

ETF 3.0

Aktive ETFs: Auf dem Weg zum Hoffnungsträger?



Aktiv gemanagte Anlagestrategien im ETF-Mantel sind hierzulande noch vergleichsweise wenig bekannt. Doch sie gewinnen an Zulauf. Sie kombinieren das Potenzial, den Markt zu schlagen, mit günstigen Kosten und hoher Fungibilität.

In den USA sind sie ein Riesenerfolg, doch in Europa agieren sie bislang eher in der Nische: aktive ETFs. Die Produkte vereinen die Pluspunkte von klassischen aktiven Fonds (Flexibilität, Outperformancepotenzial) und ETFs (Kosteneffizienz, Transparenz, Handelbarkeit). Anders als die typischen passiven ETFs folgen sie nicht einer einfachen Indexstruktur, sondern werden entweder von einem Fondsmanager aktiv gesteuert oder fußen auf eigens entwickelten Indizes, die auf Basis von Analysteneinschätzungen erstellt werden.

Scope hat sämtliche aktive ETFs analysiert, die in Deutschland verfügbar sind: insgesamt 62 Produkte, davon 37 für Aktien und 25 für Anleihen. Zwölf Asset Manager sind in diesem Segment aktiv – sowohl etablierte Anbieter aktiv gemanagter Fonds wie PIMCO, Fidelity oder J.P. Morgan als auch reine ETF-Häuser wie Ossiam, VanEck oder First Trust.

Die meisten aktiven ETFs finden Anleger in den Peergroups Aktien Nachhaltigkeit/Ethik Welt, Aktien Nordamerika und Aktien Welt. Beim verwalteten Vermögen liegt die Peergroup Aktien Nordamerika vorne. Dies liegt aus Sicht von Scope an den sehr guten Ergebnissen einiger Produkte, denen es gelungen ist, eine Outperformance zu generieren, und die daher von den Anlegern mit Mittelzuflüssen belohnt werden. Neben US-Aktienprodukten schlagen sich renditetechnisch auch Dividenden-ETFs sehr gut. Hier überzeugen insbesondere die Fidelity-Produkte für globale und US-Dividenden. Auf der Rentenseite weisen vor allem die Peergroups aus dem Kurzläufer-Bereich (Euro bzw. US-Dollar) ansehnliche Ergebnisse gegenüber der Benchmark und der Vergleichsgruppe auf.

Größter Vorteil der aktiven ETFs: Sie ermöglichen den Einstieg in aktive Anlagestrategien zu niedrigen Gebühren. Die Gesamtkostenquoten der untersuchten ETFs reichen von 0,05% bis 0,85%. Damit ähneln diese preislich ihren passiven Brüdern und sind deutlich günstiger als klassische aktive Fonds sowohl auf der Aktien- als auch der Rentenseite.

Noch ist in Europa relativ wenig Kapital in aktiven ETFs allokiert: Rund 26 Milliarden Euro steckten Ende Juni 2023 in den in Deutschland vertriebenen Produkten. Zum Vergleich: In den insgesamt mehr als 2000 auf XETRA verfügbaren ETFs sind fast 1,2 Billionen Euro investiert. Doch das Segment wächst sowohl produkt- als auch anbieterseitig kräftig – nicht zuletzt, weil Anleger zunehmend erkennen, dass die ETF-Hülle auch für aktiv verwaltete Strategien geeignet ist. In den USA hat die Produktgattung bereits einen beeindruckenden Zuwachs erlebt und Europa könnte diesem Trend folgen. Mehrere aktive Asset Manager sind in Amerika in den Markt eingetreten und planen perspektivisch auch den Einstieg in Europa. Der drittgrößte amerikanische ETF-Anbieter State Street ist schon weiter und sucht bereits einen Partner für aktive ETFs in Europa.

Dass sich aktive ETFs bislang nicht in der Breite durchsetzen konnten, hat nach Ansicht von Scope vor allem zwei Gründe. Zum einen fehlt es bei vielen Produkten noch an einer ausreichenden Historie: 26 von 62 analysierten Fonds sind weniger als drei Jahre alt. Das erschwert eine Beurteilung der wirklichen Leistung. Zum anderen sind die aktiven ETFs aufgrund fehlender Bestandsprovision und geringer Gebühren für Fondsgesellschaften und Finanzberater weniger lukrativ und geben daher wenig Anreiz, vertrieben zu werden.

Nach Vorliegen eines Track Records von mindestens drei, besser fünf Jahren könnten aktive ETF jedoch künftig insbesondere für institutionelle Kunden und private Selbstentscheider sehr interessant werden. Die Chance auf eine Mehrrendite bei gleichzeitig niedrigen Kosten ist für diese Anlegergruppen hoch attraktiv. Scope sieht deshalb bei aktiven ETFs das Potenzial, zum Gamechanger in der anhaltenden Aktiv-Passiv-Debatte zu werden.

Analyst

André Härtel
+49 69 6677389 33
a.haertel@scopeanalysis.com

Group Managing Director

Said Yakhloufi
+49 69 6677389 32
s.yakhloufi@scopeanalysis.com

Business Development

Christian Michel
+49 69 6677389 35
c.michel@scopegroup.com

Redaktion/Presse

Christoph Platt
+49 30 27891 112
c.platt@scopegroup.com

Scope Fund Analysis GmbH

Neue Mainzer Straße 66-68
60311 Frankfurt am Main
Tel. + 49 69 6677389 0

Headquarters

Lennestraße 5
10785 Berlin
Tel. +49 30 27891 0
Fax +49 30 27891 100
Service +49 30 27891 300

info@scopeanalysis.com
www.scopeexplorer.com



Bloomberg: RESP, SCOP

Einführung

Rein passive ETFs (sozusagen ETF 1.0), die einen Referenzindex abbilden, bieten Investoren eine günstige Möglichkeit, um in unterschiedliche Märkte zu investieren. Im Laufe der Zeit erkannten jedoch viele Anleger, dass einige Aspekte der Methode mit Gewichtung nach Marktkapitalisierung unbeabsichtigte Risiken verursachen können. Dies führte zur Entwicklung von „strategischen“ oder sogenannten Smart-Beta-ETFs (ETF 2.0).

Smart-Beta-ETFs bilden ebenfalls einen Index nach, folgen jedoch beim Aufbau des Portfolios anderen Regeln. Einer der einfachsten Ansätze dieser Portfolios besteht darin, Wertpapiere in gleicher Gewichtung zu halten, anstatt die Marktkapitalisierung zu verwenden. Andere verfolgen einen quantitativen Ansatz, bei dem die Portfoliobestände anhand bestimmter Merkmale des Anlagestils systematisch analysiert, ausgewählt und neu gewichtet werden. Zu diesen sogenannten Faktoren zählen beispielsweise Value, Dividende oder Qualitätskennzahlen. Im Grunde bilden diese ETFs einen individuellen Index nach.

Das Beste beider Welten

Schließlich erkannten Befürworter eines moderneren Ansatzes für den Aufbau von ETFs, dass es möglich sein müsste, die Vorteile eines ETFs gänzlich ohne zugrunde liegenden Index zu nutzen. Stattdessen wurden Eigenkreationen entwickelt, die auf eigenem Research und Analysteneinschätzungen basierten (u. a. von Fidelity, J.P. Morgan und PIMCO). In dem Versuch, bessere Anlageergebnisse zu erzielen als traditionelle Index-Produkte, entstanden aktive ETFs (ETF 3.0). Hierbei werden die vielen Vorteile der traditionellen ETF-Struktur mit einem aktiven Investmentansatz kombiniert.

