

EDITORIAL



Spätestens nach dem Société Générale— Debakel ist für mich die Schlacht zwischen Indexzertifikaten und Exchange-Traded Funds (ETFs) entschieden: ETFs sind mittlerweile klar das bevorzugte Instrument für langfristige Investoren. Das hat vier handfeste Gründe:

1) Mittlerweile lässt sich ein gut diversifiziertes Portfolio ausschließlich aus ETFs von Deutschen Börsen zusammenstellen (siehe rechts). 2) Managementkosten von Indexzertifikaten unterscheiden sich kaum mehr von denen für ETFs. 3) Für deutsche Anleger sind Zertifikate steuerlich benachteiligt. 4) Der Zertifikateherausgeber Société Générale hat gezeigt, daß eine Zahlungsunfähigkeit sogar der gröſsten Banken (und damit ein Totalverlust für Zertifikateinhaber) langfristig nicht auszuschließen ist. Dieses zusätzliche Ausfallsrisiko bei Zertifikaten wird uns aber nicht durch eine höhere Rendite abgegolten.

Das ändert nichts daran, daß die praktische Anwendung der Portfoliotheorie weiterhin gültig ist. Nur die Instrumente ändern sich. In diesem Sinne: Der König ist tot. Es lebe der König!

Dr. Thomas Winderl

PS: Zum kostenlosen Erhalt zukünftiger Newsletters schicken Sie bitte ein e-Mail an office@portfoliotheorie.com. Damit erhalten Sie den Newsletter eine Woche vor der eigentlichen Publikation per e-Mail.

0,31% und fallend

Auf der Suche nach dem günstigsten ETF-Portfolio

Die Nebenkosten des Investierens werden von Privatinvestoren permanent unterschätzt. Das ist ein Riesenfehler. Denn wie beim Zinseszineffekt wirken sich auch die Kosten mit zunehmender Haltedauer immer stärker auf die Rendite aus (wir können das den „Kostenkosteneffekt“ nennen). Deshalb sind Kosten vor allem für langfristige, passive Anleger ein kritischer Punkt bei der Portfoliozusammenstellung.

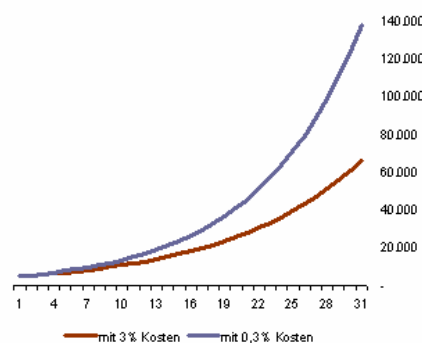
Portfolio allerdings schon 15.100 € wert. Nach 30 Jahren ist die kostengünstige ETF-Variante auf 138.000 € gestiegen, während das teure Portfolio noch bei 66.000 € herumd mpelt. Das heißt: nach 10 Jahren beträgt der Unterschied 28%, nach 30 Jahre aber schon fast unglaubliche 108%. Da sage noch einer, Kosten seien Nebensache und zu vernachlässigen.



  Sie Sparen 50 Prozent / PIXELIO

Nehmen wir folgendes Beispiel: Ein Portfolio von 5.000 € ist nach 10 Jahren bei einer guten durchschnittlichen Rendite von 12%, hohen, bei aktiven Fonds aber durchaus üblichen 3% Gesamtkosten etwa 11.800 € wert.

Bei viel geringeren jährlichen Gesamtkosten von 0,3% ( blich bei manchen billigen ETFs) wäre das



In Bezug auf Kosten irren sich viele Privatinvestoren häufig doppelt: 1. Das Argument, daß sich mit teuren, aktiv gemanagten Fonds auch überdurchschnittliche Renditen erwirtschaften lassen, ist erwiesenermaßen falsch. Im Gegenteil, teure Fonds erwirtschaften oft weniger Rendite als billige Fonds. 2. Erwerbs- und Verkaufskosten (die sogenannte Geld-Brief-Spanne) sind für langfristige Investoren, die sich vor kurzfristigem Spekulieren (eng. *Traden*) hüten, nur von untergeordnetem Interesse. Was sich allerdings über die Jahre stark auf die Performance auswirkt, sind die laufenden Kosten. Bei ETFs sind das üblicherweise die Verwaltungsgebühren (engl. *management fees*) für das Management der Fonds und die Depotgebühren bei der Bank.

