

MICHAEL HUBER

PROFESSIONELL IN ETFs INVESTIEREN

Einblicke, Hintergründe
und Expertentipps

FBV



MICHAEL HUBER

PROFESSIONELL IN ETFs INVESTIEREN

Einblicke, Hintergründe
und Expertentipps

FBV

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie.
Detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Für Fragen und Anregungen:

info@finanzbuchverlag.de

Originalausgabe, 1. Auflage 2023

© 2023 by FinanzBuch Verlag, ein Imprint der Münchner Verlagsgruppe GmbH,

Türkenstraße 89

80799 München

Tel.: 089 651285-0

Fax: 089 652096

Die im Buch veröffentlichten Ratschläge wurden von Verfasser und Verlag sorgfältig erarbeitet und geprüft. Eine Garantie kann jedoch nicht übernommen werden. Ebenso ist die Haftung des Verfassers beziehungsweise des Verlages und seiner Beauftragten für Personen-, Sach- und Vermögensschäden ausgeschlossen.

Alle Rechte, insbesondere das Recht der Vervielfältigung und Verbreitung sowie der Übersetzung, vorbehalten. Kein Teil des Werkes darf in irgendeiner Form (durch Fotokopie, Mikrofilm oder ein anderes Verfahren) ohne schriftliche Genehmigung des Verlages reproduziert oder unter Verwendung elektronischer Systeme gespeichert, verarbeitet, vervielfältigt oder verbreitet werden.

Redaktion: Silvia Kinkel

Korrektur: Petra Sparrer

Umschlaggestaltung: Sonja Vallant

Umschlagabbildung: [allanswart/istockphoto.com](https://www.allanswart.com)

Satz: Daniel Förster

Druck: Florjancic Tisk d.o.o., Slowenien

Printed in the EU

ISBN Print 978-3-95972-683-2

ISBN E-Book (PDF) 978-3-98609-313-6

ISBN E-Book (EPUB, Mobi) 978-3-98609-314-3



Weitere Informationen zum Verlag finden Sie unter

www.finanzbuchverlag.de

Beachten Sie auch unsere weiteren Verlage unter www.m-vg.de

INHALT

VORWORT	7
Danksagung	8
1 ETFs ALS ANLAGEVEHIKEL	9
1.1 Der Ursprung von ETFs	10
1.2 Produktgruppen	13
1.3 Generelle Eigenschaften von ETFs	16
1.4 Creation und Redemption – der entscheidende Vorteil	21
1.5 Creation-Unit und Creation-Basket	26
1.6 Fixkosten bei Creations und Redemptions	30
1.7 Der Einsatz von ETFs	32
1.8 Alternativen zu ETFs	39
2 DER INHALT VON ETFs	45
2.1 Von klassischen Indizes zu aktiven Strategien	47
2.2 Berechnung von Indizes	56
2.3 Das Pricing von Indizes	63
2.4 Gefahren von Indizes und ETFs	66
2.5 Rohstoff-ETFs und -ETCs	72
2.6 Währungsgesicherte ETFs	77
2.7 Nachhaltige (ESG) ETFs	82
2.8 Leveraged und Short ETFs	87
2.9 Themenbasierte ETFs	90
3 REPLIKATIONSMETHODEN	95
3.1 Physisch replizierende ETFs	96
3.2 Wertpapierleihe bei physischen ETFs	99
3.3 Synthetisch replizierende ETFs	100
3.4 Das Gegenparteirisiko synthetischer ETFs	102
3.5 Synthetische ETFs und die Rolle der Investmentbanken	103
3.6 Vorteile der synthetischen Replikation	107
3.7 Institutionelle Anleger: Reporting bei synthetischen ETFs	113

4 DER HANDEL VON ETFs	115
4.1 Die Liquidität von ETFs	116
4.2 Die Liquidität des Basket	121
4.3 Handelsausführung bei ETFs	124
4.4 Preisstellung von ETFs	141
4.5 Der Spread von ETFs	147
4.6 Premium und Discount zum NAV	150
4.7 Der richtige Handelszeitpunkt	153
4.8 ETF Lending bei institutionellen Anlegern	155
5 DIE AUSWAHL VON ETFs	159
5.1 Die Größe von ETFs	161
5.2 Die Managementgebühr von ETFs	164
5.3 Die Total Cost of Ownership	167
5.4 Tracking Error und Tracking Difference	170
5.5 Der Verlauf der Tracking Difference	173
5.6 Überblick wichtiger Rendite- und Risikokennzahlen	184
6 FIXED INCOME ETFs	193
6.1 Besonderheiten von Fixed Income ETFs	195
6.2 Vorteile der ETF-Hülle	200
6.3 Kritikpunkte an Fixed Income ETFs	205
6.4 Der Creation- und Redemption-Prozess	210
6.5 Das Pricing von Fixed Income ETFs	212
7 QUICK GUIDE	219
7.1 Grundsätzliche Überlegungen	219
7.2 Die ETF-Auswahl	222
7.3 Der Handel von ETFs	227
8 MUSTERPORTFOLIOS FÜR DIE PRIVATE ANLAGE	233
8.1 Einfaches Portfolio – 3 Positionen	237
8.2 Standardisiertes Portfolio – 6 Positionen	239
8.3 Individuelles Portfolio – 12 Positionen Plus	241
SCHLUSSWORT	247
Stichwortverzeichnis	248
Abbildungsverzeichnis	250

VORWORT

ETFs erfreuen sich sowohl bei privaten als auch bei professionellen Anlegern zunehmender Beliebtheit. Ihr Image als einfaches, leicht zu verstehendes Anlagevehikel ist für diesen Erfolg sicherlich von entscheidender Bedeutung. Doch auch wenn viele Anleger mit der grundlegenden Funktionsweise von ETFs vertraut sind, gilt es im Rahmen der Investitions-umsetzung eine Reihe von Besonderheiten zu beachten, die bislang nur unzureichend bekannt sind.

Dieses Buch ist nicht das erste zum Thema ETFs. Es ist jedoch eines der wenigen, das sich detailliert mit den technischen Aspekten von ETFs auseinandersetzt, die Zusammenhänge des ETF-Markts aufzeigt und hinter die Kulissen blickt.

Durch rund 15 Jahre Praxiserfahrung in der Finanzindustrie konnte ich umfassende Einblicke gewinnen, wie professionelle Anlageentscheider bei Versicherungen, Banken, Pensionseinrichtungen, Industrieunternehmen, Asset-Managern und Vermögensverwaltern agieren und welche Aspekte sie beim Einsatz von ETFs berücksichtigen.