Aktive ETFs streben keine bloße Nachbildung einer Standard-Benchmark an, sondern wollen diese übertreffen. Hierfür können die Portfoliomanager aktiv auf Marktereignisse reagieren und die Allokation an geänderte Marktverhältnisse anpassen. In manchen Fällen dürfen sie auch außerhalb der Grenzen des Benchmark-Index anlegen. Es liegt im alleinigen Ermessen des Portfoliomanagers, welche Vermögenswerte in den Fonds aufgenommen werden. Somit sind Tracking-Error-Abweichungen gegenüber der Benchmark möglich und ein aktiver ETF ähnelt in vielerlei Hinsicht einem traditionellen aktiv verwalteten Investmentfonds. Das Vehikel wird jedoch an einer Börse gehandelt mit den bekannten Vorteilen von ETFs wie günstigen Kosten, Transparenz und fortlaufender Handelbarkeit.

Durch das aktive Management kommt das Potenzial hinzu, eine Outperformance gegenüber dem breiten Markt zu erzielen. Dass diese extrem ausfallen kann, zeigte sehr gut der ARK Innovation ETF. Der aktive ETF unter der Leitung von Fondsmanagerin Cathie Wood legte 2020 um mehr als 150% zu – was in den USA und darüber hinaus für Aufsehen sorgte. Auch wenn der Fonds insbesondere im Jahr 2022 genauso spektakulär wieder abgestürzt ist, steigerte dies die Erfolgsgeschichte und die Bekanntheit von aktiven ETFs deutlich. Im laufenden Jahr bis Juni 2023 ist das Produkt in seine Erfolgspur zurückgekehrt und hat um mehr als 50 Prozent zulegt.

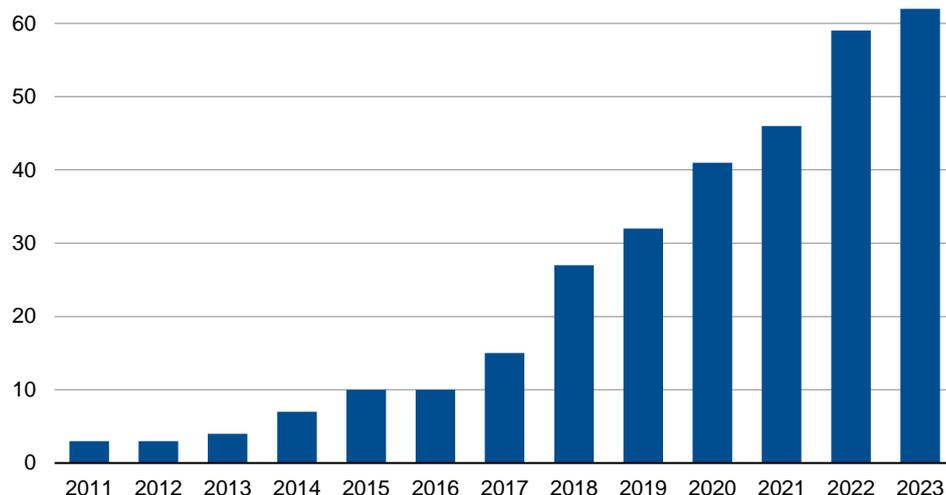
Historische Entwicklung

Aktive ETFs sind jedoch kein neues Phänomen an den Kapitalmärkten, wie der bereits im Februar 2011 aufgelegte PIMCO USD Short Maturity zeigt. In der Folgezeit kamen bis 2015 acht weitere Produkte hinzu, insbesondere PIMCO war mit fünf weiteren Produkten sehr aktiv. Seitdem hat der „First Mover“ aber kein weiteres Produkt aufgelegt. Hinzu kamen zwei aktive ETFs von Ossiam und ein Multi-Faktor-Produkt von HSBC. Die nächsten Produkte wurden erst wieder 2017 aufgelegt, als der aktive Asset Manager Fidelity seine ersten aktiven Dividenden-ETFs in Europa bzw. Deutschland registrieren ließ. Ein Jahr später folgten weitere aktive Asset Manager wie J.P. Morgan Asset Management und Franklin Templeton über seine ETF-Marke Franklin LibertyQ. Im Jahr 2018 war bis dato die stärkste Auflegungsaktivität bei aktiven ETFs zu beobachten, als insgesamt zwölf Fonds starteten.

Dynamik bei Auflegungen seit 2018 stark gestiegen

Mehr als drei Viertel der aktuell verfügbaren aktiven ETFs wurden dann in den vergangenen viereinhalb Jahren aufgelegt. Die Höchstmarke aus 2018 wurde im vergangenen Jahr mit 13 Neuauflegungen übertroffen. Im laufenden Jahr 2023 kam drei weitere Produkte dazu, sodass derzeit 62 aktive ETFs auf dem deutschen Markt angeboten werden.

Abbildung 1: Gesamtzahl aktiver ETFs



Quelle: Scope Fund Analysis, Refinitiv, Anbieter

Investiertes Vermögen und Entwicklung

In den vergangenen Jahren wuchsen die aktiven ETFs zwar kräftig, doch das verwaltete Vermögen bewegt sich derzeit noch auf sehr niedrigem Niveau: In aktiven ETFs, die in Deutschland zum Vertrieb zugelassen sind, waren per Ende Juni 2023 rund 26 Mrd. Euro investiert. Das ist im Vergleich mit aktiven Fonds und passiven ETFs verschwindend wenig. So waren in den mehr als 2.000 auf Xetra gelisteten ETFs zum gleichen Zeitpunkt rund 1,2 Billionen Euro investiert. Der Anteil aktiver ETFs macht derzeit also nur etwas mehr als 2% der insgesamt in ETFs investierten Mittel aus.

Anleger wollen Engagement ausbauen

Doch dieser Anteil sollte weiter steigen. Während passive Strategien weiterhin bei den Zuflüssen in ETFs dominieren, erkennen die Investoren zunehmend, dass die ETF-Hülle auch für aktiv verwaltete Strategien geeignet ist. Aktive ETFs haben in den USA bereits ein recht beeindruckendes Wachstum erlebt – und Europa könnte diesem Trend folgen: Laut der Global-ETF-Umfrage 2023 von Trackinsight nehmen aktive ETFs weiter Fahrt auf und insbesondere im internationalen Vergleich sehen europäische Investoren verstärkt eine gute Möglichkeit, aktive Investmentfonds durch aktiven ETFs zu ersetzen. Bei den einzelnen ETF-Volumina gibt es jedoch große Unterschiede: Während der größte aktive ETF, der Ossiam Shiller Barclays CAPE US Sector Value, ein Fonds für US-Value-Aktien, bereits rund drei Mrd. Euro verwaltet, stecken im kleinsten Produkt, dem First Trust FactorFX UCITS ETF, ein Währungsfonds, gerade einmal zwei Mio. Euro. Bei Fonds mit einem derart geringen Volumen ist es schwierig, das Produkt effektiv zu managen, was eine Schließung zur Folge haben könnte. Dieses Schicksal hat bereits den einen oder anderen aktiven ETF ereilt. Zuletzt wurde der Saturna Sustainable ESG Equity HANzero UCITS ETF geschlossen, der es seit Auflegung im Juli 2021 nicht geschafft hatte, über fünf Mio. Euro Fondsvolumen hinauszukommen. Dennoch liegt der Median der Volumina der aktiven ETFs bereits bei rund 130 Mio. Euro, was beachtlich ist. Dies liegt über der wichtigen Schwelle von 100 Mio. Euro, ab der Fonds gemeinhin für die breite Anlegerschaft interessant werden und auf dem Radar von Fondsselektoren erscheinen.