DAS MUSTERPORTFOLIO

Um die Kosten für das derzeit günstigste ETF-Portfolio konkret abschätzen zu können, müssen wir uns zuerst ein geeignetes Musterportfolio zusammenstellen: 30% topsichere, kurzfristige Staatsanleihen aus der Eurozone für das Wertportfolio, 20% Aktien aus der Eurozone, jeweils 10% Aktien aus den USA, Japan und den Schwellenländern (engl. *Emerging Markets*), 10% globale Immobilien und 10% Rohstoffe. Ein solches Musterdepot ist zwar nicht für jeden Anleger geeignet, ist aber ein guter Anhaltspunkt für ein typisches langfristiges und passives Portfolio für private Investoren. Das Musterportfolio sollte ausschließlich aus ETFs bestehen (siehe Editorial). Indexzertifikate sind aufgrund des Bonitätsrisikos der herausgebenden Banken klar nur mehr zweite Wahl.

DIE GÜNSTIGSTEN ETFs

Wie sieht das derzeit günstigste Musterdepot aus ETFs aus? Schauen wir uns zuerst den wertbeständigen Teil des Portfolios an, also die kurzfristigen Staatsanleihen aus der Eurozone. Knapp der günstigste ETF ist derzeit der **db x-trackers IBOXX € Sovereigns 1-3Y** der Deutschen Bank (LU0290356871) mit jährlich sehr günstigen **0,15%** Verwaltungskosten. Wem die derzeit vom ETF verwaltete Geldmenge (eng. *assets under management*) dieses ETFs zu gering sind, kann alternativ zum mit 0,17% nur wenig teureren Lyxor ETF EuroMTS 1-3Y von Société Générale greifen.

Die ETF-Kosten für **Aktien aus der Eurozone** sind noch geringer. Von den acht ETFs auf den Euro STOXX 50 ist der UBS-ETF DJ Euro STOXX 50 I (LU0155367302) mit beeindruckenden 0,10%

Verwaltungskosten pro Jahr der günstigste. Dieser ETF ist mit einer Stückelung von etwa 45.000 € pro Anteil allerdings für den typischen Privatanleger unbrauchbar, auch weil regelmäßige Umschichtungen im Portfolio bei dieser Stückelung nicht machbar sind. Das lässt uns die Wahl zwischen zwei ETFs mit 0,15% Verwaltungskosten von der Deutschen Bank (LU0274211217) und von iShares (IE0008471009).

Auf den wichtigsten Blue-Chip Index für **Aktien aus den USA**, den S&P 500, gibt es - etwas eigenartig-momentan nur einen einzigen ETF in Deutschland: den iShares S&P 500 (DE0002643889) mit Verwaltungskosten von 0,35%. Eine noch günstigere Alternative ist der thesaurierende ETF auf den etwa gleichwertigen MSCI USA, der db x-trackers MSCI USA ETF (LU0274210672) mit Verwaltungskosten von 0,30%.

Für unser Musterdepot sind drei Indizes für **Aktien aus Japan** akzeptabel: der TOPIX 1700, der DJ Japan Titans 100 und der MSCI Japan. Auf alle drei gibt es ETFs mit einer Verwaltungsgebühr von 0,50% (von UBS, der Deutschen Bank und Lyxor).

Da **Aktien aus den Schwellenländern** noch volatiler sind, wollen wir die *Emerging Markets* über einen sehr breiten Index erfassen: den MSCI Emerging Markets. Auf diesen Index bieten drei große Anbieter einen ETF an: iShares, Lyxor und die db x-trackers der Deutschen Bank. Knapp am günstigsten ist momentan der (Dividenden ausschüttende) Lyxor ETF MSCI Emerging Markets (FR0010429068) und der (thesaurierende) db x-trackers MSCI Emerging Markets TRN Index ETF der Deutschen Bank mit mit 0,65%.

