

€conomic\$

Newsletter der Economia GmbH

Ausgabe #4 | November 2017

Wahrheitsfindung statt Märchenstunde

Scheinbar sind ETFs der Weisheit bester Schluss? Aber eben nur scheinbar!

Wie schneiden ETFs im Vergleich zu aktiv gemanagten Fonds wirklich ab? Es lohnt sich, die beiden Kategorien einmal genau zu betrachten. Und das heißt vor allem: genau rechnen.

Neulich las ich mal wieder die Kolumne eines in Deutschland sehr bekannten Finanzanalytikers, den ich fachlich und auch wegen seines Formulierungswitzes sehr schätze. Darin ließ er sich einmal mehr darüber aus, dass Anleger doch oftmals riegeldumm seien, weil sie sich von irgendwelchen Bank-/Finanzberatern seltsame Investmentfonds aufschwätzen ließen, deren hervorstechendstes Merkmal hohe Kosten seien, an denen vor allem der Berater verdiene. Dabei sei es doch ganz einfach: Wer Investmentfonds wolle, der kaufe einfach kostengünstige ETFs (Exchange-Traded Funds). Damit würden zwei Fliegen mit einer Klappe erschlagen. Erstens würde kaum ein „aktiv“ gemanagter Fonds seinen Index schlagen, und zweitens würden die deutlich niedrigeren Kosten des ETF sich im Depotwert des Anlegers niederschlagen. Für einen ETF auf den DAX gab der Autor Kosten von „nur“ 0,2 % an.

Solche Artikel und viele ähnliche aus der Feder von Finanzjournalisten sind zurzeit sehr en vogue, und so verwundert es nicht, dass Anleger immer wieder ihr Heil in ETFs suchen. Aber ist das wirklich der Weisheit letzter Schluss? Ich habe da so meine Zweifel. Wie komme ich darauf? Nun, ganz einfach: Ich habe recherchiert und gerechnet.

Recherchieren und Rechnen

Die Recherche hat ergeben, dass die Methodik, nach der Aussagen wie „kaum ein aktiv gemanagter Fonds schlägt seinen Index“ zustande kommen, oftmals fragwürdig ist. „Die größte Fehleinschätzung ergibt sich aus der Methodik, mit der in der Regel ermittelt wird, wie wenige Fonds-

manager den Index schlagen. Dies liegt einfach daran, dass der Durchschnitt der Fondsergebnisse einer Vergleichsgruppe ermittelt wird, indem der Durchschnitt der Fondsergebnisse berechnet wird, dabei bleibt das Volumen der jeweiligen Fonds völlig unberücksichtigt.

Wenn es nun wenige großvolumige Fonds mit überdurchschnittlich guten Ergebnissen gibt, so muss dies logischerweise zulasten vieler kleinvolumiger Fonds gehen, was geradezu zwangsläufig zu den schlechten Durchschnittsergebnissen führt [...] Mit welchen irreführenden Ergebnissen die ETF-Lobby argumentiert, führt ein einfacher Vergleich von zwei Fonds dieser Vergleichsgruppe vor Augen.

Der aktuell knapp 1,7 Milliarden schwere ‚Frankfurter Aktienfonds für Stiftungen‘ hat über fünf Jahre eine durchschnittliche Performance von 12,07 % p. a. erzielt. Der ‚PLF-t-o-m three options machine A‘ hat über fünf Jahre im Schnitt 5,27 % p. a. verloren. Sein Volumen beläuft sich - nachvollziehbar - auf lediglich 3 Millionen Euro. Im Schnitt haben die beiden Fonds über fünf Jahre (ohne Berücksichtigung ihres Volumens) nur um 3,4 % pro Jahr zugelegt und damit deutlich unter dem Ergebnis des Index performt. Würde man die durchschnittliche 5-Jahres-Performance jedoch volumengewichtet berechnen, so hätten beide Fonds im Schnitt 12,05 % p. a. erzielt.“ (Fonds-Newsletter VV-Basis 16/2016) Der Autor kommt im weiteren Verlauf zu dem Ergebnis, dass sich bei korrekter „volumengewichteter“ Berechnung des Durchschnittswertes die durchschnittliche Performance der „aktiv gemanagten“ Fonds um rund 60 % verbessert hätte.

