

ETFs

WANN MACHT EIN INVESTMENT SINN?

FN RESEARCH 01|2017

Rechtliche Hinweise

Die Inhalte dieses White Papers wurden von FONDSNET und Meritum mit größtmöglicher Sorgfalt zum Zeitpunkt der Veröffentlichung erstellt. Eine Haftung für die Richtigkeit der Daten und Informationen wird ausgeschlossen. Dies gilt insbesondere für den Fall, dass sich die enthaltenen Fakten, Annahmen und Empfehlungen im Laufe der Zeit ändern. Die Inhalte stellen weder eine individuelle Anlageempfehlung noch eine Einladung zur Zeichnung oder ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar.

- ▷ **Seite 2**
Rechtliche Hinweise
- ▷ **Seite 3**
Inhaltsverzeichnis
- ▷ **Seite 4**
Editorial | Die wichtigsten Ergebnisse
- ▷ **Seite 5**
Der weltweite ETF-Markt im Überblick
- ▷ **Seite 6**
Was ist ein Exchange Traded Fund (ETF)?
- ▷ **Seite 6**
Wie werden ETFs gehandelt und ihre Anteilspreise ermittelt?
- ▷ **Seite 7**
Wie hoch sind die Kosten eines ETF?
- ▷ **Seite 9**
„Aktiv“ oder „passiv“ investieren – was macht wann Sinn?
- ▷ **Seite 10**
Welche grundsätzlichen ETF-Konstruktionen gibt es und wie sind diese zu bewerten?
- ▷ **Seite 10**
Wie wichtig ist die Qualität des Index bei einer ETF-Auswahl?
- ▷ **Seite 12**
Was ist unter „Smart-Beta“ zu verstehen und wie sind solche Innovationen im ETF-Markt zu bewerten?
- ▷ **Seite 13**
Welche Rolle spielen Struktur und Qualität eines Index bei der Wahl eines ETF?
- ▷ **Seite 14**
Kann man mit ETFs in illiquide Märkte investieren?
- ▷ **Seite 14**
Wann macht ein ETF-Investment Sinn?
- ▷ **Seite 16**
Autoren
- ▷ **Seite 17**
Imprint

Exchange Traded Funds (ETFs) werden von institutionellen Investoren und einer stetig wachsenden Zahl von Privatanlegern als Möglichkeit betrachtet, unkompliziert und schnell in einen Index und damit einen ganzen Markt zu investieren. ETFs gelten als vergleichsweise kostengünstig und transparent, sie sind in der Regel wenig komplex und daher für Investoren leicht verständlich und einfach zu handhaben.

Bei derart positiven Produkteigenschaften erstaunt es kaum, dass das ETF-Segment innerhalb der internationalen Fondsindustrie zu den am schnellsten wachsenden Bereichen zählt. Zwischen den Jahren 2005 und 2016 hat sich das weltweit in ETFs verwaltete Anlagevolumen auf 2.600 Milliarden Euro in etwa versiebenfacht.

Auch in den kommenden Jahren rechnen die größten Produkthanbieter im ETF-Segment mit einer weiter rasant steigenden Nachfrage. Aktuelle Prognosen gehen von mehr als 8.000 Milliarden Euro Anlagevolumen bis zum Jahr 2021 aus ([siehe Grafiken Seite 5](#)). Analog dazu dürfte auch das Produktangebot weiter rapide wachsen.

Mit zunehmender Beliebtheit von ETFs unter Privatanlegern und institutionellen Investoren sowie immer neuen Produktinnovationen steigt gleichermaßen der Informationsbedarf: Wo liegen die Vor- und Nachteile von ETFs und wann ist es für Anleger tatsächlich sinnvoll, bei der Vermögenanlage auf sie zurückzugreifen? Zielsetzung dieses White Paper ist es, die Charakteristika von ETFs zu erklären und ihre Stärken und Schwächen zu beleuchten.

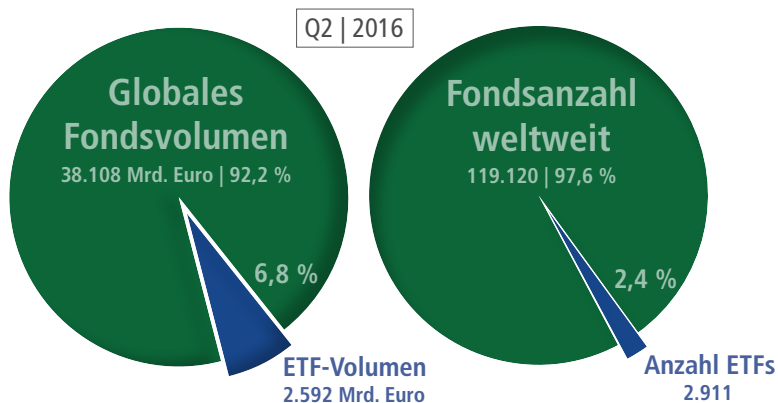
Die wichtigsten Ergebnisse

ETFs sind passiv verwaltete Investmentfonds. Das wichtigste Argument für ihren Erwerb sind die niedrigeren Kosten als bei aktiv verwalteten Investmentfonds.

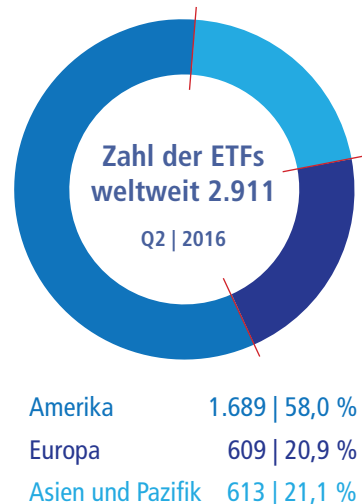
Der Kostenvorsprung von ETFs ist vor allem in hoch liquiden und standardisierten Märkten relevant. Hier stellen ETFs für den erfahrenen Investor eine geeignete Investmentalternative dar. Die wichtigste Frage ist dabei, in welchen Index oder Markt ein Anleger investieren will und welches Risikoprofil gesucht wird.

