Vanguard

# Jenseits der Kostenquote: Worauf es bei der Auswahl eines Indexfondsmanagers ankommt

Vanguard Research

Juni 2021

*Martin Kleppe, CFA, Head of Index Strategies Product Management, Vanguard Portfolio Review Department*
*Anthony Tedesco, Index Strategies Product Manager, Vanguard Portfolio Review Department*
*Andrey Kotlyarenko, CFA, Index Strategies Product Manager, Vanguard Portfolio Review Department*
*William Gibbs, Index Strategies Product Manager, Vanguard Portfolio Review Department*
*Ida Lindhjem Svensen, Product Specialist, Vanguard Portfolio Review Department*
*Scott Milne, Associate Counsel, Vanguard Office of General Counsel*

- Die Kostenquoten von Indexfonds sind in den vergangenen Jahren branchenweit deutlich gesunken, mit Folgen für die Fondsauswahl: Preisunterschiede, die früher der Grund für deutliche Renditeabweichungen zwischen verschiedenen Indexfonds waren, sind heute fast bedeutungslos.

- Anleger müssen heute jenseits der Kostenquote auch auf andere Faktoren achten, um die Qualität eines Produkts im Kontext der erbrachten Dienstleistungen objektiv zu bewerten und den richtigen Fonds zu finden.

- In dieser Studie stellen wir ein erweitertes Modell zur Bewertung von Indexfonds und Fondsmanagern vor, in dem Kosten nur einen von mehreren qualitativen und quantitativen Faktoren darstellen; unter anderem erläutern wir die Bedeutung von Anreizstrukturen, Managementkompetenz, Wertpapierleihe, Preispolitik und Skalenerträgen.

**Nur für professionelle Anleger (entsprechend der Definition der MiFID II-Direktive), die ihre Anlagen selbst verwalten (dazu gehören auch Management-Unternehmen [Dachfonds] und professionelle Kunden, die das Geld ihrer Kunden anlegen). In der Schweiz nur für professionelle Anleger. Dieses Dokument ist nicht zur öffentlichen Verbreitung bestimmt.**

In den vergangenen Jahren haben Fondsmanager zahlreiche extrem günstige Indexprodukte auf den Markt gebracht und damit den Eindruck verstärkt, Indexfonds seien reine Massenware, bei der es nur auf die Kosten ankomme.

Indexfonds sollen in erster Linie die Risiko-/Renditemerkmale einer bestimmten Benchmark abbilden. Sinkende Kostenquoten erschweren jedoch die Suche nach einem Fondsmanager, der diese Aufgabe kompetent ausführen kann. Kostenunterschiede von 50, 20 und selbst 10 Basispunkten können bei der Entscheidung zwischen verschiedenen Indexfonds den Ausschlag geben, bei einem Unterschied von nur ein bis zwei Basispunkten werden die Kosten dagegen zur Nebensache. Wenn Kosten kein differenzierender Faktor mehr sind, werden andere, weniger transparente und komplexere Elemente wichtiger, die Indexfondsmanager voneinander unterscheiden und sowohl die Qualität des Fonds als auch den Auswahlprozess der Anleger beeinflussen.

In dieser Studie stellen wir die wichtigsten qualitativen und quantitativen Kriterien für die Auswahl eines Indexfondsmanagers vor, darunter Anreizstrukturen, Managementkompetenz und Strategien in der Wertpapierleihe, und erläutern, worauf Anleger jenseits der Kostenquote achten sollten. Diese Faktoren einschließlich der Kosten fassen wir in einem Modell zusammen, um die verschiedenen Auswahlaspekte und die Vielfalt der verfügbaren Optionen zu veranschaulichen.

**Abbildung 1.** Indexfonds werden günstiger, andere Faktoren rücken in den Vordergrund

| **Faktor** | **Merkmale** | **Geltungsbereich: alle europäischen Indexfonds** | |
|---|---|---|---|
| | | Vanguard Einschätzung | |
| | | Nicht erstrebenswert | Erstrebenswert |
| Interesseneinklang | Eigentümerstruktur | Gewinnorientiert | Genossenschaftlich |
| | Kostenquote | Hoch (z. B. 1,0% bzw. 100 BP) | Niedrig (z. B. 0,02% bzw. 2 BP) |
| Portfoliomanagement | Tracking Difference[1] | Deutlich unter oder über null (z. B. +/- 0,6% bzw. +/- 60 Basispunkte) | Annähernd null (z. B. +/- 0,05% bzw. +/- 5 BP) |
| | Tracking error | Hoch (z. B. 1,25% bzw. 125 BP) | Niedrig (z. B. 0,05% bzw. 5 BP) |
| Wertpapierleihe | Ausschüttungen an Fondsanleger | Niedrig (z. B. 35%) | Hoch (z. B. 95%) |
| | Ausschüttungen an die Fondsgesellschaft | Hoch (z. B. 65%) | Niedrig (z. B. 5%) |
| | Anteil der verliehenen Wertpapiere am Portfolio | Hoch (z. B. 70%) | Niedrig (z. B. 3%) |
| Sonstige Faktoren | Größenvorteile | Kleines Fondsvolumen (z. B. 20 Mio. USD) | Großes Fondsvolumen (z. B. 1 Mrd. USD) |
| | Verwässerungsschutz (z. B. Swing Pricing, Dilution Levy und Dual Pricing) | | |

1 Die Tracking Difference eines Indexfonds sollte immer zusammen mit dem Tracking Error bewertet werden und nicht auf Kosten eines hohen Tracking Error gehen.

## Interesseneinklang

Indexfondsmanager gibt es viele – und viele unterschiedliche. Bei der Auswahl kommt es auf die Details an, denn die Eigentümerstruktur eines Fondsmanagers und seine Philosophie bestimmen die Anreize – welche wiederum maßgeblich für die Unternehmensstrategie sind. Da Anleger jedoch ihre eigenen Ziele haben, ist der ideale Partner wahrscheinlich ein Fondsmanager mit einer genossenschaftlichen oder genossenschaftsähnlichen Eigentümerstruktur, der den Interessen der Anleger Vorrang vor den eigenen Zielen einräumt. Die nachstehenden Beispiele machen deutlich, warum Anleger bei der Auswahl eines Fondsmanagers auf die Anreizstrukturen innerhalb des Unternehmens achten sollten.

