

ETFs - Exchange Trade Funds:

Eine sinnvolle Portfolioergänzung ... aber leider etwas komplizierter als allgemein gedacht

In den letzten Jahren sind Exchange Traded Funds (ETFs) immer stärker in den Fokus der Öffentlichkeit und der Investoren gerückt. Vielerorts wurden und werden ETFs als kostengünstiges, einfach zu verstehendes, liquides und sicheres Instrument angepriesen. Die Marketingmaschinerie der mittlerweile teilweise recht großen und oft zu Bankkonzernen gehörenden ETF-Anbieter trägt ihren Teil dazu bei. Steckt in ETFs wirklich was die Allgemeinheit der Anleger erwartet? Auf was sollte ein Anleger achten?

Die Investitionssumme in ETF-Produkte hat sich in den Jahren nach Beginn der Finanzkrise in 2007 noch einmal stark erhöht. Ein zentraler Grund hierfür ist unter anderem, dass Investoren im Gegensatz zu Indexzertifikaten¹ (dem anderen weitverbreiteten großen passiven Anlageinstrument²) keinerlei Kontrahenten-Risiken erwarten. Weiter geht der Investor beim Einsatz von ETFs wohl vielfach davon aus, im Gegensatz zu sonstigen oft sehr komplexen Finanzprodukten mit häufig undurchsichtigen Kostenstrukturen, besser zu wissen woran er ist. Teilweise wurden ETFs gar als die bessere Alternative zu aktiv gemanagten Portfolien/Fonds angepriesen.

Mittlerweile sind ETFs und andere passive Anlageinstrumente so weit verbreitet, dass von einigen Marktbeobachtern negative Auswirkungen auf die Preisfeststellung an Finanzmärkten befürchtet werden. Der Gedanke dahinter ist: wenn zum Beispiel eine große Anzahl von Marktteilnehmern nur noch passive Instrumente, die Indizes abbilden kauft, dann wird der Wert von Aktien nicht mehr anhand der Geschäftsaussichten der einzelnen Unternehmen,

sondern verstärkt von Indexzugehörigkeiten der einzelnen Aktien bestimmt.

Für Investoren ist es wichtig die spezifischen Risikoquellen von Finanzprodukten zu kennen, um eine qualifizierte Entscheidung bezüglich der Geldanlage treffen zu können.

Was genau ist ein ETF?

ETFs sind an einer Börse gehandelte Investmentfonds, die die Wertentwicklung von Indizes meist auf Aktien (zum Beispiel auf den DAX, EuroStoxx 50, S&P 500 oder auf einen Branchenindex wie beispielsweise Energie, Immobilienaktien, Goldminen etc.) oder Anleihen (zum Beispiel auf den deutschen REX oder den europäischen BC Euro Aggregate) nachbilden. Der Anteilseigner erwirbt anteiligen Besitz an einem Sondervermögen³, das getrennt vom Vermögen der emittierenden Investmentgesellschaft geführt wird.

ETF-Anteile werden an einer Börse oder auch direkt zwischen zwei Parteien gehandelt. Also nicht unbedingt wie bei anderen Investmentfonds üblich von der emittierenden Investmentgesellschaft gekauft beziehungsweise an diese zurückgegeben.

¹ Indexzertifikate bilden die Entwicklung eines Index nach. Zertifikate sind Schuldverschreibungen, deren Wert auf null sinkt, wenn der Herausgeber nicht mehr in der Lage ist die Schuld zurückzubezahlen. Auf diese Anlageform wird hier nicht näher eingegangen.

