

Juni 2009

## Exchange Traded Funds Teil 2



Die letzte Ausgabe des Deriva-Newsletters behandelte das Thema Exchange Traded Funds. Um diese Wertpapiere noch etwas näher zu beleuchten, greifen wir diese besonderen Fonds auch im hier vorliegenden Juni-Exemplar wieder auf. Im Wesentlichen soll es diesmal um die Beziehung zwischen einem Fonds und seiner Benchmark gehen.

Im klassischen Fall eines passiv investierenden Exchange Traded Funds handelt es sich bei der Benchmark um einen Index.

Erklärtes Ziel eines ETFs ist es in der Regel, die Wertentwicklung seines zugrunde liegenden Index exakt nachzuvollziehen. Für die Fondsgesellschaft ergibt sich jedoch in der Praxis das Problem, dass es sich bei einem Index nicht um ein direkt investierbares Wertpapier handelt. Es stellt sich nun die Frage, wie ein Index repliziert, also nachgebildet werden kann. Im Wesentlichen bleiben dem Investmentmanagement dafür zwei Varianten: die physische und die synthetische Replikation.

Um einen Index physisch nachzubilden, ist das Management gezwungen, die im Index enthaltenen Wertpapiere zu erwerben. Im Sinne eines niedrigen Tracking Errors sollte dies möglichst entsprechend des exakten Anteils jedes Mitglieds im Index geschehen. In der Praxis führen jedoch verschiedene Aspekte zu systematischen Performanceabweichungen zwischen ETF und Index bei physischer Nachbildung:

➤ Transaktionskosten durch Kauf und Verkauf von Wertpapieren zum Zwecke der Indexnachbildung führen zu einer Underperformance des ETF.

➤ Rundungsdifferenzen: Die Komponenten im Index werden praktisch nie ganzzahlig berücksichtigt, es werden bei Replikation typischerweise Rundungen vorgenommen. Auf diese Weise können Barmittel im ETF verbleiben, denen keinerlei Wertentwicklung entgegensteht.

➤ Ertragsausschüttungen (Dividenden):  
- werden in der Regel nicht tagesaktuell berücksichtigt, führen also zu temporären Cash-Beständen im Fonds.  
- unterliegen auf Fondsebene in der Regel einer Pflicht zur Besteuerung, nicht jedoch auf Indexebene.

Wie hoch die bei der Replikation anfallenden Transaktionskosten sind, hängt vor allen Dingen von zwei Faktoren ab: von der Anzahl der Indexmitglieder und davon, wie häufig reguläre Umschichtungen im Index vorgenommen werden. Je exakter ein Fondsmanager versucht, den relevanten Index nachzubilden, desto höher sind diese Kosten. Um auch bei großen Indizes ein kostengünstiges Produkt darstellen zu können, replizieren einige Emittenten den Zielindex nicht mittels der Full-Replication-Technik sondern greifen auf eine von zwei Auswahl-Methoden zur partiellen Indexnachbildung zurück:

- Representative-Sample-Methode
- Optimized-Sample-Methode

Für die erste Methode beschränkt man sich bei der Fondszusammenstellung auf die wesentlichen Performancetreiber im Referenz-Index. Es werden also bspw. Wertpapiere mit Anteilen kleiner 1% am Index vernachlässigt, bzw. Indexmitglieder bei denen die Bedingung eines liquiden Handels nicht erfüllt ist.

Wie der Name bereits vermuten lässt, stellt die Optimized-Sample-Methode eine weitere Verfeinerung dar. Hier wird mit Hilfe der modernen Portfoliotheorie versucht, ein Teilportfolio mit optimaler Ertrags-Risiko-Relation und gleichsam geringem Tracking Error aus dem Index zu ermitteln, also niedriger Performanceabweichung zwischen ETF und Benchmarkindex.

Beide Sampling-Techniken vermeiden überhöhte Transaktionskosten in Zusammenhang mit der Replikation, ermöglichen also niedrigere Managementgebühren im Vergleich zu einer vollständigen Indexnachbildung. Bei diesen Produkten entsteht der Tracking Error also nicht so sehr durch die anfallenden Gebühren, sondern eher durch das Abweichen von Fonds- und Indexportfolio. Bei allen 3 bisher erwähnten Replikationstechniken kann der ETF-Anbieter vom Instrument der Wertpapierleihe Gebrauch machen. Dabei werden gegen eine Gebühr Papiere aus dem Fondsvermögen verliehen. Mittels der damit einhergehenden Einnahmen können die Fondskosten reduziert werden. Das Risiko, dass der Entleiher der Wertpapiere nicht zur Rückgabe in der Lage ist, wird durch die Bestellung

von Sicherheiten überschaubar gehalten. Neben den bisher genannten physischen Replikationsmöglichkeiten setzt sich mehr und mehr die synthetische Konstruktion von ETFs durch. Bei dieser Technik wird mittels Einsatz von Tauschgeschäften - in diesem Falle Indexswaps - die Performance des Benchmarkindex gegen die Entwicklung eines Wertpapierkorbs getauscht. Dieser Korb wird, vereinfacht ausgedrückt, mit dem Ziel geringer Kosten und steuerlicher Attraktivität gebildet, also losgelöst vom eigentlichen Index.