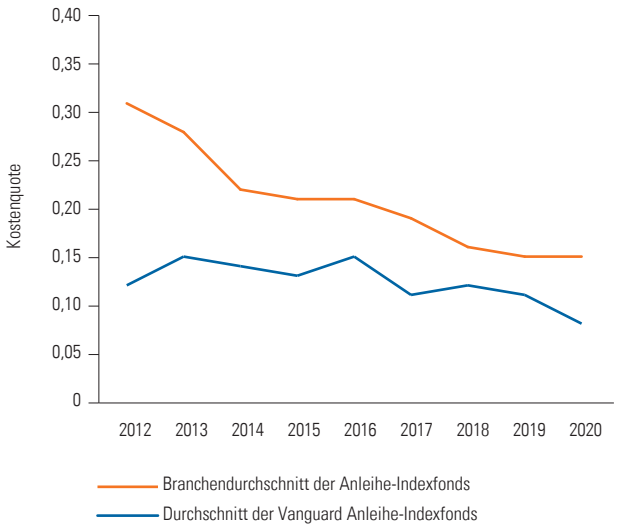
### Kostenmanagement als organisatorische Aufgabe

Die Kosten bzw. die Kostenquote eines Indexfonds werden aus dem Nettoinventarwert (NIW) des Fonds beglichen und mindern so die Fondsrendite. Die drastischen Kostensenkungen der letzten Jahre verändern jedoch das Bild: Wer einen Indexfonds nur auswählt, um zwei Basispunkte pro Jahr zu sparen, büßt an anderer Stelle vielleicht mehr als diese 0,02% ein. Natürlich sollten Anleger bei der Auswahl eines Fondsmanagers dennoch auf die Kostendisziplin achten. Ein Blick auf den Leistungsausweis eines Fondsmanagers lässt auch Rückschlüsse auf dessen zukünftige Service-Qualität zu. Wenn zum Beispiel Kosteneffizienz keine Unternehmensphilosophie, sondern eine reine Geschäftsstrategie ist, steigt die Wahrscheinlichkeit, dass die Kosten in Zukunft schwanken werden.

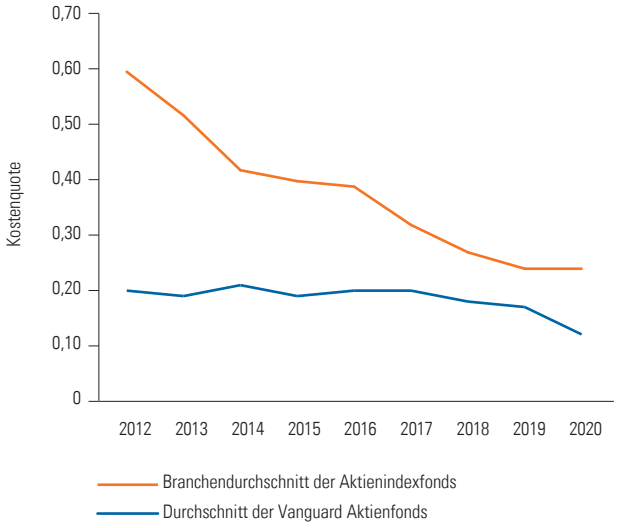
**Abbildung 2.** Die Kostenquoten von Indexfonds gleichen sich immer mehr an

**Entwicklung der Kostenquoten aller Anleihe- und Aktienindexfonds mit Fondsdomizil Europa (2012 bis 2020)**

Anleihe-Indexfonds




Aktienindexfonds




Quelle: Morningstar. Alle Vanguard Aktien- und Anleihe-Indexfonds mit Fondsdomizil Europa (Hauptanteilsklassen).

### Anreizstrukturen

Fondsmanager erwirtschaften Einnahmen aus dem von ihnen verwalteten Vermögen; je mehr Vermögen sie verwalten, desto höher sind ihre Einnahmen. Anreizstrukturen, die die Gewinnmaximierung in den Vordergrund stellen, gehen häufig auf Kosten der Fondsanleger. Zum Beispiel können Fondsmanager ihr Angebot speziell auf Anleger abstimmen, die ihre Fondsanteile schnell kaufen und ebenso schnell wieder verkaufen. Für den Manager bedeutet das mehr Umsatz – der jedoch durch steigende Transaktionskosten, einen höheren Tracking Error und Kapitalgewinne auf Kosten der langfristigen Fondsanleger geht. Kundenorientierte Fondsmanager sind dagegen nicht an *schnellem Geld* interessiert, auch wenn ihnen dadurch vielleicht Einnahmen entgehen. Sie streben stattdessen Partnerschaften mit gleichgesinnten, langfristig orientierten Anlegern an und setzen sich dafür ein, dass diese Anleger ihre Ziele erreichen.

## Managementkompetenz

Das Management von Indexfonds gilt bisweilen als wenig anspruchsvoll. Tatsächlich ist es jedoch ein komplexer Prozess, der Erfahrung, Kompetenz und ausgereifte Technologie voraussetzt. Im Fondsmanagement zählen vor allem Ergebnisse, und langfristig beständige Ergebnisse setzen Erfahrung und Kompetenz voraus. An dieser Stelle können sich einzelne Anbieter durchaus voneinander unterscheiden: Einige zeichnen sich zusätzlich durch bewährte und risikokontrollierte Prozesse aus, mit denen sie eine genaue und konsistente Indexabbildung gewährleisten, Kosten durch Marktauswirkungen vermeiden und die Fondskosten durch tägliche Optimierungstechniken um mehrere Basispunkte senken. Nachstehend zeigen wir auf, worauf es bei der Kompetenzbewertung eines Managers ankommt. Grundsätzlich sollten Anleger die Leistung eines Managers langfristig und über mehrere Marktzyklen beobachten, denn jeder Zyklus ist anders und stellt Manager vor neue Aufgaben und Probleme, außerdem erstreckt sich der Anlagehorizont langfristiger Anleger in der Regel über mehrere Zyklen.

