

EDITORIAL

John Bogle, der Erfinder des Indexfonds, vergleicht ETFs mit einer Schrotflinte: gut zum Jagen, aber auch gut, um Selbstmord zu begehen.



Der Vorteil von börsengehandelten Fonds liegt nicht darin, dass sie an der Börse gehandelt werden. Dies verleitet uns eher zur kurzfristigen Spekulation. Die horrend hohen täglichen Umsätze von ETFs sprechen Bände.

Nein. Der Vorteil von ETFs liegt darin, dass sie – zumindest bisher – meist einen Index nachbilden. Wer den Index will, kauft einfach einen ETF auf den Index. Einfach, billig und sicher.

Das hat sich geändert: Mittlerweile muss jeder ernsthafte Investor darauf achten, wie der ETF den Index abbildet und ob dabei Derivate verwendet werden.

Der beinharte Preiskampf über die geringsten Verwaltungsgebühren von ETFs und die Abgeltungssteuerhysterie in Deutschland hat dazu geführt, dass Lyxor ETFs und db x-trackers immer mehr Swap-ETFs anbieten. Einzig der Marktführer Barclays übt mit der Marke iShares vornehme Zurückhaltung.

Leider warten wir im deutschsprachigen Raum immer noch auf die Alternative: eine Auswahl an stinknormalen, gewöhnlichen Indexfonds wie Vanguard in den USA, die *nicht* an der Börse gehandelt werden und in denen auch drinnen ist, was auf dem Etikett steht.

Ansonsten wünscht Ihnen eine ruhige und sichere Hand beim Investieren

Ihr

Dr. Thomas Winderl

Zum kostenlosen Erhalt zukünftiger Newsletter schicken Sie bitte ein E-Mail an office@portfoliotheorie.com.

Damit erhalten Sie den Newsletter eine Woche vor der eigentlichen Publikation per E-Mail.

Betreiben ETFs Etikettenschwindel?

Über verschiedene Arten, einen Index nachzubilden, die Gefahren von Swap-ETFs und die Abgeltungssteuerhysterie in Deutschland

Immer häufiger kommt es vor, dass auf einen Index mehr als ein börsengehandelter Fonds (engl. *Exchange Traded Fund* oder ETF) aufgelegt wird. In diesem Newsletter beschäftigen wir uns mit der Frage: **Nach welchen Kriterien wählen wir den geeigneten ETF aus?**

Offensichtliche Kriterien sind die jährlichen Verwaltungsgebühren (besser noch: die *Total Expense Ratio*), die Größe (je größer, desto unwahrscheinlicher ist eine frühzeitige Auflösung), der Tracking Error und die Behandlung der Renditen (thesaurierend oder ausschüttend).

Immer häufiger aber muss der Privatanleger auch darauf schauen, auf welche Art der ETF den Index nachbildet. Die Art der Nachbildung (engl. *Replication*) hat wesentlichen Anteil an der Bewertung der Qualität eines ETFs für ein langfristiges Indexportfolio. Mittlerweile verwenden ETFs drei Methoden, um einen Index nachzubilden: die volle Nachbildung, die teilweise Nachbildung und die synthetische Nachbildung.

Volle Nachbildung des Index

Die einfachste Methode, einen Index nachzubilden, ist der Kauf aller im Index enthaltenen Wertpapiere in der richtigen Gewichtung (*full replication*). Ändert sich der Index, wird auch der Fonds entsprechend angepasst. Das funktioniert gut bei zahlenmäßig kleinen, liquiden Indizes wie dem Euro STOXX 50, dem Dow Jones Global Titans oder dem Schweizer SMI. Die volle Nachbildung eines Indexes durch einen Fonds stößt aber schnell an Grenzen:

- Vor allem bei marktbreiten Aktienindizes mit hunderten von Unternehmen können **Kaufs- und Verkaufskosten** anfallen, da sich das Volumen von Indexfonds ändert und Änderungen im Index nachvollzogen werden müssen. Da ETFs diesen Vorgang aber so genannten *Market Makers* übertragen, spart das Transaktionskosten. Die Auslagerung der Transaktionen wird Creation-/Redemption-Prozess genannt und unterscheidet ETFs von regulären Investmentfonds, die Wertpapiere auf dem freien Markt kaufen.
- Dazu kommt die so genannte **Stempelsteuer**, die in manchen Ländern beim Kauf und Verkauf von Aktien an den Staat entrichtet werden muss. Diese beträgt z.B. in Großbritannien

0,5% und 1% in der Schweiz und Irland. Diese realen Kosten für den Investor sind im Index nicht reflektiert.

- Bei Preisindizes und ausschüttenden ETFs kommt dazu, dass **Dividenden** von Aktien-ETFs möglichst schnell abfließen müssen, um keine Barreserve aufzubauen. Während in Deutschland die Dividenden sofort abfließen, dauert das in den Niederlanden 15 Tage, in Hongkong 19 Tage, in den USA 22 Tage, in Großbritannien 38 Tage, in Irland 43 Tage und in Japan ganze 74 Tage.¹ Ein ETF legt diese Dividenden meist in Terminkontrakten an, die die Indexbewegungen bis zur nächsten Ausschüttung nachvollziehen.²
- Schwellenländer haben häufig **rechtliche Beschränkungen** beim Besitz von Wertpapieren und beim Steuerregime. ETFs müssen deshalb häufig auf American Depositary Receipts (ADR) oder Global Depositary Receipts (GDR) zurückgreifen. ADRs und GDRs sind Zertifikate, die den Besitz von Aktien ausländischer Unternehmen verbriefen.

Die Performance von ETFs mit voller Nachbildung liegt deshalb häufig *unter* dem nachgebildeten Index. Das ist im immer intensiver werdenden Kampf um Marktanteile, der häufig über die Managementgebühren geführt wird, ein Nachteil. Um diese Kosten auszugleichen, benutzen *full replication*-ETFs einen Trick: ETFs können Aktienpositionen gegen Gebühren an Hedgefonds oder Investmentbanken verleihen, um diesen Leerverkäufe zu ermöglichen. Der MSCI Turkey ETF von iShares schafft sich beispielsweise durch das Verleihen von Aktien zwischen ein und zwei Prozent zusätzliches Einkommen³, das die Verluste bei einer vollen Nachbildung wieder ausgleichen kann.

Teilweise Nachbildung von Indizes

Um die Kosten einer vollen Nachbildung zu reduzieren, bilden ETFs nur einen Teil der Wertpapiere im Index ab (engl. *partial replication*). Der abgebildete Teil sollte möglichst repräsentativ sein und dem gesamten Index ähnliche Charakteristika sowie eine identische Performance aufweisen. Wenn nur ein sehr geringer Anteil des Indexinhalts auch wirklich vom ETF gehalten wird, spricht man von aggressivem Sampling (engl. *aggressive sampling*).

Häufig hält ein ETF nur die größten und liquidesten im Index vertretenen Wertpapiere. Beim Dow Jones STOXX 600 etwa werden die kleinsten 100 Unternehmen einfach weggelassen. Der mit 1600 Unternehmen noch breitere MSCI World wird mit weniger als 700 Aktien nachgebildet.⁴

Häufig kombinieren ETFs beide Varianten und bilden die größten und liquidesten Wertpapiere im Index voll nach, während die verbleibenden kleineren Wertpapiere nur partiell gekauft werden.

