

ETP Due Diligence

Leitfaden für die Auswahl des richtigen
Exchange Traded Product (ETP)

Die Entscheidung für ein Exchange Traded Product (ETP) ist zunehmend komplexer geworden. Um Investoren dabei zu unterstützen, die richtigen Entscheidungen für ihre Anlageziele zu treffen, hat iShares einen detaillierten Analyserahmen für diese Produkte entwickelt.

Denn alles beginnt mit den richtigen Fragen.

Inhalt

Einleitung	Schlüsselfragen	6
Kapitel 1	Produktstruktur	12
Kapitel 2	Steuerliche Betrachtung	26
Kapitel 3	Performance	34
Kapitel 4	Trading und Bewertung	44
Kapitel 5	Total Cost of Ownership	58
Kapitel 6	Wertpapierleihe	62
Kapitel 7	ETP-Auswahlprozess	68

EINLEITUNG

Schlüsselfragen

Einleitung: Schlüsselfragen

Hintergrund

In den vergangenen zehn Jahren haben börsengehandelte Produkte enorm an Beliebtheit gewonnen. Sie ermöglichen Anlegern einen kostengünstigen, liquiden, transparenten und steuereffizienten Zugang zu einer Vielzahl von Anlageklassen. Die Branche ist von 106 ETPs mit verwaltetem Vermögen in Höhe von 79 Milliarden US-Dollar im Jahr 2000 auf 3.987 ETPs mit verwaltetem Vermögen Ende Juni 2011 in Höhe von 1.626 Milliarden US-Dollar weltweit angestiegen (BlackRock®, Bloomberg, ETF Research and Implementation Team)¹.

Etwa die Hälfte dieser ETPs (1.737) sind aus Europa und umfassen ein verwaltetes Vermögen von 355 Milliarden US-Dollar. Zudem gibt es immer mehr Arten von ETPs, was zu einer gesteigerten Komplexität auch auf dem ETF-Markt führt. Trotz dieses enormen Wachstums sind ETPs weiterhin ein relativ neues Instrument für Anleger in Europa. Seit der Finanzkrise 2008, bei der viele Anleger erkennen mussten wie wenig sie über ihre Investitionen wissen, fordern sie nun entschieden mehr Transparenz und Einblicke in die Funktionsweise von Anlageprodukten.

Unterschiede zwischen den einzelnen ETPs zeigen sich vor allem dann deutlich, wenn Anleger erkennen, dass einige dieser Produkte im Gegensatz zu ETF-Strukturen wenig oder gar keinen Schutz bieten. Gleichzeitig wurden immer mehr Stimmen laut, die ein besseres Verständnis der schnell wachsenden ETP-Branche forderten. Auch die Transparenz und die Standardisierung der Eigenschaften von ETPs haben für die Anleger mittlerweile die gleiche Wichtigkeit erlangt.

Erhöhter Bedarf von Due Diligence Prozessen

Die Gesetzgeber und folglich auch die Medien haben ihr Hauptaugenmerk auf börsengehandelte Produkte gelegt und verleihen damit Befürchtungen Ausdruck, die in Bezug auf die Komplexität und das Kontrahentenrisiko aufgekommen sind. Der kürzlich veröffentlichte Bericht „Auswirkungen aktueller Trends bei ETFs auf die Finanzstabilität“ des Financial Stability Board (FSB) ruft zu einer genaueren Überprüfung der Produkte auf. Auch viele Journalisten haben die Aufmerksamkeit auf fragwürdige ETP-Strukturen und die Auswirkungen der Wertpapierleihe gelenkt.

Die Aufmerksamkeit, die Gesetzgeber und Medien in letzter Zeit ETPs widmen, haben die Notwendigkeit eines Leitfadens für einen effizienten Due Diligence Prozess bestätigt. Dieser soll Anlegern, die in der Vergangenheit Schwierigkeiten beim Vergleich und der Gegenüberstellung verschiedener ETPs hatten, Klarheit und Sicherheit verschaffen.

Entscheidende Überlegungen

Anleger sollten im Hinblick auf ihre Investitionsziele eine Menge verschiedener Faktoren berücksichtigen. Eine Pensionskasse kann beispielsweise einen anderen Anlageansatz als eine Privatbank haben und somit einige Aspekte eines ETPs anders bewerten. Allerdings betreffen viele Aspekte auch die Gesamtheit der Anleger. Wir sind der Auffassung, dass Anleger sechs entscheidende Bereiche berücksichtigen sollten:

- ▶ Struktur.
- ▶ Steuern.
- ▶ Performance.
- ▶ Trading und Bewertung.
- ▶ Total Cost of Ownership.
- ▶ Wertpapierleihe.

Struktur: In diesem Abschnitt betrachten wir verschiedene Arten von Produktstrukturen: Physisch replizierende ETFs mit vollständiger und optimierter Replikation, Derivate-basierte ETFs, die sich in Fully-Funded und Unfunded Swap-Modelle unterteilen, physisch besicherte Exchange Traded Notes (ETNs) und durch die Kreditwürdigkeit des Emittenten gesicherte ETNs. Die Unterscheidung zwischen diesen Strukturen ist entscheidend. Physisch replizierende ETFs halten die zugrunde liegenden Indexwerte. Derivate-basierte ETFs dagegen nutzen Swaps, die von Kontrahenten (meist Investmentbanken aus dem eigenen Konzern wie der Fondsemittent) begeben werden. ETNs sind im Grunde nicht regulierte Strukturen, die für Anleger ein ganz anderes Risiko darstellen und andere Investitionsergebnisse mit sich bringen. Angesichts der aktuellen Verwirrung hat iShares® den Regulierungsbehörden ein neues europäisches Klassifizierungssystem für den Börsenhandel vorgeschlagen. Einige entscheidende Überlegungen sind:

1. Quelle: BlackRock. Die Statistiken für ETPs beziehen sich nur auf ETFs. Der Nettoinventarwert (NAV) ist der Wert eines einzelnen Anteils am ETF. Der Total Return-NAV ist der um die ETF-Ausschüttungen ergänzte Nettoinventarwert.

- ▶ Erhalten Sie Ihr gewünschtes Investment?
- ▶ Wie sieht die Produktstruktur aus?
- ▶ Sind Sie sich der Unterschiede zwischen Markt- und Strukturrisiko bewusst?
- ▶ Wie sind die Strukturrisiken für die gewählte Produktart?
- ▶ Welche Replikationsmethode verwendet Ihr ETF für die Abbildung der Benchmark? Handelt es sich um ein physisch oder ein derivativ replizierendes Produkt?
- ▶ Im Falle von physisch replizierenden ETFs: Werden Aktivitäten im Bereich der Wertpapierleihe ausgeführt?
- ▶ Im Falle Derivate-basierter ETFs: Wie hoch ist das Kontrahentenrisiko?
- ▶ Bestehen Interessenskonflikte? Fungiert der ETF-Emittent z. B. auch als Market Maker oder Liquidity Provider?

Steuerliche Überlegungen: Diese Überlegungen sind ein integraler Bestandteil eines Due Diligence Prozesses von ETPs. Bei ETFs sollten drei Steuerebenen bedacht werden: die Portfolioebene, die Fondsebene und die Ebene der Anleger selbst. Das Domizil des Fonds und das des Anlegers sind bei Investitionen in ETFs entscheidend für die Bestimmung der geltenden Steuerebene. Anleger sollten sich hierzu von einem qualifizierten Steuerberater beraten lassen.

Wichtige Fragen, die Sie stellen sollten:

- ▶ Wie handhabt ein Fonds die Besteuerung auf Portfolioebene?
- ▶ Wo ist der ETF domiziliert?
- ▶ Wie ist der Steuerstatus des Fonds und des Anlegers?
- ▶ Wie handhabt der Fonds die Einbehaltung von Steuern?
- ▶ Wie handhabt der Fonds Steuermeldungen (Tax Reporting Status)?

Performance: Die Analyse der Struktur eines ETP ist zwar erforderlich, jedoch allein nicht ausreichend. Die Performance seit Einführung des ETP ist auch eine wichtige Kennzahl. Der Tracking Error ist ebenfalls ein Parameter für die Bewertung der Performance. Dieser misst, wie konsequent ein ETP seiner Benchmark folgt. Das bedeutet: Je kleiner der Tracking Error, desto konsistenter ist die Performance. Anleger sollten aber auch die Tracking Difference berücksichtigen, die misst,

inwieweit der Fonds im Vergleich zum Referenzindex eine Under- oder Outperformance hat. Für Anleger mit langfristigeren Zielen oder auch Buy-and-Hold-Anleger ist die Tracking Difference eine der bedeutendsten Kennzahlen. Das Wissen um die Faktoren, die Einfluss auf den Tracking Error und die Tracking Difference haben, hilft Anlegern, die Performance-Zahlen besser zu interpretieren. Wichtige Fragen, die Sie stellen sollten:

- ▶ Wie hoch sind der Tracking Error und die Tracking Difference des Fonds? Wie werden diese Werte berechnet?
- ▶ Wie sollen Anleger den Tracking Error und die Tracking Difference bewerten, und welcher Wert sollte Priorität haben?
- ▶ Welche Faktoren beeinflussen den Tracking Error und die Tracking Difference eines ETF? Welche anderen Faktoren sollten bei der Bewertung des Tracking Errors/der Tracking Difference berücksichtigt werden?
- ▶ Welche Auswirkungen hat die ETF-Struktur auf den Tracking Error/die Tracking Difference?
- ▶ Wie erfolgt das Tracking eines ETF in einem Krisenzeitraum?

Trading und Bewertung: Liquidität ist für den ETP-Handel sehr wichtig. Bei der Analyse der tatsächlichen Liquidität eines ETP sollten Anleger die Liquidität der Primär- und der Sekundärmärkte im gegenseitigen Zusammenhang berücksichtigen. Denn der einzigartige „Creation-Redemption-Mechanismus“ verknüpft diese beiden Märkte miteinander: Die Liquidität des Primärmarktes bildet eine Art „Außengrenze“ für den Sekundärmarkt, sowohl in Bezug auf den Zugriff auf die Wertpapiere als auch auf den Spread und die Auswirkungen auf den Preis. Daher reicht es nicht aus, nur die Liquidität eines ETP auf dem Sekundärmarkt, häufig „On-Screen-Liquidität“ genannt, zu betrachten.

Wichtige Fragen, die Sie stellen sollten:

- ▶ Welche Liquidität bietet der ETF, sowohl auf dem Primär- als auch auf dem Sekundärmarkt?
- ▶ Wie kann die bestmögliche Ausführung erreicht werden, ohne dass Interessenskonflikte entstehen?

Gesamtkosten (TCO): Anleger fragen häufig, wie sie die Gesamtkosten des Kaufs, Haltens und Verkaufs eines ETP berechnen sollen. Der folgende Abschnitt beantwortet einige der häufig gestellten Fragen zu den Gesamtkosten (TCO) durch die Erläuterung aller Kostenkomponenten und deren Bedeutung. Außerdem werden die Faktoren vorgestellt, die die Gesamrendite eines ETP bestimmen. Außerdem wird erläutert, wie Einnahmen z. B. aus der Wertpapierleihe, die Gesamtkosten senken können.