In weniger liquiden und exotischeren Märkten ist der Kostenvorsprung von ETFs hingegen nicht unbedingt eindeutig. Zudem sind in solchen Märkten aktive Manager oft eher in der Lage, besser als der Markt abzuschneiden. Neue, innovative ETF-Konstruktionen, die häufig unter dem Begriff „Smart-Beta“ zusammengefasst werden, sind aber keinesfalls wirklich immer ein smartes Investment.

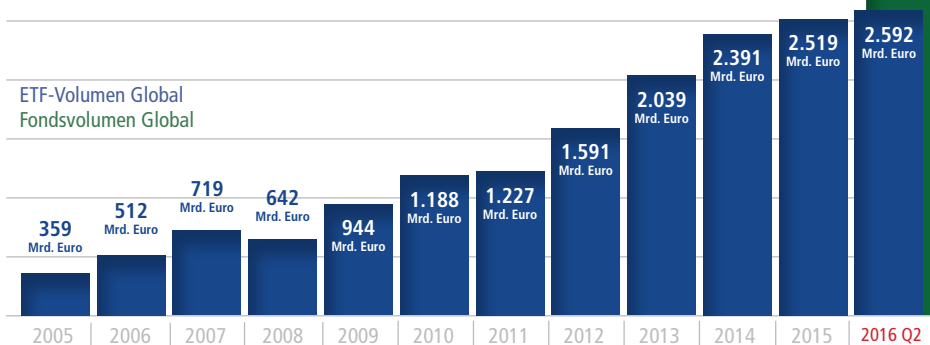
Der Volumensanteil von ETFs am weltweit in Investmentfonds verwalteten Anlagevermögen lag Ende des zweiten Quartals 2016 bei rund sieben Prozent, bezogen auf die reine Anzahl von ETFs bei 2,4 Prozent.



Der mit Abstand größte Teil des weltweiten gelisteten ETF-Universums entfällt auf die Region Amerika (Anteil 58,0 %).



Das weltweite ETF-Vermögen hat sich in elf Jahren in etwa versiebenfacht.

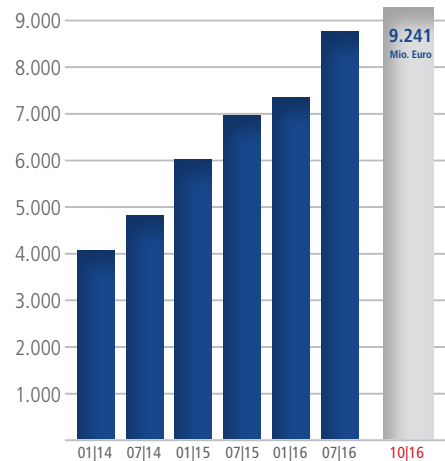
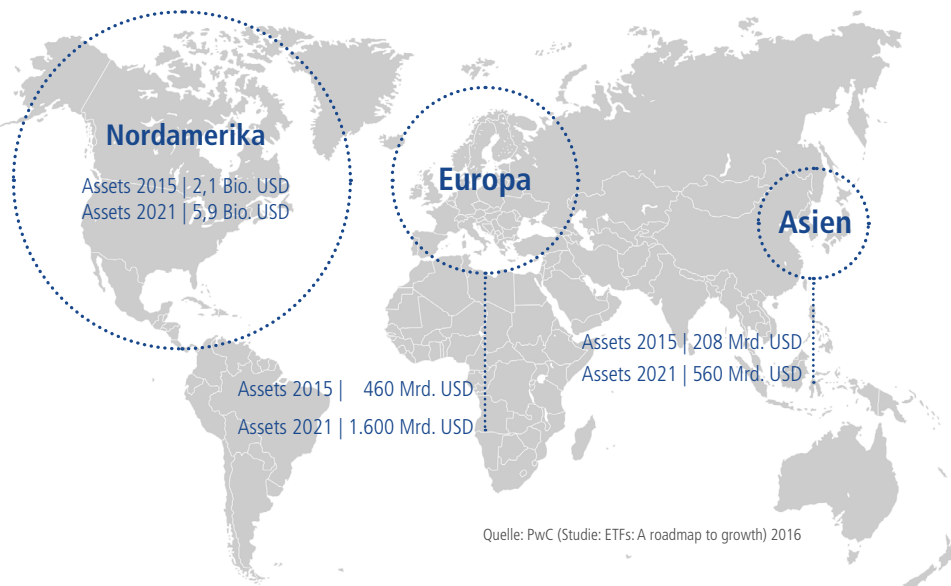


Quellen: IIFA, FONDS professionell

Quelle: IIFA

Geschätztes Anlagevolumen in ETFs im Jahr 2021 – basierend auf einer Umfrage von PricewaterhouseCoopers unter 60 der weltweit größten ETF-Emittenten, die zusammen 80 Prozent des globalen Marktvolumens abdecken.

Im Zeitraum Januar 2014 bis Oktober 2016 hat sich das Anlagevolumen der in Deutschland gehandelten ETFs mehr als verdoppelt – auf zuletzt 9,2 Milliarden Euro.



Was ist ein Exchange Traded Fund (ETF)?

Ein ETF ist ein börsengehandelter Investmentfonds. Er wird im Normalfall nicht über die jeweilige Investmentgesellschaft, sondern über eine Börse erworben und veräußert. So war etwa das „XTF-Segment“ der Deutschen Börse im Jahr 2000 der erste europäische Handelsplatz für ETFs.

Das im ETF verwaltete Kapital wird als **Sondervermögen** behandelt und genießt den gesetzlichen Anlegerschutz des Investmentgesetzes (InvG). Als Sondervermögen ist es damit vor dem Zugriff Dritter – beispielsweise im Fall der Insolvenz einer Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG) – geschützt und wird im Sinne der Anlagebestimmungen beziehungsweise des Verkaufsprospekts vermarktet und verwaltet. Insofern ist ein ETF in diesem Punkt vergleichbar mit einem aktiv verwalteten Investmentfonds.

Die Besonderheit eines ETF ist, dass er börsennotiert ist. Dies steht im Gegensatz zu klassischen, aktiv verwalteten Investmentfonds, die in der Regel einmal am Tag zu einem von der KVG ermittelten Anteilswert gehandelt werden. Ein ETF kann jederzeit an einer Börse ge- oder verkauft werden. Der Kurs des ETF unterliegt somit auch entsprechenden Marktschwankungen. Während ein aktiv gemanagter Fonds nur einmal am Tag abgerechnet wird, kann der exakte Zeitpunkt des ETF-Handels innerhalb eines Tages bei starken Marktschwankungen also eine wichtige Rolle spielen.