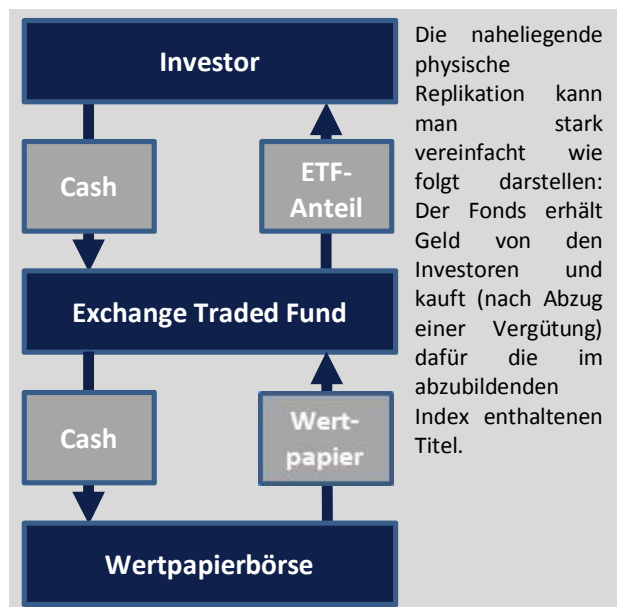
² Bei passiven Anlageinstrumenten stellt kein aktiv handelnder Fondsmanager das Portfolio zusammen, sondern dies wird durch den jeweiligen abzubildenden Index bestimmt.

³ Sondervermögen bedeutet, dass bei einer Insolvenz der Investmentgesellschaft, die Vermögensgegenstände des ETFs nicht Teil der Insolvenzmasse werden, sondern den Anteilseignern zustehen.

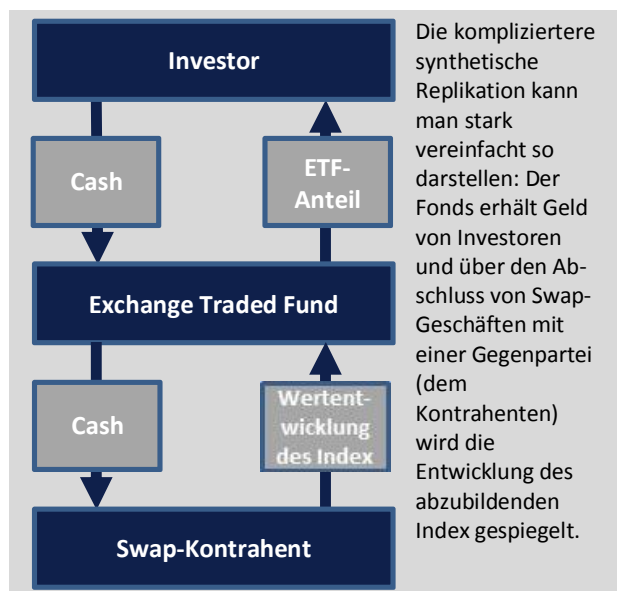
Wie funktioniert ein ETF?

Um die Wertentwicklung des Indizes durch den ETF zu replizieren, nutzen die ETF-Anbieter zwei grundsätzlich verschiedene Ansätze.

1. Physisch replizierende ETFs



2. Synthetisch replizierende ETFs



Ad 1. Physisch replizierende ETFs

Als physisch replizierende ETFs bezeichnet man Strukturen, die tatsächlich die Wertpapiere, die den zugrundeliegenden Index ausmachen, enthalten. Diese werden im gleichen Verhältnis wie im Index gehalten. Ändert sich die Indexzusammenstellung wird das ETF-Portfolio entsprechend angepasst. Dies ist ein offensichtlicher und nachvollziehbarer Weg, um die Wertentwicklung des Index nachzubilden.

Eine Variation dieser Struktur nennt sich optimierte Replikation. Hier werden gegebenenfalls nicht alle im Index enthaltenen Wertpapiere im ETF berücksichtigt. Auch die Gewichtung der einzelnen Wertpapiere muss nicht mit der Gewichtung im Index übereinstimmen. Mathematische Modelle bestimmen Auswahl und Gewichtung der Wertpapiere. Das Ziel ist die Entwicklung des Index möglichst genau zu erreichen, ohne diesen eins zu eins abbilden zu müssen. So werden Kosten gespart, insbesondere bei Indizes, die sehr viele oder schwer zu handelnde Wertpapiere beinhalten (zum Beispiel Aktien in bestimmten Schwellenländern).