Ein weiterer methodischer Fehler, der bei anderen Untersuchungen gerne ge-

macht wird, sieht so aus: Man nehme eine bestimmte Anzahl, z. B. 100, von „aktiv gemanagten“ Fonds und vergleiche sie z. B. über einen Zehnjahreszeitraum mit einem Index nach folgender Methode. Im Jahr eins berechnet man, wie viele der 100 Fonds den Index geschlagen haben. Nehmen wir einmal an, es seien 50 Fonds gewesen. Dann scheidet die restlichen 50 Fonds, die den Index nicht geschlagen haben, aus dem Vergleich aus. Im Jahr zwei werden die verbliebenen 50 Fonds wieder mit dem Index verglichen. Nehmen wir einmal an, 40 Fonds haben im Jahr zwei besser als der Index performt. Dann kommen diese 40 Fonds in die dritte Runde, und weitere zehn Fonds sind aus dem Rennen. Im Jahr drei sollen 25 der 40 Fonds den Index geschlagen und 15 schlechter als der Index performt haben, dann kommen nur noch 25 in die Runde vier - usw. usf. Und jedem Leser wird schnell klar, warum am Ende der zehn Jahre kaum noch ein „aktiver Fonds“ übrig ist, der Jahr für Jahr den Index geschlagen hat.

Möglicherweise hat aber einer oder mehrere der in den ersten Runden ausgeschiedenen Fonds in sieben, acht oder gar neun Folgejahren den Index geschlagen und zeigt am Ende der zehn Jahre eine deutlich bessere Gesamtperformance als der Index. Das spielt aber keine Rolle, weil er bereits davor aus dem Rennen genommen wurde.

Nachdenken und Nachrechnen

Vielleicht sagt einem auch der gesunde Menschenverstand, dass ein Index einen Marktdurchschnitt repräsentiert und schon allein deshalb die Hälfte der Marktteilnehmer schlechter als der Durchschnitt sein muss und höchstens 50 % besser als der Index sein können. Da ein Index völlig kostenfrei ist, ein Fonds aber nicht, müssen mehr als 50 % aller Fonds (volumengewichtet) statistisch schlechter als ihr In-

dex sein. Deshalb müssen zwangsläufig 100 % aller (physisch replizierenden) Indexfonds schlechter als ihr Index sein. Und wer genau rechnet, wird feststellen, dass sie zum größten Teil nicht nur um die oben genannten Kosten von ca. 0,2 % schlechter sind, sondern durchaus darüber.

Einer der bekannten ETFs auf den DAX ist z. B. der „iShares Core DAX UCITS ETF“, der laut Datenblatt eine Gesamtkostenquote (TER) von nur 0,16 % hat. Vergleicht man nun die Performance des Fonds mit dem DAX, dann stutzt man als Anleger bei diesem Chart, denn ganz offensichtlich läuft über einen etwas längeren Betrachtungszeitraum die Performance ein ganzes Stück auseinander.