Synthetische Nachbildung von Indizes

Neue Fondsrichtlinien

Früher durften Investmentfonds Derivate nur zur Absicherung und Reduktion der Kosten verwenden. Eine Änderung der europäischen Fondsrichtlinien eröffnete ETFs neue Möglichkeiten. Die OGAW-Richtlinien (Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren)⁵ beziehen sich auf die Zulassungsanforderungen für Fonds und Verwaltungsgesellschaften in den EU-Staaten plus Norwegen, Liechtenstein und Island. Die OGAW entstanden als EU-Richtlinie 1985. 1998 machte die Europäische Kommission zwei weitere Vorschläge, die als OGAW-III bekannt wurden (OGAW-II wurde nie abgeschlossen). Mit dem ‚Europa-Pass‘ von OGAW-III können Investmentfonds nach einer OGAW-Zulassung in einem Land auch in allen anderen Ländern der EU angeboten werden.

¹ Focus Money (2008), [Mit Indexfonds den Fiskus bremsen](#), 14.05.2008

² Onvista AnlegerMagazin (2007), [Siegesszug der ETFs](#), Ausgabe 01/07

³ Simon Hildrey (2008), [Time to take stock of the different ways to replicate indices](#), Jun 1 2008

⁴ Börsenzeitung (2007), [Die hohe Kunst der Replikation](#), Nr. 87, Verlagsbeilage, 08.05.2007, S.20

⁵ Häufig wird auch die englische Abkürzung UCITS (Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities) benutzt.

Ausschlaggebend ist, dass es OGAW-III ermöglicht, Derivate nicht nur zur Steigerung der Effizienz, sondern auch als Anlageinstrumente zu nutzen. Das eröffnet Fonds vielfältige Möglichkeiten, etwa die Auflage von Garantie- oder Absolute-Return-Fonds.⁶

ETFs dürfen jetzt Swaps kaufen

Als direkte Folge von OGAW-III begannen ETFs, Total-Return-Swaps als Mittel zur Nachbildung von Indizes zu verwenden. Swaps sind spezielle Tauschgeschäfte unter zwei Parteien. Der Emittent tauscht dabei die Verantwortung für die Indexperformance häufig mit einer Bank. Er bezahlt den Swap-Partner für die Übernahme der Indexnachbildung. Wichtig dabei ist, dass ein Swap ein Zahlungsverprechen ist. Damit gehört ein Swap zu den Derivaten, also den abgeleiteten Schuldverschreibungen. Als Derivat beinhaltet der Swap ein Kreditgegenwertrisiko.

Der Vorteil für den ETF-Emittenten liegt darin, die Kosten bei der Indexnachbildung (Stempelsteuer, Dividenden, Kaufs- und Verkaufskosten) dramatisch zu reduzieren. Das drückt sich für den Anleger in geringen Managementgebühren aus. Dazu ermöglicht der Einsatz von Swaps laut Deutscher Bank, den *Tracking Error* dramatisch auf unter 0,02% jährlich zu reduzieren.⁷ Swaps vereinfachen auch die billige Abbildung von Rohstoffindizes oder Währungen.

Warum vor allem institutionelle Anleger auf die teureren ETFs ohne Swaps zurückgreifen, liegt nahe: Viele Institutionen müssen Derivate zu Recht gesondert in der Bilanz ausweisen, unabhängig davon, wie hoch ihr Anteil im ETF ist.⁸ Institutionellen Anlegern wie den Pensionskassen ist ein Investment in Derivate oft nicht erlaubt.

Swaps: Die Wunderwaffe gegen die deutsche Abgeltungssteuer?

Auf den deutschen Diskussionsforen wie www.wallstreet-online.de/diskussion/ oder www.wertpapierforum.de ist seit einigen Monaten eine hitzige und an Hysterie grenzende Diskussion im Gange: Sind ETFs auf Swap-Basis *die* Wunderwaffe gegen staatliche Raffgier in Form der ab 2009 geltenden Abgeltungssteuer?