Für Investoren ist das wohl wichtigste zusätzlich zum Marktrisiko zu verstehende Risiko bei rein physisch replizierenden ETFs das Kontrahentenrisiko bei der Wertpapierleihe⁴. Nicht alle, aber doch die meisten ETF-Anbieter verleihen Wertpapiere aus dem Bestand ihrer physisch replizierenden ETFs. Mit den dadurch generierten Einnahmen wird je nach Anbieter unterschiedlich verfahren: sie fließen entweder dem Fondsvermögen zu und kommen damit allen Anlegern zugute, oder sie fließen dem ETF-Anbieter direkt zu und werden von diesem vereinnahmt. Auch eine Kombination dieser beiden Möglichkeiten ist möglich.

⁴ Bei der Wertpapierleihe werden im ETF enthaltene Wertpapiere gegen eine Gebühr ausgeliehen. Warum leihen sich

Markteilnehmer Wertpapiere? Der Ausleihende verkauft das Wertpapier und spekuliert auf fallende Kurse, um das

Grundsätzlich ist die Einnahme einer Gebühr für das Ausleihen von Wertpapieren für den Investor erst einmal positiv zu werten, da eine zusätzliche Einnahmequelle erschlossen wird. Allerdings gibt es diese natürlich nicht ohne Risiko: wir wissen alle, dass man nicht immer alles zurückbekommt was man ausleiht. Wenn also der ausleihende Kontrahent, zum Beispiel durch das Abrutschen in die Zahlungsunfähigkeit, nicht in der Lage ist das geliehene Wertpapier zurückzugeben, hat der ETF das Wertpapier voll abzuschreiben. Um dieses Verlustrisiko in einem solchen Fall zu minimieren, fordert der ETF ein Pfand als Sicherheit in Form von anderen Wertpapieren oder Barmitteln. Hierbei ist eine Deckung des Pfands über den Wert des ausgeliehenen Wertpapiers hinaus bei allen Anbietern Pflicht. Jeder Anbieter hat diesbezüglich unterschiedlich

ausgestaltete interne Richtlinien. Dies gilt ebenso für die als Sicherheiten akzeptierten Wertpapiere.

Dementsprechend ist es von Interesse, dass der ETF-Anbieter ein gutes Risikomanagement im Bereich der Wertpapierleihe vorweisen kann, um zum Beispiel Leihgeschäfte mit ungeeigneten Kontrahenten gar nicht erst einzugehen oder auch frühzeitig zu erkennen, wenn die hinterlegten Sicherheiten trotz Einhalten der Vorgaben nicht mehr den Anforderungen genügen.

Ad 2. Synthetisch replizierende ETFs

Synthetisch replizierende ETFs sind stärker von Kritik betroffen als physisch replizierende ETFs, unter anderem da diese Strukturen Swap-Geschäfte⁵ beinhalten. Dies steigert die Komplexität der Struktur, unter anderem da sich der Net Asset Value⁶ des ETFs nicht mehr aus der Entwicklung der Wertpapiere die im Index enthalten sind berechnet, sondern sich durch Swap-Geschäfte mit Dritten bewegt.

Es werden aktuell hauptsächlich zwei synthetische Swap Modelle eingesetzt:

Das **Un-funded Swap Modell** ist das ältere der beiden. Hierbei wird das Geld der Investoren vom ETF eingesetzt, um einen Korb von Wertpapieren, der vom Swap-Kontrahenten zusammengestellt wurde, von diesem zu kaufen und zu halten. Der Kontrahent verpflichtet sich im Rahmen des Swaps die Entwicklung des abzubildenden Index, abzüglich Swap-Kosten, an den ETF zu liefern. Im Gegenzug verpflichtet sich der ETF die Entwicklung des Wertpapierkorbes an den Kontrahenten zu liefern. Der Korb enthält nicht

Vor und während eines Investments in physisch replizierende ETFs sollte man unter anderem auf Folgendes achten:

1. Ist es ein 100% physisch replizierender ETF oder wird eine optimierte Replikation eingesetzt?
2. Wenn ein optimierter ETF eingesetzt wird, welchen Umfang hat die Optimierung und welche Risiken ergeben sich daraus?
3. Werden Wertpapiere ausgeliehen?
 - a. Wenn ja, in welchem Umfang?
 - b. Wie hoch ist die Übersicherung?
 - c. Wie gut ist das Risikomanagement des Fondsanbieters in diesem Bereich?
 - d. Wer erhält die vereinnahmten Gebühren?
4. Wie liquide ist der ETF? Kann ich jederzeit zu einer angemessenen Geld/Brief-Spanne kaufen und verkaufen?