Mit diesem Buch möchte ich Ihnen das Wissen der Profis zugänglich machen und, soweit möglich, Tipps, Tricks und Kniffe ableiten, die sich daraus für Privatanleger ergeben. Die Ausführungen richten sich nicht an Einsteiger, sondern an erfahrene private und professionelle Investoren, die ein tiefgehendes und zugleich praxisorientiertes Verständnis für die Materie entwickeln möchten.

Abschließend sind in einem kurzen Quick-Guide die wichtigsten Punkte zusammengefasst, die es bei Investitionen in ETFs zu beachten gilt. Darüber hinaus erfahren Sie, wie der Aufbau eines strukturierten und ausgewogenen ETF-Portfolios erfolgen kann.

Ihr Michael Huber

Danksagung

Herzlichen Dank an alle, die mich bei der Erstellung dieses Buchs unterstützt haben. Neben dem gesamten Team der Münchner Verlagsgruppe möchte ich auch die vielen Weggefährten erwähnen, die mir eine differenzierte Sichtweise auf das Thema ETFs eröffnet haben. Ein besonderer Dank gilt meinem lieben Olli, der mich bei diesem Buch von Anfang an als Sparringspartner begleitete und neben zahlreichen Korrekturen auch viele wertvolle Inhalte beisteuerte.

Wichtige Information: Als Finanzprofi möchte und muss ich darauf hinweisen, dass die nachfolgenden Ausführungen Anlegern lediglich als Orientierungshilfe dienen sollen. Sie stellen keine Anlageempfehlung dar. Da die beschriebenen Instrumente und Anlageklassen teils starken Kurschwankungen unterliegen, kann der Anlageerfolg nicht garantiert werden und ein Totalverlust des eingesetzten Kapitals ist möglich. Der Leser trägt das alleinige Risiko, wenn er eine Anlageentscheidung basierend auf den Informationen dieses Buchs trifft. Eine Haftung durch den Autor wird explizit ausgeschlossen.

Erklärung: Die Konzepte und Ideen in diesem Buch sind meine eigenen und repräsentieren in keiner Form die Ansichten und Empfehlungen meines aktuellen oder meiner bisherigen Arbeitgeber.

1 ETFs ALS ANLAGEVEHIKEL

Exchange Traded Funds, oder kurz ETFs, werden von den meisten Investoren als einfach zu verstehende Fonds wahrgenommen, die einen Index abbilden und an der Börse handeln. An dieser Definition ist inhaltlich nichts auszusetzen, allerdings greift sie etwas kurz.

Ohne an dieser Stelle bereits auf die genauen Eigenschaften und Inhalte einzugehen, sollte ein ETF zunächst unabhängig von seinem Inhalt betrachtet und als eine moderne Verpackungsform, also als eine rechtliche Hülle verstanden werden. Diese ermöglicht es, unterschiedliche Anlageklassen und Strategien investierbar zu machen und ist keinesfalls auf die Nachbildung von Indizes beschränkt.

Auch das Konstrukt eines klassischen Publikumsfonds kann als rechtliche Hülle verstanden werden, welche die Bündelung von Anlagevermögen ermöglicht. Das bedeutet, dass sich in einem Fonds für gewöhnlich mehrere Anleger zusammenschließen, um dadurch gemeinsam eine größere Investitionssumme zur Verfügung zu haben. Die Zusammenführung von Anlagebeträgen in einem gemeinsamen Fondsvermögen bietet insbesondere für Privatanleger Vorteile, da dadurch auch kleine Anlagesummen von professionellen Managern verwaltet werden können und zugleich ein hohes Maß an Risikostreuung (Diversifikation) möglich ist. Der Inhalt des Fonds wird dann vom jeweiligen Fondsmanager bestimmt und kann beispielsweise aus Aktien, Anleihen und Barmitteln bestehen, die bei einer unabhängigen Verwahrstelle (Depotbank) gehalten werden. Für die Administration des Fonds ist die Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG) verantwortlich.

Wie der Name bereits erahnen lässt, handelt es sich auch bei einem ETF um eine Ausgestaltungsform eines Fonds. Im Vergleich zur klas-

sischen Fondshülle weisen ETFs allerdings einige Besonderheiten auf, die mich zu der etwas provokativ formulierten These führen, dass ETFs eine Weiterentwicklung der klassischen Fondshülle darstellen, sozusagen Fonds 2.0 sind. Diese Einschätzung wird auch von den jüngsten Entwicklungen gestützt, da erste namhafte Gesellschaften damit beginnen, bestehende Publikumsfonds in ETFs umzuwandeln.* Was ETFs als Anlagevehikel genau auszeichnet, wird im Folgenden detailliert beschrieben.

1.1 Der Ursprung von ETFs

Eine Vielzahl von Ausarbeitungen zum Thema ETFs beginnt mit einem mehr oder weniger detaillierten Rückblick auf die Entstehungsgeschichte. Was die Autoren zu diesem Schritt veranlasst, ist in vielen Fällen nicht ersichtlich und lässt vermuten, dass dies nur aus Gründen der Vollständigkeit geschieht. Auch ich habe nicht darauf verzichtet, einen kurzen Blick auf die Ursprünge von Fonds im Allgemeinen und ETFs im Speziellen zu werfen – verbinde dies jedoch mit der Zielsetzung, Antworten auf einige häufig gestellte Fragen abzuleiten.

Während Fonds bereits seit mehr als 200 Jahren existieren, handelt es sich bei ETFs um ein vergleichsweise junges Anlagevehikel, dessen Entwicklung eng mit dem Ansatz des indexbasierten Investierens verbunden ist.† Ausgehend von der Modern Portfolio Theory von Harry M. Markowitz aus dem Jahr 1952 und der Weiterentwicklung des Konzepts durch William F. Sharpe Mitte der 1960er-Jahre‡ entstand die Idee, dass Investoren anstelle einer aktiven Wertpapierselektion auch einfach »den Markt« kaufen können, um ihre Anlageziele zu erreichen – repräsentiert durch einen Index.

* Stand November 2022 ist die Umwandlung von Publikumsfonds in ETFs insbesondere in den USA zu beobachten, wo die ETF-Hülle zusätzliche steuerliche Vorteile bieten kann.

† Die ursprüngliche Fondsidee geht auf den niederländischen Kaufmann Abraham van Ketwich zurück, der 1774 den Fonds Eendracht Maakt Magt gründete. Der Fondsgedanke wurde dann allerdings erst im 19. Jahrhundert wieder aufgegriffen.

‡ Im Jahr 1964 veröffentlichte William F. Sharpe das Capital Asset Pricing Model.