Wichtige Fragen, die Sie stellen sollten:

- ▶ Wie hoch sind die Gesamtkosten einer Investition?
- ▶ Welche internen und externen Faktoren beeinflussen die Gesamtkosten eines ETF?
- ▶ Welche anderen Faktoren, wie z. B. Besteuerung von Dividenden, sollten berücksichtigt werden, um eine umfassende Berechnung der Gesamtkosten zu erhalten?

Wertpapierleihe: Eine seit langer Zeit gängige Praxis zur Generierung zusätzlicher Einnahmen in der Vermögensverwaltung ist die Wertpapierleihe. Diese umfasst die Übertragung von Wertpapieren des Fonds (wie Aktien oder Anleihen) an einen Dritten (den Entleiher), der wiederum dem Verleiher Sicherheiten in Form von Aktien, Anleihen oder Bargeld überträgt und dem Verleiher eine Gebühr bezahlt. Mit diesen Zusatzeinnahmen können die Kosten des Eigentums an einem ETP reduziert werden, wenn der Anbieter diese an den Fonds weitergibt. Die Transparenz während des gesamten Prozesses ist dabei entscheidend für die Bewertung eines ETPs.

Wichtige Überlegungen und Fragen, die Sie stellen sollten:

- ▶ Die Wertpapierleihe ist die Übertragung von Sicherheiten gegen Gebühr.
- ▶ Die Wertpapierleihe kann sowohl in physisch replizierenden als auch in Derivate-basierten Fonds erfolgen.
- ▶ Angemessene Kontrolle und Prozesse senken das mit der Wertpapierleihe verbundene Risiko.
- ▶ Wenn eine Wertpapierleihe erfolgt, wer ist der Begünstigte (ETF-Anbieter und/oder Anleger)?

Jeder Auswahlprozess sollte mit den richtigen Fragen beginnen.

Die folgenden Kapitel bieten sorgfältig durchdachte Einblicke in mögliche Fragestellungen. Kapitel 1 hilft Anlegern dabei, mithilfe der von uns vorgeschlagenen Klassifizierung ein entscheidendes Bewusstsein für die verschiedenen ETP-Strukturen zu erlangen.

Der Fokus der weiteren Kapitel liegt auf den besonderen Merkmalen einzelner ETFs in Bezug auf Steuern, Handel und Kosten. Denn auf ETFs entfallen mehr als 90 % des verwalteten Vermögens des europäischen ETP-Markts.

Im letzten Kapitel finden Anleger eine Reihe spezifischer Fragen, von denen wir der Meinung sind, dass sie vor der Investition in ein ETP gestellt werden sollten.

KAPITEL 1: Produktstruktur

Produktstruktur: Wissen, was man besitzt, und den Unterschied zwischen Markt- und Strukturrisiko verstehen

Einleitung

Seit der Einführung von Exchange Traded Funds (ETFs) sind zahlreiche Exchange Traded Products (ETPs) auf den Markt gekommen, die Anlegern die Möglichkeit bieten in ganz neue Anlageklassen oder Märkte zu investieren. Diese Entwicklung hat in den vergangenen Jahren die Komplexität des Produktangebots erhöht. Es reicht nun von UCITS-konformen ETFs bis hin zu ungedeckten Exchange Traded Notes (ETNs), die als Schuldverschreibung strukturiert sind. Da diese Instrumente genau wie ETFs gehandelt werden und an Bedeutung gewinnen, wurden sie in der Vergangenheit oft mit ETFs verwechselt. Anleger gehen aufgrund der einheitlichen Bezeichnung „Exchange Traded“ bzw. „börsengehandelt“ fälschlicherweise davon aus, dass die ETF-Schutzmechanismen auch für diese Finanzinstrumente gelten. Dabei wird jedoch ein entscheidender Faktor außer Acht gelassen: Weder das Investitionsrisiko noch die Einheitlichkeit oder die Sicherheiten der Produkte unterliegen einer einheitlichen Regulierung.

Anleger, die in ETPs investieren – insbesondere Privatanleger – müssen klar zwischen den stark regulierten ETFs und ETNs bzw. ETCs unterscheiden.

Aus diesem Grund sprechen wir uns für eine Klassifizierung aller ETPs aus, einschließlich ETFs, ungedeckten ETNs und der restlichen ETPs, bei denen es sich weder um Fonds noch um Schuldverschreibungen handelt.

Schlüsselfragen:

- ▶ Wie ist das Produkt strukturiert?
- ▶ Ist man sich der Unterschiede zwischen Markt- und Strukturrisiko bewusst?
- ▶ Was sind die Strukturrisiken für die gewählte Produktart?
- ▶ Welche Replikationsmethode verwendet der ETF für die Abbildung der Benchmark?
- ▶ Handelt es sich um ein physisch replizierendes oder ein Derivate-basiertes Produkt?
- ▶ Bei physisch replizierenden ETFs: Findet eine Wertpapierleihe statt?
- ▶ Bei Derivate-basierten ETFs: Wie hoch ist das Kontrahentenrisiko?
- ▶ Bestehen Interessenskonflikte? Fungiert der ETF-Emittent beispielsweise auch als Market Maker?

Während sich der europäische ETP-Markt entwickelte, lag der Fokus typischerweise auf dem Risiko für den Anleger durch die Märkte. Aber das Markt- und Strukturrisiko ist ein konstantes Risiko bei allen Investmentstrategien. Aus diesem Grund sind wir der Meinung, dass sich Anleger auch des „**Strukturrisikos**“ bewusst sein sollten, das den verschiedenen ETPs zugrunde liegt. Alle Anlageprodukte haben ein gewisses Risiko, das durch gesetzlich vorgeschriebene Schutzmechanismen gemindert wird.

Wenn weniger gesetzliche Vorschriften vorliegen wie beispielsweise bei Schuldverschreibungen hängt der Anlegerschutz von der Sorgfalt des Produktanbieters ab. Da bereits minimale Unterschiede in der Struktur eines Produktes zu zusätzlichen Risiken führen können, sollten Anleger darauf achten, dass sie gegebenenfalls einen angemessenen Ausgleich für das eingegangene Risiko erhalten.

Vorschlag zur ETP-Klassifizierung

Eine einheitliche Klassifizierung ist wichtig, um dem Anleger eine klare Entscheidung zwischen den verschiedenen Arten von ETPs zu ermöglichen und um eine fundierte Auswahl treffen zu können. Das folgende Kapitel erläutert den Vorschlag von iShares zur ETP-Klassifizierung.

Grundsätzlich unterscheiden wir zwischen drei Unterkategorien im Bereich „börsengehandelter Produkte“. Die erste Kategorie bilden Exchange Traded Funds (ETFs). **ETFs** sind UCITS III-konforme offene Investmentfonds, die möglichst genau die Wertentwicklung eines Benchmark-Index abbilden. Die zweite Kategorie ist die Produktgruppe von Exchange Traded Notes und Exchange Traded Commodities (ETNs/ETCs), die im Allgemeinen Schuldinstrumente sind. Die dritte Kategorie deckt das verbleibende ETP-Spektrum ab und sollte daher als Exchange Traded Instruments (ETIs) bezeichnet werden.

Exchange Traded Funds (ETFs)

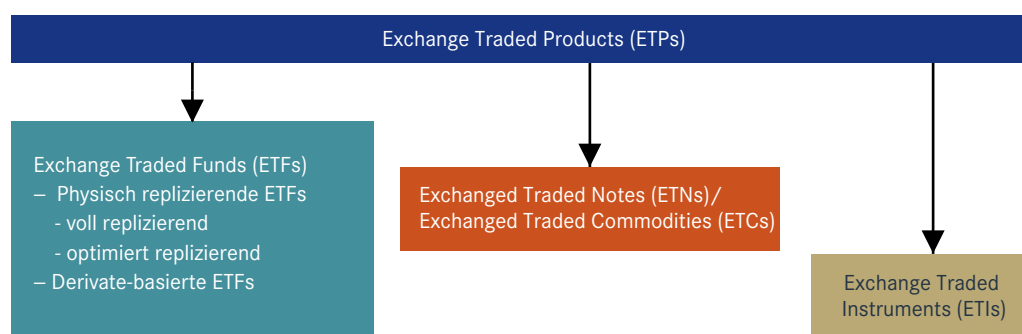
Bei der ETF-Klassifizierung schlagen wir weiterhin folgende Differenzierung vor:

(a) Physisch replizierende ETFs

- ▶ voll replizierende ETFs.
- ▶ optimiert replizierende ETFs.

Bei der vollen Replikation umfasst der Fonds alle Bestandteile des Index in der vorgegebenen Gewichtung. Wenn es als nicht kosteneffizient angesehen wird, alle Wertpapiere im Index zu kaufen (beispielsweise bei einem sehr breiten Index mit vielen Bestandteilen oder Wertpapieren mit mangelhafter Liquidität), wird optimiert. Dabei wird nur ein Teil der Wertpapiere im Index gekauft, um die Performance des Index nachzubilden.

Abbildung 1: Vorschlag zur ETP-Klassifizierung



Quelle: BlackRock.

(b) Derivate-basierte ETFs

Derivate-basierte ETFs werden häufig – und unserer Meinung nach ungenau – als „synthetisch“ oder „indirekt replizierend“ bezeichnet. Denn bei diesen Produkten werden Swaps als Investmentstrategie genutzt, um die Rendite des Benchmark-Index abzubilden. Derivate-basierte ETFs beruhen auf einer Swap-Vereinbarung über eine Gesamrendite mit dem Swap-Kontrahenten, der die Benchmark-Rendite für den ETF bereitstellt. Der Fonds enthält einen Korb mit Wertpapieren, der vom Swap-Kontrahenten vorgegeben wird. Dieser Korb wird im Allgemeinen als Referenzkorb bezeichnet und enthält nicht unbedingt alle Wertpapiere des Index. Die Rendite des Referenzkorbs wird gegen die Index-Rendite (abzüglich Gebühren) des Swap-Kontrahenten ausgetauscht.

Unserer Meinung nach ist eine klare und einheitliche Klassifizierung entscheidend, um die Transparenz für ETFs zu erhöhen. Daher unterteilen wir physisch replizierende Fonds weiter, um deutlich aufzuzeigen, wo optimierte oder teilweise replizierende Strategien verwendet werden. Außerdem sind wir der Auffassung, dass die Bezeichnung „Derivate-basiert“ es Endkunden – insbesondere Privatanlegern – leichter macht, die mit diesen Strategien verbundenen Risiken zu verstehen.

Exchange Traded Notes und Exchange Traded Commodities (ETNs/ETCs)

Die Kategorie der ETNs und ETCs definiert sich hauptsächlich durch das Halten von Schuldverschreibungen. Besonders wichtig ist in diesem Kontext auch, dass ETCs und ETNs Fremdkapitalinstrumente sind. Daher sollten ETCs als eine Untergruppe der ETN-Kategorie angesehen werden.