Relativ kurze Marktpräsenz als Hemmnis

Neben den teils geringen Volumina (28 Produkte sind kleiner als 100 Mio. Euro) stellt der kurze Track Record vieler Produkte eine weitere Hürde für Mittelzuflüsse in aktive ETFs dar. Ein großer Teil der Anleger erwartet eine Markthistorie von mindestens drei bis hin zu fünf Jahren (letztere entspricht in der Fondsbranche einem Marktzyklus) – das gilt insbesondere für Anlagen, die innerhalb eines Kernportfolios gehalten werden sollen und kein aktuelles Investmentthema abdecken. In den Peergroups für Core-Investments wie Aktien Nordamerika oder Renten Kurzläufer ist die Auswahl an Fonds mit mehrjährigem Track Record groß und der Leistungsausweis gegeben, so dass Investoren ausreichend Auswahl haben und nicht auf ein relativ junges, unerprobtes Produkt ausweichen müssen. Dies deckt sich mit der Untersuchung der größten aktiven ETFs am Markt. Alle zehn milliarden-schweren Fonds von Ossiam, PIMCO, JPM, HSBC und Fidelity sind bereits seit mehr als fünf Jahren am Markt und die nächstgrößeren Produkte mit einem Volumen zwischen 500 Mio. und einer Milliarde Euro bringen zumindest mehr als drei Jahre Historie mit. Dies ist deutlich länger als der Durchschnitt aller aktiven ETFs in unserer Fokusgruppe, in der 26 von 62 ETFs per Ende Juni 2023 seit weniger als drei Jahren am Markt sind.

Hauseigene Vertriebskanäle fehlen

Ein weiteres Hindernis für das Volumenwachstum ist im Vertrieb der aktiven ETFs begründet. Die meisten Produkte wurden nicht von bank- oder versicherungseigenen Asset Managern aufgelegt, so dass keine hauseigenen Vertriebskanäle genutzt werden können. Hauseigene Vertriebskanäle, z. B. bei bankeigenen Asset Managern über die Filialen, stellen in der Vergangenheit einen großen Vorteil für den Vertrieb von Fonds dar. Weil bei ETFs Ausgabeaufschläge und Bestandsprovisionen fehlen, besteht darüber hinaus für die provisionsbasierte Beratung kaum ein Vertriebsanreiz gegenüber klassischen aktiven Fonds, deren Anbieter den Vermittlern neben attraktiven, einmaligen Ausgabeaufschlägen zusätzlich jährliche Bestandsprovisionen weiterreichen. Als mögliche Kunden- bzw. Vermittlergruppen für aktive ETFs kommen daher derzeit vor allem institutionelle Anleger, Privatanleger als Selbstentscheider oder Honorarberater infrage.

Abbildung 2: Die zehn größten aktiven ETFs per Ende Juni 2023

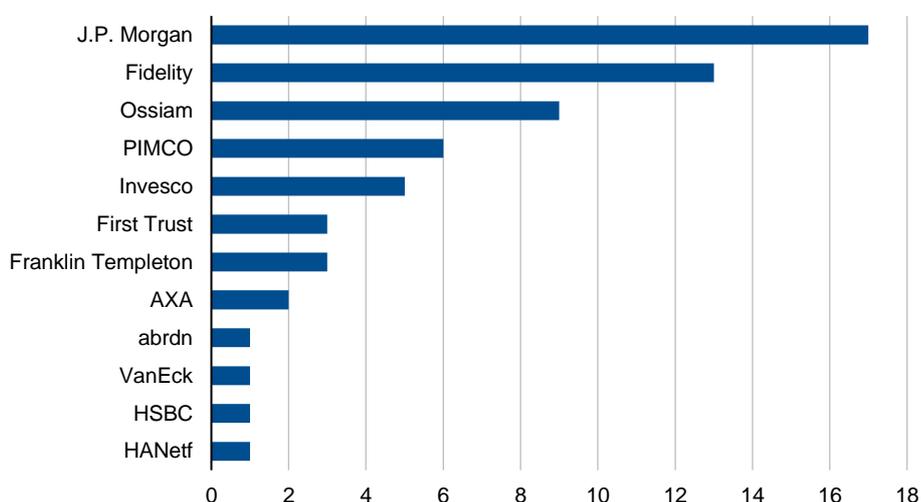
Fondsname	ISIN	Volumen in Mio. €	Peergroup	Scope Rating	Perf. 1J in %	Perf. 3J p.a. in %	Perf. 5J p.a. in %
Ossiam Shiller Barclays CAPE US Sector Value	LU1079841513	3009	Aktien Nordamerika	(A)	16,61%	18,28%	14,88%
PIMCO US Dollar Short Maturity	IE00B67B7N93	2853	Renten USD kurz	(C)	-0,86%	1,79%	2,85%
JPMorgan US Research Enhanced Index Equity ESG	IE00BF4G7076	2768	Aktien Nordamerika		14,81%	16,16%	
PIMCO Euro Short Maturity	IE00BVZ6SP04	2358	Renten EURO kurz	(C)	1,26%	-0,42%	-0,47%
JPMorgan Global Research Enhanced Index Equity ESG	IE00BF4G6Y48	1978	Aktien Nachhaltigkeit/Ethik Welt		14,88%	14,58%	
Ossiam ESG Low Carbon Shiller Barclays CAPE US Sector	IE00BF92LR56	1272	Aktien Nordamerika	(A)	11,80%	14,54%	13,67%
Fidelity US Quality Income	IE00BYXVGY31	1149	Aktien Nordamerika Dividende	(A)	10,99%	15,68%	13,47%
HSBC Multi Factor Worldwide Equity	IE00BKZGB098	1089	Aktien Welt	(B)	11,08%	12,86%	8,96%
JPMorgan Global Emerging Markets Research Enhanced Index Equity ESG	IE00BF4G6Z54	1061	Aktien Emerging Markets		-2,99%	3,42%	
JPMorgan EUR Ultra-Short Income	IE00BD9MMF62	1061	Renten EURO kurz	(A)	1,33%	0,14%	-0,04%

Quelle: Scope Fund Analysis, Refinitiv, Anbieter

Welche Anbieter für aktive ETFs in Deutschland gibt es?

Am Markt findet sich eine Mischung aus etablierten, aktiven Anbietern wie PIMCO, Fidelity oder J.P. Morgan AM und klassischen ETF-Anbietern wie Ossiam, VanEck und First Trust dar. Zuletzt sind mit abrnd und AXA zwei weitere aktive Asset Manager auf den Zug aufgesprungen: AXA offeriert zwei nachhaltige aktive ETFs mit dem Fokus auf Klimawandel einerseits und Biodiversität andererseits, abrnd ist mit einem globalen Immobilienaktienprodukt am Start. Insgesamt ist der Anbieterkreis für aktive ETFs auf zwölf Asset Manager angewachsen. Der Markt wird dominiert von den US-Gesellschaften J.P. Morgan und Fidelity, die derzeit 17 bzw. 13 Produkte anbieten und damit fast die Hälfte der in Deutschland verfügbaren aktiven ETFs aufgelegt haben. Auf Position 3 folgt der französische Vermögensverwalter Ossiam mit neun Fonds. Sieben der zwölf Anbieter offerieren lediglich drei oder weniger aktive ETFs.