Der erste Indexfonds wurde 1971 von Wells Fargo aufgelegt. Dabei handelte es sich um eine maßgeschneiderte Lösung, speziell für den Samsonite Pension Fund als institutionellen Anleger. Der erste Index-Publikumsfonds folgte im Jahr 1975, aufgelegt von der Vanguard Group.

Die Weiterentwicklung von Indexfonds zu ETFs wurde maßgeblich durch die Toronto Stock Exchange getrieben, welche 1990 den ersten ETF auf den TSE 35 Index lancierte. Dieser ETF wurde später von iShares übernommen und existiert bis heute als iShares S&P/TSX 60 Index ETF [XIU]. Der erste ETF in den USA war der SPDR S&P 500 ETF Trust [SPY], welcher im Jahr 1993 von State Street Global Advisors an der New York Stock Exchange eingeführt wurde. Mit einem Anlagevolumen von rund 360 Milliarden USD ist er heute der mit Abstand größte ETF der Welt.* In Europa folgten die ersten ETFs auf den EURO STOXX 50 Index und den STOXX Europe 50 Index von Merrill Lynch International im Jahr 2000.†

Seit ihrer Markteinführung traten ETFs einen wahren Siegeszug an und konnten kontinuierlich Zuflüsse verbuchen. Begleitet war diese Entwicklung von einem stetig wachsenden Produktangebot und signifikanten Verbesserungen hinsichtlich der Kosten und der technischen Umsetzung des Portfolio- und Risikomanagements. Mitte des Jahres 2022 standen Anlegern nach Angaben von ETFGI.com weltweit rund 9.000 ETFs mit einem Anlagevolumen von mehr als 9 Billionen USD zur Verfügung.

ETFs nach über 30 Jahren bzw. in Europa nach über 20 Jahren als »junges Anlagevehikel« zu bezeichnen, mag auf den ersten Blick befremdlich erscheinen. Hier gilt es jedoch, den direkten Vergleich mit klassischen Fonds im Hinterkopf zu behalten, die bereits deutlich länger bestehen und lange Zeit eines der effizientesten Anlagevehikel darstellten. Vor diesem Hintergrund hat sich rund um klassische Fonds eine gewisse Infrastruktur etabliert, welche sich insbesondere auch auf die Prozesse bei Anlageberatern und Abwicklern erstreckt. Durch ihre

* Stand: September 2022.

† Weitere Ausführungen zur Geschichte von Indizes folgen in Kapitel 2.1.

speziellen Eigenschaften ist die Integration von ETFs in diese Prozesse mit einem gewissen Aufwand verbunden. Bis heute haben es viele Anlageberater versäumt, ihr Vergütungsmodell anzupassen und dadurch sicherzustellen, dass sie auch für den Einsatz von ETFs im Kundenportfolio entlohnt werden. Entsprechend gering ist häufig die Motivation dieser Berater, sich mit dem Thema ETFs detailliert zu befassen und Kunden darüber aufzuklären.* Ähnliche Probleme zeigen sich auch bei der ein oder anderen Fondsabwicklungsplattform, welche die Orderaufträge der Kunden umsetzt und anschließend die Bestände verwahrt. Neben der Frage der Vergütung gilt es für die Plattformen, ein zweites grundlegendes Problem anzugehen: Bislang verfügen nicht alle Anbieter über einen direkten Börsenzugang, um eine effiziente Orderausführung bei ETFs zu gewährleisten. Vor diesem Hintergrund wird der Handel von ETFs zum Teil nur einmal täglich zum Nettoinventarwert ermöglicht – unter Berechnung hoher Transaktionsgebühren.

Auch das Vertrauen der Anleger, das über Jahre aufgebaut werden muss, ist verbunden mit der relativ jungen Historie von ETFs. Bis heute herrscht an der ein oder anderen Stelle eine gewisse Skepsis gegenüber ETFs – interessanterweise gerade bei institutionellen Investoren, die ETFs erst seit wenigen Jahren in der eigenen Veranlagung einsetzen. Um möglichst schnell das notwendige Vertrauen zu schaffen, fokussierten sich die ETF-Anbieter zunächst stark auf Inhalte, die kostengünstig umgesetzt werden konnten, den meisten Investoren bereits gut bekannt waren und regelmäßig bei der Performancemessung zum Einsatz kamen: klassische Standard-Indizes. Die Frage, warum nahezu jeder Anbieter einen ETF auf den S&P 500 Index, den MSCI World Index oder den EURO STOXX 50 Index in seinem Repertoire hat, ist damit sicherlich zu einem gewissen Teil beantwortet.† Gleichzeitig ergibt sich eine mögliche Begründung dafür, warum derzeit der überwiegende Anteil von

* Weitere Ausführungen erfolgen in Kapitel 1.3 unter dem Punkt »Kosteneffizienz«.

† Zusätzliche Gründe sind unter anderem, dass Anbieter versuchen, ihren Kunden eine vollständige Produktpalette zur Verfügung zu stellen und dass ETFs auf Standard-Indizes eine vergleichsweise hohe Nachfrage erfahren.

ETFs einen Index abbildet und bislang nur eine geringe Anzahl aktiv verwalteter Anlagestrategien über ETFs zur Verfügung steht.*

Betrachtet man die Entwicklung des SPDR S&P 500 ETF, kann daraus eine weitere Besonderheit des ETF-Markts abgeleitet werden: der First Mover Advantage. Darunter versteht man den Effekt, dass der erste ETF seiner Art in der Regel einen gewissen Vorteil gegenüber der später an den Markt kommenden Konkurrenz genießt, indem er größere Anlagesummen auf sich zieht. Dieses Phänomen ist auch bei anderen ETFs zu beobachten, wie beispielsweise dem Invesco Nasdaq 100 ETF [QQQ], und motiviert die Anbieter dazu, neue Produktideen möglichst schnell an den Markt zu bringen. Hierdurch lässt sich die Vielzahl an Neuproduktaufgaben erklären, welche dann zum Teil wiederum ETF-Schließungen nach sich ziehen, falls die angebotenen Strategien nicht auf Zuspruch der Anleger treffen.

1.2 Produktgruppen

In den vergangenen Jahren hat sich neben ETFs eine Reihe weiterer börsengehandelter Instrumente etabliert, die über ähnliche Eigenschaften verfügen. Zu den wichtigsten Vertretern zählen Exchange Traded Commodities (ETCs) und Exchange Traded Notes (ETNs). Übergeordnet werden ETFs, ETCs und ETNs auch als Exchange Traded Products oder ETPs bezeichnet.