Im Hinblick auf ETCs hat die Bezeichnung „Commodity“ (Rohstoff) zu Missverständnissen auf dem Markt geführt. Einige Produkthanbieter verwenden diese Bezeichnung für sämtliche Produkte, die ein Engagement in Rohstoffe ermöglichen. So werden sowohl physisch gesicherte Goldprodukte, Produkte, die eine Anlage in Weizen und Nutztiere erlauben, und auch Goldzertifikate, die nur durch einen unbesicherten Kredit des Ausstellers gesichert werden, als ETCs bezeichnet. Für mehr Klarheit schlagen wir vor, in Zukunft nur diejenigen Produkte, die vollständig durch die zugrundeliegende Position (meist Edelmetalle) oder andere Wertpapiere gedeckt sind, als „ETC“ zu bezeichnen. Alle anderen Positionen, die Schuldverschreibungen enthalten, sollten als „ETN“ gekennzeichnet werden.

Exchange Traded Instruments (ETIs)

ETIs sind alle Produkte, die weder Notes noch Fonds sind. Dementsprechend zählen wir Futures, Optionen, Optionsscheine, und alle Arten von hybriden Finanzinstrumenten zu dieser Kategorie. Beim Vergleich verschiedener ETPs sollten die Anleger verschiedene Variablen wie die Transparenz der enthaltenen Wertpapiere, die Kosten, das Kontrahentenrisiko und seine Verwaltung, die verschiedenen Regulierungsebenen, die gesetzlichen Gegebenheiten sowie die Produktstruktur beachten. Das Verständnis dieser Merkmale hilft Anlegern bei der Einordnung ihrer Position auf einem Risiko-/Komplexitätsdiagramm (siehe Abb. 2). Dieses Diagramm zeigt, dass eine höhere Prozesskomplexität meist das Risiko für den Anleger verringert und nicht erhöht.

Weitere Einzelheiten zu ETFs

ETFs sind entweder als physisch replizierende oder als Derivate-basierte Fonds strukturiert. Weltweit gesehen, liegt das meiste verwaltete Vermögen in physisch replizierenden ETFs. Ende Mai 2011 entfielen 13 Prozent des weltweit verwalteten ETF-Vermögens und 44 Prozent des in Europa verwalteten ETF-Vermögens auf Derivate-basierte oder synthetische ETFs².

Physisch replizierende ETFs

Wenn der ETF alle oder einen sehr beträchtlichen Teil der Indexkomponenten enthält, wird er als voll replizierender ETF bezeichnet. Eine voll replizierende Fondsstruktur findet man in der Regel für Blue-Chip-Benchmarks an etablierten Märkten. Beispiele sind der FTSE 100, der EURO STOXX® 50 oder der S&P 500. Die in diesen Indizes enthaltenen Werte sind üblicherweise liquide und leicht zugänglich. Normalerweise hält der ETF alle Werte exakt in der im Index definierten Gewichtung. Diese Fonds verwenden nur Derivate, wie z. B. Futures, um in Bar bezahlte Dividenden gleichmäßig zu verteilen. Diese Verwendung dient einer effizienten Vermögensverwaltung und wird nicht direkt als Investmentpolitik angesehen, zumal Derivate keinen wesentlichen Bestandteil der Fondsanteile darstellen. Fonds, die nur einige Indexkomponenten enthalten, werden als optimiert replizierende ETFs bezeichnet. Der Optimierungsansatz bzw. das „Sampling“ wird bei sehr breiten Indizes verwendet, die zahlreiche Wertpapiere halten wie beispielsweise der Barclays Capital Euro Aggregate Bond Index, der sich aus annähernd 3.200 Anleihen zusammensetzt*.

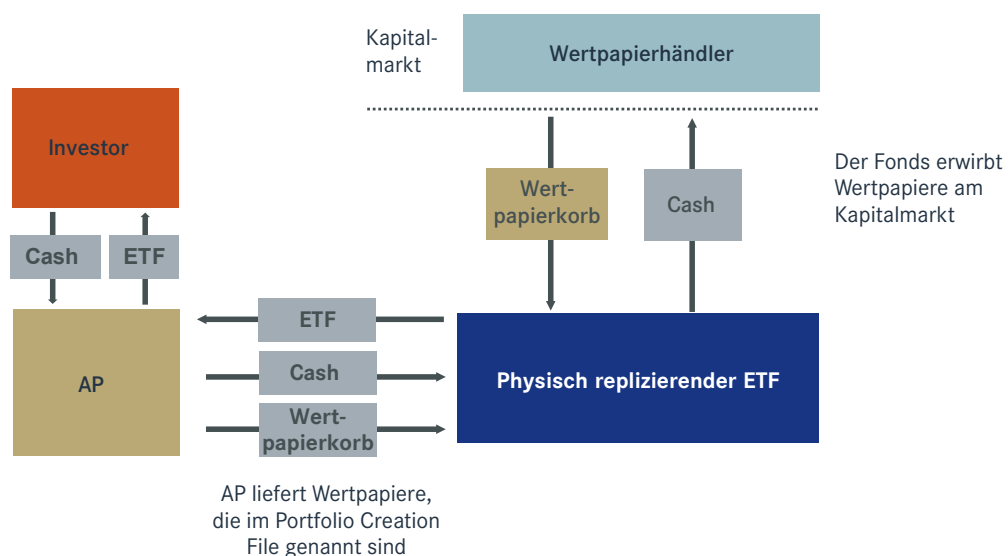
Dieser Ansatz wird auch bei Indizes, die weniger liquide Aktien oder Anleihen abbilden und bei denen somit die vollständige Replikation zu kostspielig und ineffizient wäre, verwendet (z.B. MSCI Emerging Markets Index). Optimierungs- oder „Sampling-Techniken“ verbessern die Liquidität und senken Transaktionskosten, da weniger oder liquidere Wertpapiere in einem optimierten Fondsmodell gehandelt werden. Das kann unter Umständen den Tracking Error und die Tracking Difference gegenüber voll replizierenden ETFs erhöhen, da der Fonds die Wertentwicklung des gesamten Index nicht ganz genau repliziert.

Physisch replizierende ETFs basieren auf einer einfachen und leicht verständlichen Struktur. Sie sind transparent im Hinblick auf Kosten und die zugrundeliegenden Wertpapiere im Fonds. Üblicherweise werden die Portfoliobestände eines ETF in regelmäßigen Abständen umfassend offen gelegt und können deshalb leicht mit den Bestandteilen des entsprechenden Index verglichen werden. Im Bezug auf die Wertpapierleihe ist kein oder nur ein geringes Kontrahentenrisiko vorhanden.

Wertpapierleihe für physisch replizierende ETFs

Bei einer Wertpapierleihe werden Aktien oder Anleihen an eine Drittpartei transferiert, welche dem Verleiher wiederum eine Sicherheit in Form von Aktien, Anleihen oder Bargeld hinterlegt. Zusätzlich erhält der Verleiher für diese Transaktion eine Gebühr. Diese Zusatzeinnahmen können an den ETF weitergegeben werden und so die

Abbildung 2: Physisch replizierender ETF



Quelle: BlackRock.

2. Quelle: Global ETF Research and Implementation Strategy Team, BlackRock, Bloomberg. Der Nettoinventarwert (NAV) ist der Wert eines einzelnen Anteils am ETF. Der Total Return-NAV ist der um die ETF-Ausschüttungen ergänzte Nettoinventarwert. *BlackRock, Stand: 22. Juli. 2011

Fonds-Performance verbessern und die Anlagekosten des ETF für den Anleger reduzieren. In der Vermögensverwaltung ist die Wertpapierleihe ein erprobtes und etabliertes Verfahren und nicht nur auf physisch replizierende ETFs beschränkt.

Alle Fonds kommen für die Wertpapierleihe infrage. Weitere Informationen zur Wertpapierleihe, zu Vorteilen, Risiken und der Risikoverwaltung bei BlackRock, erhalten Sie in Kapitel 6 dieser Broschüre.

Derivate-basierte ETFs

Derivate-basierte ETFs bieten im Vergleich zur physischen Replikation eine alternative Art der Abbildung eines Index in einem UCITS-konformen Fonds. Sie unterscheiden sich stark von physisch replizierenden ETFs, was die Risikomerkmale und die Produktkomplexität betrifft. Denn im Gegensatz zu physisch replizierenden ETFs, die Wertpapiere aus dem Index enthalten, bilden Derivate-basierte ETFs die Performance eines Index durch die Nutzung von Swap-Kontrakten auf Total Return-Indizes ab. Der Swap-Kontrahent garantiert einen Index-Return für den ETF im Gegenzug für einen variablen Swap-Spread, den der Fonds bezahlt. Der positive oder negative Swap-Spread kann beträchtliche Auswirkungen auf die Tracking Difference des Derivate-basierten ETFs haben.

Wir von iShares sind der Meinung, dass physisch replizierende ETFs die optimale Struktur für Anleger sind, da das Kontrahentenrisiko gering und gleichzeitig die Transparenz sehr hoch ist. Wir verwenden Derivate-basierte ETFs nur, wenn eine physische Abbildung nicht möglich ist, weil die im Index enthaltenen Wertpapiere schwer zugänglich sind. Wir verwenden keine Derivate-basierten Strukturen zur Lösung von Liquiditätsproblemen in einem Index. Denn auch bei einer Derivate-basierten Abbildung wird dieses Problem nur auf den Swap-Anbieter verlagert. Die Kosten dafür spiegeln sich in den Swap-Kosten wider, die dann an den Fonds zurückgegeben werden.

Im Gegensatz zur Wertpapierleihe wird das Kontrahentenrisiko bei Derivate-basierten ETFs nicht durch einen entsprechenden Vorteil für den ETF ausgeglichen.

Im Gegensatz zu iShares sind die meisten anderen europäischen ETF-Anbieter mit Investmentbanken verbunden. Diese Anbieter ziehen daher Derivate-basierte ETFs vor, da diese ihnen sowohl interne als auch strukturelle Vorteile bieten. Derivate-basierte ETFs erlauben es Anbietern, schnell neue Produkte auf dem Markt einzuführen sowie zusätzliche Einnahmequellen für die verbundenen Banken zu schaffen. Das bedeutet, dass diese Anbieter bei der Entwicklung von ETFs andere Ziele als iShares verfolgen.

Entwicklung Derivate-basierter ETFs

Seit der Finanzkrise 2008 hat sich der Markt für Derivate-basierte ETFs stark weiterentwickelt. Denn die Kontrahentenrisiken sind seitdem höher, die Liquidität ist oft unzureichend und allgemein haben Anleger weniger Vertrauen in die Märkte sowie eine veränderte Einstellung zum Emittentenrisiko. Dies hat zu neuen Derivate-basierten ETF-Strukturen auf dem Markt geführt und sowohl neue als auch bestehende ETF-Anbieter die Verwaltung der Kontrahentenrisiken und die Transparenz verbessern lassen. Die ersten Derivate-basierten ETFs wurden 2001 eingeführt und beinhalteten eine Besicherung durch nur eine Swap-Gegenpartei. Der Swap-Anteil wurde gemäß der UCITS-Regeln auf zehn Prozent des NAV begrenzt. In diesem Modell war teilweise nicht ersichtlich welche der Wertpapiere im Fonds oder im Referenzkorb enthalten waren. Zudem kam es häufig vor, dass die Anbieter des Fonds mit der Bank, die als Gegenpartei fungierte, verbunden waren. Um das zu verhindern, wurde Ende 2008 die nächste Generation Derivate-basierter ETFs eingeführt. Ihre Struktur verwendete mehrere Swap-Kontrahenten, sodass das Kontrahentenrisiko innerhalb der Fondsstruktur diversifiziert werden konnte.