Eine weitere wesentliche Besonderheit von ETFs ist, dass sie nicht „aktiv“ gemanagt werden. ETFs bilden meistens lediglich einen Börsenindex oder ein vorab definiertes Investmentuniversum ab. Deshalb spricht man bei einer ETF-Anlage auch von einem „passiven“ Investment. Da in der Folge auch geringere Managementkosten anfallen, sind die Verwaltungsgebühren von ETFs fast immer niedriger als die Verwaltungsgebühren von traditionellen, aktiv verwalteten Investmentfonds, deren Zusammensetzung von einem Fondsmanager laufend beobachtet, überprüft und je nach Marktsituation und den Schwerpunkten des Fonds angepasst wird (**Asset Allocation**).

Wie werden ETFs gehandelt und ihre Anteilspreise ermittelt?

ETFs werden an Börsen gehandelt. Der Kauf und Verkauf über einen Börsenplatz ist daher der Regelfall. Allerdings gibt es abweichend hiervon auch die Möglichkeit, einen ETF wie einen traditionellen Investmentfonds direkt über die Fondsgesellschaft beziehungsweise über eine herkömmliche Fondsplattform oder Depotstelle zu handeln. Hierfür gelten dann jeweils gesonderte Kosten und Abwicklungsmodalitäten.

Damit ETFs an der Börse jederzeit gehandelt werden können, stellen sogenannte **Market Maker** – wie für andere Wertpapiere auch – fortlaufend Ankaufs- (Geldkurse)- und Verkaufspreise (Briefkurse). Die Differenz zwischen beiden Kursen wird „Geld-Brief-Spanne“ genannt und ist eine Ertragsquelle des Market Makers. Umgekehrt stellt sie einen relevanten Kostenfaktor für den Anleger dar. Maßgeblich beeinflusst wird die Geld-Brief-Spanne von zwei Faktoren: der Liquidität der Wertpapieranlagen innerhalb des ETF und dem Wettbewerb unter den Market Makern.

Sondervermögen: Im Falle einer Insolvenz einer Investment- bzw. Kapitalverwaltungsgesellschaft ist das im Fonds befindliche Vermögen geschützt. Dies ist ein zentraler Vorteil von Investmentfonds – und damit auch von ETFs – im Vergleich zu vielen anderen Finanzprodukten wie z.B. Zertifikaten.

Asset Allocation¹: Aufteilung des Kapitals auf verschiedene Investmentarten (Anlageklassen, Währungen, Regionen). Der Ertrag und das Risiko eines Portfolios können durch die Auswahl der Wertpapiere und deren Gewichtung bestimmt und optimiert werden.

Market Maker²: Als Market Maker werden Börsenmitglieder bezeichnet, die für bestimmte Wertpapiere Geld- und Briefkurse stellen und auf eigenes Risiko und eigene Rechnung handeln. Sie gewährleisten dadurch in vielen Fällen erst eine hinreichende Liquidität. Meist handelt es sich bei ihnen um Banken oder Broker.

▷ Liquidität

Ein ETF investiert in der Regel in Einzelanlagen wie zum Beispiel Aktien oder Anleihen. Wenn es sich hierbei um Wertpapiere handelt, die täglich in hohen Volumina gehandelt werden, kann die Geld-Brief-Spanne bei einem ETF, der diese Wertpapiere abbildet, geringer sein. Bei weniger liquiden Märkten ist die Geld-Brief-Spanne zwangsläufig höher.

▷ Market Maker

Das ETF-Geschäft ist für Market Maker lukrativ. Entsprechend groß ist der Wettbewerb unter den zahlreichen Market Makern. Deren Zahl ist wiederum abhängig davon, wie beliebt die einzelnen ETFs tatsächlich sind. Hier gilt: Je exotischer ein ETF ist, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit, dass es nur wenige Market Maker gibt oder gar nur der ETF-Emittent selbst An- und Verkaufspreise stellt.

Wie hoch sind die Kosten eines ETF?

Ein zentrales Argument für ein Investment in ETFs sind die in der Regel geringeren Kosten gegenüber aktiv gemanagten Fonds. Daher ist es wichtig, die diversen Kostentreiber zu kennen und zu vergleichen. Die Kosten aller Investmentfonds setzen sich ganz grundsätzlich aus den beiden Komponenten Verwaltungsgebühren und Handelskosten zusammen.

[Verwaltungsgebühren]

Die Verwaltungsgebühren eines ETF sind jene Gebühren, die die Kosten für die eigentliche Fondsverwaltung decken und eine Gewinnmarge für den ETF-Emittenten/Anbieter beinhalten. Zu den Verwaltungs- respektive administrativen Kosten zählen etwa jene, die an den jeweiligen Indexanbieter (MSCI, Dow Jones, Standard & Poor's etc.) zu entrichten sind, sowie Prüfungskosten und Entgelte für die Depotbank. Die Höhe der administrativen Kosten hängt dabei unter anderem davon ab, an welchen und wie vielen Börsen die Wertpapiere innerhalb des ETF gehandelt werden müssen. Je komplexer der Handel in den ETF-Einzelanlagen ist, desto höher fallen seine Verwaltungsgebühren aus. Je nach ETF sind die Kosten für die Verwaltung sehr unterschiedlich.

