

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

Autoren: David Hsu, CPA®, Head of Index Equity and ETF Product Specialism, Vanguard Europe, und Sebastian Lewis, CFA®, Senior Strategist, Advisory Research Centre, Vanguard Europe

Hinweis: Diese Analyse beruht auf der Vanguard Studie „Beyond Expense Ratio: A Contemporary Guide to Selecting an Index Fund Manager“, die im Jahr 2023 veröffentlicht wurde.¹ Bei der Studie handelte es sich um eine überarbeitete Version einer Vanguard Studie aus dem Jahr 2019 mit dem Titel „Beyond Expense Ratio: A Guide to Index Fund Manager Selection“.²

Während Märkte und Renditen nur schwer vorhersehbar sind, können Anleger die Kosten kontrollieren. Dabei können Ausgaben wie Kostenquoten, Transaktionskosten und Verkaufsgebühren die Renditen erheblich schmälern.

Bedeutet das, dass es bei der Auswahl eines Indexfonds allein auf eine möglichst niedrige Kostenquote ankommt? Oder sollte man bei der Bewertung eines Indexfondsmanagers auf mehr als nur den Preis achten?

Tatsächlich gehen einige Anlegerinnen und Anleger davon aus, dass sich Indexfonds und ETFs (börsengehandelte Fonds) allein durch ihre Gebühren voneinander unterscheiden. Die Kostenquoten von Indexfonds sind jedoch in den vergangenen Jahren branchenweit deutlich gesunken; Gebührenunterschiede, die die relative Performance eines Fonds früher erheblich beeinflussten, sind heute nahezu unerheblich. In dem heutigen Marktumfeld, in dem die Kostenquoten einiger ETFs und Indexfonds in Richtung null tendieren, kann man den Einfluss von ein bis zwei Basispunkten (Bp) getrost vernachlässigen.

Bei der Bewertung ihrer Optionen sollten Anlegerinnen und Anleger daher über die Kostenquoten hinausdenken und eine größere Anzahl differenzierterer Faktoren in ihre Auswahl einbeziehen, darunter organisatorische Vorteile, Portfoliomanagement-Ressourcen, Wertpapierleihprozesse, Preispolitik und Größenvorteile.

Bei den niedrigen Gebühren, die heute üblich sind, entscheiden diese komplexen und weniger sichtbaren Komponenten des Indexfondsmanagements über Performance-Unterschiede. Um sicherzustellen, dass ein Fonds das Risiko-/ Renditeprofil seiner Benchmark genau abbildet, sollten Anlegerinnen und Anleger diese Komponenten sorgfältig prüfen.

In dieser Analyse gehen wir auf drei wichtige Kriterien ein, die Anlegerinnen und Anleger bei der Auswahl eines Indexfondsmanagers berücksichtigen sollten:

- **Interesseneinklang**
- **Portfoliomanagement**
- **Wertpapierleihe**

¹ Scott BJ, Lostaunau J, Kotlyarenko A, und Wilson A: Beyond Expense Ratio: A Contemporary Guide to Selecting an Index Fund Manager: 2023.

² Kleppe M, Tedesco A, Kotlyarenko A, Gibbs W und Milne S: Beyond Expense Ratio: A Guide to Index Fund Manager Selection: 2019.

Zu diesem Zweck stellen wir ein Entscheidungsmodell vor, das sich auf die populärsten und verbreitetsten Aktien- und Anleihe-Indexfonds und -ETFs der großen Fondsmanager (einschließlich Vanguard) anwenden lässt (**Abbildung 1**).

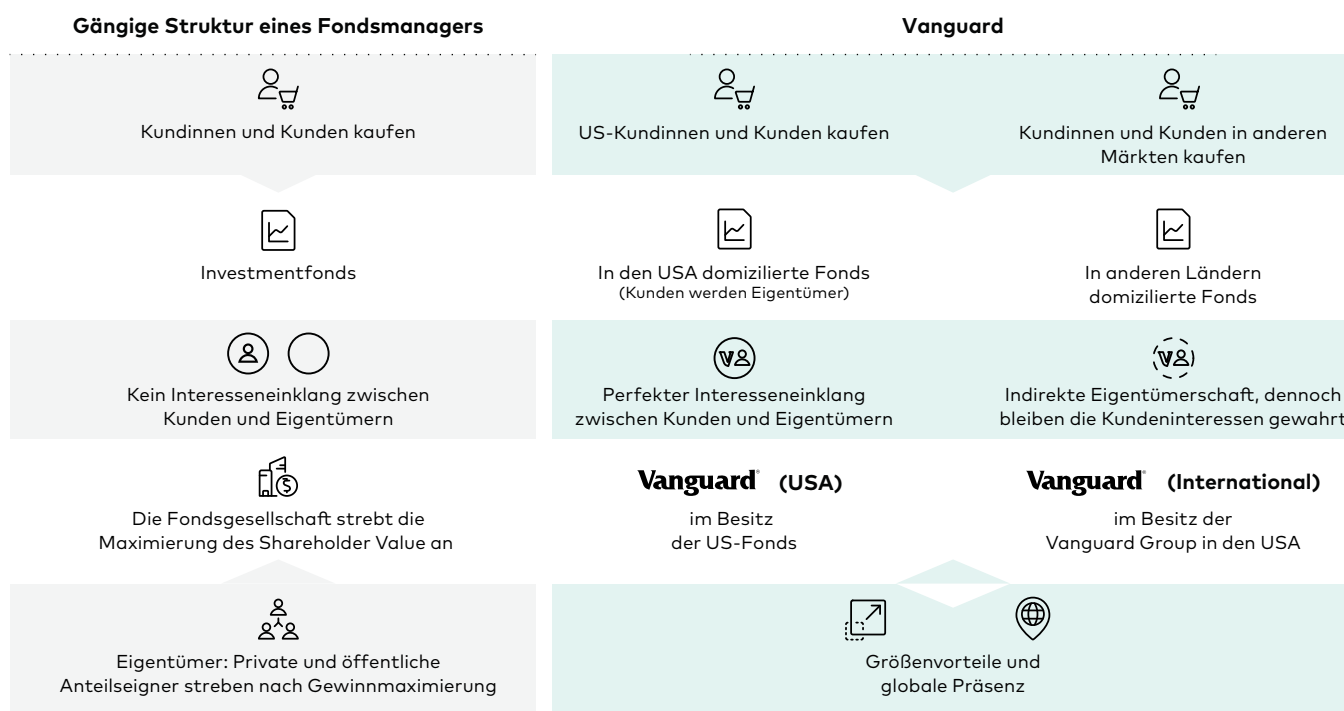
Interesseneinklang

Indexfondsmanager gibt es viele, und die Unterschiede zwischen einzelnen Anbietern fallen durchaus ins Gewicht. Dies gilt insbesondere für die Eigentümerstruktur und die Philosophie des Fondsmanagers, denn beides hat maßgeblichen Einfluss auf die Anreize innerhalb eines Unternehmens – und damit auch auf seine Geschäftsstrategie.

