



## Love is in the air

**In den beiden letzten Ausgaben des „KA Branchen-Echo“ zeigten wir auf, dass vermögensverwaltende Dachfonds trotz höherer Gesamtkostenbelastung statistisch keine Performancenachteile gegenüber Multi-Anlageklassen-Fonds, die direkt in Wertpapiere investieren, aufweisen. Common Sense hat nicht immer recht. Dieser Logik folgend, beschäftigen wir uns in dieser Ausgabe mit den wahrgenommenen und den nicht wahrgenommenen Eigenschaften von ETFs.**

Wir alle waren schon mal verliebt. Die oder der Angebotete scheint wie perfekt für uns gemacht. Die Realität nehmen wir nur noch in rosarotem Licht wahr, und zur Liebeswonne trägt bei, wenn ob des Objektes unserer Begierde auch Freunde ins Schwärmen geraten. Gibt es schönere Zeiten im Leben? Seit geraumer Zeit bereits befinden sich ETF-Anleger in einem solchen Glückstaumel. Atemberaubend niedrige Gebühren, der feste Glaube daran, das Gros der aktiv verwalteten Fonds auf Dauer outzuperformieren, und die ETF-Lobeshymnen, mit denen Verbraucherschützer zusätzlich romantische Stimmung aufkommen lassen, verheißen eine glückliche Zukunft. Leider jedoch hält nicht jede Liebe, wie ein Blick in bundesdeutsche Ehestatistiken vermuten lässt.

Stellen Sie sich vor, Sie wären Obsthändler. Wäre es da nicht überaus nützlich für Sie, wenn Ihre Kundenschaft täglich Ihr komplettes Sortiment und nicht mehr je nach Gusto mal Äpfel, mal Birnen kaufen würde? Nie wieder unverkaufte Ware, auf der Sie, Opfer der Kauflaune Ihrer Kunden, sitzen blieben? Das einzige, das sie noch tun müssten und für das Sie sich, sehr zu Ihrer Freude, zusätzlich bezahlen ließen, wäre das täglich neue Abwiegen der einzelnen Bestandteile der Obstpäckchen, deren Zusammensetzung praktischerweise identisch ist. Und als wäre das nicht Händlerglück genug, wird parallel in den Medien viel über Universitätsstudien berichtet, die besagen, dass Obst bewiesenermaßen nicht nur billiger, sondern auch besser als Marmelade sei. Liebe Obsthändler, um es kurz zu machen, schlagen Sie es sich aus dem Kopf: So ein Marketing-Coup gelingt nur Investmentbanken.

### Neue Passionsfrucht

Als „Obstpäckchen“ in den Markt eingeführt, bilden ETFs einen bestimmten Aktien- oder Anleihenindex passiv und billig nach. In einem solchen Wertpapierkorb gibt es keine aktiven „Wetten“ durch einen Vermögensverwalter, der damit vom gewählten Index, zum Beispiel dem Dax 30, abweicht – sei es „off benchmark“, also durch Hinzufügung eines Aktientitels, der nicht im Dax 30 enthalten ist, oder sei es durch eine Gewichtung der Indexkonstituenten, die sich von der Einzeltitelgewichtung im Dax 30 unterscheidet. Passives Investieren mit einem ETF eignet sich insbesondere für solche Anleger, die *exakt* zu jedem Moment (Stunde, Tag, Monat, Jahr) *exakt* dieselbe – gleich ob negative oder positive – Rendite, die im Index erzielt wurde, wünschen. Nun mag es zunächst überraschen, dass ein solcher Topf überhaupt Deckel anzulocken vermag, aber: Da über sehr lange Sicht passives Investieren z. B. mit einem Dax-30-ETF in der historischen Durchschnittsrendite des abgebildeten Index resultiert (bis dato ca. 7,5% p.a. für den Dax 30), ist die vergangene und in der Regel positive Langfrist-Durchschnittsrendite für viele Anleger zweifelsohne ein hinreichend attraktives Renditepotential. Dieser Kaufanreiz wird verstärkt, indem zugleich gegen aktive Vermögensverwaltung die Behauptung ins Feld geführt wird, Vermögensverwalter hätten in der Vergangenheit historische Durchschnittsrenditen trotz aktiven Managements und aufgrund der damit verbundenen Mehrkosten nicht erreicht. Das ETF-Marketing „Besser für weniger“ gerät so zum öffentlichkeitswirksamen Narrativ mit geradezu aphrodisierender Wirkung, sehr zum Händlernutzen: Durch hyperaktives Handeln mit ETFs „pervertierten“ liebestolle Anleger die langfristige Ausrichtung passiven Investierens, so das Argument der Experten von Flossbach von Storch Research in „Exchange Traded Funds (ETFs): Hyperaktiv statt pas-

