

# Wichtiger Faktor



**Genau hinschauen:**  
Kostenbelastung von  
ETFs ist relevant

Weniger Kosten bedeuten mehr Rendite. Doch welche Kosten müssen ETF-Anleger vor allem kontrollieren?

Unterhält man sich mit erfahrenen ETF-Anlegern über den Grund, warum sie ETFs als Bausteine einer Asset-Allocation einsetzen, so landet man schnell bei den attraktiv niedrigen Gebühren, die mit der Investition in einen ETF verbunden sind. Eine nachvollziehbare Begründung. Schon immer wurden ETFs mit niedrigeren Gebühren angeboten als traditionelle Fonds. Im vergangenen Jahr sind die Preise nochmals gehörig unter Druck geraten. ETFs, die beliebte Aktienindizes wie den Dax-, den S&P-500- oder den Euro-Stoxx-50-Index abbilden, gibt es von unterschiedlichen Anbietern inzwischen zu Kampfpreisen von weniger als zehn Basispunkten (0,1 Prozent) pro Jahr. Die Fondsgesellschaften bezeichnen diese Fonds griffig als Core-ETFs. Nicht ganz zu Unrecht: Mit solchen Bausteinen lassen sich gerade im Rahmen einer langfristigen Anlagestrategie deutliche Renditevorteile gegenüber anderen, teureren Finanzinstrumenten wie aktiv gemanagten Investmentfonds erzielen, deren Verwaltungsgebühr in der Regel durch eine hohe Vertriebskomponente belastet ist. Transaktionskosten gehen bei aktiven Fonds zu Lasten der Rendite. Bei ETFs werden diese Kosten dagegen in Form einer Wertpapierhandelsprovision externalisiert.

Wie Kosten auf den Anlageerfolg wirken, hat Vanguard, der weltweit drittgrößte Anbieter von ETFs und Indexfonds in einer Studie eindrücklich demonstriert. Untersucht wurden dabei die Renditen aktiver Fonds, relativ zu ihrer Benchmark, sowie der Einfluss der Kosten. Bevor in der Untersuchung die Unterschiede zwischen aktivem und passivem Portfolio-Management

betrachtet werden, wird für den Gesamtmarkt festgestellt, dass Outperformance oft als Nullsummenspiel betrachtet wird: Erzielt ein Anleger eine Überrendite gegenüber dem Markt, so muss ein anderer Marktteilnehmer entsprechend schlechter in seinem Anlageergebnis abschneiden. Die Summe der vermögensgewichteten Renditen aller Investoren entspricht damit exakt der Marktrendite. Die Summe aller Renditen kann man als Glockenkurve darstellen (siehe Abbildung S. 19 oben). Dabei entspricht die Marktrendite dem Mittelwert. Dies gilt natürlich für alle Märkte, wie zum Beispiel länderspezifische Aktien- und Obligationenmärkte oder auch für spezialisierte Märkte wie den Immobilienmarkt.

In der Grafik repräsentiert die rechte Glockenkurve die vermögensgewichteten Überschussrenditen vor Kosten, wobei die rechte Hälfte für positive Werte, die linke Seite für negative Werte steht und konsequenterweise deren Summe der Marktrendite entspricht. Werden auch die in der Realität üblichen Gebühren wie Managementgebühren und Transaktionskosten erfasst, verschiebt sich die Kurve nach links. Ein Teil der vermögensgewichteten Performance liegt dadurch zwar weiterhin auf der rechten Seite der Kurve, die die Marktrendite repräsentiert (gestrichelter Teil), bleibt aber nach Abzug der Kosten hinter der Marktrendite zurück.