Eine genossenschaftliche oder genossenschaftsähnliche Struktur – wie die Eigentümerstruktur von Vanguard – ist aus unserer Sicht eine gute Voraussetzung, damit Unternehmen den Interessen ihrer Kundinnen und Kunden Vorrang gegenüber den eigenen Zielen einräumen. Die nachstehende Grafik verdeutlicht, wie Fondsanlegerinnen und Fondsanleger von einem genossenschaftlichen Modell profitieren.

ABBILDUNG 1.

Grundlegendes für die Auswahl eines Indexfondsmanagers



Hinweis: Eine Fondsgesellschaft befindet sich in der Regel im Besitz von öffentlichen oder privaten Aktionären und nicht von dem Fonds, der sie verwaltet. Bei dieser Unternehmensstruktur steht die Gewinnmaximierung für die Eigentümer im Vordergrund – was häufig zu höheren Verwaltungsgebühren für Fondsanlegerinnen und -anleger führt. Die Eigentümerstruktur der Vanguard Group in den USA unterscheidet sich von diesem gängigen Modell, denn Besitzer der Vanguard Managementgesellschaft sind die Fonds selbst. Durch dieses einzigartige Modell entstehen keine Interessenkonflikte zwischen der Verwaltungsgesellschaft der Vanguard Fonds und ihren Fondsanlegerinnen und -anlegern. Vanguard hat einen Anreiz, die Fondsgebühren so niedrig wie möglich zu halten, sodass Anlegerinnen und Anleger mehr von der Fondsrendite bleibt. Vanguard Europe befindet sich zwar nicht direkt im Besitz der Vanguard Fonds, gehört jedoch zu 100% der Vanguard Group. Die Vanguard Unternehmensphilosophie, die Kundinnen und Kunden immer an erste Stelle setzt, bleibt dadurch erhalten: Auch in Europa haben die Interessen unserer Fondsanlegerinnen und -anleger oberste Priorität.

Quelle: Vanguard.

Der Vanguard Unterschied

Vanguard gehört den Menschen, die in unsere Fonds investieren.³ Der Wert und die Stärke dieser Eigentümerstruktur liegen in dem Interesseneinklang zwischen Vanguard und unseren Kundinnen und Kunden: ein langfristiger Anlagehorizont und niedrige Kosten.

Mit dieser Philosophie und kosteneffizienten, unkomplizierten Anlagelösungen konnten bereits Millionen Menschen weltweit ihre Anlageziele erreichen. Dafür stehen wir: Value to Investors.

Anreize für effizientes Kostenmanagement

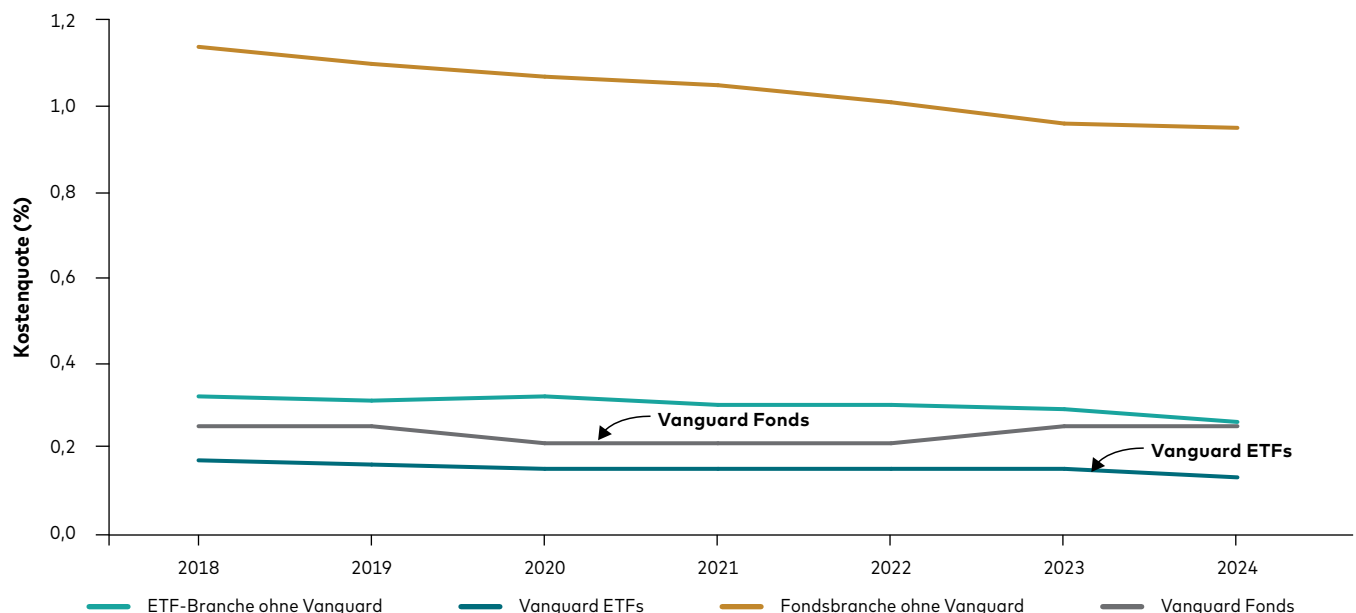
Die Manager von Indexfonds erheben Gebühren, die in der Regel als Kostenquote ausgedrückt und dem verwalteten Vermögen des Fonds entnommen werden – und daher auf Kosten der Fondsrendite gehen. Branchenweit sind die Gebühren in den letzten zehn Jahren deutlich gesunken. Wer dennoch einen Indexfonds nur wegen einem Gebührenunterschied von zwei Basispunkten pro Jahr auswählt, setzt womöglich die falschen Prioritäten. Warum? Weil auch andere Kosten die Wertentwicklung eines Fonds – womöglich deutlicher – belasten.

Bei der Auswahl eines Fondsmanagers sollten Anlegerinnen und Anleger daher auch auf Nachweise für diszipliniertes Kostenmanagement achten. Wer weiß, wie ein Fonds seine Rendite erzielt, kann besser abschätzen, ob die eigenen Interessen mit den Interessen der Fondsgesellschaft in Einklang stehen. Beispiel Gebührenbeständigkeit: Fondsgesellschaften können Vertrauen schaffen, indem sie ihre Gebühren langfristig stabil halten oder sogar senken. Häufige Gebührenschwankungen könnten dagegen ein Hinweis darauf sein, dass ein Fondsmanager in erster Linie Marktanteile durch selektiven Preiswettbewerb gewinnen will. **Abbildung 2** zeigt, dass die Gebühren europäischer Fonds in den letzten Jahren gesunken sind.

ABBILDUNG 2.

Die Kostenquoten (OCF⁴) von Indexfonds nähern sich einander an

Kostenquoten europäischer Fonds und ETFs, 2018 bis 2024



Quelle: Morningstar; Daten für den Zeitraum vom 31. Januar 2018 bis zum 31. Dezember 2024.