Tabelle 1: Entwicklung Derivate-basierter ETFs

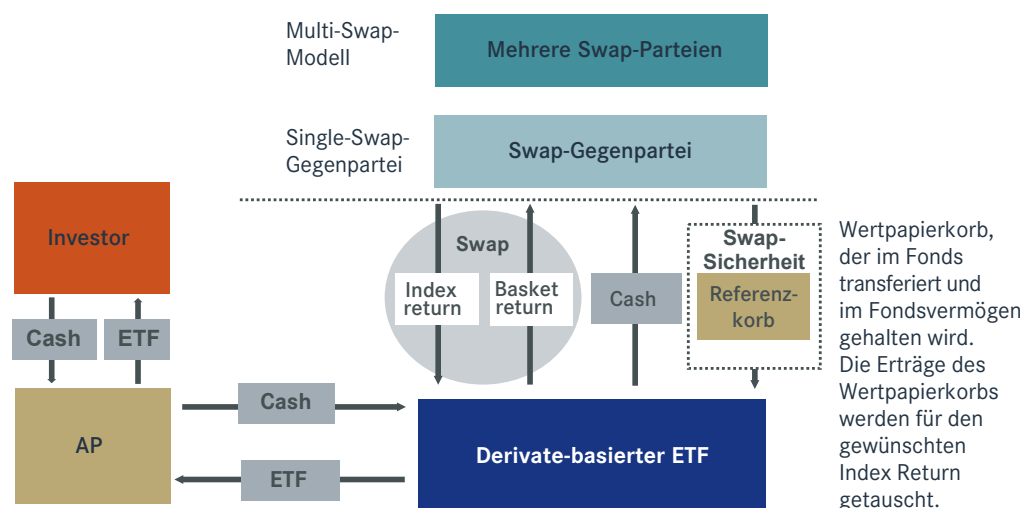
	Erster Derivate-basierter ETF (2001)	Derivate-basierter ETF mit mehreren Kontrahenten (2009)	Derivate-basierter ETF mit übersichertem Swap-Anteil (2009)	Derivate-basierter ETF von iShares (2010)
Übersicherter Swap-Anteil	x	x	✓	✓
Mehrere Swap-Kontrahenten	x	✓	x	✓
Transparenz	x	x/✓	x/✓	✓

ENTWICKLUNG



Quelle: BlackRock.

Abbildung 3: Derivate-basierter ETF: Unfunded Swap Model



Quelle: BlackRock.

Zudem können mehrere Swap-Kontrahenten die Kosten des Swaps senken, da die Kontrahenten, die nicht mit dem ETF-Anbieter verbunden sind, um die monatlichen Swap-Spreads konkurrieren. Diese neuen Sicherheitsanforderungen der UCITS-Regulativen haben das Swap-basierte Modell grundlegend verbessert. Seitdem werden Swaps in der Regel überbesichert³ und die Bedingungen für akzeptable Sicherheiten und die möglichen Beziehungen von ETF-Anbieter und Swap-Kontrahenten wurden in den UCITS-Regulativen festgeschrieben. Diese neuen Regeln haben auf zwei Arten zu einer Abschwächung des Kontrahentenrisikos bei Derivate-basierten Fonds geführt: durch die Diversifizierung des Swap-Anteils auf viele Swap-Kontrahenten, die nicht mit dem ETF-Anbieter in Verbindung standen, sowie durch die ständige Überbesicherung des Swap-Anteils durch UCITS-konforme Sicherheiten. iShares wendet außerdem zusätzliche Liquiditäts- und Konzentrationslimits für die zusätzliche Verbesserung der Qualität der gehaltenen Sicherheiten an.

Zusätzlich zu den strukturellen Verbesserungen der letzten Jahre haben sich einige Anbieter von Derivate-basierten ETFs auch darum bemüht, die Transparenz des Referenzkorbs im so genannten „Unfunded-Modell“ sowie die Offenlegung der Sicherheiten (auch Collateral genannt) beim „Fully-Funded-Modell“ zu optimieren. Dies hat zwar die Transparenz einiger ETFs stark verbessert, ist jedoch immer noch nicht einheitlich für alle Derivate-basierten ETFs.

Anleger sollten sich bewusst sein, dass es keinen guten Grund gibt, warum die Prinzipien der Transparenz und

Offenlegung, die dem physischen Modell zugrunde liegen, nicht auch auf Derivate-basierte ETFs angewendet werden sollten.

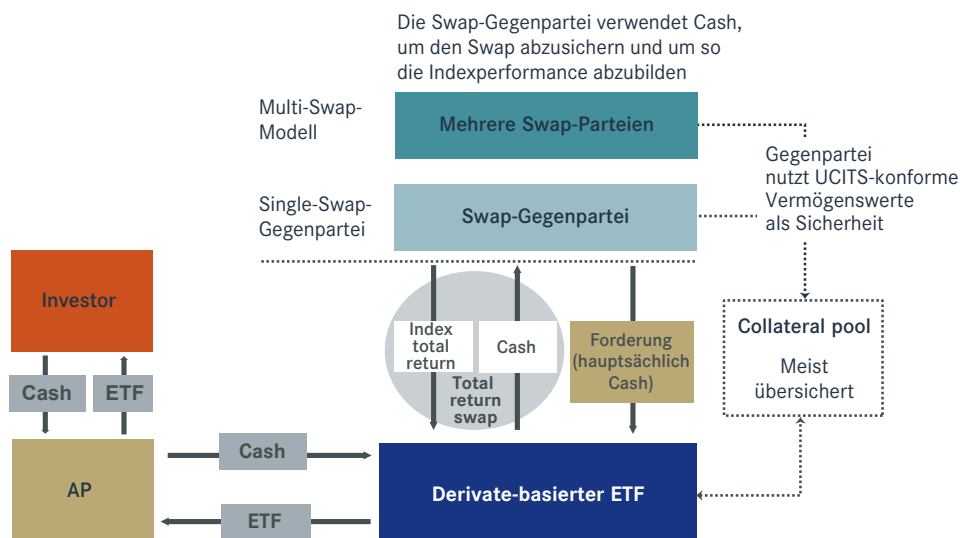
Derivate-basierte ETFs: Unfunded-Swap-Modell

Bei einem Unfunded-Swap-Modell hält der Fonds Wertpapiere, die meist nicht mit den Komponenten des zugrundeliegenden Index in Verbindung stehen. Wenn das Fondsvermögen einige physische Wertpapiere enthält, ist es wichtig, dass die Investmentrichtlinien des Fonds auch Derivate für die Replikation der Performance des Index vorsehen. Dieser Wertpapierkorb ist auch als Referenzkorb bekannt. Seine Komponenten werden häufig vom Swap-Anbieter erworben. Ein ETF geht dabei gleichzeitig eine Total Return Swap-Vereinbarung mit dem Swap-Kontrahenten ein. Dadurch wird die Performance des Referenzkorbs durch die des replizierten Index ausgetauscht. Dieser Prozess ist in Abbildung 4 dargestellt.

In einem Unfunded-Swap-Modell bezieht sich das Kontrahentenrisiko hauptsächlich auf die Differenz zwischen dem NAV des Fonds und dem Wert des Wertpapierkorbs. Dieser Unterschied darf laut UCITS-Richtlinien zehn Prozent des NAV des Fonds nicht überschreiten. Einige Anbieter begrenzen diese Zahl mittlerweile sogar auf weniger als zehn Prozent. Bei der Investition in einen Unfunded-Swap ETF sollten Anleger aber beachten, dass die Wertpapiere des Fonds nach Ermessen des Swap-Kontrahenten erworben werden. Dies

3. Überbesicherung bedeutet in diesem Zusammenhang, dass der Gesamtmarktwert der Sicherheiten den Wert der verliehenen Wertpapiere übersteigt.

Abbildung 4: Derivate-basierter ETF: Unfunded Swap-Modell



Quelle: BlackRock.

entspricht zwar den UCITS-Richtlinien, aber unter Umständen sind die Gegenparteien nicht so liquide wie die Wertpapiere im Benchmark-Index.

Zudem ist der Fonds einem nicht diversifizierten Kreditrisiko ausgesetzt, wenn nur ein Kontrahent als Gegenpartei fungiert und die Transparenz bezüglich der im Fonds enthaltenen Wertpapiere und der Swap-Kosten sind möglicherweise eingeschränkt.

Derivate-basierte ETFs: Fully-Funded-Modell

Bei einem Fully-Funded-ETF überträgt der Fonds das Recht auf Barbestände an die Gegenpartei. Diese bietet dafür Kreditsicherheiten, die den zugestandenen Barwert übersteigen, und garantiert somit die Wertentwicklung des Index für die entsprechende nominale Summe. Der Swap-Kontrahent hinterlegt die Sicherheiten bei einem Dritten, der als Treuhänder oder Verwalter der Sicherheiten fungieren kann. Die Sicherheiten können im Namen des Fonds hinterlegt (Eigentumsübertragung) oder zugunsten des Fonds verpfändet werden. Bei einer Eigentumsübertragung werden die Sicherheiten als Eigentum des Fonds behandelt, was den Zugriff auf die Wertpapiere im Falle eines Ausfalls leichter gestaltet.

Wie bereits erläutert, ist die Überschicherung von Fully-Funded-Swap ETFs das wichtigste Element dieses Modells. Die für diese Sicherheiten geltenden Regeln variieren zwischen den einzelnen Gesetzgebungen, aber sie werden alle durch die UCITS-Richtlinien geregelt.

Wertpapierleihe für Derivate-basierte ETFs

Neben physisch replizierenden ETFs nehmen auch Derivate-basierte ETFs an der Wertpapierleihe teil. In der Theorie kann dies bei einem Unfunded-Swap-Modell anhand einer Verleihung der Wertpapiere des Referenzkorbs erfolgen. Dies ist aber keine gängige Vorgehensweise, da der Referenzkorb in der Regel Wertpapiere beinhaltet, für die keine hohe Verleihnachfrage besteht. Das ist auch der Grund, warum der Swap-Kontrahent sie gerne aus seiner Bilanz ausgliedert.

Die häufigere Praxis ist die Wertpapierleihe außerhalb des Fonds im Hedge-Basket des Swap-Kontrahenten und wird damit außerhalb der Derivate-basierten Fonds-Struktur durchgeführt. Damit hat dieser Prozess keinen direkten Einfluss auf das Risiko für die Gegenpartei des Fonds und bietet Anlegern auch keine wirtschaftlichen Vorteile. In der Vergangenheit wurden zudem die systematischen Risiken, die dieser Prozess verursacht, angemahnt.