Das Argument: Indexfonds und ETFs werden wie reguläre Fonds versteuert. Damit sind auch sie in Deutschland der ab 2009 geltenden Abgeltungssteuer unterworfen. Schütten ETFs Erträge aus, werden diese sofort besteuert. Thesaurieren die ETFs, wird die Abgeltungssteuer erst fällig, wenn der ETF verkauft wird. Thesaurierende ETFs bringen dem Anleger deshalb einen Steueraufschub. Bei Swap-ETFs ist das anders: Bei Aktien-ETFs mit Swaps kommen laut deutschem Steuerrecht die Erlöse nicht mehr von Dividenden, sondern von Kursgewinnen der Derivate. Kursgewinne sind außerordentliche Erträge und unterliegen nicht der Abgeltungssteuer. Damit bezahlt der Anleger bei einem Kauf vor dem 1.1.2009 auch in Zukunft keine Steuern auf die Dividendenausschüttungen der Unternehmen des Index. Erwirbt der Investor vor 2009 einen thesaurierenden Aktien-ETF, kann der Fonds nach einem Jahr steuerfrei verkauft werden.⁹

Was sind Derivate?

„Derivate beruhen auf unterschiedlichen Kombinationen von drei Grundtypen von Finanzkontrakten: Termingeschäfte (Forwards/Futures), Swaps und Optionen.

Nach der Art der zugrunde liegenden Instrumente wird zwischen Zins-, Währungs- und Indexderivaten unterschieden.

Weiters wird zwischen an Börsen gehandelten Kontrakten und dem außerbörslichen Handel, dem sog. Over-the-Counter-Markt (OTC), unterschieden.“

Quelle: Swissbanking (2004), [Der Schweizerische Bankensektor](#), Kompendium Ausgabe 2004

⁶ Mentel, Lothar (2006), [Absolute-Return-Fonds profitieren von der OGAW-III-Richtlinie](#), 12.04.2006

⁷ Smith, Henry (2007), [Smart ways of tracking over the short term](#), Financial Times, 29.06.2007

⁸ Börsenzeitung (2007), [Die hohe Kunst der Replikation](#), Nr. 87, Verlagsbeilage, 08.05.2007, S.20

⁹ Das gilt allerdings nur beschränkt für Rentenfonds, die auf Swaps basieren. Nach derzeitiger Rechtslage sind Zwischengewinne aus Anleihenverkäufen trotzdem zu versteuern.

Die langfristige steuerliche Behandlung von Swap-ETFs in Deutschland ist allerdings nicht eindeutig. Thorsten Michalik von den db x-trackers schätzt, dass 31 der 81 ETFs der Deutschen Bank nicht unter die Abgeltungssteuer fallen werden¹⁰. Dazu kommt, dass sich die steuerliche Behandlung auch nach 2009 kurzfristig wieder ändern kann, wenn dem Staat zu viel Geld durch dieses Steuerschlupfloch verloren geht. Die schnelle, vernichtende Reaktion der Legislative auf das überzogene Werben der Zertifikatebranche ist uns noch in guter Erinnerung.

Swaps haben ein Ausfallrisiko

Manche Emittenten und Beobachter sprechen bei einer synthetischen Nachbildung durch Derivate anerkennend von Fonds der zweiten Generation. Diese Bezeichnung sollte nicht unbedingt als Lob interpretiert werden. Investmentguru Warren Buffet nannte Derivate im Jahresbericht 2002 für Berkshire Hathaway zu Recht „finanzielle Massenvernichtungswaffen“¹¹. ETFs haben zwar die angenehme Eigenschaft, als Sondervermögen bei der Insolvenz des Emittenten geschützt zu sein. Die Total-Return-Swaps, die ein ETF eingeht, sind als Schuldverschreibungen aber voll dem Emittentenrisiko ausgesetzt: Ist der Swap-Partner insolvent, ist der Swap möglicherweise wertlos.

Das Ausfallrisiko durch Swaps ist allerdings beschränkt: Erstens begrenzt OGAW-III die Verwendung von Derivaten in Fonds mit 10%. Zweitens tauschen ETFs Swaps üblicherweise nur mit großen Banken. Die db x-trackers der Deutschen Bank gehen beispielsweise nur Swaps mit der Deutschen Bank ein.