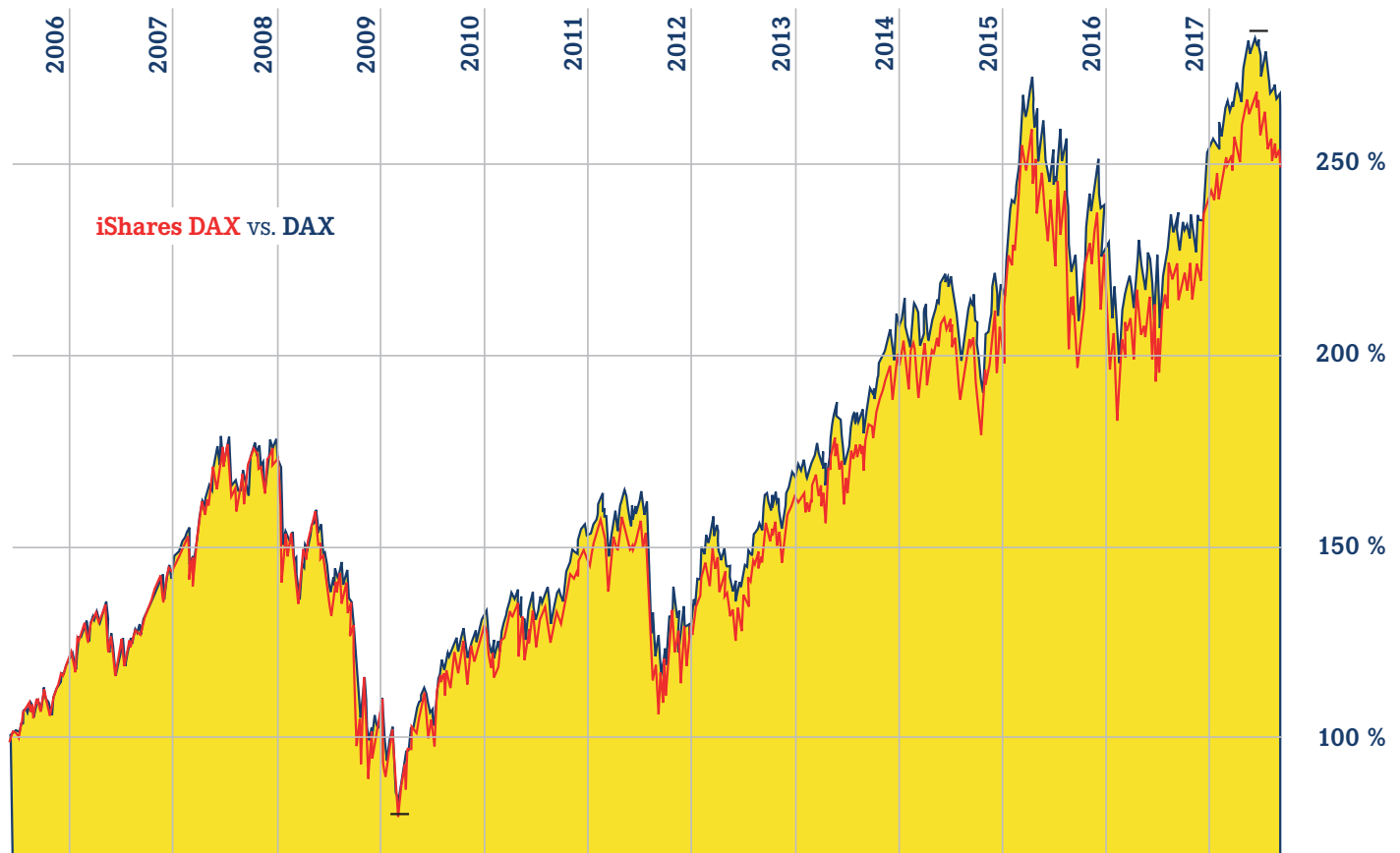
Rechnet man nach, dann stellt man fest, dass der DAX in dem Betrachtungszeitraum eine durchschnittliche Rendite von 13,7 % pro Jahr erwirtschaftete, der ETF „nur“ 11,5 % p.a. Das sind schlappe 2 % pro Jahr weniger, obwohl die Kosten angeblich bei nur 0,16 % p. a. liegen.

Wenn Sie wissen wollen, woher diese erhebliche Kostendifferenz kommt (sie liegt übrigens durchaus auf dem Kosteniveau von „teuren“ aktiv gemanagten Fonds, wenn nicht gar noch darüber), dann empfehle ich Ihnen und so manchem Finanzjournalisten den sehr lesenswerten Artikel „Im Schatten der Aufseher“ aus „Die Zeit“ vom 14. 9. 2017. Hier werden hoch kompetent die impliziten Kosten und Gefahren von ETFs dargestellt, die kaum einem Anleger bewusst sind.

Realitätsnah vergleichen
Nach 40 Jahren Beratungspraxis im Finanzbereich frage ich mich auch, ob es wirklich notwendig ist, permanent einen Index zu schlagen oder auf einen Index zu setzen, um eine gute Performance zu erzielen und sein Geld zu vermehren. Ich meine nein.

Realitätsnah vergleichen
Nach 40 Jahren Beratungspraxis im Finanzbereich frage ich mich auch, ob es wirklich notwendig ist, permanent einen Index zu schlagen oder auf einen Index zu setzen, um eine gute Performance zu erzielen und sein Geld zu vermehren. Ich meine nein.

Einer der bekannten ETFs, der „iShares Core DAX UCITS ETF“, im Performance-Vergleich mit seinem Index



Der Chart zeigt, dass der ETF deutlich weniger Performance als der DAX abliefern – über die Laufzeit ca. 2 % p. a., obwohl die Kosten angeblich nur bei 0,16 % p. a. liegen.

