wir für die besagten Events Ereignisfenster von insgesamt 31 Handelstagen. Diese umfassen die 15 Handelstage vor bzw. nach dem Ereignis sowie den Ereignistag selbst. Innerhalb dieser Ereignisfenster messen wir die Handelsaktivität, indem wir die prozentuale Abweichung der gehandelten ETF-Anteile am jeweiligen Betrachtungstag vom täglichen Durchschnittsvolumen innerhalb des Ereignisfensters betrachten.⁵ Ein Wert mit einem positiven Vorzeichen zeigt somit ein erhöhtes Handelsaufkommen an, während ein negativer Wert ein vergleichsweise schwaches Handelsvolumen indiziert. Da wir jeweils drei ETFs pro Index betrachten, gewichten wir den Einfluss der einzelnen ETFs anhand des am jeweiligen Handelstag beobachtbaren Volumens.

Tabelle 1 zeigt die Durchschnittswerte der im Zeitraum 1. Januar 2014 – 31. März 2017 täglich gehandelten ETF-Anteile im Verhältnis zu den jeweils ausstehenden ETF-Anteilen (sog. *turnover ratio*). Während die meisten ETFs eine *turnover ratio* von etwa einem Prozent

² Damit verbinden sie die Eigenschaften von offenen Publikumsfonds – die die Schaffung und Vernichtung von Fondsanteilen am Schluss des Handelstages erlauben – und von geschlossenen Fonds – deren Anteile während des Handelstages getauscht (gekauft/verkauft) werden.

³ Tabelle 3 im Appendix enthält einige deskriptive Statistiken zu den einbezogenen ETFs.

⁴ Am Wahltag selbst, dem 23. Juni 2016 und am 8. November 2016 lagen die jeweiligen Wahlergebnisse noch nicht vor und waren vor dem Hintergrund des erwarteten knappen Ausgangs auch nicht antizipierbar. Deswegen kamen die Marktreaktionen erst am Folgetag auf.

⁵ Für die Referenzindizes wählen wir das gleiche Vorgehen, wobei wir die Handelsaktivität über die Anzahl der gehandelten Aktien abbilden.



ausweisen, wurde der größte US-amerikanische ETF mit durchschnittlich 12,41 % mit Abstand am meisten gehandelt. Dies bedeutet, dass jeden Tag ca. ein Achtel des insgesamt ausstehenden Volumens von ca. 200 Mrd. USD umgeschlagen werden bzw. die Anteile nach acht Handelstagen einmal komplett den Besitzer gewechselt haben. In Bezug auf unsere Hypothese ist es aber viel bedeutender, dass die ausgewiesenen Relationen auf Seiten der ETFs durchweg höher sind als die der unterliegenden Indizes. Für letztere liegt das Verhältnis zu umgesetzten Anteilen zu ausstehenden Anteilen zwischen 0,29 %

und 0,88 %. Diese bedeutet also, dass ETFs aktiver gehandelt werden als die Aktien der Indizes.

Nicht nur werden die ETFs im Durchschnitt sehr aktiv gehandelt. Insbesondere zu den zuvor beschriebenen Events zeigt sich eine deutlich erhöhte Aktivität – im Vergleich zu eigener Handelshistorie und zum unterstehenden Aktienmarktindex (Tabelle 2 und Abbildungen 1 bis 3). So sehen wir beim DAX sowohl im Zuge der Kapitalmarkturbulenzen am 24.08.2015 als auch beim Brexit eine Abweichung der Anzahl der gehandelten Anteile

Tabelle 1: Relatives Handelsvolumen im Zeitraum 01. Januar 2014 – 31. März 2017 (turnover ratio)

Deutschland		USA		Großbritannien	
DAXEX GY	0,72 %	SPY US	12,41 %	ISF LN	1,09 %
XDAX GY	0,67 %	IVV US	1,26 %	VUKE LN	0,99 %
ETFDAX GY	3,25 %	VOO US	1,08 %	L100 LN	0,84 %
Durchschnitt ETF	1,55 %	Durchschnitt ETF	4,91 %	Durchschnitt ETF	0,97 %
Durchschnitt DAX	0,42 %	Durchschnitt S&P 500	0,88 %	Durchschnitt FTSE 100	0,29 %

Anmerkung: *Turnover ratio* wird als das Verhältnis zwischen dem täglich gehandelten Aktien- bzw. ETF-Anteilsvolumen und den ausstehenden ETFs bzw. Aktien berechnet.