- 3 Die Vanguard Group, Inc. gehört den Vanguard Fonds und ETFs mit Fondsdomizil in den USA, die wiederum den Fondsanlegerinnen und -anlegern gehören. Dank unserer einzigartigen genossenschaftlichen Eigentümerstruktur in den USA können wir Interessenkonflikte vermeiden. Die Struktur unseres Unternehmens steht im Einklang mit unserer Kernaufgabe: Vanguard vertritt die Interessen aller Anlegerinnen und Anleger, wir stehen für Fairness und Transparenz und sind nur einem Ziel verpflichtet – dem Anlageerfolg unserer Kundinnen und Kunden. Wir sind überzeugt, dass eine Fondsgesellschaft ihre Fonds ausschließlich im Interesse ihrer Kundinnen und Kunden verwalten sollte. Diese Überzeugung steht im Mittelpunkt unserer kundenorientierten Unternehmensphilosophie.
- 4 Die OCF (Ongoing Charges Figure) gibt die laufenden jährlichen Kosten als Prozentsatz des Gesamtvermögens eines Fonds an. Die OCF deckt die Kosten für die Verwaltung des Fonds ab und enthält unter anderem Gebühren und Aufwendungen wie Managementgebühren, Verwaltungsgebühren (z. B. Depotbank-, Rechts- und Prüfungsgebühren) und sonstige Betriebskosten.

Portfoliomanagement

Bei der Überprüfung eines Indexfondsmanagers sollten Anlegerinnen und Anleger auf mehrere wichtige Merkmale achten.

Einige halten das Management von Indexfonds für simpel, tatsächlich – und für einige vielleicht überraschend – ist es jedoch eine komplexe Aufgabe, die Geschick und Erfahrung erfordert. Beständige Anlageergebnisse, die eine Benchmark langfristig korrekt abbilden, setzen geübte und hochqualifizierte Portfoliomanagement-Teams voraus, und nicht alle Teams sind gleich. Der große Gleichmacher im Asset-Management ist die Rendite.

Bei der Einschätzung eines Fondsmanagers kommt es jedoch entscheidend auf die langfristige Wertentwicklung an, denn langfristige Ergebnisse enthalten unterschiedliche Marktzyklen, und jeder Marktzyklus bringt seine eigenen Herausforderungen mit sich.

Einige Fondsmanager zeichnen sich durch bewährte, risikokontrollierte Prozesse aus, die sorgfältig auf die Abbildung einer Benchmark abgestimmt sind und auch die expliziten und impliziten (marktbedingten) Transaktionskosten minimieren.

Ein Manager mit entsprechenden Ressourcen und Kompetenzen kann mehrere inkrementelle Kosten ausgleichen. Erfolg stellt sich dann ein, wenn diese Strategien konsequent und im Rahmen einer robusten Risikokontrolle umgesetzt werden, was entsprechende organisatorische Ressourcen und Fachwissen voraussetzt.

Portfolioaufbau durch Sampling-Verfahren

Sampling bezeichnet Methoden und Techniken zur Auswahl einzelner im Index enthaltener Aktien oder Anleihen. Idealerweise investiert ein Indexfonds in alle im Index enthaltenen Wertpapiere, ein Prozess, der auch als „vollständige Replikation“ bezeichnet wird.

Indizes, insbesondere Anleihe-Benchmarks, enthalten jedoch häufig Wertpapiere mit schwacher Liquidität, die nur schwierig und teuer zu handeln sind und daher die Kosten für den Aufbau eines Portfolios in die Höhe treiben können. Fondsmanager können solche Indizes durch sogenanntes Sampling abbilden. Dabei wägen sie das Risiko eines höheren Tracking Error gegen die entstehenden Transaktionskosten ab und investieren nicht in alle, sondern lediglich in eine repräsentative Teilmenge der Indexkomponenten, um die Wertentwicklung des Index möglichst genau abzubilden und gleichzeitig den Tracking Error zu minimieren.

Kommt die Sampling-Technik zum Einsatz, müssen Indexfonds nicht alle im Index enthaltenen Wertpapiere kaufen und können die Kosten für die Portfolioverwaltung reduzieren. Allerdings entstehend dadurch auch zusätzliche Risiken, die sich auf die Rendite auswirken können.

Wenn möglich und praktisch umsetzbar, ist eine vollständige Replikation daher die bessere Wahl. Ansonsten sollten Anlegerinnen und Anleger bei der Auswahl eines Fondsmanagers auf den Tracking Error des Indexfonds achten.

Spur halten

Tracking Difference (auch bekannt als Überschussrendite) und Tracking Error sind zwei wichtige Indikatoren für die Qualität eines Indexfonds, die zwar häufig synonym verwendet werden, tatsächlich jedoch sehr unterschiedliche Bedeutungen haben.

Tracking Difference

Die Tracking Difference zeigt die (positive oder negative) Überschussrendite des Fonds an, also wie weit der Fonds von seinem Index abweicht. Sie entspricht der Rendite des Fonds abzüglich der Gesamtrendite seiner Benchmark. Da Fonds Gebühren berechnen, die von der Rendite abgehen, sind die Netto-Überschussrenditen (die Renditen nach Abzug der Gebühren) von Indexfonds oft negativ, wenn alle anderen Parameter gleich sind.

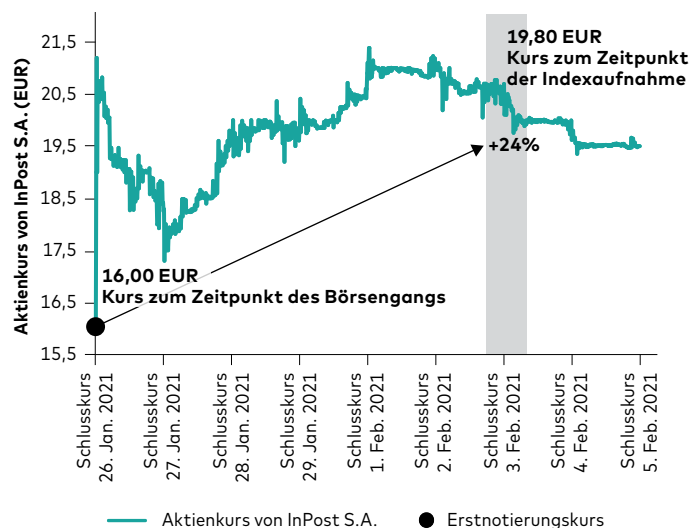
Einige Manager versuchen, diesen strukturellen Renditeverlust durch effizientes Portfoliomanagement zu kompensieren. Wenn zum Beispiel ein Indexfonds mit einer Kostenquote von 10 Basispunkten (0,1%) eine Tracking Difference von null ausweist, bedeutet dies, dass der Mehrwert durch effizientes Portfoliomanagement die Kosten des Fonds ausgeglichen hat. Umgekehrt kann ein weniger versierter Manager die strukturell negative Tracking Difference noch vergrößern oder vielleicht nur marginal reduzieren.

Das folgende Beispiel zeigt eine von mehreren Strategien, mit denen die Manager von Indexfonds positive Überschussrenditen erzielen können.

ABBILDUNG 3.

Renditeoptimierung durch geschicktes Management bei Kapitalmaßnahmen

Fallstudie zu Kapitalmaßnahmen: Börsengang von InPost – von einer raschen Indexaufnahme profitieren



Planung und Vorbereitung

- Auf Grundlage einer Preisspanne haben wir die Gewichtung der Aktie im Index und die möglichen Auswirkungen auf den Fonds geschätzt.