Weitere Einzelheiten zu ETNs/ETCs

ETNs und ETCs sind Schuldverschreibungen, es liegen jedoch bisher keine allgemein gültigen Kriterien zu ihrer Unterscheidung vor. Dies hat dazu geführt, dass einige Anbieter jedes Wertpapier, das ein Investment in Rohstoffe als Anlageklasse bietet, als ETC kennzeichnen. Viele dieser Produkte werden durch die Rohstoffe selbst, Edelmetalle oder auch durch einen unbesicherten Kredit des Emittenten, abgesichert. Die Gemeinsamkeit liegt darin, dass sowohl ETNs

als auch ETCs strukturierte Schuldverschreibungen sind. Grundsätzlich sollten ETCs daher als Unterkategorie von ETNs angesehen werden.

Der grundlegende Unterschied zwischen ETFs und ETNs/ETCs ist, dass letztere Schuldverschreibungen und keine Fonds sind und damit nicht den gleichen Regulatorien unterliegen.

Vor einem Investment in ETNs oder ETCs sollten Anleger verschiedene Faktoren berücksichtigen:

1. **Schutz der Anleger:** Die Schutzmechanismen, die im Fonds impliziert sind, wie z. B. ein unabhängiger Verwahrer der Sicherheiten, die haftungsrechtliche Trennung und ob eine unabhängige Überwachung die in einer strukturierten Schuldverschreibung vielleicht nicht zur Anwendung kommen.
2. **Diversifizierung:** ETNs und ETCs sind für gewöhnlich nicht diversifiziert und bergen daher die gleichen Risiken wie eine Anlage in ein einzelnes Wertpapier.
3. **Kreditrisiko:** ETNs und ETCs beinhalten meist das Kreditrisiko des Emittenten der Note, der die Vereinbarung möglicherweise unterzeichnet, ohne dass entsprechende Sicherheiten vorliegen.

Physisch besicherte ETCs

iShares definiert ETCs als Schuldverschreibungen, die durch das physische Halten von Edelmetallen in Höhe des gesamten Fondswertes gesichert sind. Diese werden in einem Tresor physisch hinterlegt. Viele, aber nicht alle physisch gesicherten

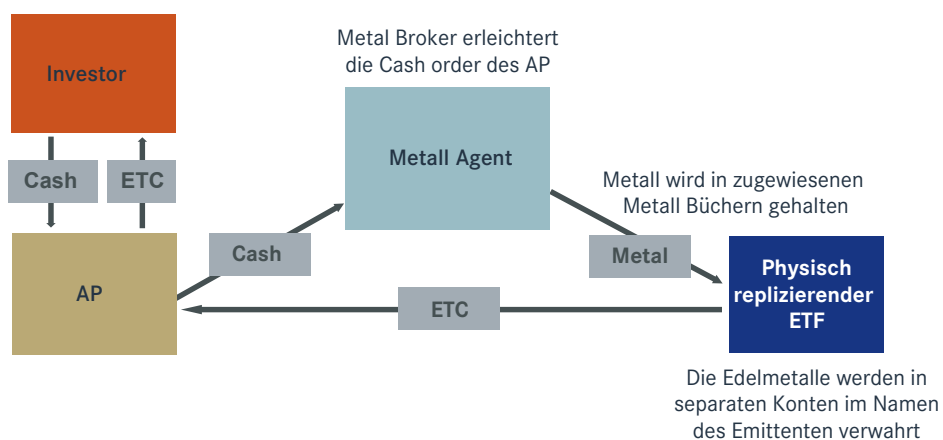
ETCs sind für eine Anlage gemäß UCITS-Richtlinien qualifiziert, aber sie stellen selbst keine kollektive Anlage gemäß den UCITS-Richtlinien dar. Dies bedeutet, dass bei UCITS-konformen Fonds der Anteil an UCITS-qualifizierten ETCs auf zehn Prozent des Portfolios begrenzt ist.

Anleger sollten unbedingt beachten, dass manche Anbieter alle Arten von Wertpapieren, die ein Investment in Rohstoffe ermöglichen, als ETCs bezeichnen, auch wenn diese nicht physisch besichert sind. Das kann Anleger – insbesondere Privatanleger – einem unvorhergesehenen Risiko aussetzen.

Bei ETCs von iShares werden die Wertpapiere des Fonds in separaten Konten gehalten. Somit sollte ein Emittentenrisiko für den Anleger ausgeschlossen sein. Zudem sind alle ETCs zu 100 Prozent durch im Tresor aufbewahrte Edelmetalle besichert.

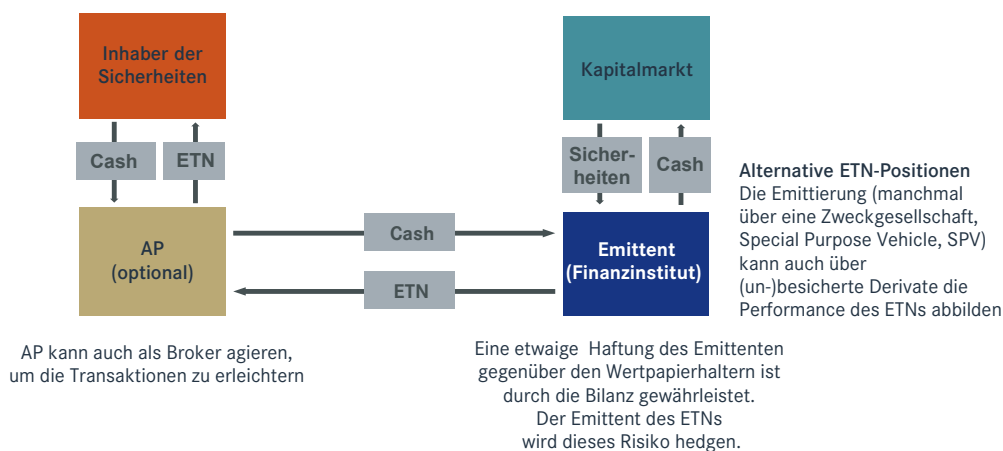
Anleger sollten allerdings beachten, dass diese Besicherung von ETCs nicht für die Produkte anderer Anbieter vorausgesetzt werden kann. Anleger müssen darauf vertrauen, dass ihr Anbieter diese angemessen eingerichtet hat. Denn anders als bei Fonds gibt es keine gesetzlich vorgeschriebene Überwachung dieser Strukturen.

Abbildung 5: Derivate-basierter ETF: Fully-Funded-Modell



Quelle: BlackRock.

Abbildung 6: Synthetische ETNs



Quelle: BlackRock.

Synthetische ETNs

Ein synthetischer ETN ist eine Schuldverschreibung mit der in nur eine Position investiert wird. Der Anleger erhält nur für diese eine Position einen Ertrag. ETNs können besichert oder unbesichert sein. Wie ETCs sind auch ETNs nicht durch UCITS geregelt. Anleger sind bei unbesicherten ETNs vollständig darauf angewiesen, dass der Emittent die Anlageziele auch erreichen kann.

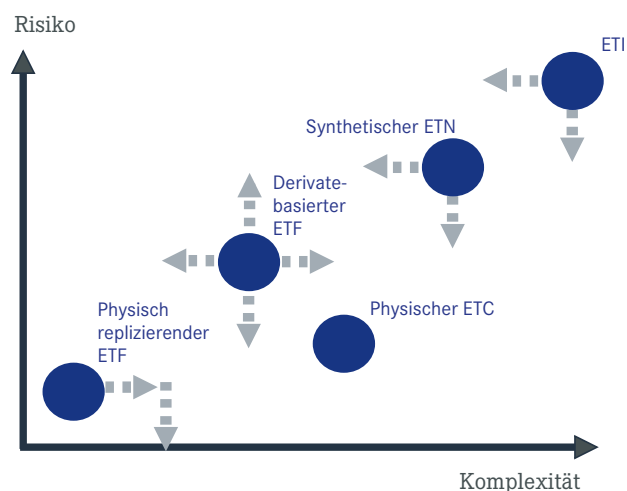
Die Transparenzebenen und die Qualität der Sicherheiten können zwischen einzelnen ETNs stark variieren. Das Kreditrisiko für den Emittenten kann durch Sicherungsmaßnahmen der Note gesenkt werden, es liegt aber beim Anleger ETN-Produkte zu analysieren und beim Anbieter zu entscheiden, wie sicher und transparent die ETN-Struktur sein soll.

Mögliche Fragestellungen finden Sie in Kapitel 7 dieses Dokuments.

Welche Strukturrisiken bestehen für den ausgewählten Produkttyp?

Bei der Abwägung von Investments im Kontext unserer Klassifizierung sollten unbedingt die mit den verschiedenen Strukturen verbundenen Risiken zusätzlich zum Marktrisiko berücksichtigt werden. Eine Analyse des Strukturrisikos sollte unbedingt die Regulierung des Fonds sowie die Kompensation beinhalten, die der Emittent für die Risiken bietet.

Abbildung 7: Synthetische ETNs



Quelle: BlackRock.

ETFs

Das Risiko-/Komplexitätsdiagramm in Abbildung 7 zeigt, dass physisch replizierende ETFs als wenig komplex und risikoarm angesehen werden, da sie die Komponenten des replizierten Index in der relativen Gewichtung in einer stark regulierten Fondsstruktur enthalten. Wird eine Wertpapierleihe mit dem Fondsvermögen durchgeführt, hat der Fonds beträchtliche Vorteile durch die zusätzlichen Einnahmequellen, aber auch ein Kontrahentenrisiko. Dieses Risiko kann durch eine unabhängige und sorgsame Überwachung der Wertpapierleihe ausgeglichen werden. (Nähere Informationen zur Wertpapierleihe finden Sie in Kapitel 6 – Mögliche Fragestellungen zur Wertpapierleihe in Kapitel 7).

Bei der Analyse Derivate-basierter ETF-Modelle wird klar, dass Kontrahentenrisiken hier strukturell in den Fonds eingebunden sind. Dieses Risiko kann durch mehrere Swap-Gegenparteien sowie umfassende Transparenz und durch zusätzliche Sicherheiten abgeschwächt werden. Sowohl durch die Sicherheiten selbst als auch durch das gesetzliche Rahmenwerk dafür. Wir beobachten, dass Anleger und Gesetzgeber auch für Derivate-basierte ETFs mittlerweile die gleiche Transparenz durch eine vollständige Offenlegung der Sicherheiten fordern, die für physisch replizierende Produkte gelten.

Auch bei Derivate-basierten ETFs ist eine Wertpapierleihe möglich. Entweder durch das Verleihen des Referenzkorbs im Rahmen einer Unfunded Swap-Struktur oder dadurch, dass der Swap-Kontrahent Wertpapiere aus den Hedge-Baskets verleiht.

Bei einer transparenten Beziehung nach dem Fremdvergleichsgrundsatz zwischen dem Swap-Kontrahenten und dem Anbieter des ETFs kann auch die Swap-Gebühr offengelegt werden. Zudem sollten die anfallenden Swap-Kosten die Risiken, die sich aus der Wertpapierleihe für den Kontrahenten ergeben, widerspiegeln. Wenn der Swap-Spread nicht offengelegt oder nach dem Fremdvergleichsgrundsatz abgesprochen wird, sind wirtschaftliche Vorteile durch die Wertpapierleihe für den Fonds, nicht ersichtlich.