Alle ETPs haben gemein, dass sie eine rechtliche Hülle für Anlagestrategien darstellen, welche über die Börse handelbar ist. Neben diesen Gemeinsamkeiten gibt es jedoch auch deutliche Unterschiede, insbesondere hinsichtlich des Emittentenrisikos. Hier kann ein Blick ins Kleingedruckte lohnen, das bei allen institutionellen Anlegern integraler Bestandteil der Anlageentscheidung ist. Abbildung 1 fasst die wichtigsten Produktgruppen innerhalb der ETPs zusammen.

* Ein entscheidender Grund hierfür liegt sicherlich auch in den höheren Transparenzanforderungen eines ETF und der Tatsache, dass viele aktive Manager diese nicht erfüllen möchten.

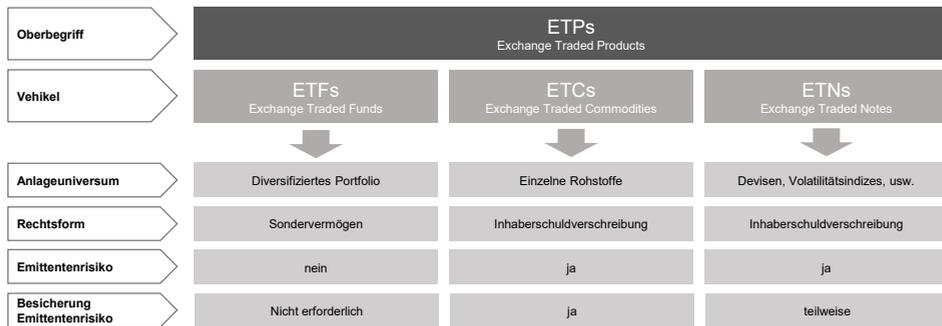


Abbildung 1: Übersicht ETPs

ETFs sind die wohl bekannteste und bei Weitem erfolgreichste Produktgruppe innerhalb der ETPs. Wie Publikumsfonds sind auch ETFs als Sondervermögen ausgestaltet. Das Anlagevermögen wird hier im Namen des Fonds bei einer unabhängigen Depotbank gehalten und ist strikt vom Kapital des Managers bzw. der KVG getrennt. Ein rein physisch replizierender ETF, der auf Wertpapierleihe und Derivate verzichtet, ist damit frei von potenziellen Ausfallrisiken der beteiligten Parteien.*

Darüber hinaus erfüllen fast alle europäischen ETFs die UCITS-Standards aus der gleichnamigen EU-Direktive.† Diese Vorschriften dienen einer Vereinheitlichung der europäischen Fondslandschaft, und viel wichtiger: Sie sorgen für einen größeren Anlegerschutz. So bestehen strenge Vorgaben hinsichtlich der Diversifikation des Portfolios, des Einsatzes von Derivaten, der Gegenparteierrisiken, der Veröffentlichungspflichten und der Depotbank, bei welcher die Vermögenswerte gehalten werden.‡ Repliziert ein UCITS-ETF einen Index, so muss dieser ebenfalls die UCITS-Vorgaben erfüllen.

* Ausfallrisiken gegenüber anderen beteiligten Parteien können sich bei ETFs gegebenenfalls durch Wertpapierleihe oder durch synthetische Replikation ergeben, was in den folgenden Kapiteln detailliert beschrieben wird.

† UCITS steht für Undertaking for Collective Investments in Transferable Securities. Vergleiche: EU-Direktive 2009/65/EG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren und ESMA/2014/937DE Leitlinien zu börsengehandelten Indexfonds und anderen OGAW-Themen.

‡ Im Deutschen wird anstelle von UCITS auch synonym der Begriff OGAW (Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren) verwendet.

Da die UCITS-Richtlinien keine Fonds und ETFs erlauben, die ausschließlich in einen einzelnen Rohstoff investieren, haben sich ETCs als weitere Produktkategorie etabliert.* ETCs sind technisch gesehen Inhaberschuldverschreibungen und unterliegen damit, wie andere Zertifikate auch, grundsätzlich dem Ausfallrisiko des Emittenten. Um diesen Nachteil auszugleichen, werden für die Vermögenswerte innerhalb eines ETC in aller Regel Sicherheiten bei einer unabhängigen Verwahrstelle hinterlegt.

Während bei Edelmetallen eine physische Hinterlegung des jeweiligen Rohstoffs ohne Probleme möglich ist, werden bei Rohstoffen wie Öl, Kupfer oder Weizen für gewöhnlich anderweitige Sicherheiten, wie beispielsweise Staatsanleihen, im Sicherheiten-Portfolio verwahrt. Sollte nun der Fall eintreten, dass der Emittent des ETC in Schieflage gerät, sind die Ansprüche der Anteilseigner durch die Hinterlegung abgesichert. Institutionelle Investoren beschäftigen meist eigene Abteilungen für das Risikomanagement und verwenden viel Zeit darauf, die Mechanismen der Besicherung und die Höhe der Sicherheiten akribisch zu prüfen. Die meisten Anbieter von ETCs halten vor diesem Hintergrund umfangreiche Dokumentationen ihrer Prozesse vor und machen diese zum Teil über ihre Website zugänglich. Wenngleich es einen gewissen Aufwand bedeutet, kann sich auch für Privatanleger ein genauere Blick ins Kleingedruckte lohnen, um ungewollte Überraschungen zu vermeiden.

Exchange Traded Notes (ETNs) weisen technisch gesehen keinen Unterschied zu ETCs auf, beziehen sich jedoch nicht auf Rohstoffe, sondern auf andere Basiswerte wie Devisen oder Volatilitätsindizes. ETNs sind sowohl in besicherter als auch in unbesicherter Form erhältlich. Erfolgt keine Besicherung, bedeutet das, dass der Anleger das Kreditausfallrisiko des Emittenten trägt. Daran ist grundsätzlich nichts auszusetzen, Anleger sollten sich des übernommenen Risikos allerdings bewusst sein, um im Zweifelsfall entsprechend reagieren zu können.

* Unter den UCITS-Vorgaben sind Direktinvestitionen in physische Rohstoffe unzulässig, ein entsprechendes Exposure kann jedoch über Derivate aufgebaut werden. Zusätzlich ist ein Mindestmaß an Diversifikation vorgeschrieben.