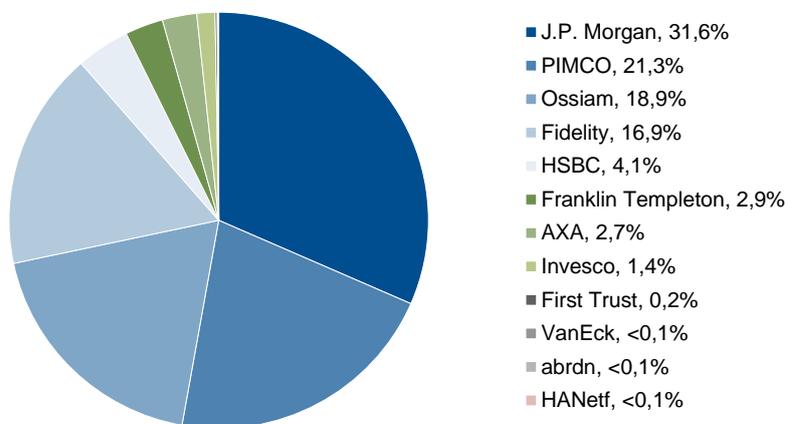
Abbildung 3: Anzahl aktiver ETFs je Asset Manager



Quelle: Scope Fund Analysis, Refinitiv, Anbieter

Gemessen am verwalteten Vermögen beläuft sich der Markt für aktive ETFs per Ende Juni 2023 auf 26,4 Mrd. Euro. Knapp ein Drittel der Assets (etwas mehr als acht Mrd. Euro) entfallen auf J.P. Morgan Asset Management. Es folgen PIMCO mit einem Marktanteil von 21% und Ossiam mit 19%. Die Top-5 wird komplettiert von Fidelity mit 17% und HSBC, die mit deutlichem Abstand 4% des Marktes auf sich vereinigt. Bei der Entwicklung der Assets konnten der Spitzenreiter J.P. Morgan Asset Management seit dem Einstieg in den deutschen Markt 2018 deutlich zulegen, aber auch Ossiam und Fidelity konnten ihr verwaltetes Vermögen ausbauen. Demgegenüber musste der Anleihen-Manager PIMCO, insbesondere im schwierigen Rentenjahr 2022, Abflüsse in Milliardenhöhe hinnehmen und verlor dadurch den Spitzenplatz. Die Top-4-Gesellschaften verwalten fast 90% des gesamten Vermögens in aktiven ETFs und managen 45 der 62 angebotenen Produkte am Markt.

Abbildung 4: Verwaltetes Vermögen je Asset Manager (prozentualer Anteil)

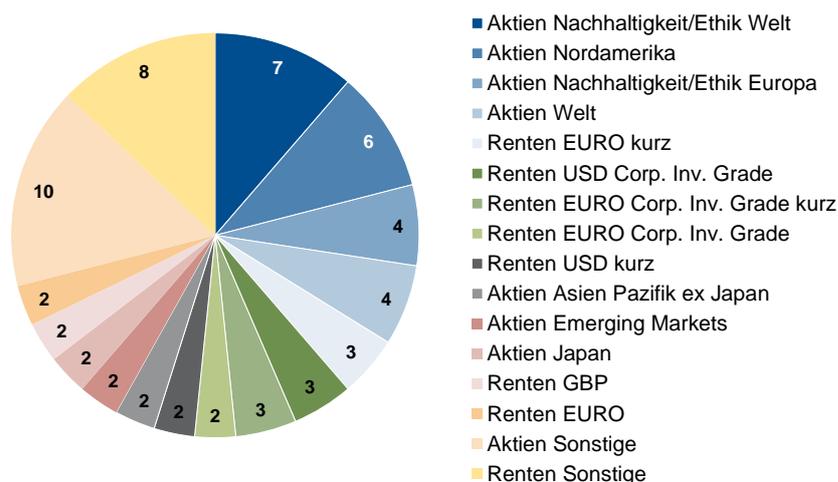


Quelle: Scope Fund Analysis, Refinitiv, Anbieter

In welchen Peergroups sind aktive ETFs vertreten?

Die insgesamt 62 aktiven ETFs am deutschen Markt verteilen sich auf 37 aktienbasierte und 25 rentenbasierte Produkte und finden sich in vielen verschiedenen Peergroups wieder. Es fällt auf, dass vor allem Standard-Peergroups wie Aktien Nordamerika und Aktien Welt oder klassische Euro-Rentenfonds mit Kurzläuferprofil bei der Auflegung präferiert werden. Das derzeit wichtigste Investmentthema Nachhaltigkeit ist, wie im Gesamtmarkt für Fonds auch, ebenfalls stark vertreten. Die Peergroup Aktien Nachhaltigkeit/Ethik Welt weist mit sieben Produkten die größte Anzahl an aktiven ETFs auf. Aufgrund der zunehmenden Wichtigkeit und des verstärkten Datenaufkommens infolge des European ESG Templates (EET) wird auf das Thema ESG detailliert im zweiten Teil der Scope-Studie über aktive ETFs eingegangen, die im Verlauf des 3. Quartals 2023 erscheinen wird.

Abbildung 5: Größte Peergroups nach Anzahl der ETFs*



* Aktien Sonstige & Renten Sonstige umfassen Peergroups mit jeweils nur einem aktiven ETF
Quelle: Scope Fund Analysis, Refinitiv, Anbieter

Bei den investierten Mitteln ergibt sich ein ähnliches Bild. Die größte Peergroup nach verwaltetem Vermögen ist Aktien Nordamerika mit 7,9 Mrd. Euro, die sich auf sechs Produkte verteilen. Die Vergleichsgruppe vereint fast die Hälfte des in aktive Aktien-ETFs investierten Vermögens von rund 17 Mrd. Euro auf sich.

Hintergrund ist, dass in dieser Peergroup drei Fonds mit sehr hohen Volumina vertreten sind. Zum einen der Ossiäm Shiller Barclays CAPE US Sector Value ETF, der mit rund drei Mrd. Euro Vermögen größte aktive ETF, zum anderen der JPM US Research Enhanced Index Equity ESG UCITS ETF mit fast 2,8 Mrd. Euro Volumen. An dritter Stelle unter den aktiven ETFs für US-Aktien folgt der Ossiäm ESG Low Carbon Shiller Barclays CAPE US Sector ETF mit einer Größe von fast 1,3 Mrd. Euro. Nordamerikanische Large-Cap-Aktien sind ein Marktsegment, das gemeinhin als sehr effizient eingeschätzt wird: Aktive Manager haben es schwer, eine Outperformance gegenüber dem breiten Markt zu erzielen. Dies deckt sich mit den Beobachtungen von Scope, wonach aktive Fonds für US-Aktien in den vergangenen Jahren häufig schlechter abschnitten als der Vergleichsindex. Bei den aktiven US-ETFs schaffen es fünf der sechs Fonds, mit dem Index mitzuhalten oder ihn sogar zu übertreffen, was ein Grund für die hohen Volumina sein könnte. Im Kapitel „Performance-Entwicklung aktiver ETFs“ wird detailliert auf dieses Thema eingegangen.