### Tracking Difference

Tracking Difference (auch als Überschussrendite bezeichnet) und Tracking Error können Anlegern die Bewertung eines Indexfonds erleichtern. Um die Kennzahlen richtig einzuschätzen, muss man jedoch verstehen, was sie bedeuten. Die beiden Begriffe werden oft synonym verwendet, haben aber sehr unterschiedliche Bedeutungen. Die Tracking Difference kann positiv oder negativ sein und misst die Differenz der Fondsrendite zur Indexrendite. Um die Tracking Difference zu berechnen, zieht man einfach die Gesamtrendite des Index von der Gesamtrendite des Fonds ab. Da in die Rendite eines Fonds auch die Fondskosten einfließen, ist die Tracking Difference von Indexfonds in der Regel negativ[2].

Einige Indexmanager streben Alpha, also positive Mehrrenditen, durch Wertpapierhandel an, andere nicht. Im Laufe eines Jahres können einige Manager die Tracking-Qualität ihrer Portfolios in bescheidenem Umfang verbessern und die laufenden Kosten des Fonds (in Form der Kostenquote) dadurch teilweise oder sogar ganz ausgleichen. Wenn zum Beispiel ein Fonds mit einer Kostenquote von 10 Basispunkten eine Tracking Difference von netto 0 erzielt, bedeutet das, dass der Manager die Verwaltungskosten vollständig aufholen konnte. Weniger erfahrene Manager können dagegen auch eine negative Tracking Difference erzielen, die die Kostenquote übersteigt. Wie Manager die Ergebnisse eines Indexfonds verbessern können, zeigen wir anhand des folgenden Beispiels:

**Kapitalmaßnahmen:** Kapitalmaßnahmen können die Aufnahme oder den Ausschluss von Wertpapieren aus dem Index zur Folge haben. Bei der Gewichtungsanpassung ihrer Indizes gehen Anbieter nach einer bestimmten Methode vor, die für andere einsehbar ist. Bei Fusionen und Übernahmen gehen die Anbieter zum Beispiel davon aus, dass die Aktien des übernommenen Unternehmens zum Schlusskurs des letzten Handelstags verkauft werden. Die Manager von Indexfonds können Indizes sehr präzise abbilden, wenn sie die Methodik der Anbieter genau umsetzen; alternative und sorgfältig durchdachte Handelsstrategien können dieses Ziel jedoch auch erreichen und die Fondsrendite gegenüber dem Index sogar noch verbessern – vorausgesetzt, der Fondsmanager kennt sich mit der Benchmark-Methodik und den Angebotsmechanismen aus und versteht die Risiken.

### Tracking Error

Der Tracking Error entspricht der annualisierten Standardabweichung der Datenpunkte der Tracking Difference (Abbildung 3). Die Tracking Difference zeigt die Renditeabweichung eines Indexfonds gegenüber seinem Referenzindex an; der Tracking Error zeigt die Schwankungen der einzelnen Datenpunkte an, aus denen sich die durchschnittliche Tracking Difference ableitet.

An dem Tracking Error lässt sich also ablesen, wie riskant die Prozesse eines Managers sind. Man könnte auch sagen, der Tracking Error zeigt die Beständigkeit der Indexabbildung an. Da Schwankungen in beide Richtungen möglich sind, wird der Tracking Error als absolute Zahl angegeben. Je größer der Tracking Error (je weiter entfernt von 0), desto volatiler ist die Tracking Difference des Fonds. Maßgeblich für den Tracking Error sind Portfoliomanagement-Entscheidungen wie Sampling-Techniken, der Einsatz von Derivaten, eine vom Index abweichende Order-Ausführung, Anpassungen des Portfolios an Indexveränderungen und viele andere Faktoren.

Man kann den Tracking Error jedoch nicht in einem Vakuum analysieren. Zum einen hängt es von dem Mandat und dem abzubildenden Markt ab, welchen Tracking Error (also welche Toleranzgrenze) als angemessen gelten kann. Ein europäischer Aktienindex aus hochliquiden Blue-Chip-Aktien sollte sich zum Beispiel leichter replizieren lassen als ein Schwellenländerindex aus Large-, Mid- und Small-Cap-Aktien, die an vergleichsweise ineffizienten Kapitalmärkten gehandelt werden. Daher sollten Anleger

2 In einigen Sonderfällen können Indexfonds eine hohe positive Überschussrendite nach Abzug der Kosten erzielen (z. B. über 60 Basispunkte), ohne dafür notwendigerweise unangemessene Risiken einzugehen, zum Beispiel wenn ein Fonds Steuervorteile gegenüber der Benchmark hat. Bei der Analyse ihrer Fonds sollten Anleger die Einflussfaktoren von Tracking Error und Tracking Difference verstehen.

im ersten Fall auch einen kleineren Tracking Error erwarten können. Zweitens kann ein Indexfonds deutlich hinter seiner Benchmark zurückbleiben und trotzdem einen Tracking Error von null erzielen, solange die negative Tracking Difference konstant ist. Bei der Bewertung eines Indexfonds sollten Anleger Tracking Difference und Tracking Error daher stets zusammen betrachten. Wichtig ist zu verstehen, dass Anleger sich nicht zwischen dem einen und dem anderen entscheiden müssen. Indexfonds sollen in erster Linie die Rendite einer Benchmark Jahr für Jahr möglichst genau abbilden; Anleger sollten daher nach Fondsmanagern suchen, die sowohl eine angemessene Tracking Difference als auch einen minimalen Tracking Error erzielen.

Die nachstehende Grafik veranschaulicht diese Idee anhand von zwei Indexfonds verschiedener Anbieter. Fonds A erzielt eine höhere durchschnittliche Tracking Difference als Fonds B, jedoch auch einen deutlich höheren Tracking Error. Aufgrund dieser Volatilität werden einige Käufer von Fonds A höhere Renditen erzielen als die Käufer von Fonds B, andere dagegen niedrigere.

