

transparent einfach optimiert

# Anlegen

Asset Allocation

wie die Profis

mit

Sondervermögen

Volatilität

Onlinebroker

# ETFs

vollständig  
replizierend

flexibel

Smart Beta

Börse

Swap-basiert

ETC

kostengünstig

# FBV

# Claus Hecher

# Vorwort

---

Anlageberater empfehlen keine ETFs. Ein Umstand, der gerne als Vorwurf formuliert wird. Dabei liegt es in der Natur der Sache: Auch ein Anlageberater muss von irgendetwas leben. Solange bei Privatanlegern keine Bereitschaft zur Honorarberatung existiert, kommen nur Anlageprodukte zum Zug, die Provisionszahlungen für den Berater vorsehen. Damit spielen ETFs bei Privatanlegern nur für Selbstentscheider eine Rolle. Gut informierte Direktbankkunden, die auf Anlageberatung verzichten, kaufen heute ETFs wie vormals Aktien, Anleihen und Zertifikate direkt an der Börse. Als Kunde einer Direktbank an Börsen zu handeln, erfordert eine gewisse Affinität für das Internet, womit diese Kundengruppe eher jünger als 50 Jahre alt ist.

Das ist ein Dilemma, denn erst wenn man ein paar Jahrzehnte den Fondsmarkt erlebt hat, weiß man Werbekampagnen der Branche richtig einzuschätzen. Beschäftigt man sich heute zum ersten Mal mit Fonds, wird man unweigerlich auf den einen oder anderen Superstar stoßen, der die letzten Jahre bahnbrechende Renditen erwirtschaftete. Warum also nicht so einen Fonds kaufen? Ein paar schlagen eben doch den Markt.

Ist jemand allerdings schon länger dabei, so weiß er: Der Star von heute wird morgen gescheitert sein. Stattdessen wird man in fünf Jahren von einem Starmanager reden, den heute noch niemand kennt. Ich will hier keine Namen nennen, aber vor 20 Jahren wurde ein Fonds einer US-amerikanischen KAG als Maß aller Dinge hochgejubelt. Inzwi-

schen hat der Fonds dramatisch den Anschluss verloren. Dann kam ein Münchener Vermögensverwalter als der ganz große Star. Inzwischen ebenfalls Vergangenheit. Schließlich galt eine französische Fondsgesellschaft als der Weisheit letzter Schluss. Auch deren Flaggschiff-Fonds geht allerdings die letzten drei Jahre eher den Bach hinunter als hinauf. Egal, jetzt wird ein neuer Vermögensverwalter gefeiert und so fort. Investoren, die auf diese Geschichten einsteigen, haben in der Regel das Nachsehen. Diverse Studien belegen, dass es eine schlechte Strategie ist, immer den Fonds zu kaufen, der die letzten Jahre am besten abgeschnitten hat. Um das erlebt zu haben, muss man aber eher älter als 50 Jahre sein. Nur mit Erfahrung gewinnt man den Abstand, der notwendig ist, um auch Stars am Anlagehorizont kritisch zu sehen.

Der ideale Privatanleger als ETF-Investor ist also jünger als 50 Jahre, weil Internet-affiner Direktbankkunde, und älter als 50 Jahre, weil Fonds-erfahren. Oder anders formuliert, es gibt ihn noch nicht. Ein wunderbarer Zeitpunkt für ein Buch, um Anlegern alle notwendigen Informationen über ETFs darzulegen. Auch wenn es der Zeit voraus sein mag, der Siegeszug der ETFs für Privatanleger wird unweigerlich kommen. Irgendwann wird sich Internetbanking in allen Altersgruppen breitmachen und irgendwann wird auch der letzte Anleger skeptisch, wenn wieder ein neuer Starmanager am Himmel erscheint. Rückenwind erhalten die ETFs durch die zunehmende Diskussion über ein Provisionsverbot bei der Vermittlung von Finanzprodukten. Was in Großbritannien seit Kurzem schon Realität ist, hat auch Chancen auf eine Einführung in anderen EU-Ländern.