Umsetzung

- Wir haben bereits zum Börsengang, also einige Tage vor der Aufnahme in den Index, Aktien von InPort gekauft.

Ergebnis

- Da wir nicht bis zum Tag nach der Indexaufnahme gewartet haben, konnten wir möglichen Renditeeinbußen entgegenwirken.

Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für künftige Erträge. Nur zu Illustrationszwecken. Kurse in Euro. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für künftige Erträge.

Quelle: Vanguard und Bloomberg; Stand: 5. Februar 2021.

Tracking Error

Der Tracking Error zeigt die Schwankungsbreite der Tracking Difference an und ist damit ein Indikator für die Beständigkeit der Überschussrendite eines Fonds. Formal ausgedrückt ist der Tracking Error die annualisierte Standardabweichung der Tracking Difference (**Abbildung 4**). Er beschreibt die Streuung (oder Wahrscheinlichkeitsverteilung) der Überschussrendite über einen bestimmten Zeitraum.

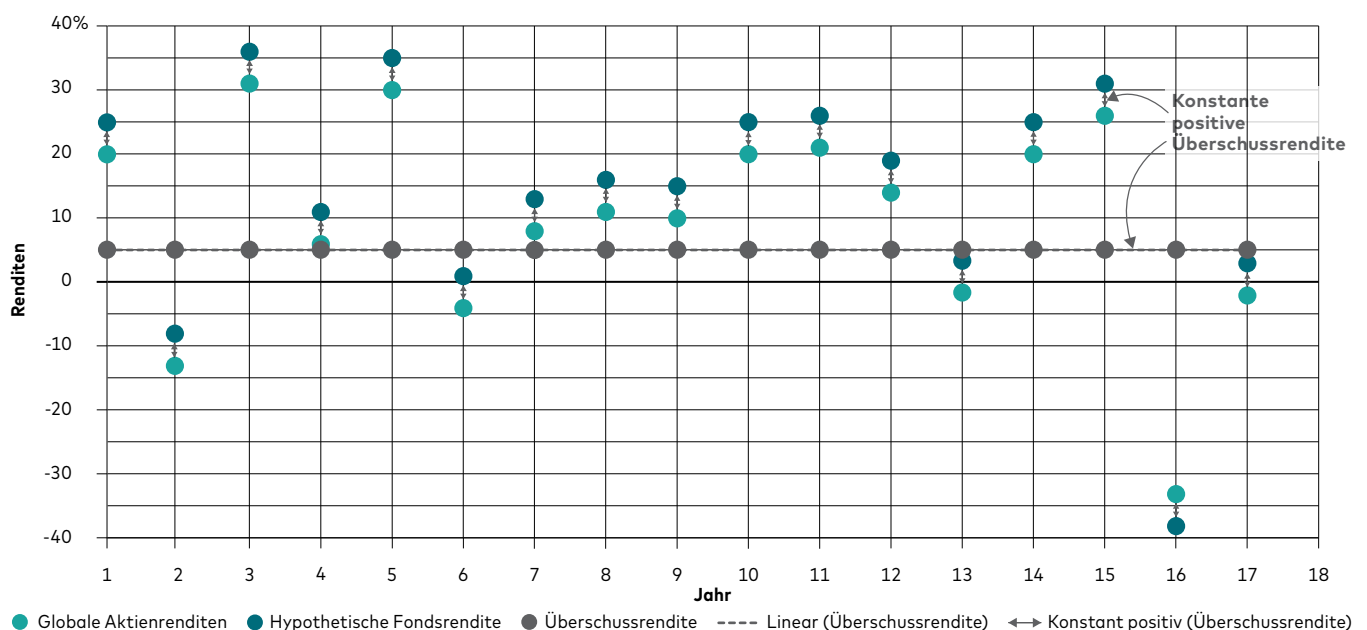
Der Tracking Error definiert das Risiko eines Fonds gegenüber seiner Benchmark und ist inhärenter Bestandteil der Anlageergebnisse eines Fonds. Je höher der Tracking Error, desto größer ist die Renditestreuung – und desto volatiler ist die Überschussrendite eines Fonds. Zu den Entscheidungen des Fondsmanagers, die den Tracking Error in die Höhe treiben können, gehören unter anderem Sampling, der Einsatz von Derivaten, der Kauf oder Verkauf von Aktien zu Kursen, die von ihren Schlusskursen abweichen, sowie der Umgang mit Veränderungen im Index (Rebalancing). Da der Kontext von entscheidender Bedeutung ist, sollte man den Tracking Error jedoch nicht isoliert betrachten. Vor allem zwei Faktoren sollten Anlegerinnen und Anleger bei der Betrachtung des Tracking Error berücksichtigen.

Zum einen stellt sich die Frage: Was ist ein angemessener Tracking Error bzw. welches Niveau ist für eine bestimmte Anlagestrategie tolerierbar? Dies hängt vor allem von der Benchmark ab, die der Fonds abbildet. Bei einem S&P 500 Indexfonds beispielsweise sollte man einen geringeren Tracking Error erwarten, da der Index aus hochliquiden amerikanischen Blue-Chip-Aktien besteht. Die Komponenten von Schwellenländerindizes sind dagegen in der Regel weniger liquide.

Der zweite Punkt hat etwas mit der Tracking Difference zu tun: Wenn ein Indexfonds deutliche (positive oder negative) Überschussrenditen gegenüber seinem Index erzielt, liegt es nahe, auch einen hohen Tracking Error zu erwarten. Ist die Überschussrendite jedoch konstant, zum Beispiel beständig bei -2% oder +2%, ist der Tracking Error gleich null: Eine Konstante (oder ein annähernd konstanter Wert) schwankt nicht, also gibt es auch keine Standardabweichung, die den Umfang dieser Schwankung anzeigt. Dies kann den falschen Eindruck erwecken, dass der Indexfonds seinen Index sehr genau nachbildet, wovon er in Wirklichkeit jedoch weit entfernt ist (**Abbildung 4**).

ABBILDUNG 4. Ein Tracking Error von null

Kontext ist wichtig: Warum man den Tracking Error nicht isoliert betrachten sollte



Hinweis: Dieses hypothetische Beispiel dient nur zur Illustration einer bestimmten Situation, in der ein Fonds einen Tracking Error von null erreichen kann. Es stellt keine spezifische Anlage dar.

Quelle: Vanguard.

Wie viel Tracking Error darf sein?