siv“ (2017). „Erste empirische Evidenz deutet jedoch darauf hin, dass der durchschnittliche ETF-Anleger bei seinen Tradingaktivitäten nicht sonderlich erfolgreich ist, so dass sich auch für den ETF-Markt folgende Devise aufdrängt: Hin und her, macht Taschen leer“.

### Fallobst

Den Wirkungen eines Aphrodisiakums würde man in normalen Zeiten durch eine kalte Performance-Dusche auf leidlich behutsame Weise begegnen können, aber der warme Dauerregen einer mittlerweile mehr als achtjährigen Aktienrallye mitsamt historisch niedrigen Volatilitätsniveaus stimuliert indes noch weiter. Eine – dann freilich massenhafte – Panikflucht aus dem Markt steht zu befürchten, sobald sich die Verhältnisse nachhaltig drehen und das Wasser für alle kälter wird. In Zeiten fallender Märkte und ruppiger Volatilität werden Anleger ihre ETF-Fondsanteile möglicherweise dann nur unter NAV (Nettoinventarwert der ETFs) verkaufen können, und zwar um so mehr unter NAV, je breiter die geographische Spanne fallender Märkte und die von Verbraucherschützern so gepriesene geographische Streuung der ETFs sind. Grund hierfür ist der sogenannte „Spread“, der nichts anderes ist als eine variable, nicht-produktgebereigene Gebühr, die bei Kauf und Verkauf an der Börse anfällt. Das hat Konsequenzen: Der Börsenhändler muss jede ETF-Order ausführen. Fällt der Markt stark, kann er den ETF nur dann ohne Verlustrisiko für sich an- und wieder verkaufen, wenn er einen hinreichend großen Spread festlegt. Legt der ETF geographisch breit an, wirkt sich auf den Spread zusätzlich aus, dass einige Börsen zum Zeitpunkt der ETF-Order geschlossen sind. Da der Spread des ETF auch vom Spread eines Wertpapiers im ETF abhängt, das an einer gerade geschlossenen Börse notiert ist, steigt das Risiko des Börsenhändlers und als Folge der ETF-Spread. Der Spread ist aber – insbesondere in hektischen Märkten – nicht vorhersagbar, geschweige denn: ein im Verkaufsprospekt festgelegtes Kostenmerkmal eines ETF. Als Konsequenz bleibt der Spread komplett unberücksichtigt beim Gebührenvergleich mit Publikumsfonds, die ja in der Regel nicht über die Börse, sondern über die Kapitalverwaltungsstelle geordert werden.

### Von Äpfeln und Birnenkompott

Passive mit aktiv verwalteten Fonds zu vergleichen heißt, Obst mit Marmelade zu vergleichen. Um den Anlageerfolg von passiv zusammengestelltem Obstpäckchen und aktiv produzierter Marmelade zu bewerten und mithin vergleichbar zu machen, ist die Frage zu klären, was von einem aktiven Vermögensverwalter erwartet wird.

Hierbei lassen sich mindestens zwei Basisvarianten beobachten: Der Vermögensverwalter soll einen Mehrertrag über einem Vergleichsindex erwirtschaften, also die *Rendite des Index maximieren*. Oder, zweite Variante, der Vermögensverwalter soll eine bessere risikoadjustierte Rendite als ein Vergleichsindex abliefern, also das *Risiko des Index minimieren*. In beiden Fällen muss sich per definitionem die Performance des aktiven Managers von der des Index unterscheiden. Im ersten Fall wird es *wahrscheinlich* und im zweiten Fall *sehr wahrscheinlich* Phasen der Underperformance geben. Die bloße Feststellung von Underperformance taugt nicht als Argument gegen aktive Vermögensverwaltung.