▼ Vergleich der Verwaltungskosten ausgewählter ETFs mit aktiv gemanagten Produkten und deren Kostenbelastung hinsichtlich Managementgebühr sowie laufender Bestandsprovision

| Exchange Traded Fund | Verwaltungskosten ETFs | Verwaltungskosten vergleichbarer aktiver Fonds* | max. Anteil der Bestandsprovision an den Verwaltungskosten* |
|--|------------------------|---|---|
| db x-trackers DAX ISIN: LU0274211480 | 0,09 % | 1,20 % - 1,50 % | 45,85 % |
| db x-trackers MSCI Emerg. Markets ISIN: LU0292107645 | 0,65 % | 1,50 % - 2,10 % | 45,93 % |
| iShares MSCI World ISIN: IE00B0M62Q58 | 0,50 % | 0,80 % - 1,75 % | 47,99 % |
| iShares Global High Yield Corp Bond ISIN: IE00B74DQ490 | 0,50 % | 0,79 % - 1,50 % | 49,18 % |
| db-x-trackers STOXX Global Select Dividends ISIN: LU0292096186 | 0,50 % | 1,00 % - 1,75 % | 48,73 % |

*Auswertung auf Basis der jeweils 10 größten Fonds einer Anlagekategorie bei 4 repräsentativen Fondsplattformen; FONDSNET, Stand: 22.01.2017

Praxisbeispiel Liquidität: In Aktien aus europäischen Peripheriestaaten (wie z.B. Griechenland) werden i.d.R. wesentlich geringere Volumina gehandelt als etwa in den Papieren, die im deutschen Leitindex (Dax) vertreten sind. In Krisenzeiten ist es daher wesentlich schwieriger, Aktien aus Peripheriestaaten zu handeln bzw. diese können unter Umständen nur mit deutlich größeren Preisabschlägen verkauft werden als Aktien aus liquideren Indizes wie dem Dax.

Geld-Brief-Spanne: Bei dem in der Tabelle links genannten Dax-ETF beträgt die Geld-Brief-Spanne an einem durchschnittlichen Handelstag z.B. einen Basispunkt, während es zur selben Zeit bei dem Emerging Markets-ETF fünf Basispunkte sind. In einem schwierigen Marktumfeld können diese Spannen zudem erheblich größer ausfallen.

Der Vergleich macht einerseits deutlich, wie stark die Kostenbelastung innerhalb des ETF-Universums variieren kann. Andererseits zeigt er auch, dass der Kostenvorteil eines ETF gegenüber einem aktiv gemanagten Fonds keinesfalls immer so groß sein muss, wenn bei einem Vergleich berücksichtigt wird, dass in den Gesamtkosten aktiv gemanagter Fonds **Bestandsprovisionen** enthalten sind. Einen Großteil dieser Bestandsprovision erhalten Anlageberater für ihre Beratungsdienstleistung, sie stellt häufig einen relevanten Bestandteil ihrer Vergütung dar.

Möchte ein Anleger in ETFs investieren und sich beim Aufbau oder der laufenden Betreuung seines Portfolios beraten lassen, müssen aufgrund der in der Regel fehlenden Bestandsprovision bei ETFs an anderer Stelle Kosten für diese Dienstleistung entstehen. Beispiele hierfür sind eine jährlich zu entrichtende Servicegebühr oder eine entsprechende Honorarvereinbarung. Insofern ist ein Kostenvergleich zwischen aktiv gemanagten Fonds und ETFs immer nur dann wirklich fair, wenn die Kosten für eine Beratungsdienstleistung berücksichtigt werden. Für den Selbstentscheider, also einen Anleger, der keinerlei Beratung in Anspruch nehmen möchten, entstehen bei ETF-Investments deshalb in der Regel größere Kostenvorteile.

[Handelskosten für den Anleger]

Die Handelskosten eines ETF lassen sich grob in zwei Komponenten unterteilen: Zunächst in die Provisionen und Gebühren, die die depotführende Bank und Fondsplattformen für den Handel mit ETFs erheben. Diese Provisionen und Gebühren sind vergleichbar mit einer Anlage in andere Wertpapiere wie zum Beispiel Aktien oder Anleihen.

Die zweite Komponente der Handelskosten sind die bereits oben erläuterten Geld-Brief-Spannen. Die Höhe dieser Spannen kann stark variieren und muss daher bei der Investmententscheidung berücksichtigt werden. Grundsätzlich gilt dabei: je geringer die Liquidität in den Zielanlagen des ETF, desto höher die Geld-Brief-Spannen.

Der Vergleich der Handelskosten eines ETF mit den Bezugskosten eines aktiv gemanagten Fonds zeigt also, dass der Kostenvorteil von ETFs hauptsächlich vom Ausgabeaufschlag aktiv gemanagter Fonds herrührt, der für Anleger je nach Bezugsquelle ihrer Fonds variiert oder gar komplett entfällt.

▼ Die wesentlichen Kosten von ETFs und aktiven Fonds im Vergleich

| Kostenquelle | Passiv gemanagte Fonds | Aktiv gemanagte Fonds |
|---------------|---|-------------------------------------|
| Depotgebühren | Kosten Depotbank | Kosten Depotbank |
| Ankauf | Kaufprovision der abwickelnden Bank und indirekte Kosten über die Geld-Brief-Spanne | Ausgabeaufschlag i.d. R. bis zu 5 % |
| Verkauf | Verkaufsprovision der abwickelnden Bank und indirekte Kosten über die Geld-Brief-Spanne | Keine |

Bestandsprovision: Als Bestandsprovision wird die jährliche Vergütung bezeichnet, die ein Vermittler aktiv gemanagter Fonds von der jeweiligen Investmentgesellschaft erhält. Sie ist Teil der Verwaltungsvergütung. Ihre Höhe variiert je nach Art des Fonds. In der Regel weisen risikoärmere Produkte wie Rentenfonds eine geringere Bestandsprovision als risikoreichere Produkte wie Aktienfonds auf.

Aktiv oder passiv investieren – was macht wann Sinn?

Im Gegensatz zu ETFs werden traditionelle Investmentfonds aktiv gemanagt. Das bedeutet, dass ein Fondsmanager im Rahmen seiner Anlagestrategie beziehungsweise definierter Anlagegrundsätze aktiv Entscheidungen trifft. Diese Entscheidungen können etwa darauf ausgerichtet sein, einen absoluten Ertrag – zum Beispiel fünf Prozent p.a. bei vorgegebenem Risiko – zu erzielen. Häufig verfolgen „aktive“ Investmentfonds aber auch den Anspruch, besser als ein bestimmter Vergleichsindex abzuschneiden – etwa ein aktiv gemanagter europäischer Aktienfonds, dessen Fokus darauf liegt, den Vergleichsindex MSCI Europe zu übertreffen.