Dr. Andreas Beck

Vorstand, Institut für Vermögensaufbau AG, München

# Einführung: ETFs – die Erfolgsstory unter den Anlageprodukten

---

Im September 2012 ist der *Allianz Global Wealth Report 2012* erschienen, der auf knapp 100 Seiten die Entwicklung des globalen Geldvermögens analysiert. Über den Anstieg um 1,6 Prozent im Jahre 2011, dem niedrigsten seit dem Krisenjahr 2008, zeigen sich die Autoren enttäuscht. Der Einbruch der Aktienkurse an den Börsen im Sommer 2011 sowie die Eurokrise haben diese Entwicklung maßgeblich geprägt. Die historisch niedrigen Zinsen stellen für Anleger eine Herausforderung dar, denn sichere Anlagen können nicht mehr den realen Vermögenserhalt garantieren. Bei verschiedenen Anlageklassen lässt sich eine deutlich erhöhte Volatilität beobachten, da eine Lösung für die Eurokrise nicht absehbar ist.<sup>1</sup> Vor diesem Hintergrund wird es für Privatanleger zunehmend wichtiger, auf die Qualität der liquiden Vermögensbausteine hinsichtlich ihrer Wertentwicklung und deren Kosten zu achten. Wie können Anleger folgenschwere Fehler wie die Investition in überbewertete Finanzprodukte oder in solche mit relativ schwacher Performance vermeiden? Wer auf die Kosten der Kapitalanlage achtet, wird schnell zu der Überzeugung kommen, dass Exchange Traded Products (ETPs) eine kostengünstige Möglichkeit bieten, in unterschiedliche Anlageklassen wie Aktienmärkte, festverzinsliche Wertpapiere oder Rohstoffe zu investieren. Zu der Gruppe der ETPs zählen Exchange Traded Funds (ETFs), Exchange Traded Commodities (ETCs) und Exchange Traded Notes (ETNs). »Wenn

<sup>1</sup> Heise, Michael / Brandmeir, Kathrin / Grimm, Michaela / Holzhausen, Arne / Steck, Gabriele, Allianz SE, *Allianz Global Wealth Report*, 2012, S. 9.

man in Aktien investiert sein will, dann ist es wesentlich billiger und grundsätzlich auch effektiver, dies über ein ETF-Produkt zu tun«, erklärte Michael Sonnenfeldt, Gründer und Chairman von »Tiger 21« in einem Interview mit Bloomberg News.<sup>2</sup> Hinter »Tiger 21« stehen unter anderem Investoren und Manager, die jeweils mindestens 10 Millionen Dollar an investierbarem Vermögen verfügbar haben und zusammen rund 19 Milliarden Dollar verwalten. Die Gruppe umfasst 202 Mitglieder. In diesem Kreis sind derzeit Indexfonds und ETFs populärer als etwa Aktien-Hedgefonds oder Investmentfonds.

Dadurch dass ETFs einen Index, ein Marktbarometer für die jeweilige Anlageklasse, abbilden, gibt es auch keine negativen Überraschungen durch Portfoliomanager, die nicht in der Lage sind, die Markttrendite einer Anlageklasse durch ihre Anlageentscheidungen zu erwirtschaften. Anlageprofis haben diese Erkenntnisse immer stärker beachtet und dadurch das starke Wachstum der ETF-Branche während der letzten Jahre ermöglicht. Allein in Europa hat das Anlagevolumen in ETPs per Jahresende 2012 368,3 Milliarden US-Dollar (279,3 Milliarden Euro) erreicht, weltweit sogar über 1.900 Milliarden US-Dollar.<sup>3</sup> Die Anzahl der in Deutschland zum Börsenhandel zugelassenen ETFs hat am 22. August 2012 die 1.000er-Marke überschritten. Der überwiegende Teil des in ETFs investierten Vermögens stammt von institutionellen Anlegern. Dabei gibt es für Privatanleger keine Beschränkungen, via ETFs zu Großanlegerkonditionen indexiert in eine große Auswahl von Anlagethemen zu investieren. Gerade wegen dieses Kostenvorteils und der Vermeidung von Vermittlerprovisionen werden ETFs von Banken und unabhängigen Vermögensberatern ihren Kunden häufig vorenthalten. »In ETFs zu investieren ist die beste Strategie für Privatanleger«, meint David Swensen, Chef-Vermögensverwalter der US-Elite-Universität Yale.<sup>4</sup>

<sup>2</sup> ETFs sind beliebter als Buffetts Berkshire; [www.handelsblatt.com/finanzen/fonds/nachrichten/anlagestrategie-etfs-sind-beliebter-als-buffetts-berkshire-seite-all/7320536-all.html](http://www.handelsblatt.com/finanzen/fonds/nachrichten/anlagestrategie-etfs-sind-beliebter-als-buffetts-berkshire-seite-all/7320536-all.html), Stand: 30.10.2012.