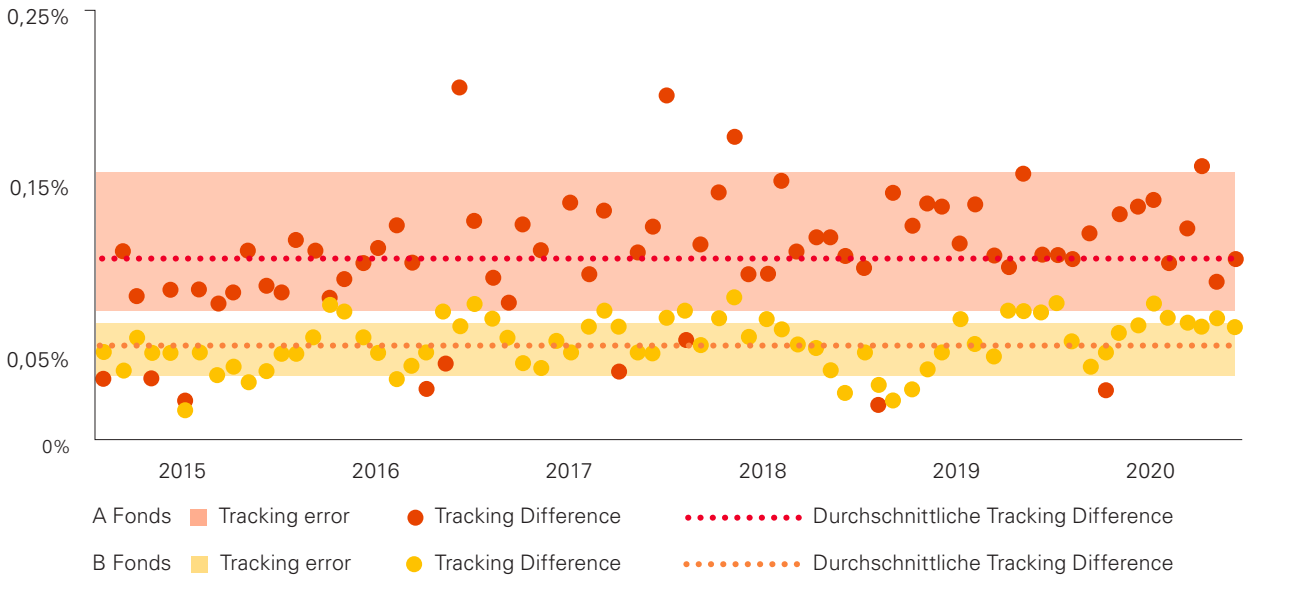
### Marktauswirkungen

Die Portfoliomanager eines Indexfonds können nicht nur die Rendite des Fonds beeinflussen, sondern auch die des Index. Dies geschieht, wenn der Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers zu Kursschwankungen führt (im Englischen als *Market Impact* bezeichnet). Jedes Wertpapier hat einen Gleichgewichtspreis, der sich nach Angebot und Nachfrage richtet. Durch ihren Wertpapierhandel können Fondsmanager diesen Preis vorübergehend nach oben oder unten treiben, und zwar für alle Fonds oder Indizes, in denen das entsprechende Papier enthalten ist. Marktauswirkungen betreffen alle Fondsmanager, aktive wie passive, große und kleine, Aktien- und Anleihefonds. Werden sie nicht effektiv gesteuert, gehen sie auf Kosten der Anleger. Noch schwerer wiegt, dass Kosten durch Marktauswirkungen nicht in den offiziellen Performance-Zahlen eines Fonds ausgewiesen werden und die Rendite des Fonds so langsam, aber stetig mindern können.

Ein Vergleich mit dem Preis von Rosen verdeutlicht das Problem des Market Impact: Am Valentinstag steigt die Nachfrage; Rosen werden künstlich verteuert, kehren jedoch doch schon am nächsten Tag zu ihrem Gleichgewichtspreis zurück, wenn die Nachfrage wieder nachlässt. Wenn Fondsmanager an einem Tag ungewöhnlich hohe Mittelzuflüsse erhalten und eine entsprechend große Kauforder platzieren, kann etwas Ähnliches passieren, falls die Order den Kurs des entsprechenden Wertpapiers in die Höhe treibt. Diese Marktauswirkungen betreffen jeden, der dieses Wertpapier gerade handeln will. Anschließend fällt der Kurs in der Regel wieder, wodurch der Wert aller Indizes und Fonds, in denen das Papier enthalten ist, sinkt und die Anleger des Fonds, der die Kauforder platziert hat, Verluste erleiden. Abbildung 4 veranschaulicht diesen Prozess anhand der Aufnahme der Kainos Group (KNOS) in den FTSE 250-Index:

Am 21. Juni 2019 wurde KNOS in den FTSE 250 Index aufgenommen. Zwischen dem 7. und dem 27. Juni lagen das durchschnittliche Handelsvolumen und der durchschnittliche Kurs der Aktie bei rund 270.000 Aktien pro Tag bzw. 6,44 £ pro Aktie. Am 21. Juni kam es jedoch zu einer Gewichtungsanpassung im Index, wodurch das Handelsvolumen auf über 1,25 Millionen Aktien anstieg; am Ende des Tages notierte die Aktie bei 6,76 £. Haben Fondsmanager die Aktie am Ende des 21. Juni gehandelt, haben sie das Volumen erhöht (die Marktauswirkungen verstärkt) und diesen Preis erhalten. Haben sie jedoch vor, während und nach dem eigentlichen Rekonstitutionsdatum gehandelt, haben sie die Marktauswirkungen am 21. Juni reduziert. Da sie außerdem den Durchschnittskurs des entsprechenden Zeitraums erhalten haben, konnten die Fondsmanager gegenüber der Benchmark eine Mehrrendite erzielen.