Ausgangspunkt meiner Überlegung sind die Beobachtungen und Erkenntnisse aus unzähligen Beratungsgesprächen mit realen Anlegern aus Fleisch und Blut. Diese Anleger wollen in mehr als 90 % aller Fälle zwar einen guten Ertrag, aber den nur bei überschaubarem oder, noch besser formuliert, „aushaltbarem“ Risiko. „Aushaltbar“ bedeutet in der Praxis, dass der maximale Verlust im Normalfall unter 50 % liegen und die Anlage in schlechten Zeiten möglichst nach spätestens drei Jahren wieder an der Nulllinie angekommen sein sollte. Verluste von mehr als 50 % und Verlustperioden, die länger als drei Jahre andauern, erhöhen den Stress für Anleger enorm.

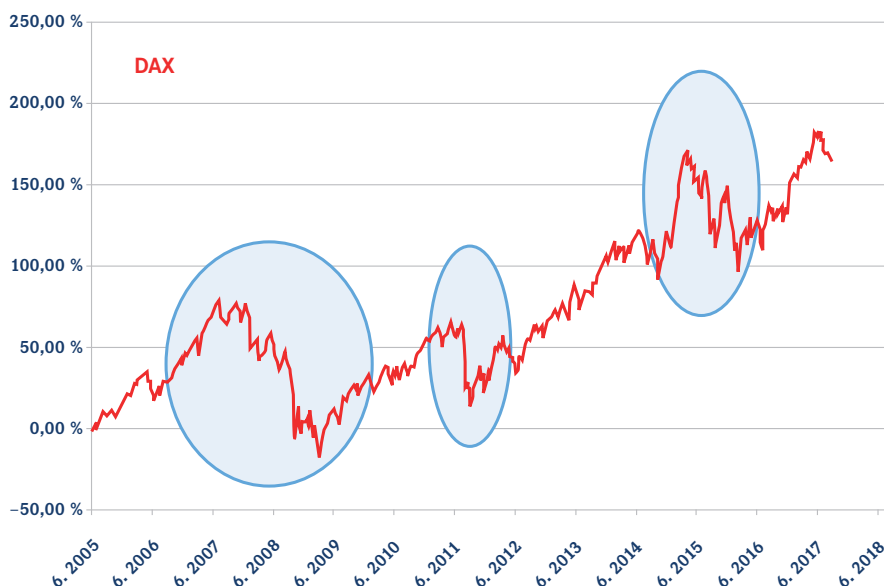
Betrachten wir einmal die Entwicklung des DAX im Zeitraum von Juni 2005 bis Ende August 2017. In dieser Zeit hätte ein DAX-Investor drei große Rücksetzer in der „Finanzkrise“ (2008/2009), der „Griechenlandkrise“ (2011) und der „Dieselkrise“ (2015/2016) verkraften müssen.

An 45,8 % der insgesamt 3.070 Börsentage, an denen der DAX in diesem Zeitraum gehandelt wurde, hätte der DAX an Wert verloren, und an 53,5 % der Tage (gleich 1.641 Tage)

hätte er an Wert gewonnen, an 22 Tagen wäre der Wert in etwa gleich geblieben (prozentualer Wertzuwachs unter 0,01 %). Der insgesamt höchste Tagesverlust hätte bei 9,69 % gelegen, der höchste Tages-

gewinn hätte 8,78 % betragen. In 26 % aller Dreijahresperioden hätte ein Anleger mit negativem Ergebnis abgeschlossen, und in fast drei Viertel aller Dreijahresperioden hätte er ein positives Ergebnis erzielt.

Der DAX 2005 bis 2017 mit Rückschlägen durch Finanz-, Griechenland- und Dieselkrise



Insgesamt hätte er über den gesamten Zeitraum einen Wertzuwachs von 167,11 % erzielt, was einem durchschnittlichen Wertzuwachs von rund 13,7 % p. a. entspricht. Das ist ein sehr ordentliches Ergebnis, das keinen Anlass zur Klage gibt.

Nach herrschender Meinung von ETF-Anhängern und der ETF-Lobby dürfte dieses Ergebnis kaum zu toppen sein. Aber ist das so? Ich denke, es gibt Alternativen, die gleichzeitig der Beweis dafür sind, dass gute „aktive“ Fondsmanager ihr Geld absolut wert sind.