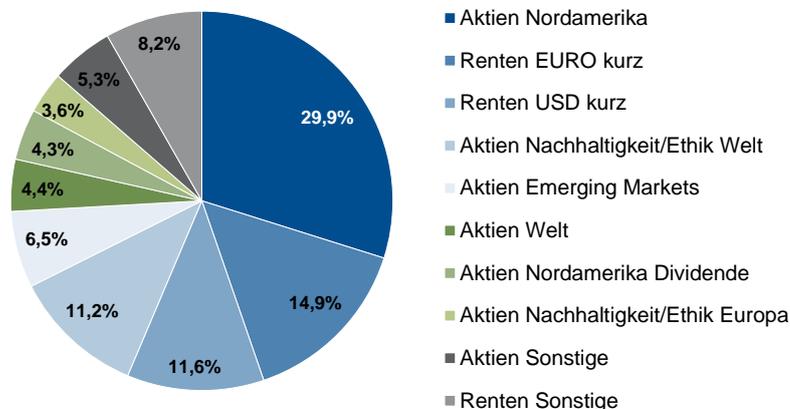
Auf den Plätzen 2 und 3 nach verwaltetem Vermögen folgen Renten-Peergroups aus dem Kurzläufer-Segment auf Euro- und US-Dollar-Basis. In diesen Vergleichsgruppen scheinen aktive ETFs einen Bedarf bei Anlegern zu decken. Es zeigt sich, dass aktive ETFs als günstige Alternative zu aktiven Fonds in diesem Segment wahrgenommen werden. Die drei Produkte in der Euro-Peergroup vereinnahmen jeweils nur 0,05% (Franklin Templeton), 0,08% (JPM) und 0,35% (PIMCO) an Gebühren, während der durchschnittliche Fonds in der Peergroup mit 0,55% bepreist ist. Die preislichen Unterschiede zwischen den drei aktiven ETFs lassen sich ebenfalls leicht erklären. Der PIMCO-ETF ist das älteste Produkt am aktiven ETF-Markt und war als „First Mover“ unterwegs. Bei der Preisgestaltung musste man sich „nur“ an den passiven Produkten im Jahr 2011 orientieren. Dagegen forderte JPMorgan und Franklin Templeton bei der Auflegung Mitte 2018 ein sehr kompetitives ETF-Umfeld und die Niedrigzinsphase heraus, was zu dieser aggressiven Preisfindung führte.

Die Vergleichsgruppe für kurzlaufende US-Dollar-Anleihen (Renten USD kurz) steht wegen eines großvolumigen Produkts von PIMCO weit vorne. Der PIMCO USD Short Maturity UCITS ETF mit gut 2,7 Mrd. Euro Volumen wurde im Februar 2011 als erster aktiver ETF mit einer TER von 0,35% in Deutschland zugelassen. Zudem hat J.P. Morgan 2018 den JPM USD Ultra-Short Income UCITS ETF auflegt und bereits ein Volumen von rund 210 Mio. erreicht bei einer fast halbierten TER gegenüber PIMCO von 0,18%. Auch hier greifen die Argumente der niedrigen Kosten und der geringeren Verluste bei steigenden Zinsen.

Den vierten Platz belegt mit einem verwaltetem Vermögen von fast drei Mrd. Euro die Peergroup Aktien Nachhaltigkeit/Ethik Welt. Sie wird vom JPMorgan Global Research Enhanced Index Equity ESG dominiert, der fast zwei Drittel der Vergleichsgruppe ausmacht. Daneben überzeugen die beiden erst im 3. Quartal 2022 aufgelegten AXA-ETFs mit Fokus auf Biodiversität bzw. Klimawandel, die mit einem Gesamtvolumen von bereits 700 Mio. Euro aufwarten können.

Die Top-5 wird komplettiert von einer weiteren Aktien-Peergroup: Aktien Emerging Markets. In diesem Segment bieten wieder JPMorgan und Fidelity Produkte an, wobei Erstgenannter bereits ein Milliarden-Produkt vorweisen kann, dass auf 3-Jahresicht performance-technisch ganz leicht hinter der Benchmark liegt. An sechster Stelle folgt eine Zusammenfassung von Produkten, die derzeit nur einmal am Markt vorkommen und aufgrund der Übersichtlichkeit unter Aktien Sonstige zusammengefasst worden sind. Innerhalb dieser Gruppe ragt Fidelity mit seinen vier Dividendenstrategien heraus, da sie der einzige Anbieter sind, der derartige Produkte im Angebot hat. Der größte Fonds ist derzeit der Fidelity US Quality Income mit einem Volumen von 1,1 Mrd. Euro.

Abbildung 6: Größte Peergroups nach verwaltetem Vermögen (Anteil in %)*



* Aktien Sonstige & Renten Sonstige umfassen Peergroups mit einem Anteil von weniger als 1,5%
Quelle: Scope Fund Analysis, Refinitiv, Anbieter

Kosten bei aktiven ETFs

Aktive ETFs ähneln passiven bei den Kosten

Aktive ETFs verfügen über einige potenzielle Vorteile für Anleger, allen voran die niedrigen Kosten, die ein wichtiges Kriterium für den Anlageerfolg darstellen. Die Gesamtkostenquoten (Total Expense Ratio, TER) variieren für aktive ETFs von 0,05% (Franklin Liberty Euro Short Maturity) bis zu 0,85% (VanEck Vectors Smart Home).

Kostenvorteile gegenüber traditionellen aktiven Fonds

Deshalb bevorzugen viele Anleger ETFs, vielleicht auch zukünftig öfter aktive ETFs, die zumindest über erhebliche Kostenvorteile gegenüber aktiven Fonds verfügen und teilweise die günstigsten Produkte in verschiedenen Peergroups darstellen. Dazu gehören beispielsweise die bereits erwähnten Renten-Euro-Kurzläufer Franklin Liberty Euro Short Maturity und JPM EUR Ultra-Short Income UCITS ETF mit einer TER von 0,05% bzw. 0,08%. Auch der Fidelity US Quality Income UCITS ETF mit Fokus auf die Faktoren Qualität und Dividende ist mit seinem Pricing von 0,20% Kostenführer in der Vergleichsgruppe Aktien Nordamerika Dividende.

Abbildung 7: Kosten

Peergroup	ETF-Anzahl	TER Min in %	TER Max in %	Durchschnitt in %	Ø volumengewichtet in %
Aktien Nachhaltigkeit/Ethik Welt	7	0,25	0,75	0,59	0,39
Aktien Nordamerika	6	0,20	0,75	0,50	0,48
Aktien Nachhaltigkeit/Ethik Europa	4	0,25	0,75	0,49	0,37
Aktien Welt	4	0,25	0,85	0,45	0,27
Renten EURO kurz	3	0,05	0,35	0,16	0,24
Renten USD Corp. Inv. Grade	3	0,19	0,49	0,34	0,35
Renten EURO Corp. Inv. Grade kurz	3	0,15	0,49	0,28	0,32
Renten USD kurz	2	0,18	0,35	0,27	0,34
Aktien Emerging Markets	2	0,30	0,50	0,40	0,38
Renten GBP	2	0,10	0,35	0,22	0,24

Quelle: Scope Fund Analysis, Refinitiv, Anbieter

Die oben angeführte Tabelle zeigt Peergroups mit mindestens zwei Produkten, die unterschiedlich bepreist sind. Der größte Spread zwischen dem günstigsten und dem teuersten aktiven ETFs besteht bei globalen Produkten (60 Basispunkte). Auch bei globalen nachhaltigen und US-Produkten kommt es zu großen Unterschieden von 50 bzw. 55 Basispunkten. Geringe Spreads zeigen sich insbesondere auf der Rentenseite, beispielsweise bei USD-Kurzläufern und Renten GBP mit 17 bzw. 25 Basispunkten. Darüber hinaus wurden auch die volumengewichteten Kosten betrachtet (letzte Spalte der Tabelle). Hierbei zeigt sich, dass auf der Aktienseite die Assets mehrheitlich bei den günstigeren Produkten liegen. Dagegen sind die Gelder auf der Rentenseite noch auf die teureren Strategien verteilt. Dies hat insbesondere mit dem Anleihenmanager PIMCO zu tun, der bereits 2011 damit begonnen hat, erfolgreich aktive Rentenstrategien am Markt zu platzieren.

