

Warum ETFs die erste Wahl sein sollten

Dass sich eine Investition in Aktien in der Vergangenheit gelohnt hat, propagieren auch Versicherer, Banken und Finanzvermittler. Doch ihre Produkte sind oft so teuer, dass langfristig ein großer Teil der Rendite von den Kosten aufgefressen wird. Sie sollten bei der Geldanlage ETFs den Vorzug geben: Sie ermöglichen es Ihnen, bequem und rentabel zu investieren.

ETFs sind Investmentfonds, die an einer Börse gehandelt werden und deren Anlagestrategie darin besteht, einfach die Wertentwicklung eines bestimmten Index nachzubilden. Diese Strategie wird als passives Fondsmanagement bezeichnet.

Passives oder aktives Management?

Passives Fondsmanagement trifft keine eigenständigen Anlageentscheidungen, sondern kopiert lediglich die Zusammensetzung des gewählten Index. Es kauft die Ak-

tien des jeweiligen Index und hält sie so lange, wie sie im Index vertreten sind (Buy-and-Hold-Strategie).

Im Gegensatz dazu steht das aktive Fondsmanagement, bei dem Fondsmanager bewusst Entscheidungen treffen, um eine überdurchschnittliche Rendite (auch als Outperformance bezeichnet) zu erzielen. Dies kann beispielsweise durch Stock Picking (gezielte Auswahl einzelner Aktien) oder Market Timing (taktische Steuerung von Kauf- und Verkaufszeitpunkten) erfolgen.

Um die Leistung des aktiven Fondsmanagements objektiv beurteilen zu können, lassen sich die Renditen eines aktiv verwal-

teten Fonds mit einer geeigneten Benchmark (Messlatte) vergleichen. Für einen Fonds, der in große deutsche Unternehmen investiert, wäre beispielsweise der DAX eine geeignete Benchmark. Weltweite Aktienfonds hingegen kann man mit einem globalen Aktienindex wie dem MSCI World vergleichen, während ein Mischfonds mit bis zu 50 Prozent Aktienanteil an einer Mischung aus Anleihen- und Aktienindizes bewertet werden kann. In der Forschung sind die Vergleichsmethoden meist noch viel ausgefeilter. Entscheidend ist immer, dass die Performance des Fonds in einem fairen Kontext, auch im Hinblick auf mögliche Risiken bewertet wird, damit der Vergleich nicht auf ungleichen Voraussetzungen basiert („Äpfel mit Birnen“).

Der Anbieter eines aktiv verwalteten Fonds TEQ Capital (vormals 10xDNA Capital) um Frank Thelen warb Ende 2024 beispielsweise für den 10xDNA – Disruptive-Technologies-Fonds: „Investiert in innovative Technologieunternehmen, die das Potenzial haben, unsere Welt zu transformieren. Der Fokus liegt auf aussichtsreichen, disruptiven Technologien – global, sektorübergreifend und unabhängig von der Marktkapitalisierung der Unternehmen. Somit ermöglicht der 10xDNA – Disruptive-Technologies-Fonds Anlegern, am breiten technologischen Wandel teilzuhaben.“ Dieses Fondsmanagement scheint offensichtlich an den Wert seiner ei-

genen Fundamentalanalyse zu glauben, indem es – auch auf der Grundlage öffentlich verfügbarer Informationen – Unternehmen auswählt, von denen es überzeugt ist, dass sie sich durch einen technologischen Vorsprung auszeichnen werden. Andere aktive Fondsmanager setzen explizit auf Market Timing, so zum Beispiel die DJE Kapital AG, die für ihren Mischfonds „Multi Asset & Trends PA“ ihr Anlagekonzept so beschreibt: „Die Auswahl der Einzeltitel für den DJE – Multi Asset & Trends folgt einem konsequenten Bottom-up-Ansatz. Die Basis dafür bilden fundamentale Faktoren wie Marktpositionierung, Bilanz- und Gewinnpotenzial, Bewertung, Managementqualität und Nachhaltigkeitskriterien. Das Fondsmanagement allokiert die Anlageklassen flexibel und gewichtet die Einzeltitel, Sektoren und Länder je nach erwarteter Marktsituation (...)“. Das klingt alles sehr profund. Doch schon seit Jahrzehnten haben Forscher aus aller Welt immer wieder nachgewiesen, dass es den meisten Fonds mit aktivem Management auf Dauer nicht gelungen ist, eine bessere Performance zu erzielen als ihr Vergleichsindex. Im Gegenteil: Ihre Wertentwicklung lag im Durchschnitt systematisch unter der ihres Vergleichsindex (Underperformance). In der folgenden Tabelle 7 finden Sie einige ausgewählte Studien und Publikationen, die die Performance von Aktienfonds untersucht haben, und deren Ergebnisse:

AUTOREN UND TITEL	ERGEBNISSE	ZUR STUDIE
Jensen (1967): The Performance of Mutual Funds in the Period 1945–1964	Ein Großteil der 115 untersuchten Fonds konnte den Markt (Buy-and-Hold-Portfolio) langfristig nicht schlagen, insbesondere nach Berücksichtigung der Gebühren.	
Sharpe (1991): The Arithmetic of Active Management	Nach Kosten ist die Rendite des durchschnittlichen aktiv verwalteten Fonds geringer als die Rendite des durchschnittlichen passiv verwalteten Fonds (theoretische Argumentation).	
Carhart (1997): On Persistence in Mutual Fund Performance	Underperformance der meisten Fonds etwa in Höhe ihrer Kosten. Je höher die Fondskosten und je aktiver der Handel, desto geringer die Performance.	
Fama und French (2010): Luck versus Skill in the Cross-Section of Mutual Fund Returns	Underperformance nach Kosten	
Leippold und Rüegg (2019): How Rational and Competitive is the Market for Mutual Funds?	Teilweise Outperformance vor Kosten, nach Kosten Underperformance.	

Tab. 7: Studien zur Performance von Aktienfonds

Angesichts dieser schlechten Erfolgsquote ist es nicht verwunderlich, dass die meisten aktiv gemanagten Fonds wenige Jahre nach ihrer Lancierung sang- und klanglos wieder vom Markt verschwanden. Schließlich sind sie schlecht für das Image der Fondsbranche. Auch dafür gibt es Belege. Burton Malkiel untersuchte in seinem Buch „A Random Walk Down Wall Street“ das Schicksal von US-Aktienfonds, die 1970 auf den Markt kamen. Von den damals 358 Fonds seien bis 2017 280 Fonds vom Markt verschwunden.

Nur die Fonds mit den besten Leistungsbilanzen hätten überlebt. Einen jährlichen Renditevorsprung von 1 Prozent oder mehr schafften laut Malkiel nur 3 Prozent der ursprünglich 358 Fonds. Der Indexanbieter S&P Dow Jones Indices veröffentlicht in seinen jährlichen Scorecards regelmäßig unter anderem Daten zur Underperformance von Fonds. Demnach hätten von den vor 20 Jahren am Markt verfügbaren US-Aktienfonds je nach Anlagesegment nur rund ein Drittel bis heute überlebt. Bei den europäischen

Fonds wären nach zehn Jahren etwa die Hälfte verschwunden. Wer sich die heutigen Fonds ansieht, betrachtet also nur diejenigen, die nicht schon längst mangels Erfolgs vom Markt verschwunden sind und erhält so ein verzerrtes und viel zu positives Bild der Performance von Aktienfonds (Survivorship Bias).



GUT ZU WISSEN

Survivorship Bias

Langzeitanalysen von Wertpapieren können aufgrund des Survivorship Bias irreführend sein. Der Survivorship Bias ist eine Stichprobenverzerrung, die dadurch entsteht, dass nur Wertpapiere betrachtet werden, die heute noch existieren. Wertpapiere, die den Beobachtungszeitraum aufgrund von Misserfolgen nicht „überlebt“ haben, werden nicht berücksichtigt. Aussagen wie „Das haben deutsche Aktienfonds in den letzten 30 Jahren gebracht“ sind daher mit Vorsicht zu interpretieren. In der empirischen Kapitalmarktforschung wird der Effekt des Survivorship Bias korrigiert, was allerdings aufwendig ist. In der Fondswerbung wird der Effekt benutzt, um die Produkte besser aussehen zu lassen, als sie sind.