<sup>3</sup> Lan, Shan / Mercado, Sebastian / Levitt Sascha, in: Deutsche Bank 2012 ETF Review & 2013 Outlook, 11.01.2013.

<sup>4</sup> Swensen, David F., *Erfolgreich Investieren: Strategien für Privatanleger*, Murmann Verlag 2005, S. 18.

Dieses Buch soll Privatanlegern und Anlageberatern die Möglichkeiten aufzeigen, die ETFs im Rahmen der Kapitalanlage bieten, und Hilfestellung bei der praktischen Umsetzung leisten. Im folgenden Abschnitt werden zunächst die grundlegenden wissenschaftlichen Erkenntnisse über Kapitalanlagen im Zusammenhang mit der Entstehungsgeschichte der ETFs erläutert.

Die *Modern Portfolio Theory* von Harry M. Markowitz aus dem Jahre 1952 bietet die finanzwissenschaftliche Grundlage für Indexinvestments. Markowitz' Theorie, für die er im Jahre 1990 den Nobelpreis für Ökonomie bekam, hatte zum Ziel, aufzuzeigen, dass Diversifikation bei Anlageentscheidungen zu einem besseren Rendite-Risiko-Profil führt als Einzelinvestitionen, und diesen Effekt messbar zu machen.<sup>5</sup> Welche Wertpapiere und wie viele Wertpapiere in ein Portfolio aufzunehmen sind, war ebenfalls Gegenstand der Untersuchung. Markowitz' Ansatz basiert weitgehend auf dem Zielkonflikt des Anlegers zwischen erwarteter Rendite und dem damit verbundenen Risiko. Die bedeutendste Erkenntnis liegt in der Aussage, dass sich das Risiko durch Diversifikation reduzieren, aber nicht ausschließen lässt. Der wichtigste Aspekt dabei ist, dass es nicht auf das Risiko eines einzelnen Wertpapiers ankommt, sondern auf dessen Beitrag zum Risiko des Portfolios, und dass dieser von der Kovarianz der Wertpapierkurse untereinander abhängt.<sup>6</sup> Dabei gilt: Je geringer die Wertpapierkurse miteinander korrelieren, desto stärker lässt sich das Risiko einer Kombination aus diesen Wertpapieren reduzieren. Eine geringe Korrelation bedeutet, dass ein geringer Zusammenhang für die Kursentwicklung von Wertpapieren besteht. Die Korrelation kann sogar negativ sein, d. h. ein Wertpapier fällt im Preis, während bei einem anderen im gleichen Zeitraum ein Kursanstieg zu beobachten ist. Durch Diversifikation addieren sich nämlich die Risiken der einzelnen Wertpapiere nicht, sondern neutralisieren sich teilweise gegenseitig.

<sup>5</sup> Markowitz, Harry M., Portfolio Selection, in: *The Journal of Finance*, 7, Nr. 1, 1952, S. 77–91.

<sup>6</sup> Rubinstein, Mark, Markowitz's »Portfolio Selection«: a fifty-year retrospective, in: *The Journal of Finance*, 57, Nr. 3, 2002.

Eine weitere finanzwissenschaftliche Grundlage für Indexinvestments liefert die *Efficient Market Hypothesis* von Eugene Fama im Jahre 1970. Sie besagt, dass in effizienten Finanzmärkten alle Marktteilnehmer zu jedem Zeitpunkt den gleichen Stand an Informationen haben und rationale Entscheidungen treffen. Sämtliche Informationen sind in den Wertpapierkursen verarbeitet. Folglich ist keiner der Akteure am Kapitalmarkt in der Lage, überdurchschnittliche Gewinne zu erzielen.<sup>7</sup> Die aktive Auswahl von Wertpapieren bietet dadurch einen geringen oder keinen Mehrwert gegenüber einer passiven oder indexierten Anlagestrategie. Informationsvorsprünge sind nicht verwertbar, erfolgreiche aktive Methoden werden zu schnell kopiert.

Wendet man diese Erkenntnis beispielsweise auf Aktienanlagen an, so fährt ein Anleger grundsätzlich besser, wenn er seine Investition auf eine ausreichende Anzahl von Aktien verteilt. Eine ausreichende Diversifikation bietet ihm dabei sowohl ein aktiv gemanagter Aktienfonds, als auch ein Indexfonds bzw. ein ETF. Das gleiche Prinzip gilt für den Aufbau einer Asset Allocation aus unterschiedlichen Anlageklassen wie z.B. Aktien, festverzinslichen Wertpapieren, Rohstoffen, Immobilien oder alternativen Investments.