Der Unterschied zwischen einem ETF, einem ETC und einem ETN ist oftmals nicht auf den ersten Blick ersichtlich und in der Praxis ist mir der ein oder andere Fall begegnet, bei dem ETCs oder ETNs vereinfacht als ETFs bezeichnet wurden. Meist handelte es sich lediglich um eine Unachtsamkeit bezüglich der korrekten Nomenklatur und die Anleger waren sich der Art des Instruments durchaus bewusst. Gerade Privatanleger sollten hier im Zweifel aber lieber genau recherchieren, um Unklarheiten auszuschließen.

Die nachfolgenden Ausführungen beziehen sich überwiegend auf ETFs als wichtigste Produktgruppe innerhalb der ETPs. Die Erläuterungen zur Auswahl und zum Handel von ETFs finden in weiten Teilen jedoch auch auf ETCs und ETNs Anwendung.

1.3 Generelle Eigenschaften von ETFs

Wie bei klassischen Publikumsfonds handelt es sich auch bei ETFs um diversifizierte und segregierte Sondervermögen. Sie bieten Anlegern Zugang zu einem breit gestreuten Portfolio, welches über eine einzige Identifikationsnummer (ISIN) gekauft bzw. veräußert werden kann.* Als börsengehandelte Instrumente weisen ETFs jedoch zusätzliche Eigenschaften auf, die Investoren bislang nur von Aktien kennen, wie etwa die fortlaufende Preisstellung oder die unterschiedlichen Handelsmöglichkeiten. Im Ergebnis sind ETFs dadurch äußerst attraktive Anlagevehikel, welche vielfältige Einsatzmöglichkeiten eröffnen. Abbildung 2 gibt einen Überblick der wesentlichen Eigenschaften von ETFs.

* ISIN steht für International Security Identification Number. In Deutschland ist anstelle der ISIN auch die Wertpapierkennnummer (WKN) gebräuchlich. Sowohl die ISIN als auch die WKN erlauben es, ein Finanzinstrument eindeutig zu identifizieren. Bei ETFs und Fonds hat jede Anteilsklasse eine eigene ISIN bzw. WKN. Institutionelle Anleger verwenden alternativ meist den Bloomberg-Ticker.

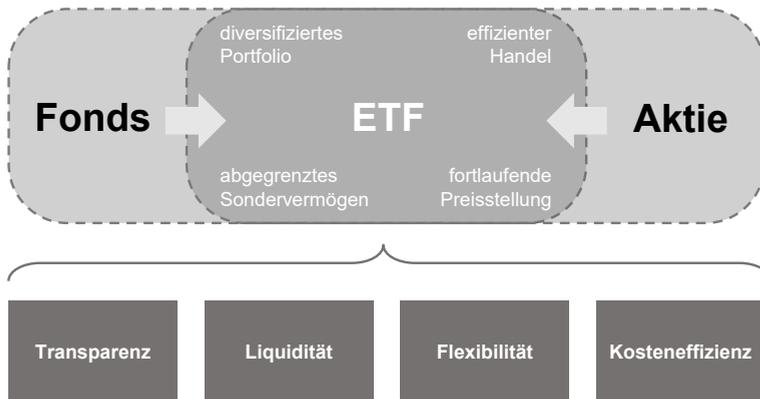


Abbildung 2: Eigenschaften von ETFs

Die Eigenschaften von ETFs werden häufig mit den Stichworten Transparenz, Liquidität, Flexibilität und Kosteneffizienz umschrieben. Was sich hinter diesen Begriffen verbirgt, wird nachfolgend kurz beleuchtet. Genauere Ausführungen folgen im weiteren Verlauf dieses Buchs.

Transparenz: Im Gegensatz zu vielen klassischen Publikumsfonds, die ihre Portfoliozusammensetzung meist nur zu halbjährlichen Stichtagen und mit einigen Monaten Verzug melden, zeichnen sich ETFs durch eine hohe Transparenz aus. Dies gilt in doppelter Hinsicht für Produkte, die einem Index folgen. Die Transparenz bezieht sich zum einen auf die Indexmethodologie, welche klar kommunizierten Regeln folgt, und zum anderen auf die Zusammensetzung des Portfolios. So veröffentlichen ETF-Anbieter in der Regel täglich die genauen Wertpapierbestände ihrer Produkte und ermöglichen Investoren dadurch eine volle Durchschau auf die von ihnen gehaltenen Einzelpositionen. Mit dieser Information ist es Anlegern möglich, über die verschiedenen Positionen ihres Portfolios hinweg Konzentrationsrisiken zu erkennen und diesen entgegenzusteuern.

Während sowohl professionelle Fondsmanager als auch Indexanbieter in aller Regel versuchen, ein möglichst ausgewogenes und diversifiziertes Portfolio zusammenzustellen, kann eine Kombination unterschiedlicher Fonds, ETFs und Einzeltitel durchaus zu hohen Konzentrationen in einzelnen Wertpapieren, Branchen oder Ländern führen. Von diesem Effekt

sind zum Teil auch professionelle Anleger betroffen, was mir vor einiger Zeit der Anlagevorschlag einer Privatbank verdeutlichte: Das mir vorgestellte Portfolio war auf den ersten Blick breit diversifiziert und enthielt im Aktien-Segment sowohl ETFs als auch eine Reihe klassischer Publikumsfonds und Einzelaktien. Neben einigen anderen Positionen war ein signifikanter Anteil des Portfolios in zwei ETFs investiert, welche den S&P 500 Index und den NASDAQ 100 Index abbildeten. Zusätzlich waren zwei globale Aktienfonds allokiert sowie Einzelaktien von Apple, Amazon, Google (Alphabet) und Microsoft. Zu jeder der Positionen konnte mir der Bankberater ein fundiertes Investitionsrational liefern. So sollten die ETFs dazu dienen, sowohl den breiten US-Markt als auch den stark wachsenden US-Technologiesektor abzudecken. Über die globalen Publikumsfonds sollte die Chance genutzt werden, an den globalen Aktienmärkten eine Outperformance gegenüber dem breiten Markt zu erzielen, also von einem potenziellen Alpha der Portfoliomanager zu profitieren, und die Einzelaktien entsprachen den Top-Kaufempfehlungen der Bank. Was bei der Ausarbeitung des Anlagevorschlags aber schlichtweg vergessen wurde, war das Zusammenspiel der einzelnen Positionen im Portfolio. Wie sich bei genauerer Betrachtung herausstellte, hielten sowohl die genannten ETFs als auch die globalen Publikumsfonds einen signifikanten Anteil ihrer Wertpapierbestände in den Aktien von Apple, Amazon, Google und Microsoft, die dann zusätzlich auch noch als Einzelpositionen im Portfolio allokiert waren. Dadurch ergab sich ein hohes Konzentrationsrisiko hinsichtlich dieser vier Unternehmen sowie hinsichtlich des US-Technologiesektors. Im Nachhinein betrachtet wäre die vorgeschlagene Allokation sicherlich sehr profitabel gewesen, was allerdings nichts an den beschriebenen Risiken ändert.