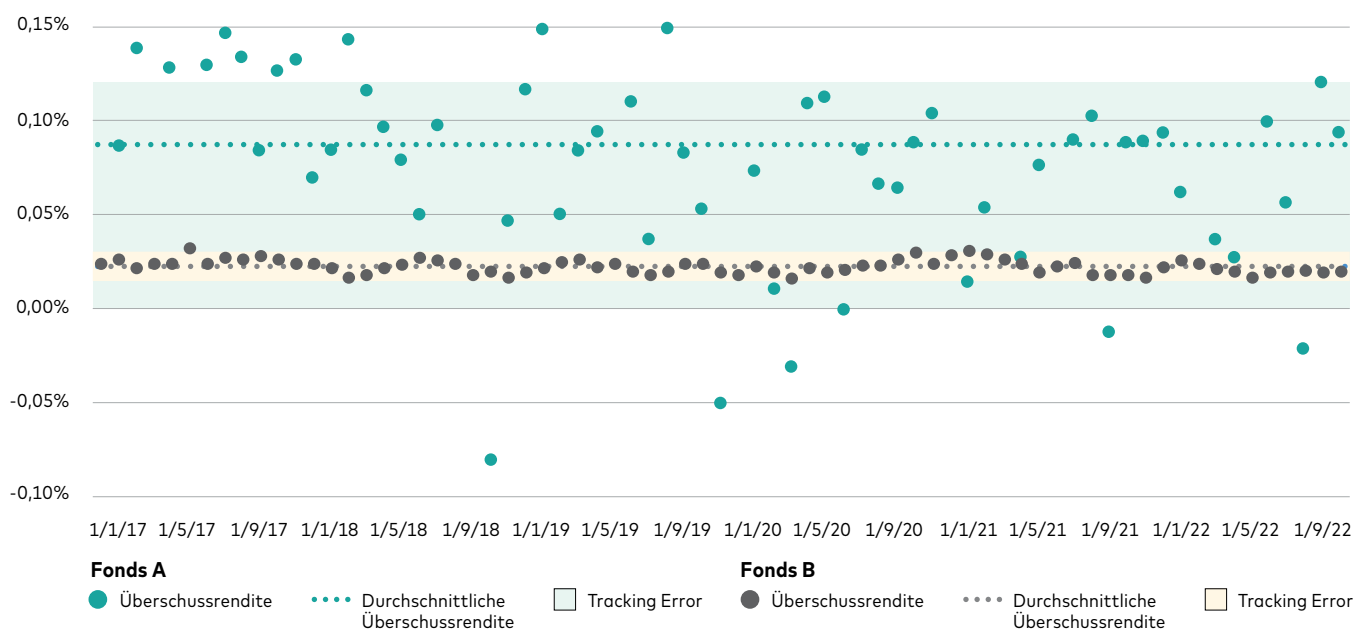
Überschussrendite und Tracking Error von zwei hypothetischen Aktienindexportfolios:

Abbildung 5 verdeutlicht den oben dargelegten Aspekt anhand eines Vergleichs von zwei hypothetischen Indexfonds, die von unterschiedlichen Fondsmanagern verwaltet werden. Fonds A erzielt eine höhere durchschnittliche Überschussrendite als Fonds B, jedoch auch einen deutlich höheren Tracking Error. Da die Tracking Difference stärker schwankt,

werden einige Käuferinnen von Fonds A höhere Renditen erzielen als die Käufer von Fonds B, andere hingegen niedrigere, obwohl beide Käufergruppen eine indexähnliche Rendite erwarten. Während aber die Käuferinnen von Fonds B davon ausgehen können, dass sich ihre Renditeerwartungen erfüllen, können sich die Käufer von Fonds B aufgrund der stark schwankenden Überschussrendite darauf nicht verlassen.

ABBILDUNG 5.

Tracking Error und Tracking Difference sollten zusammen betrachtet werden



Hinweis: Dies ist ein hypothetisches Beispiel und nicht repräsentativ für eine tatsächliche Anlage.

Quelle: Vanguard.

Bei der Bewertung eines Indexfonds sollten Anlegerinnen und Anleger Tracking Difference und Tracking Error daher stets zusammen betrachten. Indexfonds streben die Rendite ihrer Benchmark an, und zwar Jahr für Jahr. Eine möglichst indexähnliche Rendite mit minimalem und stabilem Tracking Error gehört daher zu den wichtigsten Kriterien bei der Auswahl eines Fondsmanagers.

Kursbewegungen – effizientes Portfoliomanagement

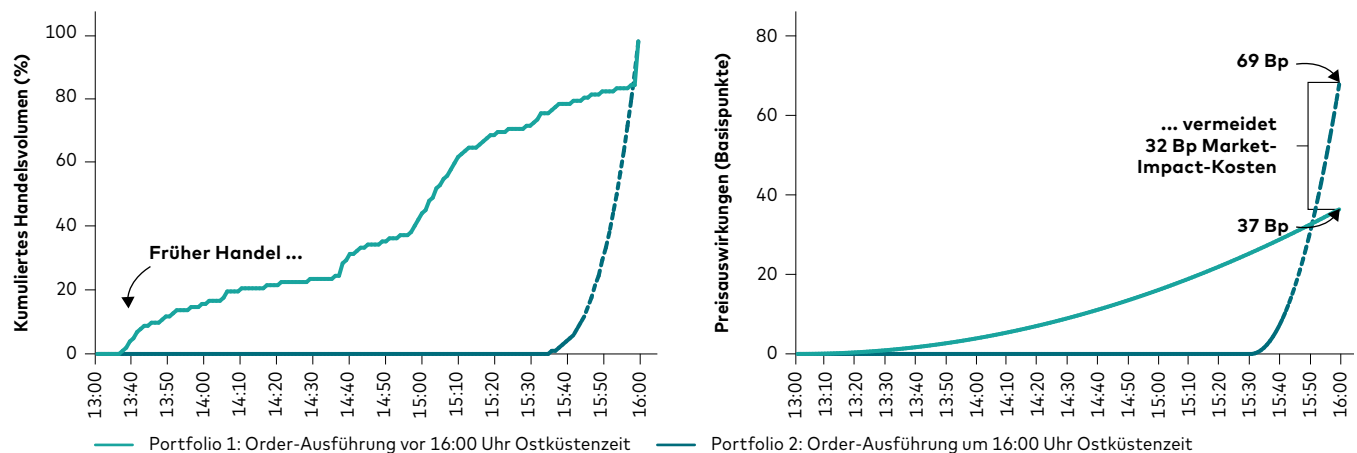
Auch die Handelsaktivitäten des Portfoliomanagements können sich auf die Rendite auswirken, und zwar unabhängig davon, ob ein Fonds aktiv oder passiv verwaltet wird. Im Englischen spricht man in diesem Zusammenhang von Market Impact, also negativen Preisbewegungen, die durch den Kauf und Verkauf von Wertpapieren entstehen können (Abbildung 5). Jedes Wertpapier hat einen Gleichgewichtspreis, der sich nach Angebot und Nachfrage richtet. Der Wertpapierhandel eines Fondsmanagers kann Angebot und Nachfrage auf dem Markt jedoch vorübergehend aus dem Gleichgewicht bringen und Bewegungen in diesem Preis auslösen – nach oben wie nach unten.

Diese Kursbewegungen gehen zulasten der Fondsanlegerinnen und -anleger und sollten daher nach Möglichkeit minimiert werden, denn insbesondere bei großen Transaktionen oder in Märkten mit geringer Liquidität können die Auswirkungen erheblich sein. Market-Impact-Kosten sind ein wesentlicher Bestandteil der Transaktionskosten, die die Fondsrendite langsam, kontinuierlich und unmerklich aufzehren können.

ABBILDUNG 6.

Aktives Cashflow-Management reduziert den Market Impact

Frühzeitiger Handel senkt die Kosten. Das Diagramm zeigt die Auswirkungen von zwei unterschiedlichen Handelsstrategien auf die Kosten von zwei Portfolios mit ähnlichen Liquiditätsmerkmalen.