Quelle: Eigene Berechnung Flossbach von Storch Research Institute, Bloomberg

Tabelle 2: Relative Abweichung des Handelsvolumens an Eventtagen vom durchschnittlichen Handelsvolumen im Eventfenster

Datum	Deutschland		USA		Großbritannien*	
24.08.2015	DAX-Aktien	188 %	S&P 500-Aktien	106 %	FTSE 100-Aktien	111 %
24.08.2015	DAX-ETFs	293 %	S&P 500-ETFs	198 %	FTSE 100-ETFs	293 %
24.06.2016	DAX-Aktien	194 %	S&P 500-Aktien	118 %	FTSE 100-Aktien	240 %
24.06.2016	DAX-ETFs	364 %	S&P 500-ETFs	195 %	FTSE 100-ETFs	486 %
09.11.2016	DAX-Aktien	101 %	S&P 500-Aktien	55 %	FTSE 100-Aktien	95 %
09.11.2016	DAX-ETFs	262 %	S&P 500-ETFs	177 %	FTSE 100-ETFs	240 %

*Für die FTSE 100-ETFs zeigen sich sowohl am 09.11.2016 als auch am Folgetag erhöhte Handelsaktivitäten.

Quelle: Eigene Berechnung Flossbach von Storch Research Institute, Bloomberg



Abbildung 1: Relatives Handelsvolumen im Zeitraum 03.08.2015 bis 14.09.2015 – Eventtag am 24.08.2015.

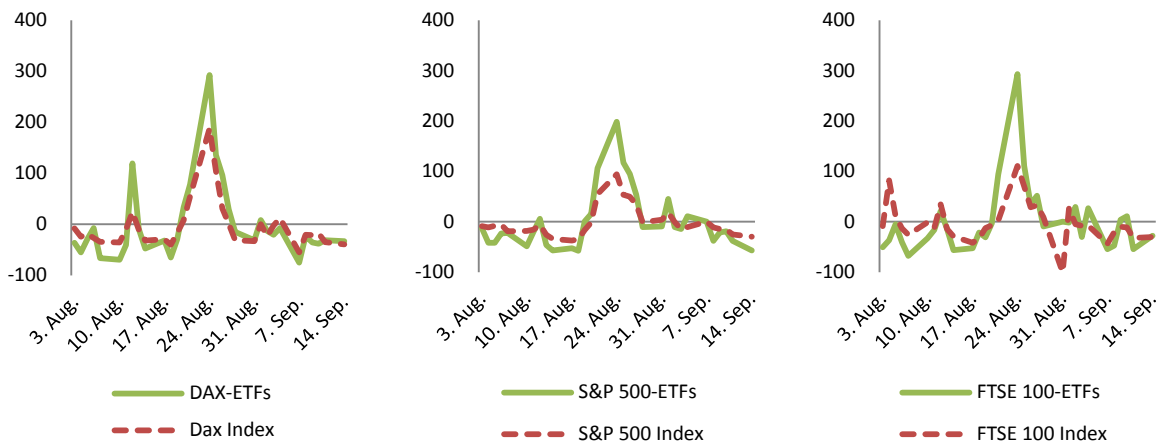


Abbildung 2: Relatives Handelsvolumen im Zeitraum 03.06.2016 bis 15.07.2016 – Eventtag am 24.06.2016.