Im Gegensatz dazu hat ein ETF diesen Anspruch in aller Regel nicht. Hier geht es vielmehr darum, einen konkreten Index möglichst exakt nachzubilden. Aufgrund seiner Konstruktion kann sich ein ETF nicht deutlich besser entwickeln als sein Markt – aber eben auch nicht schlechter. Daher wird ein solcher Investmentansatz als „passiv“ bezeichnet.

Unabhängig von individuellen Präferenzen macht es im Zuge einer Anlageentscheidung also immer dann Sinn, einen aktiv gemanagten Fonds einem passiven Fonds vorzuziehen, wenn dieser nach Kosten ein besseres Ergebnis erzielt. Da die Erfolge in der Vergangenheit jedoch keine Garant für zukünftige Entwicklungen eines Investmentfonds sind, gilt es, Kriterien zu finden, anhand derer man als Anleger die Chancen abwägen kann, ob ein aktiv gemanagter Fonds ein solches Ziel erreichen kann. Hierfür lassen sich grundlegende Kriterien formulieren, die bei der Entscheidung für oder gegen ein passives ETF-Investment helfen können.

- ▷ Je illiquider ein Zielmarkt ist, desto geringer fällt der Kostenvorteil von ETFs aus. In illiquiden Schwellenländernmärkten oder Nebenwerten kann es daher günstiger sein, auf die Abbildung eines Index durch einen ETF zu verzichten und selektiv beziehungsweise aktiv zu investieren.
- ▷ Je größer die **Ineffizienz eines Marktes**, desto größer die Chance, dass ein aktiver Fondsmanager durch seine Expertise einen Mehrwert erzielt und den Index tatsächlich übertrifft.

▼ Vergleich: Kriterien zur Auswahl eines ETF versus aktiv gemanagten Fonds

| Kriterien für die Auswahl eines Index | Kriterien für die Auswahl eines aktiven Fonds |
|--|---|
| ▷ Wie vergleicht sich ein Index (und damit das Investmentuniversum eines ETF) mit dem Fondsuniversum eines aktiven Fonds? | ▷ Hat der Fondsmanager in der Vergangenheit bewiesen, dass er seine Freiheitsgrade erfolgreich genutzt hat? |
| ▷ Wie sind einzelne Positionen im Index gewichtet? | ▷ Ist der Managementansatz klar strukturiert und für den Anleger nachvollziehbar? |
| ▷ Ein passives Investmentuniversum ist immer nur so gut wie der Index, der abgebildet wird. Nur wenn der Anleger den Index kennt und versteht, sollte investiert werden. | ▷ Passt das Chance/Risikoprofil des Fonds zu den Zielen des Anlegers und zu seiner individuellen Risikotragfähigkeit? |

Ineffizienz von Märkten:

Anders als in etablierten Märkten wie Deutschland oder den USA gibt es in Schwellenländern wie z.B. Indien weniger Investoren und Aktienanalysten. Durch eine intensive Unternehmensanalyse können aktive Manager daher leichter einen Informationsvorsprung gewinnen und so erfolgreichere Investmententscheidungen treffen, die gegenüber einer rein passiven Nachbildung eines Index einen Zusatzertrag generieren können.

Fazit: Gerade in Nebenwertsegmenten und Schwellenländermärkten überwiegen die Argumente pro aktiv gemanagter Fonds. In etablierten Märkten und Segmenten mit Standardwerten schwindet hingegen mit zunehmender Effizienz der Märkte der Vorteil der aktiven Komponente, wodurch der Kostenvorteil eines ETF relevanter wird.

Zu den zentralen Argumenten vieler ETF-Verfechter zählt, dass es zu wenige aktive Manager schaffen, nach Kosten besser als ein ETF abzuschneiden. An dieser Stelle kommt der Selektion des „richtigen“ aktiv gemanagten Fonds daher eine zentrale Bedeutung zu. Ein aktiver Investmentfonds muss sowohl vom Managementstil als auch dem Risiko-/Ertragsprofil den Wünschen und Anlagezielen des Kunden entsprechen.

Welche grundsätzlichen ETF-Konstruktionen gibt es und wie sind diese zu bewerten?

Einfach und verständlich – dieses Grundprinzip hat wesentlich zum Erfolg des ETF-Segments in den letzten Jahren beigetragen. Doch mit zunehmender Reife des Marktes ist die Vielfalt und Komplexität der Produkte gestiegen, ebenso wie die der Indizes, auf denen sie aufbauen. Zugleich gibt es auch hinsichtlich der Konstruktion von ETFs wesentliche Unterschiede, die wir an dieser Stelle zunächst aufzeigen wollen.

[Direkte oder indirekte Replikation]

Ein Hauptunterschied in der Konstruktion eines ETF liegt darin, auf welche Art und Weise die Nachbildung des Index erfolgt. Einige Anbieter verfolgen dabei den „Full-Replikation“-Ansatz (direkte Replikation) und bilden den Index physisch 1:1 nach, indem sie jeden Einzeltitel gemäß der Indexzusammensetzung kaufen und gewichten.

Im Gegensatz dazu verfolgen einige ETF-Emittenten den sogenannten „**Swap-basierter**“ Ansatz, auch unter den Begriffen „synthetische“ oder „indirekte Replikation“ bekannt. Hierbei werden Derivate – allen voran Swaps – verwendet, um den Index nachzubilden. Bei einem Swap handelt es sich um ein kostengünstiges finanzielles Tauschgeschäft, bei dem Verbindlichkeiten oder Forderungen zwischen zwei Finanzmarktteilnehmern vertraglich getauscht werden können. Drei Formen werden dabei unterschieden (unfunded, funded, fully funded), die sich – vereinfacht gesagt – dahingehend voneinander abgrenzen, inwieweit der Swap besichert ist, um ein potenzielles **Kontrahentenrisiko** auszuschließen.

Das Argument für die einfache physische Nachbildung eines Index ist unter anderem die große Transparenz. Zudem können – anders als bei den Swap-Geschäften – dann keine Kontrahentenrisiken entstehen. Allerdings unterliegt auch ein voll replizierter ETF einem sogenannten Replikationsrisiko. Kommt es beispielsweise zu einer Veränderung bei der Zusammensetzung des Referenzindex, können die dadurch im ETF anfallende Transaktionskosten dazu führen, dass die Performance des ETF von der Performance seines Basisindex abweicht. Die Befürworter Swap-basierter Ansätze argumentieren hingegen, dass sie einen Index exakter nachbilden und gegebenenfalls Performancevorteile durch geringere Transaktionskosten erzielen können.