Hätte zum Beispiel ein Anleger anstelle des Investments in den DAX am 2. Juni 2005 sein Geld in den frisch aufgelegten „Deutsche Aktien Total Return“-Fonds von Christian Krahe und Albrecht von Witzleben (DATR) investiert, dann hätte sein Investmentergebnis im Vergleich zum reinen DAX-Investment wie folgt ausgesehen: (siehe rechts)

Verluste in den Krisenphasen: DAX versus DATR

„Finanzkrise“	Verlust	Zeitraum	Tage
DAX	-54,3 %	12. Dezember 2007 bis 9. März 2009	453
aktiver Fonds DATR	-46,8 %	5. Juli 2007 bis 29. Oktober 2008	482

„Griechenlandkrise“	Verlust	Zeitraum	Tage
DAX	-30,6 %	7. Juli 2011 bis 14. Oktober 2011	89
aktiver Fonds DATR	-13,3 %	8. Juli 2011 bis 13. September 2011	67

„Dieselskandal“	Verlust	Zeitraum	Tage
DAX	-28,2 %	7. Juli 2011 bis 14. Oktober 2011	302
aktiver Fonds DATR	-14,5 %	8. Juli 2011 bis 13. September 2011	307

Beim genauen Vergleich der Tage mit negativer Kursentwicklung, verursacht durch die Finanz-, Griechenland- und Dieselkrise, weist der DATR deutlich geringere Verluste auf als der DAX. Für viele Privatanleger bedeutet das den Unterschied zwischen Hochstress und dem Gefühl, noch gut schlafen zu können. Hier zeigt sich ein wesentlicher Vorteil aktiv gemanagter Fonds: Gute Fondsmanager reagieren schnell und flexibel auf neue Situationen und passen ihre Anlagestrategie entsprechend an. Passive ETFs können das nicht.

Wahrheitsfindung statt Märchenstunde

Auch dieser Anleger wäre in den drei großen Krisen nicht ungeschoren davongekommen: Insbesondere in der „Griechenlandkrise“ und der „Dieselkrise“ hätte der Fondsanleger allerdings deutlich geringere Verluste erlitten. Dies ist einer Umstellung der Anlagepolitik nach der Finanzkrise zu verdanken und zeigt, dass sich aktives, d. h. auch lernfähiges Fondsmanagement positiv für einen Anleger auswirken kann.

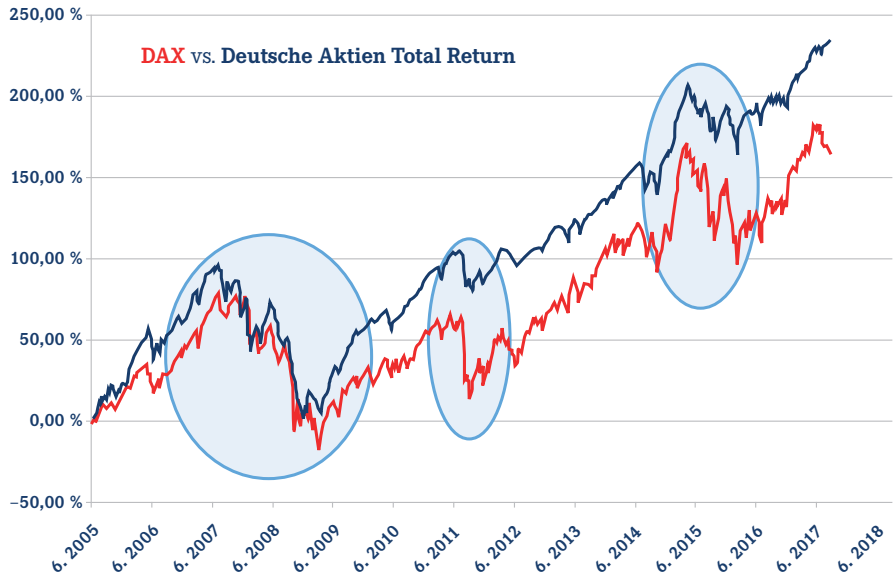
Der durchschnittliche Gewinn des Fondsanlegers an den „Gewinntagen“ hätte bei 54 % des DAX gelegen – er hätte an den Gewinntagen also deutlich „underperformt“, dafür wäre aber der durchschnittliche Verlust an den Verlusttagen auch bei nur 57,7 % des DAX gelegen.