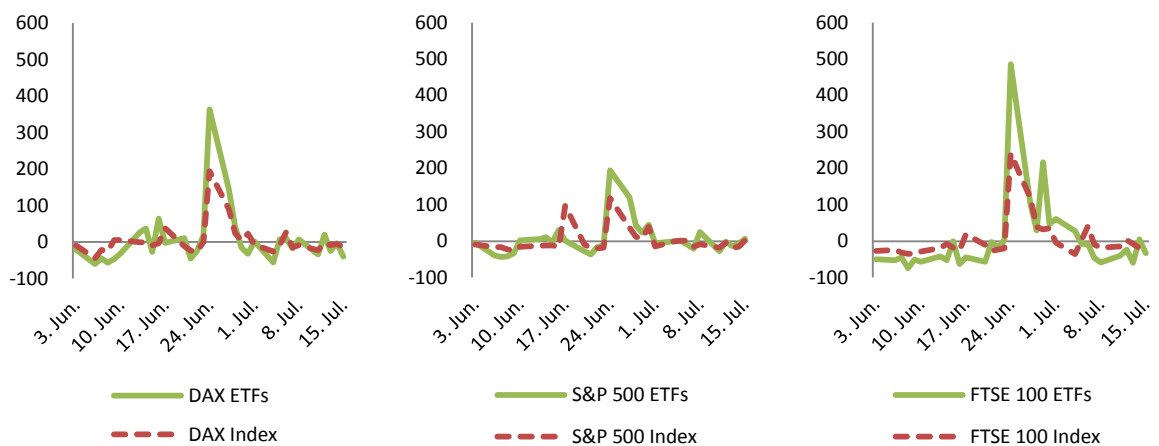
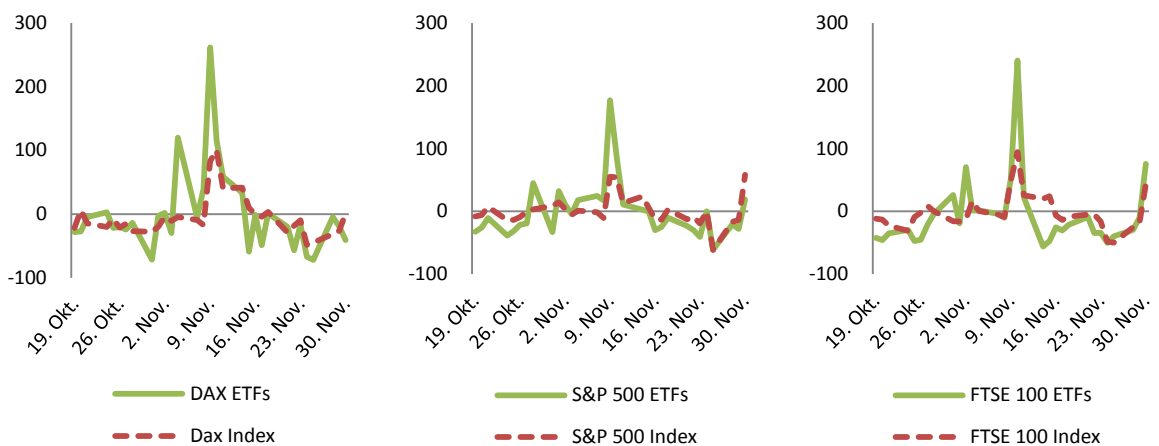


Abbildung 3: Relatives Handelsvolumen im Zeitraum 19.10.2016 bis 30.11.2016 – Eventtag am 09.11.2016.*



Quelle: Eigene Berechnung Flossbach von Storch Research Institute, Bloomberg

*Für die FTSE 100-ETFs zeigen sich sowohl am 09.11.2016 als auch am Folgetag erhöhte Handelsaktivitäten.



vom Durchschnittswert von nahezu 200 %, d.h. es sind in etwa dreimal so viele Aktien gehandelt worden wie im Durchschnitt. Im Zuge der Präsidentschaftswahl in den USA ist die Aktivität beim DAX immerhin noch um das Zweifache erhöht. Die Handelsaktivität bei den anderen Indizes ist analog zu der des DAX. Beim FTSE 100 ist im Rahmen des Brexit Votums gar eine um 240 % erhöhte Aktivität feststellbar.

Spiegelt man diese Entwicklung nun mit den ETF-Handelsvolumina, so zeigt sich über alle Events und Indizes hinweg ein deutlich stärkerer Anstieg der Volumina auf Seiten der ETFs. So liegt das Handelsvolumen der betrachteten DAX-ETFs je nach Event zwischen 262 % und 364 % über dem Durchschnitt. Ähnliche Relationen zeigen sich auch bei den ETFs auf den britischen Leitindex FTSE 100. Hier stieg die Handelsaktivität im Zuge des Brexit Votums gar das 486 %. Für die USA sind die Werte etwas geringer, aber in Anbetracht des deutlich höheren absoluten Volumens mit einem Anstieg von 177 % bis 198 % zum Durchschnitt immer noch beachtlich. Festzuhalten bleibt, dass die Handelsvolumina von gehandelten ETFs im Zuge von Stresssituationen am Kapitalmarkt bei einem Vielfachen des üblichen Handelsvolumens liegen und den Anstieg der Volumina gegenüber dem Referenzindex deutlich übersteigen.