Die Änderung der Wertpapierkurse ist daher auf unerwartete zufällige Ereignisse zurückzuführen (Random-Walk-Theorie). Dadurch sind sie nicht langfristig vorhersagbar. Solche Preisentwicklungen können nur in einem Umfeld entstehen, in dem Informationen äußerst schnell und professionell verarbeitet werden. Die Chance, Überschussrenditen zu erzielen, bietet sich entweder nur für einen sehr kurzen Zeitraum oder in weniger transparenten Teilmärkten. Die Wahrscheinlichkeit, dass dieser Mehrwert dauerhaft erzielt wird, ist äußerst gering. Empirische Untersuchungen, die diese These stützen, hat Bruno Solnik im Jahre 1973 durchgeführt. Bei rein zufälligen Preisentwicklungen von Wertpapiermärkten wäre ein Wert von 0 für die sogenannte serielle

<sup>7</sup> Fama, Eugene F., *Efficient Capital Markets, A Review of Theory and Empirical Work*, in: *The Journal of Finance*, 25, 1970, S. 383–417.

Korrelation festzustellen, d. h., es gäbe keinen Zusammenhang zwischen heute und zu einem späteren Zeitpunkt beobachteten Wertpapierkursen. Die Berechnungen für neun unterschiedliche Märkte haben äußerst geringe Werte ergeben, die wohl eher auf Schätzfehler und Transaktionskosten zurückzuführen sind.<sup>8</sup>

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass eine erfolgreiche Vermögensanlage auf dem Grundprinzip der Diversifikation beruht und aktive Anlageentscheidungen eine geringe Chance bieten, die Wertentwicklung des Gesamtmarktes zu übertreffen. Anleger sind daher gut beraten, ihr Portfolio auf Basis von indexierten Anlageprodukten wie ETFs aufzubauen. Unterstützende empirische Untersuchungen werden in Kapitel 3 behandelt.

Oft werden innovative Finanzprodukte nicht in Europa entwickelt, sondern haben ihren Ursprung in den USA. Das gilt auch für ETFs.

In den Jahren 1969 bis 1971 haben John A. McQuown und William L. Fouse den ersten Indexfonds entwickelt.<sup>9</sup> Dabei handelte es sich um eine maßgeschneiderte Anlage für den Samsonite Pension Fund, die diesem institutionellen Großanleger von der in San Francisco beheimateten Wells Fargo Bank angeboten wurde. Der Sohn des Kofferfabrikanten Samsonite war Schüler von Harry Markowitz, dem geistigen Vater des Konzepts. Der im Fonds abgebildete gleichgewichtete Index umfasste die 1.500 damals an der New York Stock Exchange gehandelten Aktien.<sup>10</sup>

Der erste für Privatanleger investierbare Indexfonds war der Vanguard 500 Index Fund, den John C. Bogle und Burton Malkiel am 31. August 1976 aufgelegt haben. Dieser Fonds verwaltet heute ein Vermögen von 125,9 Mrd. US-Dollar (Stichtag: 31.01.2013).

<sup>8</sup> Solnik, Bruno H., Note on the Validity of the Random Walk for European Stock Prices, in: *The Journal of Finance*, 28, 1973, S. 1151–1159.

<sup>9</sup> Bogle, John C., *The First Index Mutual Fund: A History of Vanguard Index Trust and the Vanguard Index Strategy*, Bogle Financial Markets Research Center, 2006, [www.vanguard.com](http://www.vanguard.com).

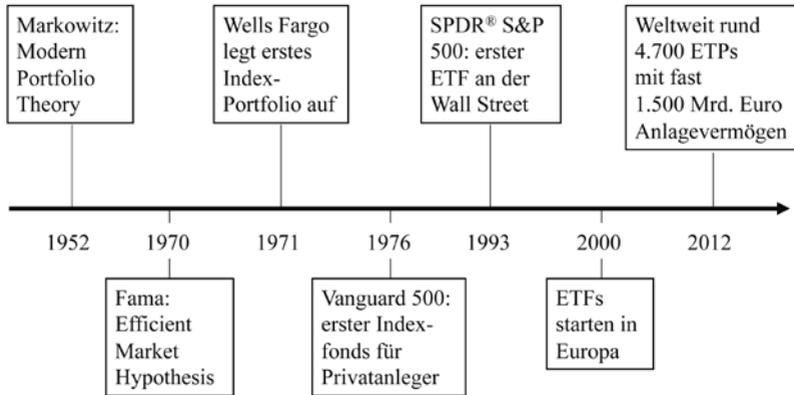
<sup>10</sup> Seibel, Karsten, Was die Wunderprodukte ETFs taugen, in: *Die Welt*, 09.04.2010.