Ein Großteil der vermögensgewichteten Performance der Anleger bleibt also nach Kosten hinter der Marktrendite zurück. Je niedriger die Kosten eines Anlageprodukts, desto näher kommen die Investoren >>>

an die Markttrendite heran. Ein Beispiel: Unterstellen wir für den deutschen Aktienmarkt eine langfristige jährliche Rendite von acht Prozent. Dann kann ein Anleger mit dem db-x-trackers-Dax-ETF (DR) bei einem Anlagebetrag von 10 000 Euro nach zehn Jahren 21 410 Euro erwarten, während der Markt bei 21 589 Euro stehen würde. Der Grund für diese kleine Differenz sind natürlich die jährlichen Gesamtkosten des ETF von 0,09 Prozent. Ganz anders fällt das Ergebnis bei einem aktiv gemanagten Aktienfonds aus. Dieser ist wohl kaum unter 1,25 Prozent jährlicher Kostenbelastung und drei Prozent Ausgabeaufschlag zu haben. Vorausgesetzt, der Fondsmanager schafft vor Kosten eine identische Wertentwicklung wie der Dax, dann ergibt sich in zehn Jahren trotzdem nur ein Anlageergebnis von 18 640 Euro. Das sind also 2 770 Euro weniger als beim ETF. Die Abbildung rechts unten verdeutlicht, wie stark die Kosten den langfristigen Erfolg einer Kapitalanlage beeinflussen.

**Verborgene Kosten.** Die Gesamtkostenquote oder Total Expense Ratio (TER) enthält die jährlichen Kosten, welche bei der Verwaltung eines ETF entstehen. Bei in Europa domizilierten OGAW-konformen Fonds beinhaltet die TER die Verwaltungsvergütung sowie diverse andere Kosten, die der Fondsgesellschaft entstehen. Diese umfassen Aufwendungen für die Leistungen der Depotbank und Prüfungsgesellschaft sowie für die Rechtsberatung, Registrierung und Einhaltung auf-

sichtsrechtlicher Bestimmungen und wird durch tagessaktuelle Abgrenzung vom Nettoinventarwert dem Sondervermögen des ETF in Rechnung gestellt. Dabei stellt die jährliche Verwaltungsvergütung lediglich eine Komponente der TER dar.

Die Höhe der TER hängt unter anderem von der Anlageklasse ab. In der Regel weisen Anleihen-ETFs eine niedrigere TER als Aktien- und Rohstoff-ETFs auf. Innerhalb der Anlageklasse Aktien steigt die TER mit zunehmender Exotik der Anlageregion oder des Anlagethemas des abgebildeten Aktienindex. ETFs auf hochliquide Indizes wie den Dax, den S&P-500 oder den Euro-Stoxx-50 weisen eine niedrigere TER aus als ETFs auf einen Index mit vielen Titeln, wie z. B. der MSCI-World-Index oder der MSCI-Emerging-Markets-Index. Innerhalb der Anlageklasse Anleihen sind ETFs auf Unternehmensanleihen oder Emerging-Markets-Anleihen teurer als ETFs auf Staatsanleihen entwickelter Länder.

Die Abbildungsmethode hat tendenziell keinen Einfluss auf die TER, obwohl Anleger oft bei Swap-basierten (synthetischen) ETFs günstigere Konditionen erwarten. Die Praxis zeigt aber gerade in der jüngeren Vergangenheit eine stetig zunehmende Anzahl an Gegenbeispielen, da letztendlich die Preispolitik des Anbieters die entscheidende Stellgröße ist. Die TER ist dabei eine Kennzahl, die der Anleger leicht in den Produktlisten auf den Anbieter-Web-Seiten finden kann. Hilfreich sind auch Datenbankvergleiche, etwa mit den

Tools von Morningstar und Lipper oder auf kostenlos zugänglichen Seiten im Internet, wie beispielsweise [www.boerse-frankfurt.de/etf](http://www.boerse-frankfurt.de/etf).