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

Hinweis: Hypothetisches Beispiel auf Grundlage eines US-Aktienuniversums. Nur zur Veranschaulichung.

Quelle: Vanguard.

Rebalancing – Kosteneinsparungen durch sorgfältige Planung

Wenn ein Wertpapier neu in einen Index aufgenommen oder aber aus dem Index entfernt wird, besteht die Gefahr, dass Fondsmanager mit ihren Entscheidungen die Kurse beeinflussen, denn ein neues Wertpapier wird grundsätzlich zum Schlusskurs am Tag der Index-Neugewichtung in den Index aufgenommen. Ein Fondsmanager, der zum Marktschluss handelt, kann zwar seinen Index genau nachbilden, riskiert jedoch Market-Impact-Kosten. Um dieses Risiko zu reduzieren, passen versierte Manager ihre Handelsstrategie an und handeln vor, während oder sogar nach dem Stichtag. Mit dieser Entscheidung gehen sie ein kontrolliertes Risiko ein, denn sie nehmen die Möglichkeit eines höheren Tracking Error in Kauf (eben weil Indexanbieter Wertpapiere zum Schlusskurs des Stichtags in den Index aufnehmen).

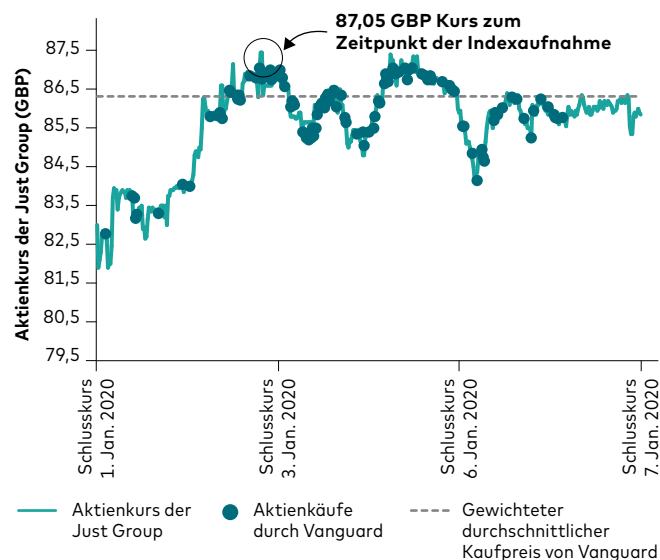
Eine erfolgreiche Umsetzung dieser Strategie setzt eine genaue Kenntnis der Marktdynamik sowie der Methoden zur Entwicklung von Benchmarks voraus, aber auch diszipliniertes und solides Risikomanagement.

Wie weit wäre zum Beispiel der Aktienkurs der Just Group (**Abbildung 7**) gestiegen, wenn alle Indexfondsmanager ohne Rücksicht auf Market-Impact-Kosten einfach zum Schlusskurs des Stichtags ihre Orders platziert hätten? An dieser Frage zeigt sich, wie wichtig es ist zu verstehen, wie ein Fondsmanager die Kosten in seinen Portfolios steuern und wie gut er die Märkte einschätzen kann. Rebalancing hat also viel mit effektiver Planung zu tun und gibt Fondsmanagern die Möglichkeit, sich von der Konkurrenz abzuheben.

ABBILDUNG 7.

Rebalancing-Fallbeispiel: Aufnahme der Just Group in den FTSE 250 Index

Market Impact und Rebalancing: Stufenweise Transaktionsabwicklung kann die Kosten dramatisch senken



Planung und Vorbereitung

- Die Analyse früherer Ad-hoc-Aufnahmen in den FTSE 250 zeigt, dass die Kurse am Stichtag steigen und in den folgenden Tagen wieder fallen.

Umsetzung

- Anstatt zum Schlusskurs des Stichtags zu handeln, haben wir das Handelsvolumen auf mehrere Tage verteilt, um mögliche Kursbewegungen durch Markteinfluss zu verhindern.

Ergebnis

- Diese Umkehrtendenz haben wir ausgenutzt und konnten so einen kleinen Gewinn für den Fonds erzielen und einen Teil unserer Kosten decken.

Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für künftige Erträge. Bei der Ausgabe und Rücknahme von Fondsanteilen fallen Kosten und Provisionen an, die in den Zahlen nicht berücksichtigt sind.

Hinweis: Nur zu Illustrationszwecken.

Quelle: Vanguard und Bloomberg; Stand: 7. Januar 2020.

Wertpapierleihe und effizientes Portfoliomanagement

Wertpapierleihe ist eine im Fondsmanagement weitverbreitete Praxis: Gegen eine Gebühr verleihen Fondsmanager vorübergehend Wertpapiere aus ihren Portfolios an andere Marktteilnehmer. Leihempfänger sind meist Investmentbanken, Hedgefonds, Market-Maker oder andere institutionelle Investoren, die Wertpapiere für ihr Risikomanagement leihen möchten, zum Beispiel für Absicherungsstrategien oder Leerverkäufe. Von der Transaktion profitieren jedoch beide Parteien. Der Leihgeber kann zusätzliche Einnahmen generieren und seine Portfolios optimieren und trägt gleichzeitig zur Marktliquidität bei.

Doch auch wenn dieses Modell in seiner elementaren Form in der Branche weit verbreitet ist, können sich Fondsmanager in ihrer Philosophie deutlich voneinander unterscheiden.

Grundsätzlich haben Manager die Wahl zwischen zwei sehr unterschiedlichen Ansätzen. Um ein Leihprogramm beurteilen zu können, ist es von größter Bedeutung, diese Unterschiede zu verstehen (**Abbildung 8**).

Value Lending

Am konservativeren Ende des Spektrums steht das sogenannte Value Lending. Dabei verleihen Fondsmanager knappe Wertpapiere, für die sie eine höhere Prämie oder höhere Leihgebühren erhalten. Dieser Ansatz begrenzt die Wertpapiere, die für das Leihgeschäft infrage kommen. Für Anleihen ist Value Lending in

bestimmten Phasen des Marktzyklus gegebenenfalls nicht geeignet, zum Beispiel in Rezessionsphasen (wenn das Ausfallrisiko höher ist) oder bei steigenden Zinsen (wenn die Opportunitätskosten höher sind). In diesen Fällen ist es am besten, ganz auf Leihgeschäfte zu verzichten.

Volume Lending

Das aggressivere Pendant zum Value Lending ist das sogenannte Volume Lending. Dabei verleihen Manager entweder Wertpapiere mit geringen Gewinnmargen – weshalb sie höhere Volumen verleihen müssen – oder aber sie akzeptieren riskantere Sicherheiten als Pfand.