Die Weiterentwicklung indexierter Aktienanlagen vom Investmentfonds zum ETF erfolgte durch die erstmalige Börseneinführung an der Wall Street im Januar 1993. State Street Global Advisors lancierte den Standard & Poor's Depository Receipt (SPDR®) und führte diesen in den Handel an der New York Stock Exchange ein. Dieser ETF bildet die Wertentwicklung des S&P 500® Index ab und hat es unter dem Spitznamen »Spider« in der Finanzbranche zu weltweiter Bekanntheit gebracht. Er verwaltet heute ein Vermögen von 123 Mrd. US-Dollar (Stichtag: 31.12.2012; Quelle: State Street Global Advisors).

Immerhin sollte es weitere sieben Jahre dauern, bis die ersten ETFs an europäischen Börsen eingeführt wurden. Dabei handelte es sich um den iShares DJ STOXX 50, den iShares DJ Euro STOXX 50 und um den iShares FTSE 100, die im April 2000 an der Deutschen Börse bzw. an der London Stock Exchange gelistet wurden.<sup>11</sup>

Der erste deutsche ETF-Anbieter war Indexchange, der im Dezember 2000 den ersten ETF auf den DAX® Index aufgelegt hat. Dieser ETF heißt nach Wechsel der Gesellschafter heute iShares DAX® (DE) und ist mit einem investierten Anlagevermögen von 13,6 Mrd. Euro (Stichtag: 31.12.2012) der größte europäische ETF. Inzwischen gibt es allein in Europa fast 2.000 ETPs bei einem verwalteten Vermögen in Höhe von 280 Milliarden Euro, davon 1.332 ETFs mit Anlagen in Höhe von 227 Milliarden Euro. Weltweit verteilen sich sogar ca. 1.950 Milliarden US-Dollar (knapp 1.475 Milliarden Euro) auf 4.731 ETPs von 208 Anbietern mit 9.710 Listings an 56 Börsen (Stichtag: 31.12.2012; Quelle: ETFGI).

<sup>11</sup> Lansky, Frank / Mrowka, Martin / von Kriegsheim, Nils / Fischer, Jan, Exchange Traded Funds – Worauf Privatanleger achten müssen, in: Hakendran (Hrsg.): Deutsche Telekom AG, Redaktion t-online, Ausgabe 1, Mai 2011.



### Meilensteine der ETF-Entwicklung

Diese Erfolgsstory wäre nicht ohne die besonderen Qualitäten der ETFs möglich gewesen. Für viele professionelle Anleger sind ETFs daher eine selbstverständliche Wahl bei der Umsetzung ihrer Anlageentscheidungen. ETFs sind wohl das einzige Finanzprodukt, das zu den gleichen Konditionen wie für institutionelle Anleger angeboten wird. Trotzdem sind ETFs erst bei einem geringen Anteil der Privatanleger und Anlageberater überhaupt bekannt. Daher werden in diesem Buch zunächst schrittweise und aufeinander aufbauend die wesentlichen Grundlagen für ein Investment in ETFs behandelt. Das erste Kapitel erklärt, wie ETFs konstruiert werden und was sie von anderen vergleichbaren Finanzprodukten unterscheidet. Das zweite Kapitel widmet sich der Vielfalt der Anlagethemen, die bereits mit ETFs abgebildet werden. Im dritten Kapitel werden Informationsquellen zum ETF-Markt und den Produkten dargestellt und die wesentlichen Kriterien für die Auswahl von ETFs bzw. ETPs unterschiedlicher Anbieter erörtert. Im Anschluss stehen Entscheidungshilfen für die richtige Mischung unterschiedlicher ETFs in einem Anlageportfolio im Mittelpunkt. Wie bei jedem anderen Finanzprodukt unterliegen auch Erträge aus ETF-Anlagen sowie etwaige Kursgewinne der Besteuerung; das vierte Kapitel geht auf die derzeit für Privatanleger geltenden

Besteuerungsgrundlagen ein. Zum Abschluss wird auf die zukünftigen Chancen der ETF-Branche ebenso eingegangen wie auf die Möglichkeiten für Privatanleger, die Qualität ihrer Kapitalanlagen zu verbessern.