BEREICH	ANTEIL	derzeit günstigster ETF	ISIN	thesaurierend	Emittent	Verwaltungs-kosten
RISIKOLOSER ANTEIL (ANLEIHEN)						
Staatsanleihen Eurozone, Kurzläufer	30%	db x-trackers II iBoxx € Sov. Euro 1-3 TR	LU0290356871	ja	db x-trackers (Deutsche Bank)	0,15%
RISIKOANTEIL						
Aktien Eurozone	20%	iShares DJ Euro STOXX 50	IE0008471009	nein	iShares (Barclays Global Investors)	0,15%
		db x-trackers DJ Euro STOXX 50 ETF	LU0274211217	nein	db x-trackers (Deutsche Bank)	
Aktien USA	10%	db x-trackers MSCI USA ETF	LU0274210672		Deutsche Bank	0,30%
Aktien Japan	10%	Lyxor ETF Japan Topix	FR0010245514	nein	Lyxor (Société Générale)	0,50%
		UBS-ETF DJ Japan Titans 100	LU0136240974	nein	UBS-ETF (UBS)	
		db x-trackers MSCI Japan	LU0274209740	ja	db x-trackers (Deutsche Bank)	
Aktien Emerging Markets	10%	Lyxor ETF MSCI Emerging Markets	FR0010429068	nein	Lyxor (Société Générale)	0,65%
		db x-trackers MSCI Emerging Markets ETF	LU0292107645	ja	Deutsche Bank	
Rohstoffe	10%	Lyxor ETF Commodities CRB	FR0010270033	nein	EasyETF (AXA and BNP Paribas)	0,35%
Immobilien	10%	iShares FTSE EPRA/NAREIT Global Property	DE000A0LGQL5	nein	iShares (Barclays Global Investors)	0,59%
GESAMT	100%					0,31%

Bei den **Rohstoffen** stehen uns drei Indizes offen: der Goldman Sachs Commodity Index TR (GSCI), der Rogers International Commodity Index (RICI) oder der Dow Jones—AIG. Vorneweg scheiden die ETFs auf Jim Rogers' RICIs aus, da sie unverschämte 0,85% Verwaltungskosten pro Jahr berechnen. Ein viel günstiger ETF ist der EasyETF GSCI (LU0203243414) mit Verwaltungskosten von moderaten 0,45%. Der billigste ETF kommt aber von Lyxor: der Lyxor ETF Commodities CRB (FR0010270033) auf den DJ-AIG Index mit 0,35%.

Auch die weltweiten **Immobilien** sind nicht günstig: Der momentan einzige ETF auf den FTSE EPRA/NAREIT Global Property Immobilienindex ist von iShares (DE000AOLGQL5) und hat mit 0,59% einen relativ hohen Verwaltungsaufwand.

FAZIT

Es hat sich gezeigt, daß die europäische ETF-Industrie mittlerweile den Kinderschuhen entwachsen ist. Unser Musterportfolio für europäische Investoren können wir mittlerweile komplett und günstig über ETFs zusammenstellen. Damit ist auch das letzte Argument für Indexzertifikate vom Tisch.

Die jährlichen Verwaltungskosten für ein gut diversifiziertes Portfolio liegen momentan bei 0,31 Prozent. Das liegt zwar noch weit über den Kosten für ein ähnlich diversifiziertes Portfolio für US-amerikanische Investoren von derzeit 0,14%*, ist aber dennoch ein Riesenschritt in die richtige Richtung. 31 Basispunkte sind ein durchaus akzeptabler

Abschlag von unserer Rendite, da das Portfolio sehr gut diversifiziert ist und auch Indizes beinhaltet, deren Abbildung aufgrund der Komplexität des Marktes einfach etwas mehr kostet. Und im Vergleich zu aktiv gemanagten Fonds sind 0,31% sehr, sehr günstig.