Fallbeispiel Swap-basierter

ETF-Dax: Anleger investieren nicht 1:1 physisch in die Aktien des Dax, sondern in einen Aktienkorb, den der jeweilige ETF-Anbieter auswählt. Der Anbieter tauscht am Markt (in englisch „swapped“) die Rendite des Aktienkorbs gegen die Rendite des Dax. Damit geht der ETF neben dem Investment in den Aktienkorb auch einen Vertrag (Swap) mit einer Gegenpartei (Kontrahent) ein. In der Regel handelt es sich dabei um eine Investmentbank.

Kontrahentenrisiko: Durch die Verwendung von Swaps können Wertunterschiede entstehen, da sich das Basisportfolio und der dem ETF zugrunde liegende Index unterschiedlich entwickeln. Hat etwa das Basisportfolio aufgrund der Marktentwicklung einen niedrigeren Wert, muss der Swap-Partner eine entsprechende Ausgleichszahlung leisten. Sollte dieser aufgrund einer Zahlungsfähigkeit seine Verbindlichkeiten gegenüber dem ETF nicht erfüllen, kann dies beim ETF zu Verlusten führen.

[Wertpapierleihe]

Zu den aus Anlegersicht wesentlichen Unterschieden bei der Ausgestaltung eines physisch replizierenden ETF gehört ebenfalls der Umgang mit der sogenannten Wertpapierleihe und ihr Einfluss auf die Portfoliorendite. So kann sich der Emittent eines ETF die darin gehaltenen Wertpapiere verzinsen lassen, indem er sie an einen Dritten verleiht. Der Entleiher wird damit zum Eigentümer der Wertpapiere und kann frei über sie verfügen – meist zum Zwecke von **Leerverkäufen**. Im Gegenzug erhält der ETF-Anbieter eine Leihgebühr, die seinem Fonds anteilmäßig gutgeschrieben wird. (Vom Instrument der Wertpapierleihe können aktive Fondsmanager ebenfalls Gebrauch machen.)

In welcher Höhe die Anleger des ETF an einer solchen Leihgebühr partizipieren und welcher Teil beim Emittenten verbleibt, hängt vom jeweiligen Anbieter ab. Die Quoten im Markt reichen von 50 bis 100 Prozent. Diese für die Rendite eines ETF relevanten Unterschiede werden in den „Wesentlichen Anlegerinformationen“ des Produkts ausgewiesen und sollten von Anlegern im Rahmen einer Investmententscheidung durchaus berücksichtigt werden. Nicht zuletzt vor dem Hintergrund, dass sich aus der Wertpapierleihe auch Risiken ergeben können, etwa wenn der Entleiher der Papiere zahlungsunfähig wird.

Der einfache Überblick über die verschiedenen Konstruktionsarten von ETFs zeigt, dass es sehr wohl relevante Unterschiede zwischen den Anbietern von Indexfonds im Markt gibt. Allerdings sind aus Sicht des Endkunden letztlich die Gesamtkosten eines ETF, die zugrunde liegende Liquidität des Marktes und allen voran die Frage des optimalen Index entscheidender als die Detailfrage der Umsetzung eines ETF.

Leerverkauf³: Verkauf von Wertpapieren, die sich nicht im Besitz des Verkäufers befinden. Dies geschieht zumeist mit der Absicht, diese später billiger erwerben zu können und an der Differenz zwischen Verkaufs- und Kaufpreis zu verdienen (Differenzgeschäft). Aus einem Leerverkauf entsteht eine sogenannte Short-Position (Verkaufsposition). Mit ihr spekuliert der Anleger (zum Beispiel durch einen Leerverkauf) auf den fallenden Kurs einer Aktie oder eines Derivats.

▼ Übersicht einzelner ETF-Arten

| ETF-Arten | Merkmale |
|---|---|
| Volle Replikation (1:1 Index) | Basis bilden alle im jeweiligen Index enthaltenen Wertpapiere |
| Sampling-Strategie Index-Stellvertreter | Qualitative Auswahl von Wertpapieren – jene, die den größten Einfluss auf die Wertentwicklung des jeweiligen Index haben |
| Synthetische oder indirekte Replikation (unfunded funded fully funded) | Nachbildung eines Index ohne die betreffenden Wertpapiere tatsächlich zu besitzen |
| Smart Beta Faktor-ETF | Bei Smart Beta wird ein abgewandelter Index geschaffen, der regelbasiert nur jene Werte auswählt, die bestimmten Kriterien entsprechen. Diese Kriterien werden auch „Faktoren“ genannt. |

Was ist unter „Smart-Beta“ zu verstehen und wie sind Neuerungen im ETF-Markt zu bewerten?

Ursprünglich wurden ETFs vor allem in sehr effizienten Märkten eingeführt und beschränkten sich auf die Abbildung einfacher und sehr bekannter Indizes wie beispielsweise dem Dow Jones Industrial Average und dem S&P 500 in den USA oder dem Dax in Deutschland. Genau hier zeigt sich auch der Mehrwert eines ETF am besten, der sich primär aus der kosteneffizienten Abbildung eines solchen marktbreiten Index herleitet. Gleichzeitig wächst das Angebot an neuen ETFs rasant. Mittlerweile gibt es Produkte für verschiedenste Regionen (z.B. Schwellenländer) oder Sektoren (Konsumgüter) und auch Anlagestile (etwa Value versus Growth).

[Smart-Beta oder Faktor-ETF]

Viele ETF-Innovationen aus der jüngeren Vergangenheit werden unter dem Begriff „Smart-Beta“ subsummiert. Der Begriff ist teilweise irreführend und dem guten Marketing der ETF-Branche geschuldet. Schließlich bedeutet „smart“ zu deutsch ja „clever“. Bei „Smart-Beta“-ETFs handelt es sich also um Indexfonds, die eben nicht nur einfach einen bekannten Index nachbilden. Stattdessen werden neue Indizes kreiert beziehungsweise Wertpapieren nach bestimmten Kriterien oder Faktoren wie zum Beispiel Volatilität, Gewinnwachstum oder anderen historischen Kennzahlen in einem Portfolio zusammengestellt. Hieraus rührt die ebenfalls verbreitete Bezeichnung „Faktor-ETF“.