Ein Vergleich der TER unterschiedlicher ETFs auf den gleichen Index kann durchaus lohnen, wie sich am Beispiel des S&P-500-Index zeigt. Durch eine langjährige und bis vor Kurzem exklusive Indexlizenz konnte der ETF-Anbieter iShares einen hohen Bestand an verwaltetem Vermögen bei seinem seit mehr als zehn Jahren angebotenen ETF auf diesen Index aufbauen. Trotz hoher Gebühren sicherte sich iShares bei diesem ETF langfristige Wettbewerbsvorteile. Nachdem viele ETF-Anbieter seit Mai 2010 sukzessive den S&P-500-Index in ihrer ETF-Angebotspalette aufgenommen haben, haben Anleger heute mehr Wahlmöglichkeiten. Verfügbar sind ETFs mit physischer Replikation und einer jährlichen TER, die zwischen 0,05 Prozent und 0,4 Prozent liegt, und synthetisch replizierende Fonds, die preislich im Mittelfeld liegen. Der Unterschied ist für einen so liquiden Index nicht durch Vorteile bei den Handelskosten oder durch dauerhaft niedrigere Geld-Brief-Spannen zu rechtfertigen. ETF-Anleger sind deshalb im Fall des S&P-500-Index wohl am besten beraten, wenn sie in den ETF mit der niedrigsten Gesamtkostenquote investieren.

**Komplexe Entscheidung.** Die Auswahl des ETF mit der niedrigsten TER muss jedoch nicht in jedem Fall die günstigste Lösung für den Investor sein, da weitere Kostenkomponenten zu berücksichtigen sind. Bei physischen ETFs können an den Indexanpassungsterminen Handelskosten anfallen. Solche Kosten entstehen durch den Verkauf von Wertpapieren, die den Index verlassen, und den Kauf von Wertpapieren, die neu in den Index aufgenommen werden, sowie durch die Anpassung der bisher und künftig enthaltenen Wertpapierpositionen auf neue Indexgewichte. Durch Wertpapierleihgeschäfte kann der Portfolio-Manager Zusatzträge zu Gunsten des Sondervermögens eines ETF erwirtschaften. Diese können im Fall von Aktien in Abhängigkeit von der Region oder Dividendenrendite bzw. für bestimmte Anleihssegmente einen spürbaren Einfluss haben. Dieser Effekt wirkt sich positiv auf die Tracking-Differenz des ETF aus und wird durch seine Wertentwicklung messbar.

Im Falle synthetischer ETFs stellen Swapgebühren eine zusätzliche Kostenquelle dar. Vorteile zu Gunsten der Anleger können durch Weitergabe von Wertpapierleihträgen durch die (den) Swappartner an das Sondervermögen des ETF entstehen. Im Fall von synthetischen ETFs, die Aktien im Sondervermögen des ETF im Rahmen einer Unfunded-Swap-Struktur halten, führt der ETF selbst in der Regel keine Wertpapier-

### Ein Index, ganz unterschiedliche Kosten

Zwölf ETFs auf den S&P-500-Index sind für deutsche Anleger verfügbar. Doch trotz gleichem Basisindex gibt es bei Gebühren und Handelsliquidität große Unterschiede. Pikant: Der teuerste ETF hat das größte Vermögen.

ETF-Anbieter	Abbildungsmethode	Ertrags-Verwendung	Vermögen (Mio. Euro)	Liquidität (XLM)*	TER (in %)
HSBC S&P 500	voll replizierend	ausschüttend	1539	14,2	0,05
S&P 500 Source	unfunded Swap	thesaurierend	686	10,3	0,05
UBS S&P 500 (A-acc)	unfunded Swap	thesaurierend	113	33,1	0,05
Vanguard S&P 500	voll replizierend	ausschüttend	4158	-	0,09
Comstage S&P 500	unfunded Swap	thesaurierend	61	8,9	0,12
iShares S&P 500 - (Acc)	optimiert replizierend	thesaurierend	2150	6,9	0,15
SPDR S&P 500	voll replizierend	ausschüttend	546	16,1	0,15
Amundi S&P 500	unfunded Swap	thesaurierend	531	7,3	0,15
Lyxor S&P 500	unfunded Swap	ausschüttend	435	7,4	0,15
db x-trackers S&P 500	unfunded Swap	thesaurierend	1045	10,5	0,20
UBS S&P 500 A	voll replizierend	ausschüttend	33	26,7	0,20
iShares S&P 500	optimiert replizierend	ausschüttend	10253	4,0	0,40