Wertpapier zum Auslaufen der Leihe günstiger zurückkaufen zu können und somit die Differenz als Profit einstreichen zu können.

⁵ Unter einem Swap-Geschäft versteht man eine Vereinbarung zwischen zwei Vertragspartnern in der Zukunft vorab definierte Zahlungsströme auszutauschen.

⁶ Der Nettoinventarwert (engl. Net Asset Value) bezeichnet den gesamten Wert des Fondsvermögens pro Anteil. Um den Inventarwert zu ermitteln, werden alle Vermögensgegenstände addiert und eventuell bestehende Schuldspositionen abgezogen. Dieser Wert wird dann durch die Zahl der Fondsanteile geteilt.

unbedingt die Wertpapiere aus dem abzubildenden Index. Das Risiko einer unterschiedlichen Entwicklung (in positive und negative Richtung) des Wertpapierkorbes und des abzubildenden Index trägt also der Kontrahent. Der ETF trägt das Risiko, dass der Kontrahent ausfällt und die Entwicklung des Index nicht mehr an den ETF liefern kann.

Den Wertpapierkorb hält das ETF in einem eigenen Depot bei einer Bank, die den Wert dieses Korbes ständig überwacht. Der ETF ist ständig im Besitz des Wertpapierkorbes und hat direkten Zugang zu den Wertpapieren. Dies ist im Falle einer Zahlungsunfähigkeit des Kontrahenten wichtig, da die Wertpapiere sofort verkauft werden können, und der Erlös an den ETF fließen kann. Durch die aktuell geltende Regulierung in der EU darf der Swap maximal 10% des Gesamtvolumens des ETFs ausmachen.

Das zweite synthetische Swap Modell nennt sich **Fully-Funded Swap Modell**. Es wird erst seit wenigen Jahren von einigen ETF-Anbietern verwendet. Bei dieser Methode wird anders als bei dem oben beschriebenen Un-funded Swap Modell das Geld der Investoren nicht in einen Wertpapierkorb investiert, sondern an den Swap-Kontrahenten transferiert. Im Gegenzug erhält der ETF die Entwicklung des zugrundeliegenden Index abzüglich der Swap-Kosten. Der Kontrahent erstellt ein Depot mit Wertpapieren als Sicherheit, dass bei einer Bank hinterlegt wird, um für den Fall der Zahlungsunfähigkeit das Risiko eines Verlusts für die ETF-Investoren zu minimieren⁷.

Die Sicherheiten bestehen aus einem Wertpapierkorb, der täglich überprüft und bewertet wird. Der Swap wird täglich „auf Null gestellt“, d.h. es findet täglich ein

Barmittel-Austausch zwischen ETF und Kontrahent statt, um die Forderungen aus dem Swap auszugleichen. Das hat zur Folge, dass immer nur eine Tagesentwicklung bei einer Zahlungsunfähigkeit des Kontrahenten für den ETF auf dem Spiel steht. Ein weiteres Risiko in der Folge eines Ausfalls des Kontrahenten ist, dass der ETF nicht sofort einen neuen Swap-Kontrahenten findet.

Auch bei den synthetischen Replikationsmethoden ist es von Vorteil, wenn der Wert der Sicherheiten (hier die Wertpapierkörbe) möglichst hoch im Verhältnis zum Volumen des ETF sind. Dies gibt im Ernstfall einen Puffer zugunsten der Investoren. Zusätzlich ist die Anzahl der Swap-Kontrahenten ein zu beachtender Aspekt, da mehrere Kontrahenten durch Diversifikation das Risiko eines Totalausfalls verringern, im Gegenzug sich aber auch die Wahrscheinlichkeit eines Teilausfalls erhöht. Außerdem steigen die Kosten durch mehrere Kontrahenten für den ETF eher an. Für Anleger ist auch bedeutend zu verstehen, wer der Swap-Kontrahent ist und wie viel dieser an den Swap-Geschäften mit dem ETF verdient. Oft ist der einzige Swap-Kontrahent die Investmentbanksparte der Muttergesellschaft des ETF-Anbieters. Damit sind Interessenkonflikte bei der Gebühren- und Vertragsgestaltung sowie bei der operativen Abwicklung zu befürchten. Wie oft und wann der Swap auf Null gestellt wird, ist besonders bei Un-funded Strukturen wichtig. Es gilt in diesem Zusammenhang: je öfter, desto besser für den Anleger, denn die offenen Forderungen gegenüber dem Kontrahenten sind von dem Ausfallrisiko des Kontrahenten betroffen. Bei Fully-Funded Strukturen ist es von Vorteil, wenn bekannt ist, wer (ETF oder Gegenpartei) der Besitzer