	DAX	Fonds
Ø Verlust	-0,85 %	-0,49 %
Ø Gewinn	0,80 %	0,43 %

Der aktive Fonds hätte auch deutlich mehr Gewinntage und weniger Verlusttage als der DAX erzielt:

	DAX	Fonds
Verlusttage	1.407	1.287
neutrale Tage	22	28
Gewinntage	1.641	1.755

Bezogen auf die gesamte Laufzeit hätten sich DAX und „aktiver Fonds“ DATR wie folgt entwickelt:



Über diesen gesamten Betrachtungszeitraum hätte der Fondsinvestor einen Wertzuwachs von 234,2 % erzielt, das entspricht einem durchschnittlichen Wertzuwachs von 19,2 % im Vergleich zu den 13,7 % des DAX.

Wer weniger verliert, hat schon gewonnen

Die Gewinn-/Verlusttage-Statistik und der Chart zeigen einmal mehr, dass es für einen Anleger oftmals lohnender ist, Verluste zu vermeiden als Gewinne zu maximieren. Das wird noch deutlicher, wenn

man von der „Über-alles-Betrachtung“ wegeht und rollierende Anlagezeiträume betrachtet, denn wer hat schon den am 2. Juni 2005 gekauften Fonds/DAX bis zum 31. August 2017 im Depot geführt?

Wie sieht die Bilanz der beiden Fonds aus, wenn man – deutlich praxisnäher – rollierende Dreijahreszeiträume vergleicht?

Der Chart zeigt, dass der aktiv gemanagte „Deutsche Aktien Total Return“ (DATR) in mehr Dreijahresperioden (78 % DATR vs. 74 % DAX) ein positives Ergebnis erzielte und dass die negativen Dreijahresperioden im Schnitt deutlich weniger verlustreich waren als die des DAX. Der Chart zeigt auch, dass unabhängig vom Einstiegszeitpunkt bei einer Haltedauer von drei Jahren die Wahrscheinlichkeit groß war, mit dem aktiv gemanagten DATR besser zu fahren als mit dem DAX.

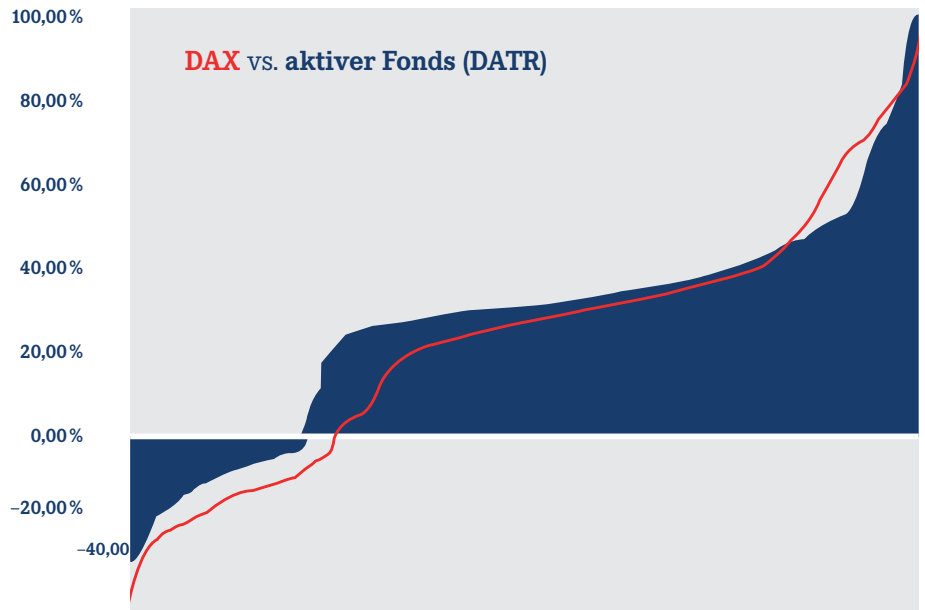
Manchmal könnte man meinen, dass die geringeren Verluste von guten aktiv gemanagten Fonds oft auch damit zusammenhängen, dass das Fondsmanagement eigene Gelder in signifikanter Höhe im Fonds investiert hat (wie auch beim DATR) und von Kursrückgängen genauso hart getroffen wird wie die Anleger.