So investiert zum Beispiel ein Minimum Volatility ETF in Werte, die in der Vergangenheit eine vergleichsweise geringe Volatilität aufgewiesen haben. Smart-Beta-Strategien werden häufig in bestimmten vorher festgelegten Zeiträumen angepasst beziehungsweise „rebalanced“. Da Smart Beta-ETFs nach vordefinierten Kriterien investieren und festen Handelsregeln unterliegen, wirken sie deshalb ein wenig wie aktiv gemanagte Fonds (oder zumindest anspruchsvoller als klassische Indexfonds).

In diesem Zusammenhang sei erwähnt, dass die Komplexität mit zunehmender Individualität eines ETF steigt. Aus Anlegersicht sollte man deshalb genau darauf achten, die Produkte wirklich zu verstehen. Zum absoluten Grundverständnis gehört dabei, dass jegliche Strategien, die in Smart Beta-ETFs verpackt sind, auf historischen Daten oder Studien basieren. Diese müssen keinesfalls auch zukünftig Bestand haben. Darüber hinaus können die Kosten – insbesondere die Handelskosten beziehungsweise die Geld-Brief-Spannen – von Smart Beta-Produkten höher als bei herkömmlichen Indexfonds ausfallen. Nicht zuletzt ist auch die Preisfindung für Anleger weniger transparent, weil es keinen vergleichbaren Index gibt, den man verfolgen kann.

[Zahlungsprofile]

Zu den ebenfalls prominenteren Weiterentwicklungen klassischer Indexfonds zählen auch Produkte mit abweichenden Zahlungsprofilen, insbesondere solchen, die aus der Welt der Derivate oder Zertifikate bekannt sind. Ein Beispiel dafür sind ETFs mit einem Hebel oder aber sogenannte Short-ETFs. Mit letzter genannten kann ein Anleger etwa auf einen fallenden Index setzen. Angesichts zahlreicher ETF-Innovationen in jüngerer Vergangenheit ist künftig noch mit weiteren Neuerungen zu rechnen. Das ETF-Geschäft boomt und ist für die Anbieter – wie bereits eingangs erwähnt – sehr profitabel.

Rebalancing⁴: Regelmäßige Überprüfung der Zusammensetzung und der Gewichtung innerhalb eines Börsenindex.

Ein Investment in solche innovativen ETFs sollte stets genau hinterfragt werden. So fallen bei einem Indexfonds mit Hebelfunktion Finanzierungskosten an. Ein solcher Hebel-ETF wird zum Beispiel den zweifachen positiven oder negativen Ertrag eines Index liefern. Da in diesem Beispiel letztlich der Index zweimal gekauft wird, muss entsprechend der „zweite Teil“ finanziert werden. Solche Kosten können in der Praxis direkt ausgewiesen werden oder aber auch indirekt über eine entsprechende Minderrendite des Index anfallen. Bei ETFs, die in Rohstoffe über den Terminmarkt investieren, fallen zum Beispiel häufig hohe indirekte Kosten über die sogenannten Roll-Kosten (zurückzuführen auf die Preiskurve am Terminmarkt) an.

Fakt ist, dass die Gesetzmäßigkeiten des Derivatemarktes in jedem Fall auch im ETF-Mantel weiter Bestand haben. Es sollte daher entsprechend nur in jene ETFs investiert werden, deren Funktionsweise man als Anleger wirklich versteht.

Welche Rolle spielen Struktur und Qualität des Index bei der Wahl eines ETF?

Die Qualität des Index ist bei der Auswahl eines ETF eine entscheidende Größe. Letztlich ist die Wahl des Index sogar wichtiger als die Kosten eines ETF, denn dieser bildet stets nur einen Index bestmöglich nach. Somit muss sich der Anleger genau darüber Gedanken machen, in welche Titel er investieren möchte.

Welche Kriterien sollten bei der Indexauswahl berücksichtigt werden?

- ▷ Sind im Index auch Dividendenzahlungen erfasst? Dies sollte in der Regel der Fall sein. Wenn nicht, entgeht dem Anleger eine zentrale Ertragsquelle.
- ▷ Wie breit ist der Index aufgestellt? Das heißt, wie viele Werte umfasst der Index? Je breiter der Index, desto eher sind auch Nebenwerte enthalten. Grundsätzlich sollte eine bewusste Entscheidung darüber getroffen werden, ob Nebenwerte gegebenenfalls besser über aktive Fonds abgebildet werden können.
- ▷ Wie erfolgt die Gewichtung der Werte in einem Index? Sollte ein Index zum Beispiel Unternehmen nach ihrer Marktkapitalisierung gewichten, könnte er unter Umständen von wenigen, sehr hoch gewichteten Unternehmen dominiert werden. Die Frage wäre dann, ob ein Anleger dieses konzentrierte Risiko eingehen möchte. Im Vergleich dazu werden aktiv gemanagte Fonds häufig schon aus Überlegungen der Risikostreuung weniger konzentrierte Portfolios als ein Index strukturieren, in dem einzelne Werte mit über zehn Prozent gewichtet sein können.

Ein Beispiel (siehe Grafik nächste Seite, linke Hälfte) verdeutlicht den Aspekt. Wer etwa weltweit günstig in Aktien anlegen will, kann dazu den MSCI World-Index wählen. Allerdings liegt die Gewichtung von US-Aktien in diesem Index derzeit bei rund 58,80 Prozent. Nur wer bewusst entsprechend hoch in

US-Aktien investieren will, sollte diesen Index also kaufen. Wer zum Beispiel auch in Schwellenländer investieren möchte, wäre mit dem MSCI World-Index zumindest derzeit eher falsch aufgestellt.

Ein weiteres Beispiel (siehe Grafik rechts) soll verdeutlichen, dass bei der Indexwahl auch auf die Aufteilung der Branchen zu achten ist. Wer als Anleger etwa in den iShares MSCI Latin America investiert, ist derzeit mit knapp 30 Prozent im Finanzsektor investiert. Nur wer bewusst entsprechend hoch in den Finanzsektor in Lateinamerika investieren will, sollte diesen Index kaufen.