Während ich bei dem Anlagevorschlag für die eingesetzten ETFs durch wenige Klicks eine tagesaktuelle Aufstellung der Einzelpositionen erhielt, war dies bei den aktiv gemanagten Publikumsfonds ein deutlich schwierigeres Unterfangen. Hier war ich auf die Zahlen der zum Teil mehrere Monate alten Halbjahres- und Jahresberichte angewiesen und musste unterstellen, dass die Positionen seit dem letzten Veröffentlichungsdatum mehr oder weniger unverändert waren. Dieses Beispiel verdeutlicht, dass

die hohe Transparenz von ETFs dabei helfen kann, ein Portfolio besser auf die individuellen Bedürfnisse des Anlegers anzupassen. Dies gilt insbesondere für Privatanleger. Institutionelle Investoren erhalten sowohl im Rahmen von Spezialfonds*, als auch bei Investitionen in Publikumsfonds eine gewisse Transparenz, da zum Teil auch der Regulator eine regelmäßige Durchschau auf die Einzelpositionen fordert. Für gewöhnlich werden dafür zwischen dem Investor und dem Fondsmanager bzw. der KVG umfangreiche Geheimhaltungsvereinbarungen geschlossen, sogenannte Non Disclosure Agreements (NDAs), die als Bedingung für die Bereitstellung der benötigten Daten vorausgesetzt werden.†

Liquidität: Einer der wichtigsten Vorteile von ETFs ist ihre Liquidität, die eng mit der Transparenz zusammenhängt. Durch die Kenntnis der Portfoliozusammensetzung ist es spezialisierten Marktteilnehmern, den sogenannten Market Makern, möglich, den fairen Wert von ETFs fortlaufend zu berechnen, Preise an den Börsen zu quotieren und damit eine kontinuierliche Handelbarkeit sicherzustellen. Während klassische Publikumsfonds in aller Regel nur über die KVG erworben bzw. veräußert werden können und die Abrechnung meist erst zum Ende des nächsten Handelstags erfolgt, können ETFs während der Börsenöffnungszeiten jederzeit zum aktuellen Kurs gekauft bzw. veräußert werden. Dies gilt selbst dann, wenn die in einem ETF enthaltenen Wertpapiere zum Zeitpunkt der Orderausführung keine Handelsaktivität aufweisen. In diesem Fall kommen seitens des Market Makers vorübergehend Hedging-Positionen zum Einsatz. Durch den aktiven Handel mit bestehenden Anteilen verfügen einige ETFs sogar über eine deutlich höhere Liquidität als die Wertpapiere, die sie enthalten.

* Als Spezialfonds werden Fonds bezeichnet, die in der Regel speziell für einen (institutionellen) Investor aufgelegt wurden und auch nur diesem einen Anleger zur Verfügung stehen. Die Mindestanlagesumme für die Auflage eines Spezialfonds bewegt sich häufig im Bereich von 50 bis 100 Millionen EUR.

† Nach dem Grundsatz der Gleichbehandlung werden diese Informationen auf Anfrage zwar in der Regel allen Fondsanlegern zugänglich gemacht, Privatanleger scheuen aber meist den damit verbundenen Aufwand.

Flexibilität: ETFs weisen eine große Bandbreite an technischen Einsatzmöglichkeiten auf, wobei sich das Argument der Flexibilität meist auf die Handelsmöglichkeiten bezieht. Als börsengehandeltes Instrument können ETFs über unterschiedliche Orderarten erworben und veräußert werden. Beispiele dafür sind neben Limit-Orders und Stop-Loss-Orders auch TWAP- oder VWAP-Orders, die auf einen Einstieg zu einem über eine Handelsperiode gewichteten Preis abzielen.* ETFs bieten professionellen Investoren außerdem die Möglichkeit, durch Leerverkäufe Short-Positionen aufzubauen oder ihre Bestände an andere Marktteilnehmer zu verleihen und dadurch zusätzliche Erträge zu generieren. Die Handelsmöglichkeiten von ETFs stellen einen wesentlichen Mehrwert dar, werden von vielen Anlegern bislang aber nur unzureichend ausgeschöpft.

Kosteneffizienz: Als größter Vorteil von ETFs wird häufig ihre Kosteneffizienz im Vergleich zu aktiv gemanagten Fonds ins Feld geführt. Dieses Argument gilt in erster Linie für Privatanleger, die bei ETFs von einer deutlich geringeren Managementgebühr profitieren und darüber hinaus keinen Ausgabeaufschlag entrichten müssen. Die geringere Gebührenbelastung führt allerdings auch dazu, dass die klassischen Vergütungsmodelle von Vermögensberatern nicht mehr funktionieren und hier ein Umdenken erforderlich ist. Finanzberatung als Dienstleistung hatte und hat stets ihren Preis, was gerade in Deutschland noch viele Anleger überrascht. Bei klassischen Publikumsfonds wird der Berater zum einen durch den Ausgabeaufschlag entlohnt und erhält darüber hinaus zusätzlich regelmäßige Rückvergütungen aus der Managementgebühr, die sogenannte Bestandsprovision. Da bei ETFs weder ein Ausgabeaufschlag noch eine Rückvergütung an den Berater vorgesehen ist, muss dieser seine Dienstleistung separat in Rechnung stellen, um erfolgreich wirtschaften zu können. Das kann entweder im Sinne einer klassischen Honorarberatung auf Stundenbasis erfolgen oder durch einen Vermögensverwaltungsvertrag, welcher eine jährliche Pauschalvergütung auf den Anlagebetrag vorsieht. In der Praxis sind mir einige Berater begegnet, die eine Umstellung ihres

* TWAP steht für Time Weighted Average Price, VWAP für Volume Weighted Average Price.

Vergütungsmodells nach wie vor ablehnen. Diese Berater haben dann keinerlei Anreiz, ihren Kunden ETFs zu empfehlen und raten in einigen Fällen sogar von einem Einsatz ab.

Für institutionelle Investoren fällt die potenzielle Kostenersparnis durch den Einsatz von ETFs meist deutlich geringer aus. Gegenüber institutionellen Anteilsklassen von Fonds oder anderen Anlageformen wie Indexfonds, Spezialfonds und Mandaten bieten ETFs hinsichtlich ihrer Managementgebühr nur selten einen Vorteil. Ein differenzierter Kostenvergleich unter Berücksichtigung des organisatorischen Aufwands, steuerlicher Aspekte und anfallender Kosten für die Verbuchung kann jedoch auch hier zu dem Ergebnis führen, dass ETFs eine kosteneffiziente Alternative darstellen.