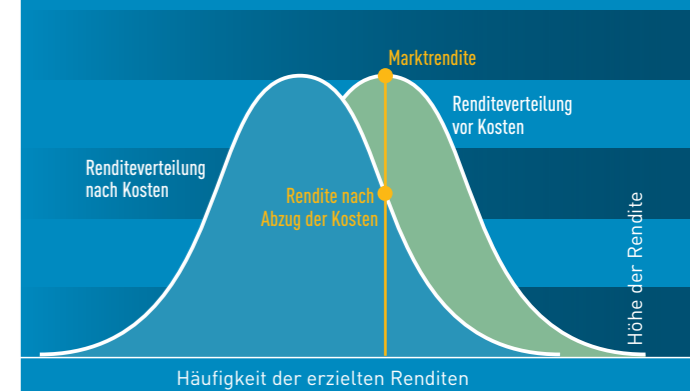
Quelle: Deutsche Börse

\*Das Xetra-Liquiditätsmaß (XLM) misst die Liquiditätskosten für die sofortige Ausführung einer Kauf- und Verkaufssorder, hier bezogen auf ein Ordervolumen von 25 000 Euro. Ein XLM von zehn Basispunkten bedeutet, dass die Market-Impact-Kosten für den Kauf und Verkauf dieses Fonds in der Summe 25 Euro betragen haben.

### Logische Konsequenz

Die Summe aller Renditen kann man als Häufigkeitskurve darstellen. Dabei entspricht die Markttrendite dem Mittelwert. Die rechte Kurve zeigt die Häufigkeit der Renditen vor Kosten. Rechts der Mitte stehen positive Renditen, links negative Werte. Durch die Kosten verschiebt sich die Kurve nach links. Dadurch wird es schwerer, die Markttrendite zu erreichen.

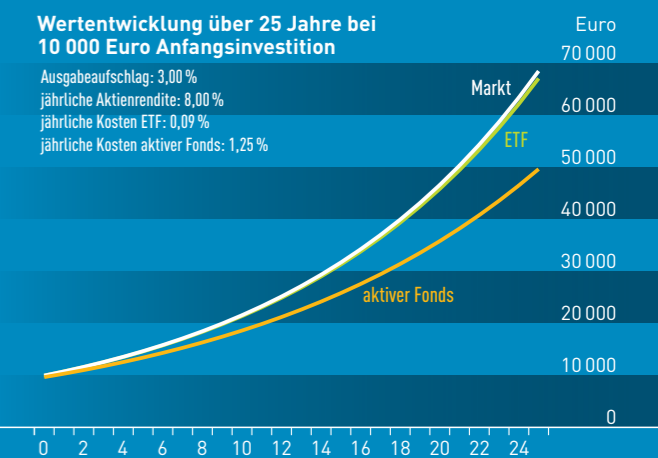
#### Auswirkung der Kosten auf die Rendite



Quelle: delta one academy

### Großer Effekt

Vor allem bei langen Anlagezeiträumen spielt die Höhe der Kosten eine große Rolle. Bei einem angenommenen jährlichen Zuwachs von acht Prozent werden in 25 Jahren aus 10 000 Euro fast 70 000 Euro. Ein ETF hätte fast den gleichen Betrag erbracht. Gehen jedoch jedes Jahr 1,25 Prozent auf Grund von Kosten verloren, ergibt sich nur ein Betrag von 50 000 Euro.



Quelle: delta one academy

## Unterschiedlich belastet

Unter den an der Deutschen Börse gelisteten ETFs gibt es große Kostenunterschiede. So liegt etwa bei ETFs für US-Aktien die TER zwischen 0,05 Prozent und 0,70 Prozent. Der Median bei dieser Kategorie beträgt 0,3 Prozent. Strategie- und Schwellenländer-ETFs sind tendenziell noch etwas teurer. Bei Anleihen-ETFs liegen dagegen die Kosten deutlich niedriger.