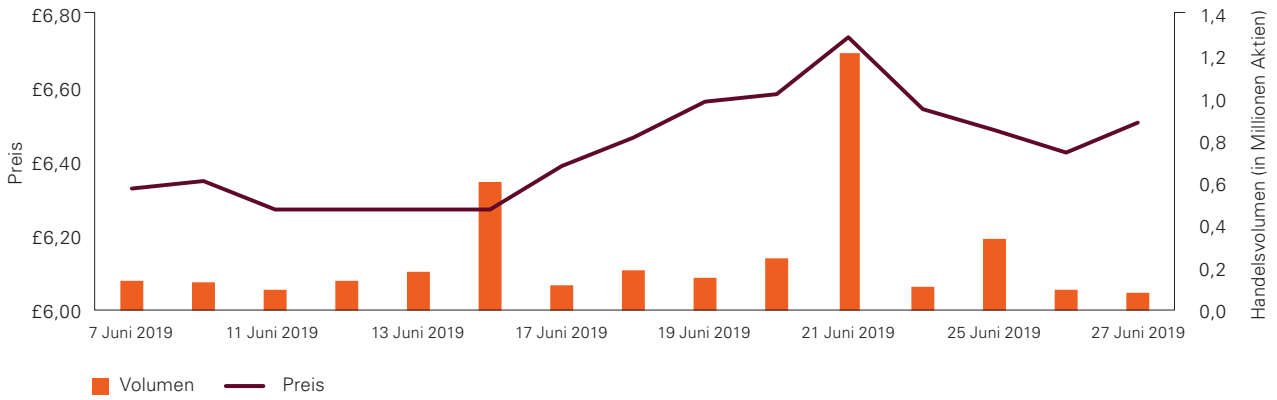
**Abbildung 3.** Fonds B überzeugt durch die Kombination aus einer angemessenen Tracking Difference und einem niedrigen Tracking Error




Dies ist ein hypothetisches Beispiel und stellt keine tatsächliche Anlage dar.

**Abbildung 4.** Thoughtful management of trading activity can protect investors from market impact costs

Handelsvolumen und Kursschwankungen nach der Aufnahme der Kainos Group (KNOS) in den FTSE 250 Index: 7. Juni 2019 bis 27. Juni 2019




**Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für künftige Erträge.**
Quelle: Bloomberg. Zahlen in GBP

Die Anbieter von Indizes bewerten Wertpapiere in der Regel anhand des Schlusskurses des jeweiligen Tages. Fondsmanager können einen Index sehr präzise nachbilden, indem sie eine entsprechende Order vollständig zu diesem Schlusskurs abwickeln. Mit dieser Strategie steigt jedoch das Risiko durch Marktauswirkungen. Erfahrenere Manager können die Kosten durch Marktauswirkungen reduzieren, indem sie ihre Order nicht zum Tageschlusskurs abwickeln. Da nur der Schlusskurs für den Index relevant ist, entscheiden sie sich damit bewusst für einen höheren Tracking Error. Eine solche Entscheidung setzt Risikoabwägungen und sorgfältige Risikosteuerung sowie ein genaues Verständnis der Marktmechanismen und Benchmark-Methodik voraus. Wie viel höher wäre der Kurs von KNOS bis zum Handelsschluss des 21. Juni gestiegen, wenn alle Fondsmanager ihre Order ohne Rücksicht auf Marktauswirkungen am Ende dieses Tages platziert hätten? An dieser Frage wird deutlich, warum Anleger sich unbedingt mit den Handelsstrategien eines Fondsmanagers zur Steuerung von Marktauswirkungen auseinandersetzen sollten.

### Sampling-Techniken

Sampling beschreibt eine Methode zur Auswahl einzelner Indexkomponenten durch den Fondsmanager. Die besten Ergebnisse erzielen Indexfonds in der Regel durch vollständige Replikation, also durch den Kauf aller Wertpapiere in dem entsprechenden Index.

Manche Indizes, insbesondere Anleihe-Indizes, enthalten jedoch Wertpapiere, die kaum oder gar nicht gehandelt werden und daher für Fonds nur zu deutlich erhöhten Preisen oder gar nicht erhältlich sind. Fondsmanager können solche Indizes durch Optimierung abbilden. Dabei wägen sie das Risiko eines höheren Tracking Error gegen die entstehenden Transaktionskosten ab und investieren nicht in alle, sondern lediglich in eine Teilmenge der Indexkomponenten, die die wichtigsten Merkmale (z. B. Marktkapitalisierung, Stil und Risikofaktoren) des Index möglichst genau abbilden. Optimierung eignet sich auch zur Abbildung umfangreiche Indizes, die sich in der Praxis nur schwer vollständig replizieren lassen, sowie für internationalen Aktienfonds, die entweder Global Depositary Receipts oder lokale Wertpapiere kaufen können, die sich in ihrer Liquidität voneinander unterscheiden. In weniger liquiden Schwellenländern können erhebliche Handelskosten die Wertentwicklung von Fonds belasten, sodass eine vollständige Replikation zu Minderrenditen gegen dem Index führen kann, da diese nicht um Handelskosten bereinigt werden. Grundsätzlich ist Optimierung mit verschiedenen Risiken behaftet und kann bei schlechter Umsetzung die Rendite der Fondsanleger langfristig belasten. Anleger sollten daher weitestgehend in Fonds investieren, die ihren Index durch vollständige Replikation abbilden, und sich bei der Bewertung eines Managers ansonsten am Tracking Error orientieren.

## Wertpapierleihe

Wertpapierleihe ist eine weitverbreitete Praxis, bei der Fonds Wertpapiere aus ihren Portfolios an andere Finanzinstitute verleihen. Zur Absicherung gegen einen möglichen Ausfall des Kreditnehmers erhält der Fondsmanager entweder Barmittel oder andere zulässige Wertpapiere. Barsicherheiten kann der Fondsmanager bis zur Rückgabe der verliehenen Wertpapiere investieren und die Rendite abzüglich der an den Kreditnehmer zu zahlenden Rabatte einbehalten. In seiner elementaren Form ist dieses Modell in der Branche weit verbreitet, in den Details ihrer Umsetzung und in ihrer Philosophie können sich die Leihprogramme einzelner Fondsmanager jedoch deutlich voneinander unterschieden.