▼ Länder-Gewichtung im

iShares MSCI World | ISIN: IE00B0M62Q58

| Region | Gewichtung |
|----------------|------------|
| USA | 58,80 % |
| Japan | 9,20 % |
| Großbritannien | 6,60 % |
| Frankreich | 3,60 % |
| Rest | 21,80 % |

▼ Branchen-Gewichtung im

iShares Latin America | ISIN: IE00B27YCK28

| Branche | Gewichtung |
|-----------------------------|------------|
| Finanzwerte | 29,60 % |
| nicht-zyklische Konsumgüter | 18,60 % |
| Rohstoffe / Materialien | 15,20 % |
| Energie | 8,90 % |
| Rest | 27,70 % |

Quelle: www.ishares.de; Stand 16.11.2016

Kann man mit ETFs in illiquide Märkte investieren?

Grundsätzlich lautet die Antwort auf diese Frage „ja“ – allerdings sollte man sich als Anleger bewusst sein, dass ein ETF jederzeit einen Index nachbilden und somit letztlich auch in den entsprechenden Einzeltiteln investiert sein muss. Regelmäßige Käufe und Verkäufe in den jeweiligen Einzeltiteln sind die notwendige Folge. Sollten diese Titel illiquide werden, kann es im ETF zu sehr hohen Geld-Brief-Spannen kommen. Es kann daher sinnvoller sein, mit einem aktiven Fonds in solche Märkte zu investieren. Ein aktiver Fondsmanager muss nicht zwingend einen weniger liquiden Titel zeitnah kaufen oder verkaufen, wenn er den Preis für nicht sinnvoll oder akzeptabel erachtet. Im Gegensatz zum reinen Indexfonds verfügt ein aktiver Fondsmanager über mehr Flexibilität.

Nicht zuletzt können Kursrückgänge in illiquiden Märkten zu größeren Verwerfungen führen. Wer in einem solchen Markt mit ETFs investiert ist, sollte nicht der Illusion erliegen, im Notfall schnell zu einem marktnahen Preis verkaufen zu können.

Wann macht ein ETF-Investment Sinn?

Auf die zentrale Frage, wann ein Investment in einen ETF Sinn macht, gibt es keine simple Antwort. Ein ETF-Investment ist kein Selbstzweck und hängt in erster Linie vom Ziel des Anlegers ab. So stellt sich zunächst die Frage, in welchen Markt ein An-

leger investieren möchte. Erst wenn diese Entscheidung getroffen ist, folgt die Frage nach dem Wie.

Es ist grundsätzlich wichtig bei einer Entscheidung für oder gegen ein ETF-Investment zu hinterfragen, ob ein Indexfonds das gewünschte Ertragsziel des Anlegers besser erreichen kann als ein aktiv gemanagter Fonds. Bei Nebenwerten, Schwellenländerwerten und vielen exotischeren Investmentthemen ist dies häufig zweifelhaft. Nicht nur, dass ein Fondsmanager in diesen Märkten eher in der Lage ist, besser als der Markt abzuschneiden. Auch der Kostenvorsprung eines ETF ist hier nicht zwangsläufig gegeben oder wirklich überzeugend.

Bei einem Investment in standardisierte und hoch liquide Märkte ist der Kostenvorsprung von ETFs klar erkennbar. In diesen Märkten gibt es auch weniger Fondsmanager, die es schaffen, regelmäßig besser als der Markt abzuschneiden. Ein ETF-Investment ist in etablierten Märkten gegenüber einem aktiv gemanagten Fonds dann zu bevorzugen, wenn das Anlageuniversum des ETF möglichst genau den Vorstellungen des Anlegers entspricht – insbesondere also auch dem Chance/Risiko-Profil.

Grundsätzlich gilt, dass ETFs insbesondere für Selbstentscheider und gut informierte Anleger eine geeignete Investmentalternative darstellen. All jene, die im Zuge ihrer Geldanlage allerdings auf die Expertise eines Anlageberaters zurückgreifen und beraten werden möchten, sollten beachten, dass – im Gegensatz zu aktiv gemanagten Fonds – in den Verwaltungsgebühren der ETFs keine Bestandsprovisionen enthalten sind. Die Gebühren für eine solche Anlageberatung fallen also außerhalb des ETF an und müssen bei einem Kostenvergleich mit aktiven Fonds berücksichtigt werden.



FONDSNET ist seit 1995 in der komplexen Welt der Finanzdienstleistungen zu Hause. Heute vertrauen über 10.000 unabhängige Finanzberater und Versicherungsmakler auf die Erfahrung und Kompetenz von FONDSNET als einer der führenden Maklerpools Deutschlands. Mit vielfach „ausgezeichneten“ Serviceleistungen und exklusiven Lösungen bietet FONDSNET seinen Partnern und deren Kunden Unterstützung in allen Finanz- und Versicherungsfragen – **unabhängig, persönlich und fair.**

www.fondsnet.com



Meritum Capital Managers ist eine Investmentboutique, die sich auf die Beratung und das Management von Investmentfonds spezialisiert hat. Als kleines unabhängiges Unternehmen mit einer sehr klaren Fokussierung bietet Meritum Capital Investmentfonds an, die konsequent an den Kundenbedürfnissen ausgerichtet sind. Neben einer sehr fundamentalen analytisch ausgerichteten Investmentphilosophie gehören auch ein Höchstmaß an Flexibilität – und nicht zuletzt für den Anleger faire Gebühren – zur Firmenphilosophie. Meritum Capital investiert über seine Vermögensveraltungsfondslösung sowohl in aktiv gemanagte Fonds als auch in ETFs.

www.meritumcapital.de

Imprint

Alle Rechte FONDSNET 2017
Redaktion: Michael Weisz, Jan Meister, R. Michael Knust

Nachdruck, Übernahme in elektronische Medien oder auf Internetseiten
– auch auszugsweise – nur mit ausdrücklicher Genehmigung von
FONDSNET Vermögensberatung & verwaltungs GmbH
Steinstraße 33 | D-50374 Erftstadt
Telefon: +49 (2235) 95 66-10
info@fondsnet.de | www.fondsnet.com