Am günstigsten können wir erwartungsgemäß in europäische Staatsanleihen (0,15%) und Aktien der Eurozone (0,15%) investieren. Auch US-amerikanische Aktien sind mit 0,30% nicht kostspielig. Überraschend günstig ist auch das direkte Investment in einen breiten Rohstoffindex wie den Dow Jones AIG (0,35%).

Teurer wird es allerdings mit den Aktien in Japan (0,50%), dem Kauf eines globalen Immobilienindex (0,59%) und vor allem mit Aktien der Schwellenländer (0,65%). Bei ETFs auf den Immobilien- und den Schwellenländerindex lassen sich die Mehrkosten verstehen, da die nachzubildeten Indizes breit und teilweise komplex sind.

Wir werden die Kosten für unser Musterportfolio weiterhin verfolgen und hoffen auf eine weitere Senkung der Verwaltungskosten. Realistisch zu erwarten ist eine weitere Senkung der Kosten für die US-amerikanischen und die japanischen Aktienindizes, die im Vergleich zu Emerging Markets, Rohstoffen und Immobilien durch ETFs verhältnismäßig einfach nachzubilden sind.

* Hougan, Matthew (2007), The 13.65 Basis Point Portfolio, www.indexuniverse.com

Sind RAFIs der bessere Index?

Angekündigte Revolutionen finden nie statt

Lyxor und Invesco Powershares machten Mitte 2007 die sogenannten RAFI-Indizes über ETFs auch für den europäischen Anleger investierbar. Was da wie ein Hundename klingt, wurde seit einiger Zeit als Revolution des Indexing angekündigt. RAFI-Indizes beruhen auf fundamentalem Indexing (engl. fundamental indexing). Statt wie die meisten Indizes Aktien nach ihrer Marktkapitalisierung auszuwählen und zu gewichten, beruhen RAFI-Indizes auf preisunabhängigen Kennzahlen für Unternehmen. Für uns stellt sich die Frage: Sind RAFI-Indizes die besseren Instrumente zum passiven Investieren?

Das Problem ist bekannt: Die meisten sinnvollen ETFs und Indexzertifikate auf Aktien bilden einen Index nach der Unternehmen nach ihrer Marktkapitalisierung gewichtet. Die Kapitalisierung eines Unternehmens berechnet sich dabei aus der Anzahl der Aktien multipliziert mit dem aktuellen Kurs. Da der Kurswert oft irrationalen (aber nicht unbedingt ineffizienten) Schwankungen der Marktteilnehmer unterworfen ist, werden dabei Growth-Aktien häufig übergewichtet und Value-Aktien oft untergewichtet. Die Achterbahnfahrt der letzten Wochen waren ein gutes Beispiel für irrationales Handeln von Marktteilnehmern.

Um dieses Problem zu lösen, machte sich Rob Arnott und sein kalifornisches Unternehmen, Research Affiliates (RA), daran, Indexing zu revolutionieren. RA sind nicht irgendwer, sondern verwalten 16 Milliarden Dollar für meist institutionelle Investoren. Rob Arnott und RA versuchten eine Indexfamilie zu schaffen, die Aktien nicht wie üblich nach Marktkapitalisierung gewichtet, sondern auf fundamentale Daten der Unternehmen baut. Diese Kennzahlen zur Gewichtung sind Dividende, Cash-Flow, Umsatz und Buchwert. Voilà: RAFI war geboren, eine Kurzform für „Research Affiliates Fundamental Indices“. Nach

Rückrechnungen von RA schlagen die RAFI Indizes die üblichen Standardindizes sowohl in fallenden wie auch in steigenden Märkten. RA lizenzierte diese Indexfamilie über FTSE und ging eine Partnerschaft mit der US-amerikanischen ETF-Firma PowerShares ein. Der erste ETF auf einen fundamentalen Index war der PowerShares FTSE RAFI U.S. 1000 ETF und wird seit Dezember 2005 an Privatinvestoren in den USA verkauft.



© Reißnägeln / PIXELIO

Für den europäischen Investor wurden ETFs auf RAFI-Indizes Mitte 2007 von Lyxor eingeführt. Ende 2007 ergänzte die US-amerikanische Investmentfirma Invesco dieses Angebot mit vier weiteren RAFI-ETFs.

