

ETFs 2.0 – die neue Art, Indizes zu replizieren



Von Simon Klein
Head of db x-trackers Sales
Deutsche Bank, Frankfurt

Die traditionelle Vorgehensweise zur Replikation eines Indexes durch ETFs und andere Indexfonds ist die Investition in alle oder in eine repräsentative Auswahl der Bestandteile des abzubildenden Indexes. Umschichtungen des Portfolios werden entsprechend den Anpassungen des Indexproviders vorgenommen. Bis zu einem gewissen Grad hat dieser Ansatz in der Vergangenheit bei wichtigen Aktienindizes wie dem DAX® oder dem FTSE100 gut funktioniert. Allerdings stösst diese Vorgehensweise bei breiter gestreuten Indizes, wie dem MSCI World mit über 1800 Unternehmen, oder weniger liquiden Indizes, die kleine Unternehmen oder Unternehmen in Schwellenländern beinhalten, an ihre Grenzen.

Zudem stellen Investoren immer höhere Ansprüche an die Effizienz der Produkte, in die sie investieren. Dabei wird besonderer Wert auf niedrige Kosten sowie einen geringen Tracking Error (Abweichungsfehler vom Referenzindex) gelegt. Diese hohen Anforderungen haben sukzessive zu einer effizienteren Indexnachbildung geführt – der neuen Generation von ETFs oder ETF 2.0. Diese neuen ETFs werden auch als «Swap-basierte» oder «synthetisch replizierende» ETFs bezeichnet.

Anstatt das Indexportfolio bzw. eine repräsentative Auswahl an Werten aus dem Index zu halten, benutzt der ETF Index-Swaps, um die Indexperformance abzubilden. Ein Swap ist eine Vereinbarung zwischen zwei Vertragspartnern, in der Zukunft bestimmte Zahlungsströme auszutauschen. Im Falle eines Index-Swaps wird die Performance eines Indexes gegen die Performance eines anderen Finanzinstrumentes, z.B. eines Aktien- oder Rentenkorbes, getauscht.

Bevor aber auf die Vorteile und die Funktionsweise Swap-basierter ETFs eingegangen wird, soll erst erläutert werden, warum die traditionelle Indexabbildung an ihre Grenzen stösst und in der Regel einen grösseren Tracking Error verursacht.

Die Differenz zwischen der Wertentwicklung eines ETFs und der des zugrundeliegenden Indexes wird als Tracking Error bezeichnet. Im Idealfall entspricht der Tracking Error der Verwaltungsgebühr des ETFs.

Da es sich bei Indizes jedoch um theoretische Benchmarks handelt, die die Faktoren der realen Welt nicht vollständig berücksichtigen, ist diese Differenz bei traditionellen ETFs oft erheblich grösser. Denn selbst bei einer vollständigen Nachbildung des Indexportfolios kommt es zu Abweichungen gegenüber der Indexperformance.

Tracking Error

Generell können die Einflussfaktoren, die zum Tracking Error eines

ETFs führen, wie folgt zusammengefasst werden:

Zeitpunkt der Dividendenzahlungen

Viele Performanceindizes unterstellen, dass Dividenden am ex-Tag gezahlt und reinvestiert werden. In Realität werden Dividenden aber mit einer Verzögerung von 22 Tagen für US-Aktien, 38 Tagen in Grossbritannien und 74 Tagen im Fall japanischer Aktien ausgezahlt. Dieser Zeitunterschied kann zu einem Performancenachteil im Vergleich zum Index führen, besonders in steigenden Märkten. Im Fall des MSCI Europe führt dies regelmässig zu einem Tracking Error von 0,08% (Quelle: Deutsche Bank Index Research).

Besteuerung von Dividenden

Auch bei der steuerlichen Behandlung gibt es Unterschiede zwischen den Vorgaben eines Aktienindex und den Vorgängen in der Realität. Ein traditioneller Fonds hat nur ein Domizil, d.h. er kann nur aus einem Land steuereffizient Dividendenzahlungen erhalten. Da er aber oft Dividenden aus mehreren Ländern bezieht, ist er mit hoher Wahrscheinlichkeit im Nachteil gegenüber einem Anleger, der mehrere Domizile und somit die Möglichkeit einer steuereffizienteren Vereinnahmung der Dividenden hat. Die Zeitpunkte, an denen die Quellensteuer auf Dividenden zurückgefordert werden kann, sowie die Höhe der Rückforderung beeinflussen die Performance des ETFs. Swap-basierte ETFs bieten jedoch die Möglichkeit einer steuereffizienteren Vereinnahmung von Dividenden.

Kosten der Indexanpassung

Die regelmässigen Anpassungen eines Aktienindex sowie Kapitalmassnahmen der Unternehmen im Index wirken sich nachteilig auf die Performance des den Index abbildenden Fonds aus, da zusätzliche Transaktionskosten und -steuern entstehen. Die Anzahl der Indexbestandteile sowie die

Anpassungsfrequenz haben Einfluss auf die Höhe der Kosten. MSCI beispielsweise passt seine Indizes jährlich im Mai an. Darüber hinaus werden Änderungen der Indexzusammensetzung aufgrund von Kapitalmassnahmen sowie Aktualisierungen des Streubesitzanteils vierteljährlich durchgeführt. Für einen traditionellen ETF, der direkt in das Indexportfolio investiert, nehmen die Kosten der Anpassung für weniger liquide Aktien sowie Aktien mit beschränktem Zugang zu.