Noch spannender und realitätsnäher wird die Betrachtung, wenn man fragt: Wie oft hätte ein DAX-Anleger bis zum 31. 8. 2017 besser abgeschnitten als der Investor im aktiv gemanagten DATR, wenn er an jedem beliebigen möglichen Börsentag vom 2. 6. 2005 bis 30. 8. 2017 gekauft hätte?

In nur 25 % aller Fälle hätte der DAX-Investor bis zum 31. 8. 2017 ein besseres Ergebnis erzielt als der Fondsinvestor, in drei Viertel aller Fälle hätte der Fondsinvestor ein besseres Ergebnis erzielt als der Indexkäufer. Und das ist meines Erachtens eines der wichtigsten Argumente für gute aktiv gemanagte Fonds wie den DATR.

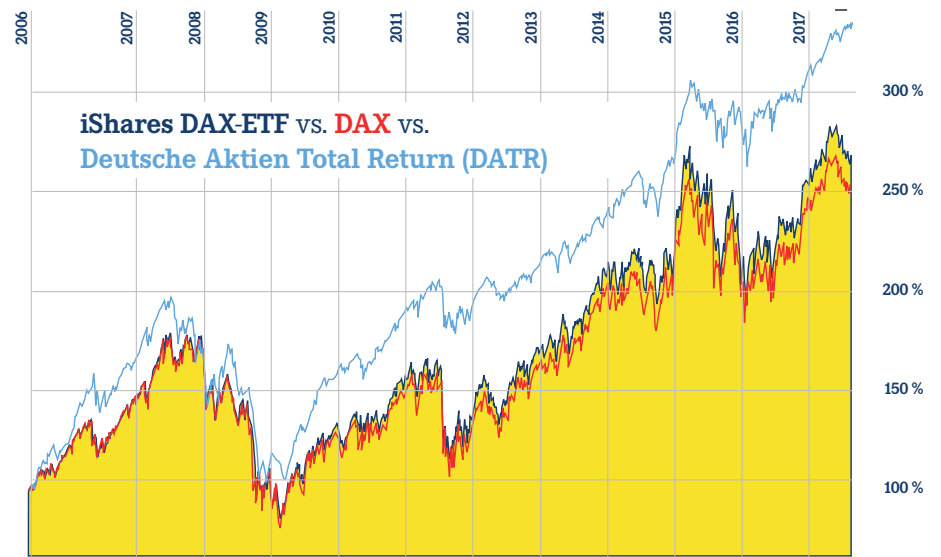
In der Praxis kann nun aber niemand den DAX kaufen, sondern er ist auf „kostengünstige“ ETFs angewiesen. Wie hätte die Wertentwicklung eines (physisch replizierenden) DAX-ETF im Vergleich zum „aktiv“ und verlustreduzierend „teuren“ Fonds nach Kosten ausgesehen? Auch hier fiel das Ergebnis zugunsten des gemanagten Fonds aus.

Kumulierte Performance in rollierenden Dreijahreszeiträumen



Gegenüber dem DAX konnte der aktiv gemanagte DATR-Fonds in mehr Dreijahresperioden ein positives Ergebnis erzielen, während die Verluste in den negativen Dreijahresperioden deutlich geringer ausfielen.

Die Entwicklung des DAX, eines DAX-orientierten ETF und des DATR



Ein augenfälliger Vergleich: Betrachtet man die Wertentwicklung im Beobachtungszeitraum 2005 bis 2017, so fällt die Performance des aktiv gemanagten Fonds eindeutig besser aus als die des Index und des Indexfonds.

Klares Fazit für Anleger: Aktiv gemanagte Fonds sind ihr Geld wert – gute Fondsmanager erst recht.

1. Die Aussage, dass passive Indexinvestments immer besser seien als aktiv gemanagte Fonds, können Sie getrost als „urban legend“ ins Reich der Marketing-Legenden abschieben.
2. Die Legende vom „immensen Kostenvorteil“ passiver Indexfonds sollte in der Realität kritisch geprüft werden, denn die Kursdifferenz zum Index fällt manchmal hoch aus.
3. Gute und wirklich aktive Fondsmanager sind ihr Geld wert und schaffen einen deutlichen Mehrwert im Depot eines Anlegers.
4. Um solche guten Fondsmanager zu finden, kann es sinnvoll sein, einen Berater heranzuziehen, der sich auskennt und solche Fonds findet.