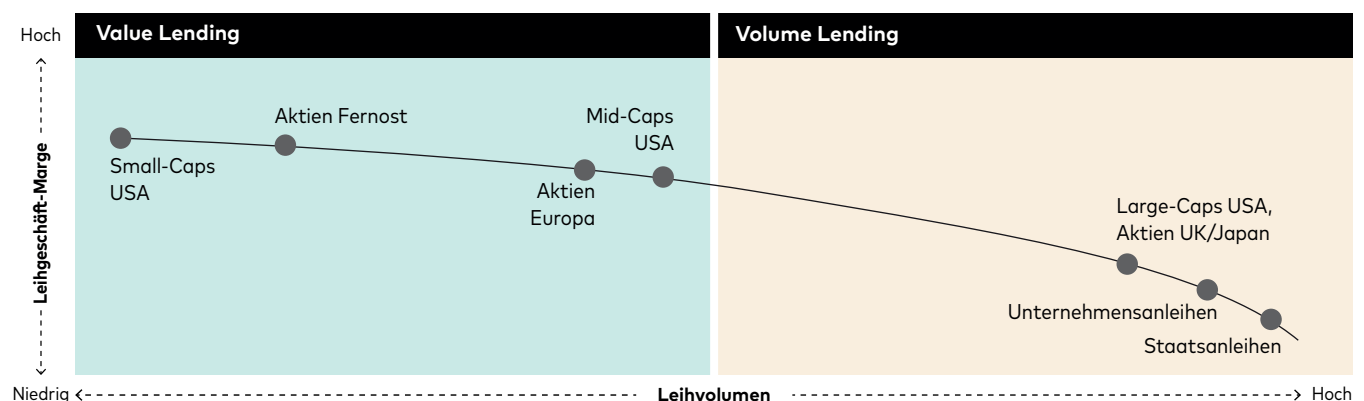
Der größte Unterschied zwischen Value Lending und Volume Lending liegt in ihrer potenziellen risikobereinigten Rendite. Die höhere risikobereinigte Rendite lässt sich in der Regel durch Value Lending erzielen. Zum Beispiel könnte ein Indexfonds mit Value Lending mit einem kleineren Anteil des Portfolios die gleiche Rendite erzielen wie ein ansonsten identischer Indexfonds mit Volume Lending. Das bedeutet: Je niedriger der Wert der verliehenen Wertpapiere ist, desto höher ist die risikobereinigte Rendite.

Value Lending ist im Allgemeinen weniger riskant, da es mit weniger Portfoliopositionen die gleiche Rendite anstrebt wie eine Volumenstrategie, was das Risiko von Abschreibungs- oder Anlageverlusten reduziert.

ABBILDUNG 8.

Die Philosophie des Leihprogramms ist ausschlaggebend für dessen Risiken, und die Ansätze unterscheiden sich erheblich

Unterschiede zwischen Value- und Volume-Leihprogrammen



Quelle: Vanguard.

Kosten und Gewinnverteilung bei der Wertpapierleihe

Fondsanlegerinnen und -anleger tragen das Risiko der Wertpapierleihe. Deshalb, finden wir, sollten sie auch angemessen vergütet werden – und auch an dieser Stelle können sich Fondsmanager voneinander unterscheiden.

Die Leihkosten können variieren, je nachdem, ob ein Vermögensverwalter selbst verleiht, einen externen Vermittler beauftragt oder beides. Unter ansonsten gleichen Bedingungen bedeuten niedrigere Kosten höhere Renditen für Fondsanlegerinnen und -anleger.

Einige Vermögensverwalter schütten die Einnahmen, die nach Abzug der Programmkosten übrigbleiben, vollständig an die Fonds aus, wohingegen andere einen erheblichen Teil als Unternehmensgewinn einbehalten. Der Anteil der Bruttoeinnahmen aus Leihgeschäften, der an die Fonds zurückfließt, reicht von über 95% bis zu mageren 50%. Für Anlegerinnen und Anleger ist es daher wichtig zu wissen, wie viel ihr Fondsmanager von den Leiheinnahmen einbehält, denn dieser Anteil geht von ihrer Fondsrendite ab. Wenn Anlegerinnen und Anleger Qualität und Anreize eines Leihprogramms auf Interesseneinklang prüfen, gehört dieser Punkt daher unbedingt dazu.

Risiken der Wertpapierleihe

Die wichtigsten Risiken, sowohl im Value als auch im Volume Lending, sind das Ausfallrisiko und das Sicherheitenrisiko.

- 1. Ausfallrisiko:** Das Ausfallrisiko beschreibt die Möglichkeit, dass der Leihempfänger die Wertpapiere nicht zurückgibt, in der Regel aufgrund einer finanziellen Notlage. Für Fondsanlegerinnen und -anleger ist es wichtig zu verstehen, wie sorgfältig ihr Manager die Bonität (das Ausfallrisiko) potenzieller Leihempfänger überprüft.
- 2. Sicherheitenrisiko:** Bei der Wertpapierleihe von Fonds und ETFs müssen Leihempfänger ihre Transaktionen (die geliehenen Wertpapiere) vollständig besichern oder sogar übersichern, die Sicherheiten werden von den Fonds während der Laufzeit der Wertpapierleihe in der Regel reinvestiert. Kommt es zu einem Ausfall oder einer Insolvenz des

Leihempfängers, decken die Sicherheiten die Kosten für den Rückkauf der ausgeliehenen Wertpapiere vollständig ab. Dieses Verfahren schafft Risiken im Zusammenhang mit der Wiederanlage von Sicherheiten.

Während der Finanzkrise des Jahres 2008, als tatsächlich mehrere Unternehmen mit ihren Wertpapierleihprogrammen erhebliche Verluste erlitten, wurde dieses Risiko deutlich sichtbar. Allerdings sind diese Verluste nicht durch die Leihe selbst entstanden, sondern durch erhebliche Wertverluste der Sicherheiten, verursacht durch aggressive Strategien zur Wiederanlage (zum Beispiel in verbriefte Hypotheken).

Diese Risiken beeinflussen die Rendite von Leihprogrammen. Je nach Leihstrategie können Manager die Fondsrendite um mehr als 10 Basispunkte (0,1%) verbessern.

Anders als die Kostenquote und der Tracking Error eines Fonds sind die Kosten und Risiken der Leihprogramme für Anlegerinnen und Anleger nicht sofort erkennbar. Transparenz ist entscheidend, intransparente Leihprogramme sollten daher ein Warnzeichen sein. Anlegerinnen und Anleger sollten also die Unterschiede zwischen verschiedenen Leihstrategien kennen und die Risiken mit ihrem Fondsmanager besprechen.

Letztendlich geht es bei Leihgeschäften um die eigenen Ziele und die eigene Risikobereitschaft. Vor dem Hintergrund der höheren risikobereinigten Rendite halten wir eine konservative Strategie für die bessere Wahl, wichtig ist zudem eine transparente und gerechte Verteilung der Einnahmen.

Die europäischen Vanguard Fonds akzeptieren als Sicherheiten ausschließlich Staatsanleihen, Anleihen staatsnaher Emittenten oder auf US-Dollar lautende Geldmarktinstrumente. Der genaue Sicherheitenmix variiert je nach Land, in dem der Fonds registriert ist.