Und was ist mit den Fonds, denen es tatsächlich gelungen ist, eine Outperformance zu erzielen? Die Anlegermagazine sind voll davon, und die Anbieter von Gütesiegeln zeichnen jedes Jahr Dutzende von Fonds aus. Das wirft die Frage auf, ob diese Fonds bessere Chancen haben, ihren Vergleichsindex zu schlagen. Leider ist dies nicht der Fall! Eine überdurchschnittliche Wertentwicklung eines Fonds in der Vergangenheit liefert keinerlei Anhaltspunkte dafür, dass der Fonds auch in Zukunft überdurchschnittlich abschneiden wird. Bei der großen Zahl an ständig neu aufgelegten Fonds wird es immer wieder einen geben, der phasenweise oder sogar für längere Zeit besonders gut abschneidet. Dafür sorgt der Zufall ganz von allein.

Nur kann niemand zuverlässig vorher sagen, welcher aktiv verwaltete Fonds seinen Vergleichsindex in Zukunft schlagen wird. Mit ETFs können Sie den Index zwar auch nicht schlagen, aber ihre Rendite wird nur minimal unter der des Index liegen. Der Grund dafür sind vor allem die im Vergleich zum aktiven Management deutlich niedrigeren Kosten dank der passiven Anlagestrategie.

Kostenersparnis durch ETFs

ETFs sind aus mehreren Gründen kostengünstiger als herkömmliche Investmentfonds, und zwar sowohl bezüglich der jährlichen Kosten im Fondsvermögen als auch bezüglich der einmaligen Kosten bei Kauf und Verkauf. Zu den **jährlichen Kosten**:

1. Jährliche Kosten für Research und aktives Management entfallen. Einen Index nachzubilden ist billiger.
2. Die jährlichen Kosten für Kauf und Verkauf der Wertpapiere (Handelskosten, Transaktionskosten) sind geringer, da sich die Positionen im Fondsvermögen nur dann ändern, wenn sich die Zusammensetzung des Index ändert.
3. Die laufenden Kosten sind auch deshalb geringer, weil die bei anderen Fonds üblichen Vertriebsprovisionen (auch bekannt als Kickback-Zahlungen) nicht anfallen. Hierbei verwenden die Fondsgesellschaften einen Teil der jährlichen Verwaltungsvergütung zur Zahlung einer Provision an den Vertrieb (Bank, Sparkasse, Fondsvermittler, Versicherungsvertreter).
4. Schließlich fallen bei ETFs die Kosten auch deshalb niedriger aus, weil keine Transaktionskosten anfallen, wenn andere Anleger Geld in den Fonds investieren oder aus dem Fonds abziehen (→ Gut zu wissen).

GUT ZU WISSEN

Ausgabe und Rücknahme (Creation and Redemption)

Wenn Sie herkömmliche Fondsanteile über die Fondsgesellschaft kaufen, erhält diese Bargeld von Ihnen, das sie anschließend anlegen muss. Dabei fallen Transaktionskosten an, schließlich muss das frische Geld in Aktien investiert werden. Diese Transaktionskosten werden von allen Anteilsinhabern getragen. Wenn Sie den Fonds zehn Jahre halten, müssen Sie anteilig die Transaktionskosten bezahlen, die andere Anleger durch Anteilskäufe und -verkäufe verursacht haben. Anders beim Kauf von ETFs über die Börse: Hier muss der Käufer die Transaktionskosten für seinen Anlagebetrag alleine tragen. Er kauft die Fondsanteile entweder von einem anderen Anleger oder von einem sogenannten autorisierten Marktteilnehmer (auch Market Maker genannt). Auf Ebene des ETF fallen keine Transaktionskosten an. Der Market Maker kann im Hintergrund mit der Fondsgesellschaft Fondsanteile handeln, muss aber beim Kauf statt Bargeld einen Korb von Wertpapieren liefern (beim Verkauf ist es umgekehrt).

Für ETFs wie für andere Fonds gilt: Die Höhe der laufenden jährlichen Kosten finden Sie im sogenannten **Basisinformationsblatt**. Dabei handelt es sich um eine gesetzlich standardisierte Pflichtinformation. Sie finden es auf der Internetseite der Fondsgesellschaft, wenn Sie nach dem Namen des Fonds suchen (→ Seite 178).

Auch bei den **einmaligen Kosten** sind ETFs günstiger als andere Fonds.