Damit sind mittlerweile ein breiter globaler RAFI-Index, ein Eurozonen- und ein Europa-Index, ein breiter USA-Index und ein Index auf Japan über ETFs investierbar (siehe unten).

Sollen wir also zugreifen und unser Portfolio mit RAFI-ETFs bestücken? Diese Frage wird seit einigen Jahren schon heiß und bis aufs Messer in der angelsächsischen Welt auf Foren wie www.diehard.org diskutiert. Die heftigste Kritik erntete das RAFI-Konzept von einigen Göttern der Portfoliotheorie wie Burton Malkiel und John Bogle. Ihr Argument: Das Konzept der RAFIs sei kein Indexing, sondern eine Strategie, den Marktdurchschnitt zu schlagen. Daraus folgt, daß der RAFI-Index langfristig manchmal über, manchmal aber auch unter dem kapitalisierungsgewichteten Index liegen wird.

Fazit: Die Indizes sind zu neu und wir wissen zu wenig darüber, wie sie in verschiedenen Marktphasen reagieren werden. Wir haben kaum Informationen über ihre langfristige Rendite und über die Korrelation untereinander und mit anderen Indizes. Schwer wiegt dazu, daß der Total Expense Ratio aller RAFI-ETFs bei satten 0,75% liegt, was langfristig auch eine mögliche Überrendite wieder zunichte macht. Die angekündigte RAFI-Revolution wird wohl wiederum nur einer Gruppe zu Wohlstand verhelfen: den Research Affiliates, der FTSE-Gruppe und den Anbietern von RAFI ETFs. Der passive, langfristige Anleger ist besser bei den langweiligen kapitalgewichteten Indizes aufgehoben.

Nieder mit der Revolution, es lebe der König!

ETFs auf RAFI Indizes:	
GLOBAL	
PowerShares FTSE RAFI Developed 1000 Fund	IE00B23D8W74
EUROZONE	
Lyxor ETF FTSE RAFI Eurozone	FR0010400788
EUROPE	
Lyxor ETF FTSE RAFI Europe	FR0010400770
PowerShares FTSE RAFI Europe Fund	IE00B23D8X81
PowerShares FTSE RAFI Dev. Europe Mid-Small Fund	IE00B23D8Y98
USA	
PowerShares FTSE RAFI US 1000 Fund	IE00B23D8S39
Lyxor ETF FTSE RAFI US 1000	FR0010400804
Japan	
Lyxor ETF FTSE RAFI Japan	FR0010400796

IMPRESSUM: Die Website Portfoliotheorie.com und der Portfoliotheorie.com Newsletter ist ein privates Informations- und Diskussionsforum von Dr. Thomas Winderl, c/Alfons Sala 40-44, Tel. +43-664-9566642, E-Mail info@portfoliotheorie.com; Erscheinungsweise: monatlich oder alle zwei Monate (ohne Rechtsanspruch); Bezug: kostenfreies E-Mail-Abonnement;

URHEBERRECHTLICHE HINWEISE: Die Website Portfoliotheorie.com und der Portfoliotheorie.com Newsletter einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung von Inhalten, der Nachdruck oder die Vervielfältigung (auch auszugsweise) bedarf der ausdrücklichen schriftlichen Einwilligung der Herausgeber. **DISCLAIMER:** Sämtliche Inhalte der Website Portfoliotheorie.com und des Portfoliotheorie.com Newsletter werden nach bestem Wissen und Gewissen recherchiert und formuliert. Dennoch kann der Herausgeber keine Gewähr für Richtigkeit, Vollständigkeit und Genauigkeit dieser Informationen gegeben werden. Die Ausführungen im Rahmen des Website Portfoliotheorie.com und des Portfoliotheorie.com Newsletter stellen im Übrigen weder eine Anlageberatung noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren dar. Eine Haftung des Herausgebers für Vermögensschäden, die durch Anwendung von Hinweisen und Empfehlungen auf persönliche Investitionsentscheidungen eventuell auftreten, ist kategorisch ausgeschlossen.