⁷ Zwei mögliche Verfahren: Erstens kann das Depot im Namen des ETFs eröffnet werden oder zweitens im Namen des Kontrahenten. Im zweiten Fall wird das Depot an den ETF verpfändet. Der gravierendste Unterschied besteht darin, dass

bei einer Zahlungsunfähigkeit des Kontrahenten im ersten Fall die Sicherheiten sofort für den ETF verfügbar sind. Im Gegensatz dazu ist es im zweiten Fall nötig, dass der ETF seine Ansprüche auf das Depot erfolgreich geltend macht.

des Wertpapierkorbes bei der Depotbank ist und wenn es nicht der ETF selbst ist, wie die Verträge diesbezüglich genau ausgestaltet sind, insbesondere wie schnell der ETF im Fall der Zahlungsunfähigkeit des Kontrahenten in den Besitz der Sicherheiten kommt.

Da bei synthetisch replizierenden ETFs zusätzlich das Risiko von Swaps eingegangen wird, müssen die Investoren auch zusätzlich entschädigt werden. Dies sollte zum Beispiel durch die im Verhältnis oft niedrigere Gesamtkostenquote im Vergleich zu physisch replizierenden ETFs erfolgen.

Fazit

ETFs sind mit einer Geschichte von etwas mehr als 20 Jahren ein relativ junges Anlageinstrument. Die

Vor und während eines Investments in synthetisch replizierende ETFs sollte man unter anderem auf Folgendes achten:

1. Welche Swap Struktur wird genutzt?
2. Wer ist oder wer sind die Kontrahenten für das Swap-Geschäft?
3. Was wird als Sicherheit durch den ETF akzeptiert?
4. Wie hoch ist die Übersicherung der Swap-Geschäfte?
5. Wo liegt der als Sicherheit dienende Wertpapierkorb genau und welche Partei ist Besitzer des Korbs? Wie schnell kann der ETF, falls es notwendig wird, in den Besitz des Korbes kommen?
6. Wie oft und wann wird das Swap-Geschäft auf Null gestellt?
7. Werden Werte aus dem Wertpapierkorb verliehen?
(Wenn ja, siehe Risiken bei der Wertpapierleihe bei physisch replizierenden ETFs)
8. Wie liquide ist der Handel mit dem ETF? Kann ich jederzeit zu einer angemessenen Geld/Brief-Spanne kaufen und verkaufen?
9. Wer verdient an dem Swap-Geschäft wie viel?

synthetischen Strukturen sind noch einmal deutlich jünger. Trotzdem haben sich diese Produkte einen festen Platz in den Portfolien vieler privater und institutioneller Anleger erobert.

ETFs können eine sinnvolle Portfolioergänzung sein, sind aber leider komplizierter als man auf den ersten Blick annehmen möchte. Der Investor muss sich detailliert mit den einzelnen Anbietern und ETFs beschäftigen und die Produktunterlagen, dazu gehören auch entsprechende Anlageprospekte, genau lesen sowie gegebenenfalls weitere Informationen von den ETF-Anbietern anfordern. Nur so kann er mit dem einzelnen Instrument einhergehende Risiken verstehen und insbesondere auch bei der Vielzahl von existierenden Produkten, das für ihn optimalste herausfiltern. Das sollte vor einem Investment geschehen. Im weiteren Verlauf der Anlage sollten zumindest die Eckpunkte immer wieder kontrolliert werden, gerade da gesetzliche Regelungen oft nicht vorhanden sind und die Prozesse, inklusive Grenzwerte und Transparenz, von Anbieter zu Anbieter verschieden sind. Fehlende gesetzliche Regelungen bedeuten eben auch, dass die Anbieter ihr eigenes Regelwerk jederzeit anpassen können.