ETNs/ETCs

Analysiert man das Strukturrisiko von ETNs und ETCs steht die mangelnde Transparenz im Vordergrund. Auch wenn diese Instrumente wie ETFs gehandelt und abgewickelt werden, handelt es sich im Grunde um nicht regulierte Produkte. Sie unterliegen nicht denselben Schutzmechanismen wie ETFs, wie beispielsweise einer unabhängigen Verwahrung der Wertpapiere, einer Haftungsregulierung oder einer unabhängigen Überwachung. Da die Position selbst nicht reguliert ist, steht es außer Frage, dass das implizierte Strukturrisiko einer Due Dilligence Prüfung unterzogen werden sollte.

ETIs

Bei der Betrachtung von ETIs bewegen wir uns schließlich in einer generischen Kategorisierung, bei der alle Instrumente – sowohl hinsichtlich des tatsächlichen Anlagerisikos als auch des verbundenen Strukturrisikos – genau analysiert werden sollten.

Zusammenfassung

Wir haben beim Wachstum und der Entwicklung des europäischen ETP-Marktes eine steigende Komplexität sowie in einigen Fällen eine mangelnde Transparenz bezüglich der Produktstrukturen beobachtet. Demzufolge ist es von entscheidender Bedeutung, dass die Anleger sowohl die Markt- als auch die Strukturrisiken kennen, die ihr Investment mit sich bringt. Nur so können sie sicherstellen, dass die Anlage ihren Erwartungen entspricht. Außerdem müssen Anleger für die eingegangenen Risiken angemessen entlohnt werden.

Anleger sollten sich insbesondere der Unterschiede zwischen Fonds, strukturierten Schuldverschreibungen und ETIs bewusst sein (siehe hierzu die zusammenfassende Tabelle im Anschluss).

- ▶ Wie ist das Produkt strukturiert?
- ▶ Sind Sie sich der Unterschiede zwischen Markt- und Strukturrisiko bewusst?
- ▶ Was sind die Strukturrisiken für die gewählte Produktart?
- ▶ Welche Replikationsmethode verwendet Ihr ETF für die Abbildung der Benchmark?
- ▶ Handelt es sich um ein physisch replizierendes oder ein Derivate-basiertes Produkt?
- ▶ Bei physisch replizierenden ETFs: Findet eine Wertpapierleihe statt?
- ▶ Bei Derivate-basierten ETFs: Wie hoch ist das Kontrahentenrisiko?
- ▶ Bestehen Interessenskonflikte? Fungiert der ETF-Emittent beispielsweise auch als Market Maker oder Liquidity Provider?

Anhang

Tabelle 2: Die Hauptunterschiede zwischen physisch replizierenden ETFs, Derivate-basierten ETFs, physisch besicherten ETCs und synthetischen ETNs.

Merkmal	Physisch replizierender ETF	Derivate-basierter ETF	Physischer ETC	Synthetischer ETN	ETI
Anlagestrategie	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Replikation des Index durch Halten der Indexkomponenten 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Abbildung der Indexperformance durch Swap-Vereinbarung (besichert oder unbesichert) 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ ETC Schuldverschreibungen (evtl. undatiert), die durch physische Assets besichert sind ▶ Mehr Investitionsmöglichkeiten als mit UCITS 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Schuldverschreibung, bei denen der Emittent den Index-Return selbst durch den synthetischen Anteil repliziert ▶ Mehr Investitionsmöglichkeiten als mit UCITS 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Unterliegt in seiner Art und Struktur nur den Richtlinien des Anbieters
Emittenten- und Strukturrisiken	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Wertpapiere werden in ausgegliederten, separaten Konten oder einer ausgegliederten Fondsgesellschaft gehalten 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Wertpapiere werden in ausgegliederten, separaten Konten oder einer ausgegliederten Fondsgesellschaft gehalten 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Nicht reguliert, privater Vertrag ▶ Kein Strukturrisiko, Assets werden in ausgegliederten, separaten Konten in einem ausgegliederten Anlagevehikel gehalten 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Nicht reguliert, privater Vertrag ▶ Kreditrisiko des ETN-Emittenten oder des der Swap-Gegenpartei (sinkt, wenn die Notes besichert werden) 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Unterliegt in seiner Art und Struktur nur den Richtlinien des Anbieters
Kontrahentenrisiko	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Minimales Kontrahentenrisiko ▶ Mögliches Risiko bei der Wertpapierleihe (kann durch Absicherung gesenkt werden) 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Kreditrisiko wird diversifiziert durch mehrere Swap-Kontrahenten ▶ Risiko auf zehn Prozent beschränkt (UCITS), kann durch zusätzliche Absicherung weiter gesenkt werden 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Minimales Kontrahentenrisiko, Treuhänder zuständig für physische, ausgegliederte Assets ▶ Keine Wertpapierleihe 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Anleger übernehmen volles Risiko für den Ausfall des Emittenten ▶ Kann durch Absicherung oder Garantien gesenkt werden 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Unterliegt in seiner Art und Struktur nur den Richtlinien des Anbieters
Gebührenstruktur	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Transparent, alle Gebühren in Gesamtrendite enthalten ▶ Wertpapierleihe senkt Gesamtkosten 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Swap-Spread (positiv oder negativ) und Gesamtrendite werden von der Fonds-Performance abgezogen 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Transparent, alle Gebühren in Gesamtrendite enthalten 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Transparent, Gebühren in Gesamtrendite enthalten und Replikationsgebühr 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Unterliegt in seiner Art und Struktur nur den Richtlinien des Anbieters
Performance	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Tracking-Difference ergibt sich aus Handel, Optimierung und Rebalancing Kosten von Wertpapieren 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Swap-Kontrahent garantiert Index-Return, TER und Swap-Spread reduzieren Index-Return 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Zertifikate/Notes bergen das Risiko hinsichtlich des Spotpreises der Rohstoffe abzüglich der TER 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Return des Index-Anteils abzüglich des TER und Gebühr für die Replikation plus Return aus Sicherheiten 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Unterliegt in seiner Art und Struktur nur den Richtlinien des Anbieters
Transparenz	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Wertpapiere werden täglich veröffentlicht 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Veröffentlichung von Wertpapieren, Gebühren, Risiko und Absicherung variiert 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Holdings (Anrecht auf physische Assets) werden täglich veröffentlicht 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Im Allgemeinen weniger transparent im Hinblick auf die SPV Holdings 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Unterliegt in seiner Art und Struktur nur den Richtlinien des Anbieters
Notierung und notierungsübergreifender Prozess	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Zugelassen zum Vertrieb in der EU gemäß UCITS III, beträchtlicher Zeit- und Geldaufwand 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Zugelassen zum Vertrieb in der EU gemäß UCITS III, beträchtlicher Zeit- und Geldaufwand 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Zugelassen zum Vertrieb in der EU gemäß Verkaufsprospekt, einfacher und schneller als UCITS 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Zugelassen zum Vertrieb in der EU gemäß Verkaufsprospekt, einfacher und schneller als UCITS 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Unterliegt in seiner Art und Struktur nur den Richtlinien des Anbieters

Quelle: BlackRock.



KAPITEL 2: Steuerliche Betrachtung

Die steuerliche Behandlung von Exchange Traded Funds (ETFs)

Einführung – Die drei Besteuerungsebenen

Dieses Kapitel erläutert die steuerliche Behandlung von ETFs, die ausschließlich in Aktien oder festverzinsliche Wertpapiere investieren, sei es in physischer Form oder Derivate-basiert (mit Swap-Vereinbarungen). Hierbei werden vor allem die in den USA, Irland und Deutschland domizilierten iShares ETFs betrachtet. Anleger sollten beachten, dass ETFs generell auch in anderen Ländern domiziliert sein können. Vor einer Investition sollten daher die Angaben über die steuerliche Behandlung im Prospekt des jeweiligen ETF geprüft werden.

Die Besteuerung eines ETF-Investments kann auf drei Ebenen erfolgen: auf Ebene der zugrunde liegenden Wertpapiere, auf Fonds- und auf Investorenebene:

- ▶ Auf der **Portfolioebene** beeinflussen die Anlageklasse (z.B. Aktien oder Renten) und das Land, aus dem die Wertpapiere stammen, ob auf den ETF lokale Einkommens- oder Kapitalertragsteuern anfallen.
- ▶ Auf **Fondsebene** kann eine direkte Besteuerung des Einkommens erfolgen, das der Fonds in seinem Domizilland erwirtschaftet.
- ▶ Auf **Investorenebene**: Einkommens- und Kapitalerträge der Anleger können in ihrem Ansässigkeitsland besteuert werden. Die Besteuerung hängt von den persönlichen Umständen der Investoren ab.

Die wichtigsten Fragen:

- ▶ Wie erfolgt die Besteuerung des Fonds auf Investitionsebene?
- ▶ Wie wirkt sich die Domizilierung des ETF auf den Anleger aus?
- ▶ Welchen Steuerstatus hat der Fonds? Welchen Steuerstatus hat der Investor?
- ▶ Wie geht der Fonds mit Quellensteuern um?
- ▶ Wie handhabt der Fonds steuerliche Meldungen?

Die Besteuerung auf Portfolioebene

Auf der zugrunde liegenden Portfolioebene haben die Quelle und die Art der investierten Werte eine Auswirkung darauf, ob Steuern für die vom Fonds erwirtschafteten verschiedenen Einkommen und die Kapitalerträge einbehalten werden.

Die Quellensteuer spielt bei der Anlage in verschiedene Assetklassen, wie Aktien oder festverzinsliche Wertpapiere, eine wichtige Rolle. Sie fällt hauptsächlich in dem Land an, in dem sich die zugrunde liegenden Aktien oder festverzinslichen Wertpapiere befinden. Der Steuersatz hängt von dem Abkommen zwischen dem Land, in dem sich die zugrunde liegenden Wertpapiere befinden, und dem Land, in dem der ETF domiziliert ist, ab. So kann beispielsweise ein irischer ETF, der in US-Aktien investiert, mit nur 15 Prozent US-Quellensteuer auf US-Dividenden besteuert werden. Ein in Luxemburg domizilierter ETF wird dagegen mit 30 Prozent US-Quellensteuer auf dieselbe Dividende belastet, weil luxemburgische Fonds nicht von dem Steuerabkommen zwischen Luxemburg und den USA profitieren können.

Wenn ein ETF in einen Index investiert, der verschiedene Aktien umfasst oder festverzinsliche Wertpapiere aus verschiedenen Ländern beinhaltet, wird der effektive Quellensteuersatz nach Faktoren des im jeweiligen Land anfallenden Steuersatzes berechnet. Dies geschieht unabhängig davon, ob er auf einem Steuerabkommen beruht oder nicht. Die Besteuerung auf Investitionsebene für einen Derivate-basierten Fonds kann von verschiedenen Faktoren abhängen. Hierzu gehören die Bedingungen des Swap-Kontrakts, das Domizil des Swap-Kontrahenten und das Land, in dem der Swap-Kontrakt erfüllt wird. Bei einem Derivate-basierten Fonds hält in der Regel nicht der Fonds selbst, sondern der Swap-Kontrahent die Vermögenswerte, um das Risiko abzusichern. Der Swap-Kontrahent kann auf bestimmten Märkten entweder durch eine lokale Präsenz oder aufgrund seines eigenen Status gemäß dem Steuerabkommen eine günstige steuerliche Behandlung erhalten. Auf diese Weise ist ein Derivate-basiertes Produkt manchmal in steuerlicher Hinsicht effizienter. Dies hängt aber davon ab, ob der Swap-Kontrahent die Steuervorteile im Rahmen des Swap-Kontrakts an den Fonds weitergibt oder nicht. Physisch replizierende Fonds realisieren hingegen steuerliche Vorteile im Fondsvermögen.