1.4 Creation und Redemption – der entscheidende Vorteil

Um die Funktionsweise von ETFs im Detail zu verstehen, ist es essenziell, sich mit dem Ablauf der Schaffung und Tilgung von ETF-Anteilen zu befassen, dem sogenannten Creation- bzw. Redemption-Prozess. Auch wenn dieser Prozess auf den ersten Blick komplex erscheint, ist seine technische Ausgestaltung sehr gut durchdacht und ausschlaggebend für zahlreiche Vorteile der ETF-Hülle.

Wie klassische Publikumsfonds sind auch ETFs offene Anlagevehikel, deren Anzahl ausstehender Anteilsscheine, entsprechend der Nachfrage, flexibel erhöht oder verringert werden kann. Während Anleger bei Publikumsfonds direkt mit der KVG, also vereinfacht mit »dem Fonds« handeln, besteht bei ETFs praktisch keine effiziente Möglichkeit, dies zu tun.* Hier erfolgt die Orderausführung stets über die Börse bzw. über einen Liquidity Provider. Der Begriff Liquidity Provider umschreibt alle professionellen Marktteilnehmer, die Anlegern Liquidität in einem ETF bereitstellen. Dies

* Die EU-Regulierung sieht vor, dass Anleger auch direkt über die KVG Anteile zurückgeben können. Daher sind in den Prospekten eher prohibitive Preise zur Anteilsausgabe und Rücknahme enthalten, die häufig im Prozentbereich liegen. Vergleiche ESMA/2014/937DE Leitlinien zu börsengehandelten Indexfonds und anderen OGAW-Themen.

sind beispielsweise Broker/Dealer, ihre angeschlossenen Institutional Sales- und Trading-Desks sowie Market Maker.* Als Market Maker werden Broker/Dealer bezeichnet, die sich neben der Verfügbarkeit von ETF-Anteilen auch für die fortlaufende Preisstellung verantwortlich zeichnen. Damit nehmen sie für die Funktionsfähigkeit des ETF-Markts eine entscheidende Rolle ein. Um eine ausreichende Liquidität zu gewährleisten, sind Market Maker in vielen Fällen auf die Zusammenarbeit mit einem Authorized Participant (AP) angewiesen. APs sind Marktteilnehmer, denen es durch eine spezielle vertragliche Anbindung an den ETF-Anbieter möglich ist, neue Anteilsscheine zu kreieren bzw. bestehende Anteilsscheine zurückzugeben. In der Praxis sind sehr viele APs auch gleichzeitig Market Maker, sodass die Begriffe häufig in Kombination verwendet werden.†

Der grundsätzliche Ablauf von Creations und Redemptions in einem ETF lässt sich am besten anhand sogenannter In-Kind-Transaktionen veranschaulichen. Das bedeutet, dass die Schaffung neuer sowie die Rücknahme bestehender ETF-Anteile auf einer physischen Lieferung ex ante festgelegter Wertpapiere basieren, dem sogenannten Basket.‡ Der Basket wird vom ETF-Anbieter definiert und gibt vor, welche Wertpapiere in welcher Gewichtung geliefert bzw. entgegengenommen werden müssen, um eine bestimmte Anzahl von ETF-Anteilsscheinen zu schaffen bzw. zurückzugeben. Die genaue Ausgestaltung des Basket wird in den folgenden Kapiteln vertieft. Für eine bessere Nachvollziehbarkeit kann zunächst gedanklich unterstellt werden, dass die Zusammensetzung des Basket 1:1 dem Zielindex entspricht.

Im Rahmen des Creation- bzw. Redemption-Prozesses haben APs die Möglichkeit, den Basket flexibel gegen ETF-Anteile zu tauschen. Möchte ein AP neue Anteilsscheine kreieren, so muss er zunächst den entsprechenden Basket in den ETF einliefern. Im Gegenzug werden dann neue ETF-Anteile geschaffen und dem AP zur Verfügung gestellt. Im Fall von

* Als Broker/Dealer werden Marktteilnehmer bezeichnet, die Orderaufträge im Namen ihrer Kunden (Broker) oder im eigenen Namen (Dealer) ausführen bzw. beides tun.

† Um eine bessere Übersichtlichkeit zu erzielen, wird im Folgenden stets vereinfacht von Market Makern bzw. Market Makern mit AP-Status gesprochen. Zusätzliche Liquidity Provider sind gegebenenfalls unter diesen Begriffen subsummiert.

‡ Ausführungen zu Cash-Creations erfolgen am Ende dieses Kapitels.

Anteilsscheinrückgaben läuft der beschriebene Prozess genau umgekehrt ab. Hier liefert der AP dem ETF-Anteilsscheine zurück, die dann gegen Auslieferung des Basket eingezogen werden. In beiden Fällen erfolgt die Abrechnung stets auf Basis des offiziellen Nettoinventarwerts (NAV), welcher eine Aufteilung aller Vermögenswerte des ETF auf die ausgegebenen Anteile darstellt.* Die Entscheidung darüber, Creations bzw. Redemptions in einem ETF vorzunehmen, obliegt allein den APs. Anleger haben hierauf keine Einflussmöglichkeit. Große Ordervolumen erhöhen jedoch die Wahrscheinlichkeit, dass sie eine entsprechende Anpassung der ausstehenden Anteilsscheine nach sich ziehen.

Der Creation- und Redemption-Prozess unter Einbindung von APs bedingt einige entscheidende Eigenschaften von ETFs, wie etwa die effiziente Preisstellung. ETF-Anteile und der zugrunde liegende Basket werden in unterschiedlichen Marktsegmenten gehandelt, sodass sich grundsätzlich auch unterschiedliche Preise ergeben könnten. Durch die Austauschbarkeit zwischen dem ETF und dem Basket sind beide allerdings durch eine gemeinsame Arbitrage-Möglichkeit verbunden, sodass stark abweichende Preise in aller Regel vermieden werden.†

Darüber hinaus kann durch die APs sichergestellt werden, dass jeder Investor lediglich seine eigenen Handelskosten trägt. Die Anwendung des Verursacherprinzips scheint an dieser Stelle eine Selbstverständlichkeit zu sein, bei klassischen Fonds ist jedoch genau das Gegenteil der Fall. Hier werden die anfallenden Kosten meist von der Gemeinschaft der Anleger getragen. Abbildung 3 stellt den Creation-Prozess eines ETF dem vergleichbaren Prozess eines klassischen Fonds gegenüber. Zur Veranschaulichung wurden ein Fonds und ein ETF gewählt, die beide in Aktien investieren. Für den ETF ist eine In-Kind-Creation beschrieben, wobei die grundsätzliche Systematik auch für Cash-Creations gilt, die nur einen Ausgleich der Geldbeträge erfordern.