Es wird oft mit dem verringerten Kontrahentenrisiko gegenüber zum Beispiel Indexzertifikaten für ETFs argumentiert. Insbesondere nach dem Ausbruch der Finanzkrise wurden diese Kriterien zunehmend stärker von Investoren berücksichtigt, auch wenn gerade dieser Vorteil durch synthetische ETFs teilweise aufgegeben wird.

ETFs können es möglich machen unkompliziert, schnell und kostengünstig in die Entwicklung verschiedener Indizes zu investieren. Diese Faktoren ermöglichen den Anlegern, wenn alles wie erwartet funktioniert, ein hohes Maß an zusätzlicher Flexibilität in Bezug auf die Portfoliodiversifikation. ETFs sind aber kein „Rund-um-

Sorglos-Paket“, dies steht oft im Gegensatz zu der Werbung für diese Produkte. Teil der verantwortungsvollen Vermögensveranlagung ist und bleibt die detaillierte Prüfung von Einzelinvestments und den mit diesen verbundenen Risiken – in weiten Teilen eine nicht zu unterschätzende Fleißarbeit.

Der Erfolg der Anlageklasse ETF scheint in jedem Fall ungebrochen. Ständig kommen neue ETFs auf den Markt, welcher in einigen Bereichen schon recht unübersichtlich geworden ist, da es für viele zugrundeliegende Indizes einen ganzen Strauß von Möglichkeiten gibt, die sich alle je nach Anbieter, in ihrer Struktur und auch Ausgestaltung unterscheiden.

Dabei muss ein komplexeres synthetisch replizierendes Produkt nicht unbedingt die schlechtere Wahl sein, wenn der Anleger es versteht und die Vorteile einer solchen Struktur nutzen möchte. Allerdings sollten auch immer die zusätzlich eingegangen Risiken beachtet und abgewogen werden.

Kurzübersicht Strukturen von Exchange Traded Funds		
ETF-Struktur	Pro	Contra
Physische Replikation	<ul style="list-style-type: none"> Höchste Transparenz in Bezug auf die Struktur Exakte Indexnachbildung Leichte Nachvollziehbarkeit Kein Gegenparteirisiko (Ausnahme: Wertpapierleihe) 	<ul style="list-style-type: none"> Wertpapierleihe Arbeits- und kostenintensiv Tendenziell höherer Tracking Error
Physische Replikation Optimiert	<ul style="list-style-type: none"> Hohe Transparenz in Bezug auf die Struktur Möglichmachen der Replikation von komplexen und z.T. illiquiden Indizes, inkl. Kostenersparnis 	<ul style="list-style-type: none"> Wertpapierleihe Modellrisiken durch das Optimierungsmodell Arbeits- und kostenintensiv
Synthetische Replikation Un-Funded Swap	<ul style="list-style-type: none"> Niedrigere Kosten Swap i.d.R. max. 10% des NAV Wertpapierkorb immer im Besitz des ETFs Möglichmachen der Replikation von komplexen Indizes 	<ul style="list-style-type: none"> Kontrahentenrisiko durch Swap-Geschäft Komplexere Struktur, inkl. Swap Risikomanagement sehr wichtig, aber von Investoren schwer zu überprüfen Interessenskonflikte durch Konzern-interne Swap-Geschäfte Ausgleich des Swaps unregelmässig oder in grösseren Abständen
Synthetische Replikation Fully-Funded Swap	<ul style="list-style-type: none"> Niedrigste Kosten Täglicher Ausgleich des Swaps Tendenziell niedrigster Tracking Error Möglich machen der Replikation von komplexen Indizes 	<ul style="list-style-type: none"> Kontrahentenrisiko durch Swap-Geschäft Komplexere Struktur, inkl. Swap Risikomanagement sehr wichtig, aber von Investoren schwer zu überprüfen Interessenskonflikte durch Konzern-interne Swap-Geschäfte Wertpapierkorb (Sicherheit) möglicherweise nicht im Besitz des ETFs