### Gesamtkostenquoten von ETFs in Prozent

	Minimum	Median	Maximum
US-Aktien	0,05	0,30	0,70
Aktien Euro-Zone	0,02	0,30	0,60
Strategie-ETFs	0,20	0,40	0,85
Emerging Markets		0,45	0,65 0,95
Staatsanleihen	0,12	0,16	0,55
Unternehmensanleihen	0,15	0,20	0,50

Quelle: Deutsche Börse

## Der Autor

Claus Hecher ist Inhaber der *delta one academy*, die sich auf Ausbildung und Verkaufstraining rund um ETFs spezialisiert hat. Hecher ist Autor des Fachbuchs „Anlegen wie die Profis mit ETFs“ (Finanzbuchverlag). Der Diplomkaufmann begann seine Karriere bei der Deutschen Bank und verfügt mittlerweile über mehr als 25 Jahre Erfahrung an den Kapitalmärkten. Bis 2012 war er in leitender Funktion für die weltweit bedeutendste ETF-Marke iShares der US-Fondsgesellschaft Blackrock tätig.

**CLAUS HECHER**  
Inhaber der  
delta one academy



leihgeschäfte durch, da potenzielle Erträge bereits auf Ebene des Swappartners erwirtschaftet werden.

Der Börsenhandel verursacht durch die Geld-Brief-Spanne, die Provision für den Broker, eventuelle Wertpapiertransaktionssteuern und die Creation-Redemption-Gebühr indirekte Kosten für den ETF-Anleger. Die Creation-Redemption-Gebühr wird von der ETF-Gesellschaft dem Market-Maker im Rahmen des Primärmarktgeschäfts in Rechnung gestellt und von diesem in seine Preisstellung einkalkuliert. Andererseits fallen durch diesen Mechanismus keine Transaktionskosten innerhalb des ETF an, was neben der niedrigen TER einen deutlichen Vorteil gegenüber aktiv gemanagten Investmentfonds darstellt.

**Die wahre Kostenquote.** Die Zusammenfassung aller direkten und indirekten Kosten, die beim Handel und während der Investitionsphase anfallen, lässt sich als Total Cost of Ownership bezeichnen. Der Begriff soll ETF-Anleger dafür sensibilisieren, dass die TER allein nicht ausreicht, um die tatsächlichen während der gesamten Investitionsdauer anfallenden Kosten einer ETF-Anlage zu erfassen. Dabei gilt: Je exotischer oder weniger liquide die Anlageklasse, die Region oder das Anlagethema ist, desto geringer ist die Aussagekraft der TER als Indikation für die Gesamtkosten des Investments. Für hochliquide Indizes wie Dax, S&P-500 oder Euro-Stoxx-50 sind die Unterschiede der indirekten Kosten, die nicht durch die TER abgedeckt werden, relativ gering. In diesen Fällen führt die Auswahl von ETFs auf den gleichen Index durch einfachen Vergleich der TER in der Regel zur wirtschaftlich richtigen Entscheidung.

Die durchschnittliche Total-Expense-Ratio der in Europa beheimateten ETFs ist generell attraktiv niedrig im Vergleich mit anderen Finanzprodukten. ETFs auf Standard-Aktienindizes kommen derzeit auf eine gewichtete Kostenquote von 0,36 Prozent, Anleihen-ETFs auf 0,24 Prozent, und ETFs auf Rohstoff-Indizes sind mit einer gewichteten durchschnittlichen Kostenquote von 0,43 Prozent belastet. Strategie-ETFs, Smart-Beta-ETFs und ETFs, die eine Asset-Allocation indexiert abbilden, weisen in der Regel höhere Gebühren aus.

Zusammenfassend lässt sich also dreierlei festhalten. Erstens: Bei ETFs, die sogenannte Kernmärkte abbilden, sinken die Gebühren. Zweitens: Die niedrigen Gebühren zeichnen ETFs als geeignete Instrumente für den langfristigen Kapitalaufbau aus. Drittens: Neben der TER müssen die Anleger auch auf andere Kostenfaktoren wie die Handelskosten achten.

CLAUS HECHER \_\_\_\_\_