Ob die Gebühr für das Leistungsversprechen – Renditemaximierung oder Risikoreduktion – im konkreten Fall zu hoch erscheint, darüber lässt sich wie in allen anderen Dienstleistungsbranchen streiten. Was in der Debatte auffällt, ist der immergleiche Hinweis auf „die“ Vermögensverwalter als Gruppe unterschiedsloser Marktsubjekte, die „den“ Index nur selten schlägen – unabhängig von der Frage nach dem jeweilig konkreten Vermögensverwaltungsauftrag. Der Blick in die Datenbanken größerer Anbieter wie Morningstar oder Thomson Reuters kann da nur wenig weiterhelfen, da dort je nach Datenbankanbieter Fonds und ihre Verwalter über einen Index-Kamm geschoren bzw. in unterschiedlich standardisierte Fondsrubriken einsortiert werden. Eine individuelle Bewertung von gegebenenfalls mehreren hundert oder gar tausend Fonds mittels standardisierter Vergleichsindexvorgaben er-

scheint problematisch. Ein einfacher Datenbankabruf für die Beurteilung der Frage, ob ein Fonds seinen Preis wert ist, greift also zu kurz, wenn nicht auch Zusatzinformationen z. B. hinsichtlich des individuellen Anlagehorizontes des Fonds, seiner Risikovorgaben etc. berücksichtigt werden.

Das Investieren in und mit ETFs eignet sich nur dann als Vermögensverwaltung im Do-it-Yourself-Verfahren, wenn der Anlagehorizont sehr lang gewählt ist und zwischendurch nicht „getradet“ wird, also taktische Anpassungen an die Marktentwicklung und regelmäßige Rebalancings auf die strategische Asset-Allokation-Vorgabe (z. B. langfristig 60% in deutsche Aktien und 40% in deutsche Anleihen) nicht erfolgen. Früher war dieses Anlage- bzw. Anlegerverhalten als „Buy and hold“ bekannt – Ehen wurden eingegangen und nicht beendet. Freilich sollte man einen passiven Index-ETF nicht mit diesem klassischen „Buy and hold“-Ansatz verwechseln, da sich die Zusammensetzung des ETF-Korbes täglich ändert – Ihr Obsthändler lässt grüßen.

Selbstverständlich können aber auch im Rahmen einer professionellen, aktiven Vermögensverwaltung ETFs eine sinnvolle Rolle spielen, zum Beispiel für ein kurzfristiges „Market Exposure“ ebenso wie als langfristiges „Core Investment“ oder im Rahmen einer fondsgebundenen Vermögensverwaltung. Nur sind ETFs dann nicht Vermögensverwaltungsersatz, sondern eine Sorte von Finanzinstrumenten, die im Rahmen einer aktiven Vermögensverwaltung eingesetzt werden können. Spätestens dann ist kühler Kopf im Spiel.

Für den nächsten Newsletter planen wir die Fortsetzung des ETF-Themas.

Ihr,

**Michael Klimek**

E-Mail: [mklimek@klimek-advisors.com](mailto:mklimek@klimek-advisors.com)

Tel.: +49 69 339978-14

**Disclaimer:** Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und kann eine individuelle Anlageberatung nicht ersetzen. Dieses Dokument stellt keine Werbung von Wertpapierdienstleistungen oder Produkten, keine Wertpapieranalyse und keine Kaufs- und Verkaufsempfehlung dar. Die Daten, Kommentare und Analysen in diesem Dokument geben die Meinung von Klimek Advisors Fund Consulting GmbH zu Märkten und ihren Trends wieder. Dabei stützt sich Klimek Advisors Fund Consulting GmbH auf seine eigene Expertise, Wirtschaftsanalysen und Informationen, die zu diesem Zeitpunkt zur Verfügung standen. Die in diesem Dokument gemachten Angaben stellen in keiner Weise ein Versprechen oder eine Garantie von Klimek Advisors Fund Consulting GmbH dar. Jedes Investment beinhaltet spezifische Risiken. Alle potenziellen Anleger müssen vorbereitende Maßnahmen ergreifen und eine fachkundige Beratung einholen, um sich unabhängig von Klimek Advisors Fund Consulting GmbH eine eigene Meinung über die Eignung einer solchen Anlage hinsichtlich ihrer Vermögenslage zu bilden. Sofern Aussagen über Marktentwicklungen, Renditen oder Kursgewinne getätigt werden, stellen diese lediglich Prognosen dar, für deren Eintritt keine Haftung übernommen wird. Insbesondere sind frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Klimek Advisors Fund Consulting GmbH, Schwindstraße 10, 60325 Frankfurt am Main. Stand: 02/2018.