Fazit

Die Idee des passiven Investierens steht im Einklang mit dem von vielen erfolgreichen Investoren propagierten Buy and Hold-Ansatz. Denn sie fußt auf der Annahme, dass ein Anleger weder in der Lage ist, systematisch Fehlbewertungen einzelner Titel aufzudecken, noch diese erfolgreich zu timen. Viele Akteure pervertieren den eigentlichen Grundgedanken jedoch, indem sie mit ETFs sehr aktiv, in der Tat hyperaktiv, handeln. ETFs werden demnach offenbar nicht zur langfristigen Anlage genutzt. Die bequeme Handelbarkeit „per Mausklick“ verleitet viele Investoren anscheinend zum Aktionismus.

Eine hohe Liquidität ist für die rasche Eskompierung von Informationen in den Wertpapierpreisen am Kapitalmarkt zunächst per se nützlich. Ob es sich bei der hohen Liquidität jedoch tatsächlich um „smarte“, d.h. auf Informationen beruhende Orders handelt, oder ob dahinter nicht vielmehr reines „noise-Trading“ steckt, lässt sich an dieser Stelle nicht belegen. Erste empirische Evidenz deutet jedoch darauf hin, dass der durchschnittliche ETF-Anleger bei seinen Tradingaktivitäten nicht sonderlich erfolgreich ist.⁶ Die eingangs als Argument für ETFs aufgeführte jederzeitige Handelbarkeit entsprechender Produkte erweist sich tatsächlich als Nachteil, so dass sich auch für den ETF-Markt folgende Devise aufdrängt: Hin und her, macht Taschen leer.

⁶ Vgl. Bhattacharya et al. (2017), „Abusing ETFs“, in: Review of Finance, Vol 21 (3), S. 1217-1250.



Appendix

Tabelle 3: Deskriptive Statistiken zu den einbezogenen ETFs und Durchschnitt aller an der jeweiligen Börse gehandelten ETFs

Ticker	Name	Aufledgedatum	Marktkapitalisierung in Mio. €	Ø-Tägliches Volumen in Q1 2017 in Stück
Deutschland				
DAXEX GR Equity	iShares Core DAX UCITS ETF	03.01.2001	8.353	43.151
XDAX GR Equity	db x-trackers DAX UCITS ETF	10.01.2007	4.315	11.437
ETFDAX GR Equity	Deka DAX UCITS ETF	31.03.2008	2.454	7.738
alle ETFs			139.787	973.323
USA				
SPY US Equity	SPDR S&P 500 ETF Trust	22.01.1993	224.397	76.919.660
IVV US Equity	iShares Core S&P 500 ETF	19.05.2000	95.212	3.449.949
VOO US Equity	Vanguard S&P 500 ETF	09.09.2010	59.595	2.264.287
alle ETFs			2.200.862	1.004.498.056
UK				
ISF LN Equity	iShares Core FTSE 100	27.04.2000	5.555	4.344.572
VUKE LN Equity	Vanguard FTSE 100 UCITS ETF	23.05.2012	3.033	482.933
L100 LN Equity	Lyxor FTSE 100 ETF C-GBP	15.05.2007	645	159.984
alle ETFs			219.741	24.814.208

Quelle: Eigene Berechnung Flossbach von Storch Research Institute, Bloomberg



RECHTLICHE HINWEISE

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch AG dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch AG selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch AG. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch AG nicht gestattet.

Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch AG

© 2017 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

IMPRESSUM

Herausgeber Flossbach von Storch AG, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, research@fvsag.com; *Vorstand* Dr. Bert Flossbach, Kurt von Storch, Dirk von Velsen; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 30 768 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, www.bafin.de; *Autoren* Dr. habil. Agnieszka Gehring und Dr. Kai Lehmann; *Redaktionsschluss* 06. Juni 2017