Auch zwischen den Gesellschaften sind Kostenunterschiede erkennbar. Unter den Anbietern mit größerer Produktpalette fallen Franklin Templeton und J.P. Morgan Asset Management bei den Gebühren positiv auf. Die beiden Anbieter verlangen im Durchschnitt 23 bzw. 25 Basispunkte. Die aktiven ETFs von Ossiäm sind dagegen relativ teuer: Die durchschnittliche TER aller Produkte beläuft sich auf 66 Basispunkte.

Im Allgemeinen sind die Preisstrukturen aktiver ETFs den der passiven ziemlich ähnlich. Außerhalb der Kernallokationen in den entwickelten Märkten können die TERs aktiver ETFs tatsächlich auf dem gleichen Niveau liegen oder sogar günstiger sein als die ihrer passiven Gegenstücke, insbesondere wenn sie in der jüngeren Vergangenheit aufgelegt worden sind und sich dadurch im Wettbewerb behaupten müssen.

Performance-Entwicklung aktiver ETFs

Als junge Produktkategorie müssen sich aktive ETFs am Markt beweisen und in der Praxis einen Mehrwert für Anleger liefern. Dabei müssen sich die Fonds mit zwei Maßstäben messen lassen: mit ihrem Peergroup-Index und mit ihren Wettbewerbern. Für die vorliegende Studie hat sich Scope auf die Core-Assetklassen auf der Aktien- und Rentenseite konzentriert und die interessanten Erkenntnisse (positiv wie negativ) zusammengetragen.

Aktien-ETFs

Im Bereich der Dividenden-ETFs, dem alleinigen Spielfeld von Fidelity, überzeugen alle vier Produkte für globale, europäische, Schwellenländer- und US-Dividendentitel. Sie sind bereits mehr als fünf Jahre am Markt und wurden von Scope mit Ausnahme des EM-ETFs – für die Peergroup werden derzeit keine Ratings vergeben – mit einem A-Rating ausgezeichnet. Neben den sehr guten Ratings im Wettbewerbsvergleich zeigen drei der vier Produkte eine Outperformance gegenüber der Benchmark. Einzig der Quality-Ansatz für europäische Dividenden steht seit 18 Monaten gegenüber dem MSCI Europe High Dividend Index performancetechnisch unter Druck.

Grundsätzlich ist das Ziel der Fidelity-Dividenden-ETFs, den Anlegern unter Berücksichtigung der Kapital- und Ertragsrendite eine Gesamtrendite zu bieten, die vor Gebühren und Aufwendungen der Rendite der hauseigenen Dividenden-Indizes entspricht. In diese Indizes fließt die Research- und Portfoliomanagement-Kompetenz der globalen Investmentplattform ein. Der unabhängige Anbieter S&P Dow Jones Indices berechnet und verwaltet die Dividenden-Benchmarks für Fidelity.

Typische Dividendenindizes bevorzugen tendenziell Unternehmen aus defensiven, wachstumsschwächeren Sektoren. Wenn Anleger diese zur Nachbildung nutzen, kann das zu unbeabsichtigten Risiken durch strukturelle Abweichungen vom Gesamtmarkt führen. Solche Risiken können dazu führen, dass sich Produkte auf Basis solcher typischen Dividendenindizes nicht für Core-Allokationen eignen.

Gute Leistung von ETFs für nordamerikanische Aktien

Die Fidelity-Dividenden-ETFs passen ihr Engagement in Sektoren, Regionen und Marktkapitalisierung deshalb systematisch an den jeweiligen regionalen MSCI-Index an. Dieser Prozess soll eine unbeabsichtigte Untergewichtung von dividendenstarken Sektoren, Regionen oder Wertpapieren vermeiden. Die starke Outperformance des US-Dividendenprodukts beispielsweise basiert einerseits auf der Übergewichtung des Technologie- und Finanzsektors und andererseits auf der Untergewichtung der beiden Konsumsektoren.

Auf einem sehr guten Weg sind auch die ETFs für US-Aktien. Drei von vier Produkten weisen einen Track Record von mehr als drei Jahren auf und schafften es in dieser Zeit, eine Outperformance gegenüber dem MSCI USA zu erzielen. Dabei handelt es sich um zwei aktive ETFs von Ossiäm und einen von J.P. Morgan.

Der JPM US Research Enhanced Index Equity ESG UCITS ETF beispielsweise zeichnet sich durch einen niedrigen Tracking Error aus, ist also hinsichtlich Risikograd und Portfolio-konstruktion vergleichbar mit seiner Benchmark, dem S&P 500 (Total Return Net). Der Research-Enhanced-Investmentprozess (REI) ist bereits seit über 30 Jahren im Einsatz und basiert auf den Erkenntnissen eines erfahrenen Research-Teams. Die mehr als 90 Buy-side-Analysten arbeiten rund um den Globus und ermitteln exklusiv für die Portfoliomanagement-Teams aktienspezifische Einblicke. Mithilfe dieser Informationen gewichten die REI-Portfoliomanager attraktiv erscheinende Titel leicht über und weniger attraktiv erscheinende Titel leicht unter. Die REI-Portfolios behalten somit Indexmerkmale bei, zielen aber gleichzeitig darauf ab, mittelfristig höhere risikoadjustierte Erträge als der Index zu erzielen.

Der Ossiäm ESG Low Carbon Shiller Barclays CAPE® US Sector will ein mit dem Shiller Barclays CAPE® US Sector Value Index vergleichbares Risiko- und Ertragsprofil erreichen, allerdings bei deutlich geringerem CO₂-Ausstoß und einem besseren ESG-Profil. Die Shiller Barclays CAPE® US Sector Value Strategy verfolgt einen systematischen Value-Ansatz und stützt sich dabei auf die Erkenntnisse des Ökonomen Robert Shiller. Die Strategie ermöglicht ein Exposure in US-Aktien. Dabei wird ein auf dem konjunkturbereinigten Kurs-Gewinn-Verhältnis (CAPE®) basierendes Verfahren für die Sektorauswahl eingesetzt, um potenziell unterbewertete Sektoren zu ermitteln. Auch dem Produkt mit europäischem Fokus gelang eine leichte Outperformance auf drei Jahre.

Ergebnisse bei nachhaltigen Aktien überzeugen meist nicht

Dagegen sind die Ergebnisse im nachhaltigen Bereich für globale und europäische Produkte mehrheitlich als schwach zu bezeichnen. Mit Ausnahme des ETFs von J.P. Morgan und des Invesco Quantitative Strategies ESG Global Equity Multi-Factor ETF kann kein weiteres der neun Produkte den MSCI World bzw. den MSCI Europa schlagen.