* Bei der Creation bzw. Redemption von ETF-Anteilen muss der AP die durch den ETF-Anbieter festgelegte Cut-Off Zeit einhalten, wenn er das Settlement der Anteile innerhalb der standardmäßig vorgegebenen Zeitspanne sicherstellen möchte.

† Arbitrage bezeichnet Geschäfte, die es einem Anleger ermöglichen, risikolos Gewinne zu erzielen. Weitere Ausführungen hierzu in Kapitel 4.4.

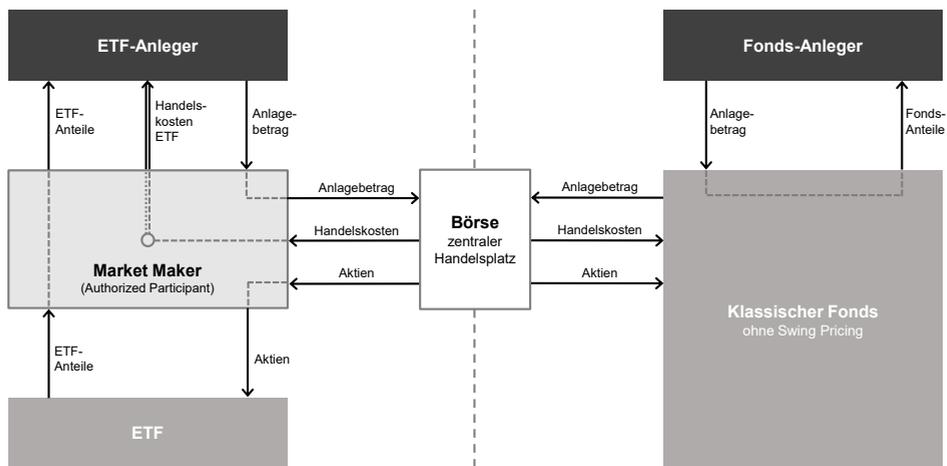


Abbildung 3: Creation von Anteilsscheinen – ETF vs. Publikumsfonds

Bei klassischen Publikumsfonds steht der Investor in direktem Kontakt mit der KVG bzw. dem Fonds. Bei einer Investition zahlt der Anleger Geld in das Sondervermögen ein und erhält dafür neu ausgegebene Fondsanteile zum NAV. Der Fondsmanager steht nun vor der Herausforderung, die Barmittel des Anlegers zu investieren. In dem aufgezeigten Fall geht er dafür an die Börse und erwirbt Aktien, wodurch Handelskosten verursacht werden. Neben dem Spread der Aktien können unter anderem auch Verbuchungskosten oder Finanztransaktionssteuern ins Gewicht fallen, wie sie beispielsweise für Aktien aus Großbritannien oder Frankreich gelten. Der große Nachteil klassischer Fonds liegt nun darin, dass die anfallenden Handelskosten aus dem Sondervermögen finanziert werden und damit nach dem Solidarprinzip von allen bestehenden Anlegern des Fonds getragen werden. Dies kann insbesondere dann zu Problemen führen, wenn Fonds von einem Großteil ihrer Investoren nur kurzfristig gehalten werden und sie gleichzeitig ein begrenztes Renditepotenzial aufweisen, wie es häufiger bei geldmarktnahen Rentenstrategien der Fall ist. Hier besteht die Gefahr, dass ein signifikanter Teil des Renditepotenzials durch die Handelskosten verlorengeht.

In Anbetracht dieser Problematik hat die Fondsindustrie bei einigen Produkten ein sogenanntes Swing Pricing eingeführt. Das bedeutet, dass

der NAV des Fonds angepasst werden kann, sodass dieser vom fairen Wert des Portfolios abweicht. Im Fall großer Zuflüsse wird der NAV inklusive einer Prämie ausgewiesen, wodurch der Anleger für sein Kapital weniger Fondsanteile erhält. Bei großen Rückflüssen wird der NAV entsprechend reduziert, durch einen Discount gegenüber dem fairen Wert. Die Prämie bzw. der Discount soll dazu dienen, die anfallenden Handelskosten zu kompensieren und bestehende Anleger zu schützen. Das große Problem des Swing Pricings ist die Notwendigkeit, die genauen Mechanismen geheim zu halten (Black Box), um eine gezielte Umgehung zu verhindern. Investoren wissen also in aller Regel nicht, ab welchem Betrag Swing Pricing einsetzt oder wie hoch der Effekt ausfällt. Ein weiterer Nachteil besteht darin, dass Anleger auch dann von Swing Pricing betroffen sein können, wenn sie dieses gar nicht selbst auslösen. Nimmt ein Investor beispielsweise eine kleinere Anpassung seiner Positionen an einem Tag vor, an dem andere Marktteilnehmer größere Summen in dieselbe Richtung bewegen, sind alle gleichermaßen vom ausgelösten Swing Pricing betroffen.

Der Creation-Prozess von ETFs erfordert, wie bereits beschrieben, die Einbindung eines AP. Dieser stellt sicher, dass jeder Investor nur die durch ihn verursachten Handelskosten trägt, indem er diese über die Geld-Brief-Spanne des ETF verrechnet. Im Fall einer In-Kind-Creation überweist der Investor den Anlagebetrag an den AP, welcher dafür Aktien an der Börse erwirbt. Die dabei anfallenden Handelskosten werden dem Investor in Rechnung gestellt, zuzüglich der Marge des AP. Der eigentliche Creation-Prozess erfolgt anschließend zwischen dem AP und dem ETF, durch den Austausch von Aktien gegen neu ausgegebene ETF-Anteile.* Bestehende Anleger sind bei ETFs also ähnlich gestellt wie bei Investitionen in einen individuellen Spezialfonds und vor Handelskosten geschützt, die von anderen Anlegern verursacht werden. Swing Pricing ist somit nicht erforderlich.

Im Gegensatz zu den USA, wo aufgrund steuerlicher Vorteile nahezu alle Creations In-Kind erfolgen, finden klassische In-Kind-Creations

* Die für die Verbuchung anfallenden Settlement-Kosten werden vom Market Maker getragen und in den Spread eingepreist. Vergleiche Kapitel 1.6.