### Kosten und Gewinnverteilung

Anleger übernehmen die mit der Wertpapierleihe verbundenen Risiken und sollten dafür angemessen entschädigt werden, doch auch in diesem Punkt weichen die Standards in der Branche voneinander ab: Zum einen können die Kosten variieren, je nachdem, ob ein Vermögensverwalter selbst verleiht, einen externen Vermittler beauftragt oder beides. (Unter ansonsten

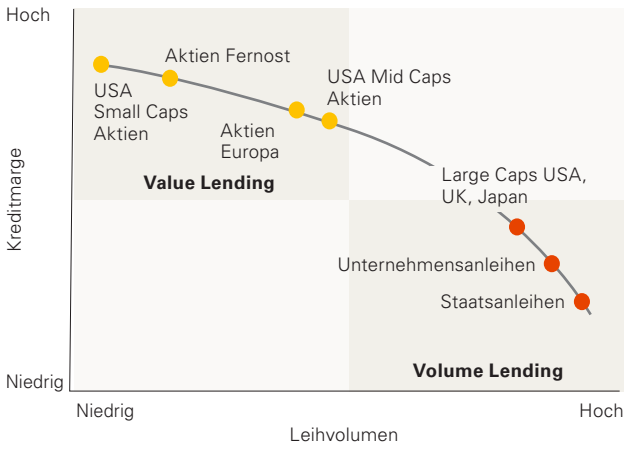
gleichen Bedingungen bedeuten niedrigere Kosten höhere Renditen für Anleger.) Zum anderen schütten einige Fondsmanager die Einnahmen abzüglich Kosten vollständig an den Fonds aus, andere können dagegen einen erheblichen Teil als Unternehmensgewinn einbehalten. Der Prozentsatz der Bruttoeinnahmen aus Leihgeschäften, der tatsächlich an die Fondsanleger zurückfließt, kann zwischen 35% und 95% liegen. Bei der Bewertung der Qualität – und Anreize – eines Leihprogramms sollten Anleger daher darauf achten, welchen Anteil der Erträge ein Fondsmanager tatsächlich an die Käufer seiner Fonds weiterleitet.

### Philosophie

Anleger sollten verstehen, welches Prinzip dem Leihprogramm ihres Fondsmanagers zugrunde liegt. Am konservativen Ende des Spektrums steht das sogenannte Value Lending. Hier konzentrieren sich Fondsmanager auf wenige Wertpapiere mit hoher Nachfrage und hohen Leihgebühren, denn so können sie gleichzeitig Risiken begrenzen und die Erträge ihres Leihprogramms maximieren. Beim Value Lending ist das Leihprogramm auf wenige Papiere beschränkt, in manchen Marktzyklen verzichten die Fondsmanager vollständig auf Leihgeschäfte. Am aggressiveren Ende steht das sogenannte Volume Lending, das sich vor allem durch die risikobereinigte Rendite vom Value Lending unterscheidet, denn beim Volume Lending werden deutlich mehr Wertpapiere verliehen. Zur Veranschaulichung kann man sich zwei Fonds mit identischem Portfolio vorstellen, von denen einer nach dem Value- und einer nach dem Volume-Prinzip Wertpapiere verleiht. Theoretisch würde das Value-Programm mit einem geringeren Leihbetrag und entsprechend kleineren Verlustrisiken die gleiche Rendite erzielen wie das Volume-Programm. Grundsätzlich mag das Risiko von Verlusten durch Leihgeschäfte für Anleger gering sein, am höchsten ist es jedoch häufig in turbulenten Marktphasen, wenn Anleger sich eigentlich vor unnötigen Risiken schützen wollen.

**Abbildung 5.** **Die Philosophie des Leihprogramms ist ausschlaggebend für dessen Risiken, und nicht alle Fondsmanager verfolgen die gleiche Philosophie.**

Unterschiede zwischen Value- und Volume-Leihprogrammen




Quelle: Vanguard.

Die wichtigsten Risiken bei Leihprogrammen sind das Ausfallrisiko und das Sicherheitenrisiko. Eine Leihstrategie muss grundsätzlich auf diese beiden Risiken abgestimmt werden.

### Ausfallrisiko

Das Ausfallrisiko beschreibt das Risiko, dass der Kreditnehmer die Wertpapiere nicht zurückgibt, in der Regel aufgrund einer finanziellen Notlage. Hier ist entscheidend, wie sorgfältig ein Fondsmanager mögliche Kreditnehmer auswählt und auf ihre Kreditwürdigkeit überprüft.

### Sicherheitenrisiko

Kreditnehmer müssen ihre Transaktionen vollständig besichern oder sogar übersichern, die Sicherheiten werden während der Laufzeit der Wertpapierleihe in der Regel reinvestiert. Kommt es zu einem Ausfall oder einer Insolvenz des Kreditnehmers, decken die Sicherheiten die Kosten für den Rückkauf der ausgeliehenen Wertpapiere. Durch diesen Prozess entstehen jedoch Reinvestitionsrisiken. Fonds legen Sicherheiten meist in konservativen festverzinslichen Wertpapieren an, doch auch diese Papiere sind mit Risiken behaftet, die Anleger nicht ignorieren sollten. Je länger die Laufzeit und/oder je niedriger die Kreditqualität, desto höher ist das Risiko, aber auch der Ertrag, von dem unter Umständen nicht nur die Fondsanleger, sondern auch die Fondsmanager profitieren.

Dass die Wiederanlage von Sicherheiten riskant sein kann, wurde während der Finanzkrise im Jahr 2008 deutlich, als Leihprogramme an einigen Stellen erhebliche Verluste verursachten. Verantwortlich für diese Verluste waren eben nicht die Leihgeschäfte selbst, sondern aggressive Reinvestitionsstrategien.

Diese Faktoren sind ausschlaggebend für die Rendite eines Leihprogramms. Durch Wertpapierleihe können Manager die Fondsrendite je nach Strategie um 0 bis 10 Basispunkte erhöhen, gehen jedoch auch unterschiedlich hohe Risiken ein, die meist von den Fondsanlegern getragen werden.