Neben Quellen- und Kapitalertragsteuern können sich für einen ETF auch Transaktionssteuern ergeben, wie etwa Stempelsteuern („stamp duties“) im Land der zugrunde liegenden Anlage.

Die Besteuerung auf Fondsebene

Auf Fondsebene ist die zentrale Fragestellung, wo der Fonds domiziliert ist und ob er in diesem Land Steuern zahlt oder nicht. Es kommt wesentlich darauf an, welche Steuerabkommen zwischen den Ländern bestehen bzw. zur Anwendung kommen und ob Steuern auf die Ausschüttungen des Fonds einbehalten werden.

Offshore-Investmentfonds und ETFs (wie z.B. iShares ETFs) zahlen in der Regel keine Steuern auf Fondsebene. Einige Arten von Onshore-Fonds, wie z.B. in Großbritannien zugelassene Unit Trusts, zahlen Steuern auf Fondsebene. Aktuell nutzen ETFs diese rechtliche Struktur jedoch nicht.

Die Besteuerung auf Investorenebene

Auf Investorenebene sind der steuerliche Status des Fonds und der persönliche Steuerstatus des Anlegers wichtig für die Bestimmung der Gesamtsteuerbelastung eines ETF-Investments.

Die individuelle steuerliche Situation des Anlegers kann durch die Wahl des Anlageinstruments beeinflusst werden. Eine umfassende Analyse der Steuereffizienz einer Investmentstrategie sollte berücksichtigen, ob eine Quellensteuer auf Portfolio- oder Fondsebene mit der heimischen Steuerlast des Investors aufgerechnet werden kann.

Auf Investorenebene sollten vor einer Anlageentscheidung folgende Steuerarten überprüft werden:

- ▶ Einkommensteuer im Ansässigkeitsland des Investors auf realisierte und nicht realisierte Erträge aus dem ETF.
- ▶ Kapitalertragsteuer im Ansässigkeitsland des Investors beim An- und Verkauf des ETF.
- ▶ Kapitalertragsteuer im Land der zugrunde liegenden Wertpapiere, in die der ETF investiert, beim Kauf oder Verkauf von ETF-Anteilen.
- ▶ Stempelsteuer im Domizilland des Fonds auf den Kauf oder Verkauf von ETF-Anteilen.
- ▶ Quellensteuer im Domizilland des ETF auf ausgeschüttete Erträge, nicht ausgeschüttete Erträge, realisierte und nicht realisierte Kapitalerträge.
- ▶ Quellensteuer im Land des Listings, wo das Konto vom Investor geführt wird, oder dort, wo sich die Auszahlungsstelle befindet, auf tatsächliche oder angenommene Ausschüttungen oder Zahlungen des ETF.

In einigen Ländern, wie z.B. in Großbritannien, Deutschland oder Österreich, kann die steuerliche Behandlung stark davon abhängen, ob der Fonds einen bevorzugten Steuerstatus besitzt. Anleger finden diese Informationen in den „Steuerlichen Informationen“ des ETF. Diese enthalten zudem alle Informationen, welche Ertrags Elemente des Fonds einkommensteuerpflichtig sind. Ob der Investor bereits auf Portfolioebene gezahlte Steuern geltend machen kann oder nicht, hängt im Wesentlichen davon ab, ob die lokale Steuerbehörde den betreffenden ETF als eine intransparente oder eine transparente Einheit einstuft und damit die Besteuerung im Domizilland anerkennt. Die individuelle Besteuerung des Investors hängt auch davon ab, ob das Land in dem der Investor wohnt, die Investition als Schuldtitel oder Anteil einer kollektiven Kapitalanlage („collective investment scheme“) oder als ein anderes Finanzinstrument ansieht.

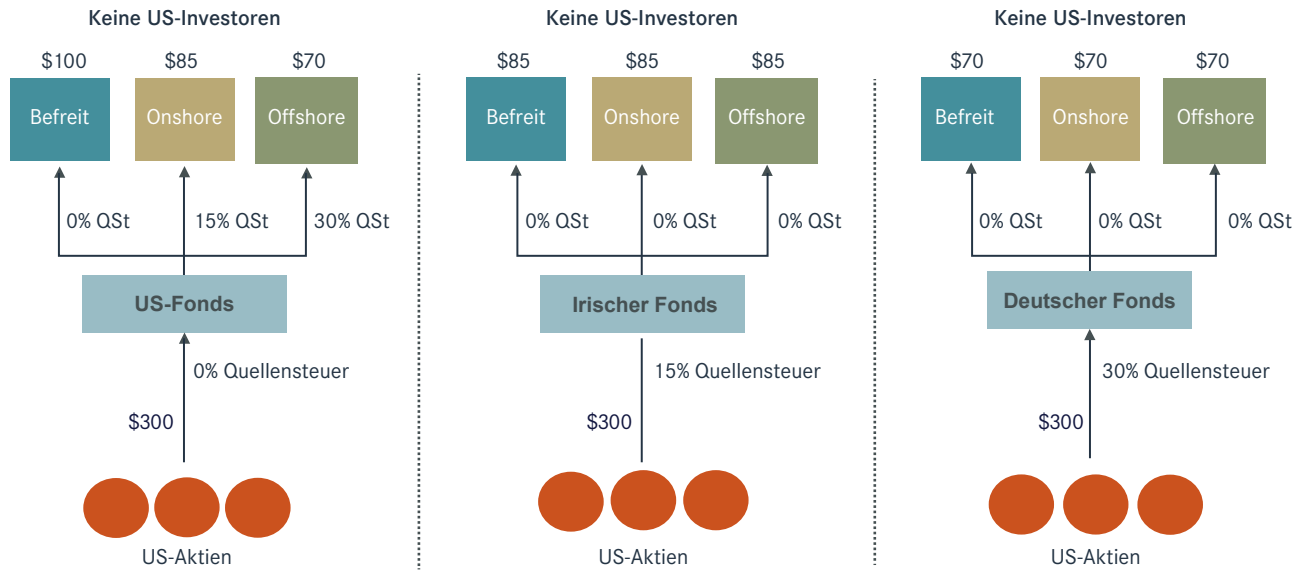
Quellensteuern

Auf der Grundlage der drei beschriebenen Besteuerungsebenen kann auf der Investitions- und der Fondsebene eine Quellensteuer fällig werden:

- ▶ Auf **Portfolioebene**: Wenn der ETF Erträge oder Gewinne aus den zugrunde liegenden Investitionen erhält, kann in dem Land, in dem sich die zugrunde liegende Investition befindet, die lokale Quellensteuer abzuführen sein.
- ▶ Auf **Fondsebene**: Wenn der ETF eine Ausschüttung an den Investor tätigt, ist eine Quellensteuer im Domizilland des ETF möglich.

Abbildung 8 erläutert beispielhaft die Quellensteuer beider Ebenen, die sich für Investoren in iShares ETFs ergeben, welche in den USA, Deutschland und Irland domiziliert sind und US-Aktien halten. In dieser Beispielrechnung gilt für den ETF je nach seinem Status und dem Steuerabkommen mit den USA eine US-Quellensteuer von 0 Prozent, 15 Prozent oder 30 Prozent. Keine weiteren Kosten für Quellensteuer fallen für die Investments in irische oder deutsche ETFs an, während auf Ausschüttungen, die von US-domizilierten ETFs an die Investoren gemacht werden, US-Quellensteuer anfällt.

Abbildung 8: Quellensteuer auf ETFs, die in US-Aktien investieren



Rechtliche Hinweise: 1. Vorstehendes Beispiel dient nur zu Erläuterungszwecken. Investoren sollten ihren Steuerberater fragen, welche steuerliche Auswirkung die Investition in ein spezielles Produkt hat. 2. Die Nettoquellenbesteuerung eines ETF kann auch von den Wertpapierverleihtätigkeiten des ETF abhängen. Im vorstehenden Beispiel wurde die Wertpapierleihe aus Gründen der Einfachheit nicht berücksichtigt. 3. Das Chart verwendet das Beispiel eines deutschen ETF, der als KAG strukturiert ist und auf den eine US-Quellensteuer von 30% zur Anwendung kommt. Ein als InvAG strukturierter deutscher ETF kann möglicherweise in den Genuss des Steuerabkommens zwischen Deutschland und den USA kommen und deshalb nur 15% US-Quellensteuer zahlen. 4. In dem vorliegenden Beispiel wurden folgende Investoren betrachtet: (a) „Befreite“ Investoren mit 0% US-Quellensteuer wie z.B. Staats- und Pensionsfonds in einigen Ländern. (b) Onshore-Investoren, auf die der US-Quellensteuersatz des Abkommens (15%) zur Anwendung kommt; Onshore, Investoren in vielen europäischen und asiatischen Ländern, die die „US ‚W8‘-Dokumentation“ vorlegen können. (c) Offshore-Investoren, die den vollen US-Quellensteuer-Satz von 30% zahlen, einschließlich Offshore-Investoren (z.B. Cayman Hedgefonds), Onshore-Investoren aus den Golfstaaten und anderen nicht zum Abkommen gehörenden Staaten und Investoren, die keine „W8“-Dokumentation“ vorlegen. 5. Nicht berücksichtigt ist die mögliche Aufrechnung (mit heimischen Steuern) durch Onshore-Investoren von amerikanischer bzw. deutscher Quellensteuer, die von den Fondsausschüttungen abgezogen wird. 6. Dies sind vereinfachte Beispiele. Sie sind so konzipiert, dass der derzeitige Kenntnisstand von iShares wiedergegeben wird, um eine realistische Darstellung der Probleme zu erhalten; Anleger sollten diese aber nicht als Vorhersage zukünftiger Erträge oder als Grundlage für die Beratung von Endinvestoren verwenden. 7. Die Anwendung von Quellensteuern erfolgt durch die Aufsichts- und Auszahlungsstellen, die nicht mit iShares oder anderen Teilen von BlackRock verbunden sind. Die korrekte Abzugshöhe kann subjektiv sein; ihre Handhabungspraxis kann unterschiedlich sein.

Quelle: BlackRock.

Quellensteuern auf Investitionsebene

Wenn ein ETF einen Net Total Return Index abbildet ist es möglich, dass die Quellensteuern teilweise für den Tracking Error verantwortlich sind. Denn Net Total Return Indizes wenden normalerweise Worst-Case-Szenarien an, indem sie Sätze für die Festlegung des möglichen Dividendenergebnisses verwenden, die von keinem Steuerabkommen ausgehen. Ein ETF kann aber unter Umständen ein besseres Ergebnis erzielen, wenn Doppelbesteuerungsabkommen bestehen. Das hängt aber von der Struktur sowie vom Domizil des ETF ab.