5. Bei herkömmlichen Aktienfonds fällt ein Ausgabeaufschlag von meist 5 Prozent an. Bei ETFs zahlen Sie eine Orderprovision, die je nach Broker zwischen null Euro und 1 Prozent des Kurswerts liegt.
6. Zwar sind im An- und Verkauf von ETFs noch einmalige Kosten versteckt („Geld-Brief-Spanne“). Sie machen aber bei großen ETFs in der Regel kaum mehr als 0,1 Prozent der Anlagesumme aus. Diese Differenz ist eine wichtige Einnahmequelle für den Market Maker, der die Ausgabe und Rücknahme von Fondsanteilen anbietet.

Finanzberatungen, Versicherungsvertreter, Maklerinnen, Banken und Versicherungen verkaufen zur Geldanlage und Altersvorsorge in der Regel eher andere Finanzprodukte. Diese bieten ebenfalls eine indirekte Anlage in Wertpapieren. Allerdings fallen

GUT ZU WISSEN

Geld-Brief-Spanne (Bid-Ask-Spread)

Der Kurs, zu dem ein Wertpapier angeboten wird, bezeichnet man als Briefkurs (im englischen ask price). Der Geldkurs dagegen ist der Preis, den ein Käufer zu zahlen bereit ist (im englischen bid price). Diejenigen, die das Bargeld haben, stellen den Geldkurs und diejenigen, die die Wertpapiere haben, die früher Urkundenbriefe genannt wurden, stellen den Briefkurs. Damit ist klar: in der Regel liegt der Briefkurs über dem Geldkurs.

Sie können ETFs jederzeit verkaufen, aber immer nur zum niedrigeren Geldkurs. Wenn Sie ETFs kaufen wollen, müssen Sie den höheren Briefkurs akzeptieren. Je größer die Spanne zwischen diesen beiden Kursen (Geld-Brief-Spanne, Bid-Ask-Spread), desto höher sind die versteckten einmaligen Kosten, die Sie als Käufer oder Verkäufer tragen.

deren Kosten deutlich höher aus als bei ETFs (→ Seite 110).

Kosten in Höhe von einem Prozent hier oder da, was macht das für einen Unterschied?, werden Sie sich vielleicht fragen. Schließlich wollen die Anbieterinnen und

Anbieter ja auch von etwas leben. Keine Frage – was Sie den Anbietern für ihre Produkte oder Beratungsleistungen zahlen wollen, ist Ihre Sache. Damit Sie aber auch in dieser Hinsicht eine informierte und selbstbestimmte Entscheidung treffen können, lesen Sie im folgenden Abschnitt, wie sich Kostenunterschiede auf Ihre Geldanlage und Altersvorsorge auswirken.

So wirken sich Kosten auf lange Sicht aus

Die Finanzbranche ist sehr kreativ, wenn es darum geht, sich ihre Dienstleistungen vergüten zu lassen. Bei Krediten mit gleicher Kreditsumme, Laufzeit und Tilgungsrate kann man den Effektivzins noch gut vergleichen (dank Preisangabenverordnung). Bei Geldanlagen und Altersvorsorgeprodukten ist das nicht so einfach. Hier gibt es je nach Produktart und Anbieter unterschiedliche Kostenbezugsgrößen. Streng genommen darf man dabei nicht einmal von „Kosten“ sprechen, denn dieser Begriff verharmlost die Realität. Es handelt sich hierbei um diverse unterschiedliche Entgelte, die die Anbieter ihren Kunden in Rechnung stellen. Die Forschenden Gasche, Bucher-Koenen, Haupt und Angstmann haben 2013 in einer Studie die Kosten von 36 Riester-Rentenversicherungen untersucht: Allein für die An-

sparphase haben sie 20 verschiedene Kostenbezugsgrößen festgestellt.

Die Anbieter sind bei der Erfindung diverser Kosten und Entgelte so kreativ, dass die EU-Gesetzgebung eigens eine Richtlinie erlassen hat, die sie verpflichtet, ihre Entgelte in einer einzigen Kennziffer zusammenzufassen, den sogenannten Effektivkosten (PRIIPs-Verordnung, PRIIPs steht für „Packaged Retail and Insurance-Based Investment Products“). Die Effektivkosten müssen die Anbieter in teils so komplexen Modellen berechnen, dass kaum ein Außenstehender diese noch nachvollziehen kann.