Wertpapierleihe kann also mit Kosten und Risiken verbunden sein, die im Gegensatz zu Kostenquoten und Tracking Error für Anleger nicht sofort erkennbar sind.

Transparenz ist entscheidend; Anleger sollten Fondsmanager meiden, die keinerlei Informationen zu ihren Leihprogrammen veröffentlichen. Bei der Auswahl und Bewertung aktueller und zukünftiger Fondsmanager ist es außerdem wichtig, die Unterschiede zwischen den Leihprogrammen zu verstehen.

Dabei sollten Anleger auch überprüfen, welche Ergebnisse ein Fondsmanager in früheren Marktzyklen erzielen konnte. Haben sie Verluste mit Leihgeschäften gemacht? Wer hat die Verluste getragen, der Manager oder die Fondsanleger? Bei vollständiger Transparenz sollten Fondsmanager alle wichtigen Informationen veröffentlichen, damit Anleger eine fundierte Entscheidung treffen können. Das richtige Leihprogramm hängt letztlich von den Zielen und der Risikobereitschaft der Anleger ab, grundsätzlich sollten Anleger jedoch Leihprogramme mit kleinen Volumen und konservativen Wiederanlagestrategien bevorzugen, deren Einnahmen größtenteils an die Fonds zurückfließen.

## Sonstige Faktoren

### Verwässerungsschutz

Wenn Anleger Fondsanteile kaufen oder verkaufen, entstehen dem Fonds Kosten. Bleibt der Fondsmanager untätig, gehen diese Kosten letztlich zulasten der bestehenden Fondsanleger. Um dies zu verhindern, können sie unter anderem ein Swing Pricing, ein Dual Pricing oder einen Dilution Levy einführen. Keine dieser drei Methoden ist besser als die anderen; daher ist es wichtig zu verstehen, wie ein Fondsmanager bestehende Anleger vor Kosten schützt, die neue Anleger beim Kauf von Fondsanteilen verursachen.

- Swing Pricing: Der Preis der Fondsanteile richtet sich nach dem Nettoinventarwert des Fonds (NAV). Beim Swing Pricing wird dieser Wert nach oben oder unten angepasst, um die Kosten auszugleichen, die durch Zeichnung oder Rücknahme von Fondsanteilen entstehen. So werden entstehende Kosten an die Anleger weitergegeben, die Fondsanteile kaufen oder verkaufen, nicht jedoch an bestehende Anleger. Fondsmanager können Swing Pricing entweder ganz oder teilweise umsetzen, sodass die Preise entweder immer angepasst werden, oder aber nur dann, wenn die Cashflows einen vorab definierten Schwellenwert überschreiten.

- Dilution Levy: Mit einem Dilution Levy (Verwässerungsabgabe) werden die Handelskosten des Fonds auf die Anleger umgelegt, die diese Kosten verursacht haben. Er schützt also die Mehrheit der Anleger vor den Handelskosten einer Minderheit. Ohne einen Dilution Levy müsste der Fonds diese Kosten tragen und an bestehende Fondsanleger weitergeben, die de facto für die Handelskosten anderer Anleger aufkommen müssten. Die Gebühr fließt nicht an Dritte, sondern direkt an den Fonds, wo sie auf alle Anleger verteilt wird. Swing Pricing und Dilution Levy funktionieren ähnlich und dienen demselben Zweck, unterscheiden sich jedoch in ihrer Umsetzung.

- Dual Pricing: Beim Dual Pricing veröffentlicht ein Fonds zwei unterschiedliche Preise für den Kauf und Verkauf von Fondsanteilen (auch bekannt als Geld- und Briefkurs). Die Differenz zwischen den beiden Preisen gleicht die entstandenen Transaktionskosten aus.

### Skalenerträge

Skalenerträge sind Einsparungen, die sich aus steigendem Produktionsvolumen ergeben. Im Asset Management ist Größe ein wichtiges Unterscheidungsmerkmal, das neuen Anbietern den Markteintritt zunehmend erschwert. Bei der Verwaltung von Indexfonds machen sich Größenvorteile sowohl im Unternehmen als auch im Fonds selber bemerkbar, denn höhere Volumen können nicht nur die Effektivität steigern, sondern zahlen sich auch auf andere Weise aus, unter anderem in folgenden Bereichen:

- Handelskosten: Größenvorteile können die Kosten für den Wertpapierhandel senken, da mit höheren Volumen auch die Wahrscheinlichkeit steigt, dass der Fondsmanager Transaktionen verschiedener Fonds miteinander ausgleichen kann (Cross Trading); zudem können Orders für neue Wertpapiere zusammengefasst werden, was die Broker-Gebühren reduziert. Höhere Volumen können jedoch auch die Kommissionen selbst senken, sodass größten Anbieter deutlich weniger pro Transaktion bezahlen als kleinere. Für Fonds können sich höhere Volumen durch sinkende Geld-/Briefspannen bezahlt machen, da sie Wertpapiere nicht in Kleinmengen kaufen müssen.

- Wertpapierleihe: Fondsmanager mit hohem Anlagevolumen und entsprechend umfangreichen Portfolios können häufiger an Leihgeschäften teilnehmen. Grundsätzlich gilt: Je höher das Anlagevolumen, desto besser kann ein Fondsmanager sein Wertpapierleihprogramm optimieren. Und wie wir bereits gesehen haben, bedeutet Optimierung oft nicht mehr Volumen, sondern intelligentere Auswahl. Außerdem können große Indexfonds unter Umständen höhere Prämien erzielen, weil sie höhere Volumen verwalten, große Aufträge abwickeln können und aufgrund ihrer passiven Strategie seltener Wertpapiere frühzeitig zurückrufen.