J.P. Morgan setzt wie beschrieben auf den Research-Enhanced-Investmentprozess. Wie beim US-ETF wurde neben der Bottom-up-Wertpapierauswahl auf Basis des aktiven Researchs und dem Management der Indexrisiken für die REI-Strategie ein ESG-Rahmen implementiert. Auf diese Weise werden ESG-Faktoren im Investmentprozess der REI-Strategie systematisch berücksichtigt. Zusätzlich zur ESG-Integration wird der ESG-Fokus durch ein normen- und wertebasiertes Screening weiter umgesetzt. Ausgeschlossen werden beispielsweise Unternehmen, die in Sektoren wie umstrittene Waffen und Tabak tätig sind. Dank dieses Ansatzes verfügt die ganze Palette der aktiven ETFs von J.P. Morgan über eine Kategorisierung als Artikel 8 nach EU-Offenlegungsverordnung.

Der Invesco-ETF zielt darauf ab, den MSCI World Index zu übertreffen. Um das Anlageziel zu erreichen, investiert der Fonds in Aktien von Unternehmen in Industrieländern weltweit. In Frage kommende Aktien werden auf Konformität mit den ESG-Kriterien des Fonds überprüft und dann anhand ihrer Attraktivität in Bezug auf drei Anlagefaktoren bewertet: Wert (d. h. Unternehmen, die im Vergleich zu Marktdurchschnitten als günstig eingeschätzt werden), Qualität (d. h. Unternehmen, die im Vergleich zu Marktdurchschnitten stärkere Bilanzen aufweisen) und Dynamik (d. h. Unternehmen, deren historische Aktienkursentwicklung

oder Gewinnwachstum die Marktdurchschnitte übertroffen haben). Der Fonds hält eine Teilmenge dieser Aktien und nutzt ein Optimierungsverfahren, welches das Engagement in diesen Anlagefaktoren maximieren soll und gleichzeitig ein Risikoprofil anstrebt, das mit dem Anlageziel des Fonds übereinstimmt. Die Fondsbestände werden monatlich einer Neugewichtung unterzogen. Das „quantitative Anlagemodell“ wendet für die Aktienauswahl mathematische, logische und statistische Techniken an. Der Fonds ist ein Fonds nach Artikel 8 (er bewirbt ökologische und/oder soziale Merkmale).

Abbildung 8: Aktien-ETFs mit Outperformance vs. Scope-Index über drei Jahre

Fondsname	Peergroup	ISIN	Perf. 1J in %	Perf. 3J p.a. in %	Perf. 5J p.a. in %	Outperf. vs. Index 3J p.a. in %
Fidelity US Quality Income	Aktien Nordamerika Dividende	IE00BYXVGY31	10,99	15,68	13,47	3,46
Ossiam Shiller Barclays CAPE US Sector Value	Aktien Nordamerika	LU1079842321	26,93	31,19	23,93	2,62
Fidelity Global Quality Income	Aktien Welt Dividende	IE00BYXVGZ48	10,49	13,73	10,89	1,78
Fidelity Emerging Markets Quality Income	Aktien Emerging Markets Dividende	IE00BYSX4846	0,81	4,62	2,69	0,84
Invesco Quantitative Strategies ESG Global Equity Multi-Factor	Aktien Nachhaltigkeit/Ethik Welt	IE00BJQRDN15	16,19	14,79	-	0,83
JPMorgan US Research Enhanced Index Equity ESG	Aktien Nordamerika	IE00BF4G7076	14,81	16,16	-	0,78
JPMorgan Global Research Enhanced Index Equity ESG	Aktien Nachhaltigkeit/Ethik Welt	IE00BF4G6Y48	14,88	14,58	-	0,64
Ossiam Shiller Barclays CAPE Europe Sector Value	Aktien Europa	LU1079842321	9,13	12,91	9,05	0,38

Quelle: Refinitiv, Stand: 30.06.2023

Renten-ETFs

Auf der Rentenseite sind es insbesondere die Peergroups aus dem Kurzläufer-Bereich, die überzeugende Ergebnisse gegenüber der Benchmark und der Vergleichsgruppe vorweisen können. In der Peergroup ‚Renten EURO kurz‘ sind es der JPM EUR Ultra-Short Income UCITS ETF und der Franklin Liberty Euro Short Maturity UCITS ETF, die per Ende Juni 2023 gegenüber dem Scope Peergroup-Index eine Überrendite von 164 bzw. 221 Basispunkten auf drei Jahre erzielen. Dies wird bei einem Tracking Error von rund 1% erreicht und einer Kostenbelastung von fünf bzw. acht Basispunkten. Der volumenstärkste Renten-ETF, der fast drei Milliarden schwere PIMCO Euro Short Maturity ETF mit einer TER von 35 Basispunkten, liegt auf drei Jahre 107 Basispunkte vor der Vergleichsgröße.

In der Peergroup ‚Renten USD kurz‘ ist es der JPM USD Ultra-Short Income UCITS ETF, der eine Outperformance über drei Jahre von 2,36% gegenüber dem Scope Referenzindex erzielt. Dies wird bei einem Tracking Error von rund 2% erreicht und einer Kostenbelastung von 18 Basispunkten. Der 2,6 Milliarden schwere PIMCO US Dollar Short Maturity ETF mit einer TER von 35 Basispunkten liegt auf drei Jahre 1,85% vor dem Vergleichsindex.

Obwohl der ausgewiesene Renten-Manager PIMCO in den vorgenannten Peergroups gegenüber den Wettbewerbern – auch bedingt durch deutlich höhere Kosten – schwächer abschneidet, zeigt er bei anderen Renten-Vergleichsgruppen sein Können. Der PIMCO Covered Bond ETF weist in der Peergroup ‚Renten Euro‘ ein A-Rating auf. Der PIMCO Euro Low Duration Corporate Bond UCITS ETF kommt in der Vergleichsgruppe ‚Renten EURO Corporate IG kurz‘ auf ein B-Rating. In der Vergleichsgruppe ‚Renten GBP‘ schlägt der PIMCO Sterling Short Maturity UCITS ETF den Referenzindex und die Wettbewerber mittel- und langfristig.

In den weiteren Peergroups wie Renten Global Corporate IG, Renten EURO Corporate IG, Renten EURO Corporate IG kurz, Renten Emerging Markets HC und Renten China sind die Produkte mehrheitlich zu jung und weisen keinen aussagekräftigen Track Record von mindestens drei Jahren aus. Einige Produkte befinden sich jedoch auf einem guten Weg, beispielsweise der Fidelity Sustainable Global Corporate Bond Paris-Aligned Multifactor UCITS ETF, der seit Auflage im März 2021 eine kontinuierliche Outperformance aufweist. Dagegen wird in den Peergroups Renten EURO Corporate IG, Renten EURO Corporate IG kurz und Renten USD Corporate IG per Ende Juli 2023 keine Outperformance gegenüber dem jeweiligen Referenzindex erreicht.