Weitere wichtige Überlegungen

Skalenvorteile

Skalenerträge, also Einsparungen durch steigende Volumen nach Deckung der Fixkosten, sind ein wichtiges Unterscheidungsmerkmal im Fondsmanagement. Bei der Verwaltung eines Indexfonds machen sich Größenvorteile sowohl im Unternehmen als auch im Fonds selbst bemerkbar, denn höhere Volumen können die Fähigkeit, Mehrwert zu erwirtschaften, effizienter gestalten, so zum Beispiel 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 verrechnen kann (Cross Trading). Größere Fonds erhalten zudem leichter direkten Zugang zu Neuemissionen, ohne Gebühren an einen Broker zahlen zu müssen. In Transaktionen mit Brokern können sie dank höherer Volumen zudem deutlich geringere Kommissionen aushandeln und durch runde Losgrößen (zum Beispiel 1.000 oder 10.000 Fondsanteile) zu knapperen Geld-Brief-Spannen (der Differenz zwischen An- und Verkaufskurs) handeln.

- **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, sondern intelligenterer Leihe.) Außerdem können die Manager größerer Indexfonds aufgrund ihrer Volumen (und weil sie Brokern bei der Abwicklung großer Transaktionen helfen) höhere Leihgebühren verlangen und, da sie die geliehenen Wertpapiere seltener frühzeitig zurückfordern, auch höhere Verleihsätze fordern.

- **Globale Handelsplattformen**

Eine robuste, globale Handelsinfrastruktur trägt maßgeblich zur Minimierung von Marktauswirkungen bei. Mit Handelsressourcen in verschiedenen Regionen können Fondsmanager ihre Transaktionen auf die Strategien einzelner Fonds abstimmen und Wertpapiere zu den jeweiligen Handelszeiten in ihren Märkten handeln.

Kleinere Manager mit nur einem Handelsteam müssen sich dagegen in der Regel auf Broker in den jeweiligen Märkten verlassen, die eine volumenabhängige Provision erhalten und nicht immer einen Anreiz haben, Market-Impact-Kosten zu vermeiden. Die Folge: Orders können ohne Rücksicht auf die Interessen der Fondsanlegerinnen und -anleger ausgeführt werden. Die lokale Expertise einer globalen Plattform zahlt sich zudem in der Due Dilligence aus, insbesondere wenn Fondsmanager ihre Handelsstrategie für unterschiedliche Kapitalmärkte weltweit festlegen.

Vanguard ist mit mehreren Trading Desks in unterschiedlichen Märkten präsent und kann Aktien und Anleihen auf der ganzen Welt rund um die Uhr handeln. Unser Wertpapierhandel wird dadurch kosteneffizienter, wovon unsere Kundinnen und Kunden durch bessere Fondsrenditen profitieren.

- **Replikation**

Größenvorteile erleichtern die Abbildung von Indizes, die weniger liquide Wertpapiere enthalten. Kleinere Fondsmanager versuchen in der Regel, ihre Portfolios mit einer weniger diversifizierten, durch Sampling ermittelten Teilmenge zu optimieren, was jedoch zu einem höheren Tracking Error führen kann.

Jenseits der Kostenquote: Headline-Kosten sind nicht mehr entscheidend

Wie unterscheidet sich ein Indexfondsmanager von einem anderen? Durch mehrere Faktoren, von denen der Preis nur einer ist. Bei der Auswahl eines Anbieters sollten Anlegerinnen und Anleger daher nicht nur auf die Fondsgebühren achten, sondern auch auf andere Kosten, organisatorische

Vorteile, Portfoliomanagement-Ressourcen, Wertpapierleihprogramme und Größenvorteile, die für erfolgreiche Anlageergebnisse mit kosteneffizienten Indexstrategien ebenso wichtig sind.

Vanguard Indexfonds und -ETFs

Lösungen für jedes Anlegerprofil

Unser Fonds- und Service-Angebot ist auf die Anforderungen zahlreicher Anlegerprofile abgestimmt. Jeder Vanguard Fonds strebt langfristige Renditen an, mit denen Anlegerinnen und Anleger ihre Ziele zu geringen Kosten erreichen können.

Indexfonds

Vanguard gehört zu den Pionieren der Indexstrategien und hat bereits im Jahr 1976 den ersten Indexfonds für Privatanlegerinnen und -anleger aufgelegt. Indexfonds zeichnen sich durch Kosteneffizienz, Diversifikation und marktähnliche Renditen aus, sind von Natur aus transparent und eignen sich daher ideal als Grundbaustein für fast jedes Anlageportfolio.

ETFs

Im Jahr 2012 haben wir unsere ersten ETFs für den europäischen Markt aufgelegt. Obwohl wir noch ganz am Anfang standen, hatten wir schon damals ein klares Ziel vor Augen: Wir wollten Lösungen entwickeln, die sich über Jahrzehnte bewähren – und genau dieses Prinzip kommt in allen Vanguard ETFs zum Ausdruck.

Weitere Informationen finden Sie auf unserer Webseite.

CFA® ist eine eingetragene Handelsmarke und Eigentum des CFA Institute.

CPA® ist eine eingetragene Marke von CPA Canada.

Wichtige Hinweise zu Anlagerisiken

Der Wert der Investitionen und die daraus resultierenden Erträge können steigen oder fallen, und Investoren können Verluste auf ihrer Investitionen erleiden.

Die frühere Wertentwicklung gibt keinen verlässlichen Hinweis auf zukünftige Ergebnisse. In den Performanceangaben sind die Provisionen und Kosten im Zusammenhang mit der Ausgabe und Rücknahme von Anteilen nicht berücksichtigt.

Jegliche Prognosen sollten als hypothetischer Natur betrachtet werden und spiegeln keine zukünftigen Ergebnisse wider bzw. garantieren diese nicht.

Wichtige allgemeine Hinweise

Nur für professionelle Anleger (nach den Kriterien der MiFID II-Richtlinie), die auf eigene Rechnung investieren (einschließlich Verwaltungsgesellschaften (Dachfonds) und professionelle Kunden, die im Namen ihrer diskretionären Kunden investieren). In der Schweiz nur für professionelle Anleger. Nicht für die öffentliche Verbreitung bestimmt.

Die hier enthaltenen Informationen sind nicht als Angebot zum Kauf oder Verkauf oder als Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren in einer Rechtsordnung zu betrachten, in der ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung gegen das Gesetz verstößt, oder an Personen, denen gegenüber es rechtswidrig ist, ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung zu machen, oder wenn die Person, die das Angebot oder die Aufforderung abgibt, nicht qualifiziert ist, dies zu tun.

Die hier enthaltenen Informationen dienen lediglich zu Bildungszwecken und stellen keine Empfehlung und kein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Anlagen dar.

Im EWR herausgegeben von der Vanguard Group (Ireland) Limited, die in Irland von der irischen Zentralbank reguliert wird.

In der Schweiz herausgegeben von Vanguard Investments Switzerland GmbH.

Herausgegeben von Vanguard Asset Management, Limited, die in Großbritannien von der Financial Conduct Authority zugelassen ist und von ihr reguliert wird.

© 2025 Vanguard Group (Ireland) Limited. Alle Rechte vorbehalten.

© 2025 Vanguard Investments Switzerland GmbH. Alle Rechte vorbehalten.

© 2025 Vanguard Asset Management, Limited. Alle Rechte vorbehalten.

06/25_086_4297981

Connect with Vanguard®

global.vanguard.com

Vanguard®