Welchen Unterschied macht es nun, ob Sie die typischen Kosten, die im Finanzsektor üblich sind, bezahlen oder ob Sie preiswert mit ETFs investieren? Ein vereinfachter Kostenvergleich hilft weiter, zunächst für einen Sparvertrag mit monatlichen Einzahlungen von 100 Euro. Die Beiträge sollen weltweit in die Anlageklasse Aktien investiert werden. Die reale – inflationsbereinigte – Rendite lag hier in der Vergangenheit bei 5,1 Prozent per annum (→ Seite 55). Für die Berechnung nehmen wir an, dass diese Rendite auch in Zukunft erreicht wird.

→ **Variante „günstig“:** Von jeder Einzahlung werden 0,5 Prozent abgezogen, und zwar immer gleichzeitig mit der Einzahlung. So können 99,50 Euro angelegt werden. Zusätzlich wird das vorhandene Vermögen laufend mit Kosten

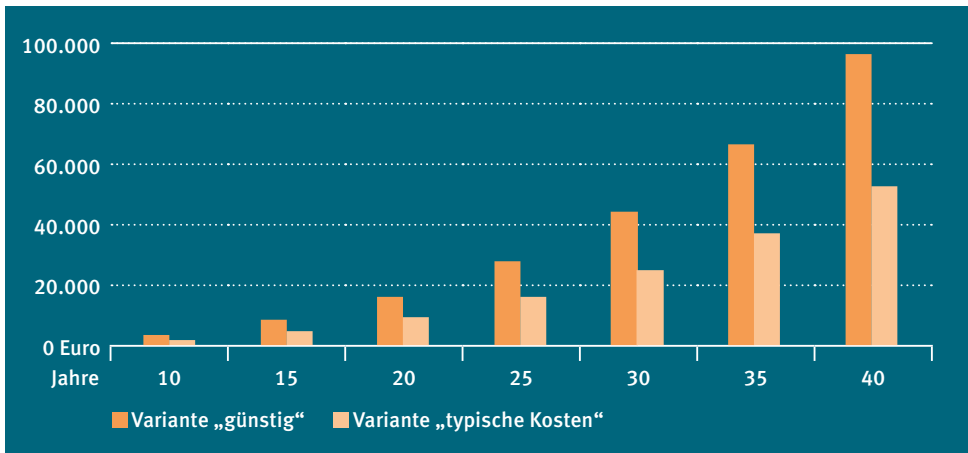


Abb. 9: Vermögenszuwachs bei Sparplan über 100 Euro monatlich, 10 bis 40 Jahre, in zwei Varianten

in Höhe von 0,2 Prozent pro Jahr belastet. Kosten in vergleichbarer Höhe fallen bei einem Sparplan mit Aktien-ETFs an.

→ **Variante „typische Kosten“:** Von jeder Einzahlung werden 4 Prozent abgezogen, und zwar immer gleichzeitig mit der Einzahlung. So können 96 Euro angelegt werden. Zusätzlich wird das vorhandene Vermögen laufend mit Verwaltungskosten in Höhe von 1,5 Prozent pro Jahr belastet. Kosten in vergleichbarer Höhe, manchmal auch deutlich höher, fallen bei vielen Fondssparplänen und fondsgebundenen Rentenversicherungen an.

Das Ergebnis dieses Kostenvergleichs sehen Sie in → Abb. 9. Sie zeigt den Vermögenszuwachs des Sparplans in Euro (nicht das Gesamtkapital) für verschiedene Anlagezeiträume.

Während in der Variante „günstig“ nach 40 Jahren ein Vermögenszuwachs nach Kosten von rund 96.500 Euro erzielt wird, sind

es in der Variante „typisch“ nur 54.600 Euro. Die höheren Kosten sorgen dafür, dass hier 44 Prozent der Kapitalmarkterträge in die Taschen der Finanzindustrie und ihrer Vermittler fließen. Dabei haben Sie während dieser Anlagedauer 100 Prozent des AnlageRisikos allein getragen.