Da sich der Vertragspartner des Swap zu einem regelmäßigen Ausgleich der Performancedifferenz zwischen Korb und Index verpflichtet, wird ein nahezu perfektes Tracking erreicht, vorausgesetzt der Swap-Kontrahent kann jederzeit seinen Verpflichtungen aus dem Swap nachkommen. Kann er dies nicht - finden also keine Ausgleichszahlungen zwischen den Swap-Partnern statt - kann die Performance des ETF allein auf Grund dieses Umstandes wesentlich von der Entwicklung der Benchmark abweichen. Daher empfiehlt es sich für die Fonds-Manager die Einzeltitel in einem synthetisch replizierenden ETF so auszuwählen, dass diese eine möglichst hohe Korrelation mit dem zugrunde liegenden Index aufweisen. Um die mit derartigen Vorgehensweisen einhergehenden Risiken auch von offizieller Seite in einem gewissen Rahmen zu halten, hat der Gesetzgeber für derivative Finanzinstrumente, und somit auch für Swappesäfte, eine Grenze gezogen. Diese liegt bei maximal 10% bezogen auf das gesamte Fondsvermögen. Festzuhalten ist, dass die synthetische Replikation die oben angeführten Gründe für systematische Performanceabweichungen zwar nicht unbedingt ausschließt, aber zumindest reduziert.

Für die Ertragsausschüttungen beispielsweise bringt die Swap-Methode den Vorteil, dass ausgeschüttete Dividenden innerhalb des Index umgehend in der Fondspower berücksichtigt werden können. Die Steuerpflicht hingegen kann, anders als bei den replizierenden Fonds, durch clevere Swap-Konstruktionen umgangen werden. Den potentiellen Vorteilen steht jedoch die Inkaufnahme eines gewissen Kontrahentenrisikos gegenüber. ■

SJ

## Entwicklung des Zertifikatevolumens bezogen auf den deutschen Markt

### Entwicklung der Emissionszahlen nach Produktgruppen\*

Produktgruppe	Nov.	Dez.	Jan.	Feb.	März	April	Mai	Trend
Index-/Basketzertifikate	40	15	29	16	20	26	58	
Discount-Zertifikate	7593	4677	8137	7093	9979	5710	6538	
Bonus-Zertifikate	8221	4815	4821	3969	4196	3174	5392	
Reverse Convertibles	772	657	2680	912	2868	1323	1311	
Express-Zertifikate	28	31	32	32	33	40	46	
Garantieprodukte	213	50	238	71	194	145	104	
Knock-Out Produkte	18011	12068	18666	13015	18031	13643	13943	
sonstige Zertifikate	743	757	844	354	845	863	894	
Gesamt	35621	23070	35447	25462	36166	24924	28286	

\*bezogen auf den deutschen Markt

Quelle: Deriva GmbH 2009

### Top 20 der Basiswerte\*

Basiswert	Anzahl Zertifikate
DAX	3951
DJ Euro Stoxx 50 Price Index (EUR)	1245
Deutsche Bank AG	613
EUR/USD	599
Beiersdorf AG	481
K+S AG	470
Salzgitter AG	458
MAN AG	448
Daimler AG	416
Allianz SE	415
Siemens AG	401
Commerzbank AG	391
Deutsche Boerse AG	380
BASF SE	377
Metro AG	363
Euro-Bund-Future	359
Gold	348
Münchener Rück AG	343
Deutsche Telekom AG	324
E.ON AG	323

\*bezogen auf den deutschen Markt

Quelle: Deriva GmbH 2009

### Umsatzvolumen und emittentenspezifische Marktanteile\* Zeitraum Mai 2009

	Index/Basket	Discount	Bonus	RevCon	Express
<b>Gesamtvolumen (EUR)</b>	547 Mio.	882 Mio.	542 Mio.	109 Mio.	190 Mio.
<b>Nettoabsatz</b>	- 42 Mio.	- 61 Mio.	- 97 Mio.	27 Mio.	- 141 Mio.
<b>Top 3 Emittenten Umsatzvolumen</b>	Deutsche Bank (50,0%)	Deutsche Bank (33,3%)	Deutsche Bank (26,8%)	Sal. Oppenheim (22,7%)	Deutsche Bank (46,6%)
	Société Générale (21,0%)	Commerzbank (21,3%)	Commerzbank (14,9%)	Commerzbank (13,8%)	Commerzbank (14,2%)
	Commerzbank (9,8%)	BNP Paribas (10,4%)	ABN Amro (RBS) (8,1%)	Vontobel (12,4%)	HypoVereinsbank (7,7%)
	Garantie	Knock-Out	Sonstige	Gesamt	
<b>Gesamtvolumen (EUR)</b>	312 Mio.	991 Mio.	277 Mio.	3.850 Mio.	
<b>Nettoabsatz</b>	- 157 Mio.	- 39 Mio.	- 75 Mio.	- 585 Mio.	
<b>Top 3 Emittenten Umsatzvolumen</b>	West LB (29,3%)	Commerzbank (29,8%)	ABN Amro (RBS) (23,9%)	Deutsche Bank (25,9%)	
	DeuBa London (17,6%)	ABN Amro (RBS) (23,7%)	Commerzbank (19,8%)	Commerzbank (19,2%)	
	Deutsche Bank (8,2%)	Deutsche Bank (15,4%)	ETF5 (10,2%)	ABN Amro (RBS) (10,9%)	

\*Börsenumsatz Frankfurt und Stuttgart

Quelle: Deriva GmbH 2009

DE000CM5MRU7

### Top-Zertifikate des Monats\* nach Handelsvolumen

ISIN	Emittent	Produktgruppe	Handelsvolumen (EUR)
DE000CM5MRU7	Commerzbank	Unlimited Turbo Bear	101 Mio.
DE0007093353	Deutsche Bank	Open-End Indexzertifikat	87 Mio.
DE000SG3G269	Société Générale	Open-End Indexzertifikat	84 Mio.

\*Börsenumsatz Frankfurt und Stuttgart

Quelle: Deriva GmbH 2009