- Globale Handelsplattform: Zur Minimierung von Marktauswirkungen sind international diversifizierte Fonds vor allem auf eine robuste, globale Handelsinfrastruktur angewiesen. Fondsmanager mit Trading Desks in verschiedenen Regionen können die Transaktionen auf die Strategien einzelner Fonds abstimmen. Kleinere Manager mit nur einem Handels-Team müssen sich bei dagegen häufig auf Broker in den jeweiligen Märkten verlassen, die eine volumenabhängige Provision erhalten und nicht immer einen Anreiz haben, Kosten durch Marktauswirkungen zu vermeiden. Die Folge: Orders können ohne Rücksicht auf die Interessen der Fondsanleger ausgeführt werden. Lokale Expertise zahlt sich zudem in der Due Dilligence aus, wenn Fondsmanager ihre Handelsstrategie für unterschiedliche Kapitalmärkte festlegen; auch hier sind große Unternehmen im Vorteil.

- Beziehungen: Große Fondsmanager können engere Beziehungen zu Investmentbanken und anderen Dienstleistungsunternehmen knüpfen und erhalten so besseren Zugang zu syndizierten Börsengängen, Sekundär- und Anleiheemissionen. Wenn sie diesen Vorteil zu nutzen wissen, können Fondsmanager erheblichen Mehrwert für ihre Fondsanleger generieren.
- Brancheneinfluss: Fondsmanager können Engagements mit Regierungen, Aufsichtsbehörden und Indexanbietern durchführen und sich für Themen einsetzen, die für Anleger wichtig sind. Höhere Anlagevolumen bedeuten auch mehr Einfluss, weshalb größere Fondsmanager auch Veränderungen im Sinne ihrer Fondsanleger bewirken können. Daher sollten sich Anleger grundsätzlich für einen Fondsmanager entscheiden, der sich für ihre Interessen einsetzt.
- Replikation: Größere Fondsmanager können Indizes mit illiquiden Komponenten genauer abbilden, die für andere aus Kostengründen nicht handelbar sind. Kleinere Fondsmanager müssen dann Optimierungstechniken einsetzen und können ihre Portfolios nicht in gleichem Maße diversifizieren.

## Abschließende Bemerkungen

Lange Zeit hatten Kosten den sichtbarsten Einfluss auf die Anlageergebnisse eines Fonds, weshalb viele Anleger bei der Auswahl eines Fonds noch immer in erster Linie auf die Kosten achten. Allerdings hat sich der Markt in den letzten Jahren deutlich verändert, branchenweit sind die Kostenquoten von Indexfonds erheblich gesunken. Die günstigsten Anlagelösungen haben heute, wenn überhaupt, nur noch einen minimalen Kostenvorteil. Bei der Fondsauswahl können sich Anleger daher nicht mehr allein auf die Kostenquote verlassen, sondern sollten auch Anreizstrukturen, Managementkompetenz, Wertpapierleihe, Preispolitik und Skalenerträge in ihrem Entscheidungsprozess berücksichtigen.

## Vanguard Indexfonds

Vanguard gehört zu den Pionieren der Indexstrategien und hat bereits im Jahr 1976 den ersten Indexfonds für Privatanleger aufgelegt. Kosteneffizienz gehört zu den wichtigsten Prinzipien der Vanguard Anlagephilosophie. Gleichzeitig sind wir uns der Tatsache bewusst, dass es bei Qualität nicht nur um Kosten geht, sondern um langfristige Wertschöpfung.

Wir haben nachhaltige, skalierbare und erfolgreiche Prozesse zur Entwicklung und Verwaltung von Indexfonds definiert, die in erster Linie ein Bekenntnis zu kompromissloser Qualität sind. Vanguard Indexfonds und ETFs zeichnen sich durch präzise Indexabbildung und zuverlässige Ergebnisse aus, denn jenseits der Kostenquote entscheiden andere Faktoren über die Qualität von ETFs und Indexfonds: Anlagevolumen, Exposure, Management und Investment Stewardship.

Mehr über unsere Indexfonds und ETFs erfahren Sie auf unserer Website: global.vanguard.com.

**Connect with Vanguard®** >global.vanguard.com

## Wichtige Hinweise zu Anlagerisiken:

Der Wert von Anlagen und die daraus resultierenden Erträge können steigen oder fallen, und Anleger können Verluste auf ihre Investitionen erleiden.

Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für künftige Erträge.

## Wichtige Hinweise

**Nur für professionelle Anleger (entsprechend der Definition der MiFID II-Direktive), die ihre Anlagen selbst verwalten (dazu gehören auch Management-Unternehmen [Dachfonds] und professionelle Kunden, die das Geld ihrer Kunden anlegen). In der Schweiz nur für professionelle Anleger. Dieses Dokument ist nicht zur öffentlichen Verbreitung bestimmt.**

Der Inhalt dieses Dokuments ist nicht als Angebot zum Kaufen bzw. Verkaufen oder als Aufforderung zum Angebot des Kaufens bzw. Verkaufens von Wertpapieren in Ländern zu verstehen, in denen ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung rechtswidrig ist. Dasselbe gilt für Personen, denen gegenüber es ungesetzlich ist, ein solches Angebot bzw. eine solche Aufforderung vorzulegen, und für Personen, die nicht zur Vorlage eines solchen Angebots bzw. einer solchen Aufforderung autorisiert sind. Die hierin enthaltenen Informationen stellen keine rechtliche, steuerliche oder anlagebezogene Beratung dar. Sie dürfen sich nicht auf die Inhalte dieses Dokuments verlassen, wenn Sie Anlageentscheidungen treffen.

Im Europäischen Wirtschaftsraum wird dieses Dokument herausgegeben von der Vanguard Group (Ireland) Limited, die in Irland von der Central Bank of Ireland reguliert wird.
In der Schweiz wird dieses Dokument herausgegeben von der Vanguard Investments Switzerland GmbH.
Herausgegeben von Vanguard Asset Management, Limited, das im Vereinigten Königreich von der Financial Conduct Authority zugelassen wurde und reguliert wird.

© 2021 Vanguard Group (Ireland) Limited. Alle Rechte vorbehalten.
© 2021 Vanguard Investments Switzerland GmbH. Alle Rechte vorbehalten.
© 2021 Vanguard Asset Management, Limited. Alle Rechte vorbehalten.

Vanguard