FAZIT

OGAW-III und der derzeitige ETF-Hype untergraben langsam die sichere Stellung von Fonds als Sondervermögen und machen es für Anleger zunehmend schwieriger, zu verstehen, worin ETFs investieren. Ein beschränktes Sampling von Indizes oder ein auf 10% beschränkter Einsatz von Total-Return-Swaps wären akzeptabel, um die Managementkosten gering zu halten. Aber der massive parallele Einsatz von aggressivem Sampling und von Derivaten birgt Gefahren.

Dazu kommt die schlechte Informationspolitik der ETFs, die das Ausmaß von teilweiser Nachbildung und der Verwendung von Swaps nicht offensichtlich ausweisen. Während manche ETFs das Wort „Swap“ im Namen tragen (z.B. der iShares DJ-AIG Commodity Swap, DE000A0H0728), erwähnen viele ETFs diesen Umstand nur in der detaillierten, nicht gerade kundenfreundlichen Produktbeschreibung.

Der Privatanleger kann sich mittlerweile nicht mehr darauf verlassen, dass ein ETF auf den Euro STOXX 50 auch zum Großteil europäische Aktien enthält. Obgleich der Einsatz von Derivaten auf 10% beschränkt bleibt und viele der Swap-Partner hervorragende Bonität aufweisen, muss jeder Anleger ganz genau prüfen, ob im ETF auch drinnen ist, was auf dem Etikett draufsteht.

Leider gibt es meines Wissens (noch) keine detaillierte Übersicht, auf welche Art ein ETF den Index nachbildet und welche Emittenten welche Swaps einsetzen. Société Générale verwendet synthetische Nachbildung und Total-Return-Swaps für alle **Lyxor ETFs**¹². Alle Aktien-ETFs der Deutsche Bank

Wie umgehen ETFs die Dividendenausschüttung?

„Aktienprofis kennen die Methode unter dem Namen Dividenden-Stripping. Dabei verkauft der Aktienbesitzer, in diesem Fall der ETF, seine Aktie unmittelbar vor dem Dividendentermin an einen Swap-Kontrahenten. Meist ist das die Großbank, zu der die Fondsgesellschaft gehört. Am Dividententag erhält der neue Aktienbesitzer die Dividende.

Allerdings fällt an diesem „exTag“ stets auch der Aktienkurs – und zwar nahezu exakt um die Höhe der Dividende.

Der alte Aktienbesitzer, also in diesem Fall der ETF, kauft anschließend die Aktie zum ermäßigten Kurs zurück. Er weiß: In aller Regel wird der Dividendenabschlag in kurzer Zeit wieder aufgeholt [...].

Mit dieser Methode erzielt der Fonds also formal keinen Gewinn aus Dividenden, sondern aus Kursgewinnen.“

Quelle: Focus Money (2008), [Mit Indexfonds den Fiskus bremsen](#), 14.05.2008

¹⁰ Michalik, Thorsten (2008), „Wahrscheinlich fallen 31 ETFs der 81 db x-trackers ETFs nicht unter die Abgeltungssteuer“, in: [ETF – Intelligent Investieren](#), Ausgabe 2/2008, S.26-27

¹¹ Buffett, Warren (2003), [Berkshire Hathaway Inc.](#), 2002 Annual Report

¹² Lyxor (2008), [LyxorETF: The Authoritative Guide to Lyxor ETF](#), 2008/5, S.7

Marke **db-xtrackers** sollen momentan durch japanische Aktienkörbe abgebildet werden, während die Performance durch einen Swap dazugekauft wird. Einzig Marktführer Barclays mit der Marke **iShares** scheint – mit Ausnahme der 18 Branchen-ETFs auf den Dow Jones STOXX 600 und des iShares Dow Jones AIG Commodity Swap - kaum auf Swaps zu setzen.