Abbildung 9: Renten-ETFs mit Outperformance vs. Scope-Index über drei Jahre

Fondsname	Peergroup	ISIN	Perf. 1J in %	Perf. 3J p.a. in %	Perf. 5J p.a. in %	Outperf. vs. Index 3J p.a. in %
JPMorgan USD Ultra-Short Income	Renten USD kurz	IE00BDFC6Q91	-1,04	2,29	3,43	2,36
Franklin Liberty Euro Short Maturity	Renten EURO kurz	IE00BFWXDY69	1,23	0,70	0,21	2,21
PIMCO Covered Bond	Renten EURO	IE00BF8HV717	-3,56	-4,28	-1,65	1,86
PIMCO US Dollar Short Maturity	Renten USD kurz	IE00B67B7N93	-0,86	1,79	2,85	1,85
JPMorgan EUR Ultra-Short Income	Renten EURO kurz	IE00BD9MMF62	1,33	0,14	-0,04	1,64
PIMCO Euro Short Maturity	Renten EURO kurz	IE00BVZ6SP04	1,26	-0,42	-0,47	1,07
Franklin Liberty Euro Green Bond	Renten EURO	IE00BHZRR253	-2,99	-5,87		0,17

Quelle: Refinitiv, Stand: 30.06.2023

Fazit

Aktive ETFs haben zwar durchaus das Potenzial zum Gamechanger in der Aktiv-Passiv-Debatte. Bislang konnten sie die Erwartungen der Anleger aber nur teilweise erfüllen. Insbesondere die niedrigen Gebühren im Vergleich zu klassischen aktiven Fonds und die überdurchschnittliche Wertentwicklung einzelner Produkte innerhalb ihrer Peergroups können überzeugen. Eine längere Performancehistorie der Produkte, deren Track Record meist noch unter drei Jahren liegt, wäre jedoch wünschenswert. Gerade das schwierige Jahr 2022 macht deutlich, wie sehr Turbulenzen die Gesamthistorie von Produkten mit kurzer Marktpräsenz belasten können.

Dass sich das Potenzial der ETFs 3.0 in den nächsten Monaten entfaltet, lässt sich nach Ansicht von Scope noch nicht ganz absehen. Zwar wächst die Zahl der Produkte und Anbieter, aber auf niedrigem Niveau. Neben den oft kurzen Track Records gibt es weitere Hindernisse, mit denen aktive ETFs zu kämpfen haben. Dazu zählt der Aspekt, dass diese bereits bestehende aktive Fonds kannibalisieren könnten und durch ihre geringeren Gebühren und fehlenden Bestandsprovisionen für Fondsgesellschaften und Provisionsberater weniger lukrativ sein könnten.

Nach Vorliegen eines entsprechenden Track Records von mindestens drei, besser fünf Jahren könnten aktive ETF jedoch zukünftig insbesondere für institutionelle Kunden und private Selbstentscheider sehr interessant werden. Die Chance auf eine Mehrrendite bei gleichzeitig günstigen Kosten wäre für diese Anlegergruppen hoch attraktiv, insbesondere für Privatanleger, die besonders stark von den hohen Gebühren klassischer aktiver Fonds betroffen sind.

Bevor sie jedoch in einen aktiven ETF investieren, sollten Anlegerinnen und Anleger eine Überprüfung vornehmen, ähnlich wie sie es bei einem passiven ETF tun würden. Da der Vergleichsindex jedoch nur eine Referenz für aktive ETFs ist und die Ertragserzielung sehr unterschiedlich ausfallen kann, müssen Investoren auf die Anlagestrategie achten. Im Idealfall basiert die aktive Strategie auf einem wiederholbaren Prozess, der mit der Risikotoleranz und den eigenen Anlagezielen übereinstimmt.



ETF 3.0

Aktive ETFs auf dem Weg zum Hoffnungsträger?

Zum Hintergrund – Das Scope Fondsrating

Das Scope Fonds Rating bewertet die Qualität eines Fonds innerhalb seiner Vergleichsgruppe. Das Rating reflektiert unter anderem die langfristige Ertragskraft und die Stabilität der Fondsperformance sowie das Timing- und das Verlustrisiko. In die Bewertung fließen quantitative und qualitative Kriterien ein. Weitere Details: [Zur Methodik](#).

Die Ratingagentur Scope bewertet aktuell mehr als 6.500 in Deutschland zum Vertrieb zugelassene Investmentfonds (UCITS). Das investierte Vermögen dieser Fonds summiert sich auf ca. 4,4 Billionen Euro.

Ratingskala – Investmentfonds (UCITS)		Punkte
A	Sehr gut	100 - 78
B	Gut	77 - 60
C	Durchschnittlich	59 - 41
D	Unterdurchschnittlich	40 - 23
E	Schwach	22 - 1



ETF 3.0

Aktive ETFs auf dem Weg zum Hoffnungsträger?

Scope Fund Analysis GmbH

Headquarters Berlin

Lennéstraße 5
D-10785 Berlin
Tel. +49 30 27891 0

Frankfurt am Main

Neue Mainzer Straße 66-68
D-60311 Frankfurt am Main
Tel. +49 69 66 77 389 0

info@scopeanalysis.com
www.scopeexplorer.com

Nutzungsbedingungen/Haftungsausschluss

© 2023 Scope SE & Co. KGaA und sämtliche Tochtergesellschaften, einschließlich Scope Ratings GmbH, Scope Ratings UK Limited, Scope Fund Analysis GmbH und Scope ESG Analysis GmbH (zusammen Scope). Alle Rechte vorbehalten. Die Informationen und Daten, die Scope's Ratings, Rating-Berichte, Rating-Beurteilungen und die damit verbundenen Recherchen und Kreditbewertungen begleiten, stammen aus Quellen, die Scope als verlässlich und genau erachtet. Scope kann die Verlässlichkeit und Genauigkeit der Informationen und Daten jedoch nicht eigenständig nachprüfen. Scope's Ratings, Rating-Berichte, Rating-Beurteilungen oder damit verbundene Recherchen und Kreditbewertungen werden in der vorliegenden Form ohne Zusicherungen oder Gewährleistungen jeglicher Art bereitgestellt. Unter keinen Umständen haftet Scope bzw. haften ihre Direktoren, leitenden Angestellten, Mitarbeiter und andere Vertreter gegenüber Dritten für direkte, indirekte, zufällige oder sonstige Schäden, Kosten jeglicher Art oder Verluste, die sich aus der Verwendung von Scope's Ratings, Rating-Berichten, Rating-Beurteilungen, damit verbundenen Recherchen oder Kreditbewertungen ergeben. Ratings und andere damit verbundene, von Scope veröffentlichte Kreditbewertungen werden und müssen von jedweder Partei als Beurteilungen des relativen Kreditrisikos und nicht als Tatsachenbehauptung oder Empfehlung zum Kauf, Halten oder Verkauf von Wertpapieren angesehen werden. Die Performance in der Vergangenheit prognostiziert nicht unbedingt zukünftige Ergebnisse. Ein von Scope ausgegebener Bericht stellt kein Emissionsprospekt oder ähnliches Dokument in Bezug auf eine Schuldverschreibung oder ein emittierendes Unternehmen dar. Scope publiziert Ratings und damit verbundene Recherchen und Beurteilungen unter der Voraussetzung und Erwartung, dass die Parteien, die diese nutzen, die Eignung jedes einzelnen Wertpapiers für Investitions- oder Transaktionszwecke selbständig beurteilen werden. Scope's Credit Ratings beschäftigen sich mit einem relativen Kreditrisiko, nicht mit anderen Risiken wie Markt-, Liquiditäts-, Rechts- oder Volatilitätsrisiken. Die hierin enthaltenen Informationen und Daten sind durch Urheberrechte und andere Gesetze geschützt. Um hierin enthaltene Informationen und Daten zu reproduzieren, zu übermitteln, zu übertragen, zu verbreiten, zu übersetzen, weiterzuverkaufen oder für eine spätere Verwendung für solche Zwecke zu speichern, kontaktieren Sie bitte Scope Ratings GmbH, Lennéstraße 5, D-10785 Berlin.