Kosten für Corporate Actions

Selbst wenn man etwaige Umschichtungskosten für das Fondsportfolio ausser acht lässt, sehen sich ETFs, welche direkt in die zugrundeliegenden Wertpapiere investieren, mit weiteren Tracking Error verursachenden Komponenten belastet, die aus Corporate Actions resultieren. Diese umfassen z.B. Kapitalerhöhungen, bei denen der Zeitpunkt der Implementierung in den Index vom Zeitpunkt der Corporate Action abweicht.

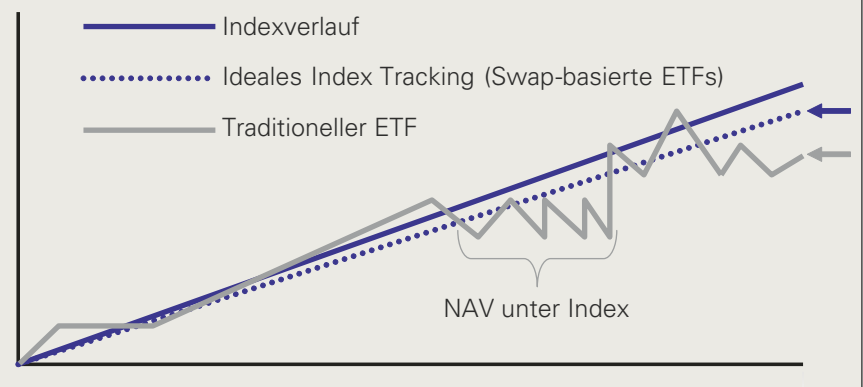
Auch die Behandlung von Unternehmensübernahmen, bei denen sich der Index vor allem auf den letzten gehandelten Preis zur Zeit der Indexanpassung bezieht anstatt auf den Wert und die Bedingungen der Übernahme, ist eine potentielle Fehlerquelle. Auch wenn Arbitrage dabei hilft, diese Differenzen zu minimieren, so wird doch deutlich, dass diese Möglichkeiten existieren und auf lange Sicht zu einem Kostenrisiko für den Eigentümer der zugrundeliegenden Wertpapiere werden.

Funktionsweise eines Swap-basierten ETFs

Bei Swap-basierten ETFs werden nun all diese, den Tracking Error verursa-

Die Probleme des Index Trackings

Die Kosten umfassen meist mehr als nur die Management Fee



chenden Komponenten auf den Swap-Kontrahenten übertragen und haben damit keinen Einfluss auf die Performance des ETFs.

Als Resultat bekommt der Anleger jederzeit die volle Indexperformance abzüglich der Managementgebühr. Teilweise kann diese durch zusätzliche Erträge (zumindest teilweise) ausgeglichen werden. D.h., die effektiven Kosten für den Anleger werden somit gesenkt. Diese Zusatzerträge können aus Aktienleihe oder aus einer steuer-effizienteren Vereinnahmung von Dividendenerträgen stammen. So übersteigt die Rendite des db x-trackers *DJ Euro Stoxx 50 ETF* aufgrund dieser Zusatzerträge den Performanceindex um 0,92% (per 31. Juli 2008, seit Auflegung am 4. Januar 2007), nach Abzug der jährlichen Verwaltungsgebühr in Höhe von 0,15%.

Die Anlagepolitik zur Erfüllung dieses Ziels sieht eine Investition in einen Aktienkorb (oder bei Renten-ETFs in einen Korb aus Anleihen) sowie einen Index-Swap vor. Der Zweck des Index-Swaps ist der Austausch der Wertentwicklung der Aktien bzw. An-

leihen gegen die Wertentwicklung des dem ETF zugrundeliegenden Index.

Nach den Bedingungen des Index-Swaps ist der Swap-Kontrahent verpflichtet, die Performance des Indexes auf täglicher Basis bereitzustellen. Mit anderen Worten, die Wertentwicklung des ETFs vor Abzug von Gebühren wird immer der Wertentwicklung des Indexes entsprechen.

Maximaler Anteil des Index-Swaps

Eine häufige Frage im Zusammenhang mit Swap-basierten ETFs betrifft das Risiko des Index-Swaps, dem der Fonds ausgesetzt ist. Nach den Ucits-III-Regulierungen unterliegt der Fonds bestimmten Anlagebeschränkungen, um eine ausreichende Risikostreuung zu gewährleisten. Unter anderem darf der Fonds nicht mehr als 10% seines Nettoinventarwertes (NAV) in Derivate-Transaktionen investieren. D.h., der Wert des Index-Swaps darf höchstens ein Zehntel des Nettoinventarwertes des Fonds ausmachen. Folglich ist das (Netto-)Risiko im Hinblick auf den Swap-Kontrahenten auf den Anteil des Swaps am Nettofondsvermögen (d.h. auf 10%) begrenzt.

Zusammenfassung der Vorteile eines Swap-basierten ETFs

- Effizientere Indexnachbildung
- Niedriger Tracking Error
- Ucits III reguliert, Auflage innovativer Konzepte möglich, wie z.B. ETFs auf Short-, Kredit- und Geldmarktprodukte
- Effizientere Vereinnahmung von Dividenden

www.dbxtrackers.com