Ausgewählte Aktien-ETFs			
Index	KAG	ISIN	SWAP
Weltindizes			
DJ Global Titans 50	Barclays (iShares)	DE0006289382	-
MSCI World	Deutsche Bank (xtrackers)	LU0274208692	SWAP
	Barclays (iShares)	DE000A0HGZR1	-
	Société Générale (Lyxor)	FR0010315770	SWAP
Europe			
DJ EURO STOXX	Barclays (iShares)	DE000A0D8Q07	-
DJ EURO STOXX 50	Deutsche Bank (xtrackers)	LU0274211217	SWAP
	Deutsche Bank (xtrackers)	DE0005318448	SWAP
	Barclays (iShares)	IE0008471009	-
	Barclays (iShares)	DE0005933956	-
	Société Générale (Lyxor)	FR0007054358	SWAP
	UBS	LU0136234068	-
	UBS	LU0155367302	-
	UBS	LU0136234068	-
MSCI Europe	AXA/ BNP Paribas (EasyETF)	DE000ETFL029	-
	Barclays (iShares)	DE000A0M5X28	-
	Société Générale (Lyxor)	FR0010261198	SWAP
USA			
MSCI USA	UBS	LU0136234654	-
	Deutsche Bank (xtrackers)	LU0274210672	SWAP
	Société Générale (Lyxor)	FR0010296061	SWAP
S&P 500	Barclays (iShares)	DE0002643889	-
Japan			
MSCI Japan	UBS	LU0136240974	-
	Barclays (iShares)	DE000A0DPMW9	-
	Deutsche Bank (xtrackers)	LU0274209740	SWAP
Nikkei 225	Barclays (iShares)	DE000A0H08D2	-
TOPIX	Société Générale (Lyxor)	FR0010245514	SWAP
China			
DJ China Offshore 50	Barclays (iShares)	DE000A0F5UE8	-
FTSE/XINHUA China 25	Deutsche Bank (xtrackers)	LU0292109856	SWAP
	Barclays (iShares)	DE000A0DPMY5	-
HSCEI	Société Générale (Lyxor)	FR0010204081	SWAP
HSI	Société Générale (Lyxor)	FR0010361675	SWAP
Emerging Markets			
MSCI Emerging Markets	Barclays (iShares)	DE000A0HGZT7	-
	Deutsche Bank (xtrackers)	LU0292107645	SWAP
	Société Générale (Lyxor)	FR0010429068	SWAP

Quelle: www.extra-funds.de

IMPRESSUM: Die Website Portfoliotheorie.com und der Portfoliotheorie.com Newsletter ist ein privates Informations- und Diskussionsforum von Dr. Thomas Winderl, c/Alfons Sala 40-44, Tel. +43-664-9566642, E-Mail info@portfoliotheorie.com; Erscheinungsweise: monatlich oder alle zwei Monate (ohne Rechtsanspruch); Bezug: kostenfreies E-Mail-Abonnement; **URHEBERRECHTLICHE HINWEISE:** Die Website Portfoliotheorie.com und der Portfoliotheorie.com Newsletter einschließlich aller seiner Teile sind urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung von Inhalten, der Nachdruck oder die Vervielfältigung (auch auszugsweise) bedarf der ausdrücklichen schriftlichen Einwilligung der Herausgeber. **DISCLAIMER:** Sämtliche Inhalte der Website Portfoliotheorie.com und des Portfoliotheorie.com Newsletter werden nach bestem Wissen und Gewissen recherchiert und formuliert. Dennoch kann der Herausgeber keine Gewähr für Richtigkeit, Vollständigkeit und Genauigkeit dieser Informationen geben. Die Ausführungen im Rahmen der Website Portfoliotheorie.com und des Portfoliotheorie.com Newsletter stellen im Übrigen weder eine Anlageberatung noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren dar. Eine Haftung des Herausgebers für Vermögensschäden, die durch Anwendung von Hinweisen und Empfehlungen auf persönliche Investitionsentscheidungen eventuell auftreten, ist kategorisch ausgeschlossen.