Bei der Einmalanlage über 10.000 Euro ergibt der Vergleich ein ähnliches Bild, wie → Abb. 10, Seite 79 zeigt:

Statt eines Ertrags von etwa 57.600 Euro nach 40 Jahren in der „günstigen“ Variante beträgt der typische Ertrag nur rund 29.500 Euro. Die Kosten haben rund die Hälfte des Ertrags aufgefressen.

Diese Beispiele zeigen, dass auch scheinbar kleine Kostenunterschiede schlussendlich große Auswirkungen haben können. Beim Vergleich verschiedener Geldanlagen sollte man daher immer die Gesamtkosten im Auge behalten. Diese sind bei ETFs sehr gering (→ Seite 75).

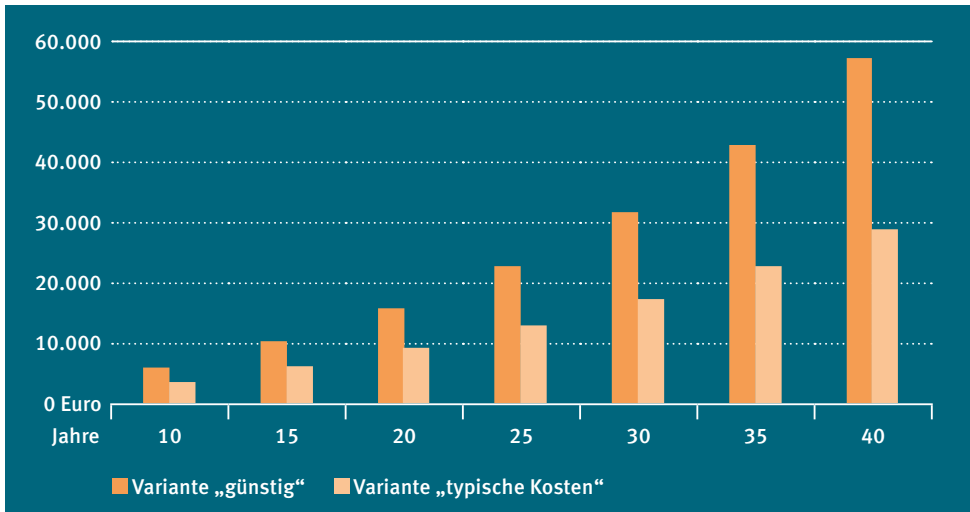


Abb. 10: Vermögenszuwachs bei Einmalanlage über 10.000 Euro, 10 bis 40 Jahre, in zwei Varianten

Ein zweiter, ebenfalls grundlegender Erfolgsfaktor einer bequemen und rentablen Anlagestrategie ist die Risikostreuung, auch Diversifikation genannt. Sie lässt sich am einfachsten mit dem bekannten Sprichwort „Lege niemals alle Eier in einen Korb“ umschreiben.

Diversifikation

Der amerikanische Ökonom Harry Markowitz hat mit seinem 1952 im Journal of Finance erschienenen Artikel „Portfolio Selection“ Pionierarbeit geleistet. Markowitz zeigte, dass die Streuung der Investition auf eine Vielzahl von Vermögenswerten (Diversifikation) das Risiko eines Portfolios senkt, ohne die erwartete Rendite zu beeinträchtigen. Für seine Arbeit erhielt er später den Alfred-Nobel-Gedächtnispreis für Wirtschaftswissenschaften. Er bewies damit den

Nutzen der Diversifikation: Wenn man zwei risikoreiche Anlagen miteinander kombiniert, dann ist das Risiko dieser Kombination geringer als das Risiko jeder einzelnen Anlage. Wer nur Aktien einer einzigen Aktiengesellschaft oder nur Schuldverschreibungen eines einzigen Staates kauft, kann im schlimmsten Fall sein ganzes Geld verlieren. Investiert man dagegen in ein Portfolio von rund 1.400 Aktien, wie sie im MSCI World Index enthalten sind, musste man bislang im schlimmsten Fall „nur“ mit einem realen Verlust von etwa der Hälfte der investierten Summe rechnen, und das auch nicht dauerhaft, sondern immer nur vorübergehend. Kombiniert man nicht nur Aktien, sondern auch Anleihen oder andere Anlageklassen miteinander, sinkt das Gesamtrisiko weiter.

Es geht bei einer solchen Portfoliozusammensetzung aber keineswegs darum, das Risiko insgesamt zu minimieren. Denn