Für iShares bedeutet das:

1. In **Irland** domizilierte iShares Fonds sind als Corporate-Instrumente strukturiert und unterliegen deshalb den meisten Steuerabkommen zwischen Irland und anderen Ländern. Dies bedeutet, dass Aktiendividenden aus einem in Irland domizilierten iShares ETF mit Quellensteuer zu dem niedrigeren Abkommenssatz besteuert werden, dass

aber die auf festverzinsliche Investitionen ausgeschütteten Zinsen nicht quellenbesteuert werden. Falls es zwischen Irland und dem Land, in dem sich die zugrunde liegende Investition befindet, kein Steuerabkommen besteht, kann der lokale Quellensteuersatz zur Anwendung kommen. Dieser liegt in der Regel über den Sätzen des Steuerabkommens.

2. In **Deutschland** domizilierte iShares Fonds sind sowohl als transparente Instrumente (KAGs) als auch als Corporate-Instrumente (InvAGs) strukturiert. Die Quellensteuer auf Investitionsebene kann je nach der rechtlichen Struktur des Fonds sehr unterschiedlich sein. ETFs, die als transparente Instrumente strukturiert sind (wie luxemburgische oder französische FCPs), kommen in der Regel nicht in den Genuss von Steuerabkommen. So unterliegt z.B. ein deutscher KAG-Fonds einer Quellensteuer von 30 Prozent auf US-Dividenden, während ein InvAG-Fonds nur mit 15 Prozent besteuert wird.

3. Für in den **USA** domizilierte iShares Fonds, die als Fonds nach dem „Gesetz von 1940“ (Investment Company Act of 1940) strukturiert sind, gelten alle Steuerabkommen zwischen den USA und den jeweiligen zugrunde liegenden Ländern. Sie unterliegen ferner gemäß dem lokalen US-Steuerrecht keiner US-Quellenbesteuerung auf US-Staatsanleihen- und auf US-Aktiendividenden.

Quellensteuer auf Fondsebene

Das Domizilland des ETFs kann eine Quellensteuer auf Ausschüttungen an Investoren auf der Grundlage des Besitzes und des Wohnsitzes des Investors erheben. Die Quellenbesteuerung auf Fondsebene für verschiedene Fondsdomizile gestaltet sich wie folgt:

1. Irland erhebt keine Quellensteuern, wenn irische Fonds Einkommen oder Gewinne an Investoren aus Übersee ausschütten.
2. Deutschland erhebt eine Quellensteuer von 26,375 Prozent sowohl auf ausschüttende Fonds (sofern der Fonds deutsche Dividenden erhält) als auch auf thesaurierende Fonds. In Abkommensländern wohnhafte Investoren können jedoch unter Umständen in den Genuss des niedrigeren Abkommenssatzes kommen.
3. Die USA erheben in der Regel eine Quellensteuer in Höhe von 30 Prozent, wenn ein in den USA domizilierter Fonds eine Ausschüttung an Investoren tätigt. Dies kann jedoch je nach dem Steuerabkommen auf 15 Prozent oder gar 0 Prozent reduziert werden, sofern der Investor den US-Steuerbehörden ein W8BEN-Formular vorlegen kann.

Zusätzlich gewährt die US-Steuergesetzgebung derzeit unter Umständen eine Befreiung von der US-Quellensteuer. Dies ist der Fall, wenn ein in den USA domizilierter Fonds, der in US-Staats- oder Unternehmensanleihen investiert, eine Ausschüttung an Investoren tätigt.

Investoren sollten zudem das FATCA-Gesetz (Foreign Account Tax Compliance Act) berücksichtigen, das vom 1. Juli 2013 bis zum 1. Januar 2015 in einer Übergangsphase in Kraft treten wird. Das Gesetz erfordert von den Finanzinstituten, dass sie – als Schutz gegen Steuerhinterziehung – alle Details von US-Investoren, die außerhalb der USA Vermögen besitzen, den amerikanischen Steuerbehörden melden. Von Finanzinstituten gehaltene US-Wertpapiere, die nicht dem neuen Gesetz entsprechen, werden mit einer US-Quellensteuer von 30 Prozent sowohl auf die Bruttoverkaufserlöse als auch auf das Einkommen besteuert.

Tax Reporting – Steuerliche Meldungen

Zusammenfassend erwarten die Investoren in ihren Heimatländern folgende Steuern:

- ▶ Einkommensteuer auf realisiertes und nicht realisierte Erträge aus dem ETF.
- ▶ Kapitalertragsteuer auf den Kauf oder Verkauf von ETF-Anteilen.

Manche Steuerbehörden verlangen von ausländischen Fonds bestimmte Meldungen der steuerlichen Rahmendaten, damit Investoren für das Einkommen bzw. die Gewinne aus dem Fonds eine begünstigte steuerliche Behandlung erhalten können. So können z.B. in einigen Ländern die Investoren von Fonds, die steuerliche Meldungen durchführen, anhand des Einkommenselements besteuert werden, das im Gesamtertrag enthalten ist anstatt auf den Gesamtertrag selbst. Unter Umständen ist auch eine Besteuerung zum Kapitalertragsteuersatz anstelle des Einkommensteuersatzes möglich.

Steuerliche Meldungen können insbesondere bei thesaurierenden Fonds eine wichtige Rolle spielen, da es ohne diese steuerlichen Angaben für Investoren schwierig ist, den Gesamtertrag auf Einkommen und Kapital aufzuteilen. Das ist vor allem für Investoren in Ländern wichtig, in denen im Gesamtertrag erhaltene Kapitalerträge von der Steuer befreit sind. Wenn ein Fonds die Anforderungen an die steuerlichen Meldungen in einem Land erfüllt, meldet er in der Regel das im Gesamtertrag enthaltene Einkommenselement separat. Auf diese Weise können die Investoren dieses Einkommenselement in ihrem Wohnsitzland deklarieren und die korrekten Steuern abführen.

Ähnliche Anforderungen an steuerliche Meldungen bestehen in anderen EU-Ländern, wie z.B. Deutschland, Österreich und der Schweiz. In diesen Ländern müssen ETFs, die an deutsche, österreichische und schweizerische Investoren verkauft werden, das in den Gesamterträgen enthaltene Einkommenselement separat melden, damit die Investoren die anfallenden Steuern entsprechend abführen können. Ohne solche steuerliche Meldungen könnten die Steuerbehörden auf die Investoren eine Pauschalbesteuerung anwenden.

In Irland domizilierte iShares ETFs streben derzeit britischen, deutschen, österreichischen und in einigen Fällen schweizerischen steuerlichen Meldestatus an. In Deutschland domizilierte iShares ETFs streben ebenfalls den deutschen und in einigen Fällen österreichischen und schweizerischen, aber nicht den britischen steuerlichen Meldestatus an. In den USA domizilierte iShares ETFs machen in Europa keine steuerlichen Meldungen. Investoren sollten deshalb abwägen, ob der ETF, in den sie investieren möchten, den entsprechenden steuerlichen Status hat, der in ihrem Land erforderlich ist.

Renten-ETFs können ebenfalls verpflichtet sein, ihre Erträge gemäß einer EU-Richtlinie zur Zinsbesteuerung zu melden. Dies ist dann erforderlich, wenn die in einem EU-Land befindliche Zahlstelle eine Zahlung an einen in einem anderen Land beheimateten Investor tätigt. Ohne steuerliche Meldungen kann die Auszahlungsstelle eine Quellensteuer (in der Regel 35 Prozent) auf die getätigten Zahlungen einbehalten. Derzeit befolgen alle in Deutschland und Irland domizilierten Renten-ETFs die steuerlichen Meldungen gemäß der EU-Richtlinie zur Zinsbesteuerung.

- ▶ Wie handhabt der Fonds die Besteuerung auf Investitionsebene?
- ▶ Wo ist der ETF domiziliert?
- ▶ Welchen Steuerstatus hat der Fonds? Welchen Steuerstatus hat der Investor?
- ▶ Wie geht der Fonds mit Quellensteuern um?
- ▶ Wie handhabt der Fonds steuerliche Meldungen?



KAPITEL 3:
Performance

Bewertung der Portfolio Management Performance: Tracking Error und Tracking Difference

Einführung

Um die Portfolio Management Performance von Exchange Traded Funds (ETFs) bewerten zu können, müssen die Anleger wissen, wie genau ein ETF den zugrunde liegenden Index abbildet. Im Rahmen eines Due Diligence Prozesses ist es also wichtig, dass Anleger die Ursachen des Tracking Error als standardisierte Risikokennzahl verstehen und beurteilen können.

Bei physisch replizierenden ETFs ist eine der Hauptursachen für den Tracking Error der Unterschied zwischen dem Fondsvermögen und den Indexkomponenten. Dieser Unterschied hängt von der Replikationsmethodik und vom Portfolio der zugrunde liegenden Wertpapiere ab. Steuern, Liquiditätssteuerung und Tradingkosten durch das Rebalancing können sich ebenfalls auf den Tracking Error auswirken. Zudem können ETFs andere Erträge erwirtschaften als Indizes. Die Auswirkung dieser Kosten bzw. der Erträge kann dementsprechend positiv oder negativ sein. Hat ein ETF beispielsweise während steigender Kurse einen Bargeldüberschuss ist es wahrscheinlich, dass sich der ETF schlechter entwickelt als der Referenzindex. Andererseits führt ein Bargeldüberschuss in fallenden Märkten zu einer Outperformance gegenüber dem Referenzindex. Aus diesem Grund ist es das Ziel des ETF Fondsmanagements, immer möglichst geringe Mengen an liquiden Mitteln im Fondsvermögen zu halten.

Um den Tracking Error berechnen zu können ist es wichtig, den ETF und die Indexdaten sehr genau zu analysieren. Häufige Fehlerquellen bei der Berechnung des Tracking Errors sind unterschiedliche Zeiträume bei der Bewertung des ETF und des Index, der Vergleich von Total Return und Preis Return Nettoinventarwerten⁴ sowie Datenausreißer oder fehlende Daten.

Zudem spielt es eine große Rolle, die zugrunde liegenden Daten für die Berechnung des Tracking Error auf einen einheitlichen Zeitraum festzulegen. Möglich sind hier tägliche, wöchentliche oder monatliche Daten. All diese Faktoren können eine hohe Auswirkung auf die Berechnung des Tracking Error haben.

Meistens ist der Tracking Error insbesondere für taktische Anleger sehr wichtig, die den ETF regelmäßig handeln und ihn manchmal nur wenige Tage oder Wochen im Portfolio halten. Für einen Buy-and-Hold-Anleger mit langfristigen Investmentzielen, wie einem Asset-Manager oder einem Privatanleger, ist dagegen die Tracking Difference zwischen dem Fonds und dem Index während des geplanten Investitionszeitraum von z.B. einem oder drei Jahren wichtiger.

Die wichtigsten Fragen:

- ▶ Wie hoch ist der Tracking Error des Fonds?
Wie hoch ist die Tracking Difference?
Wie werden diese Kennzahlen berechnet?
- ▶ Wie soll ein Anleger die Tracking Error/Difference berechnen und welche Kennzahl sollte bevorzugt verwendet werden?
- ▶ Was veranlasst die Tracking Error/Difference eines ETF?
Welche anderen Faktoren sind bei der Bewertung des Tracking Error/Difference zu berücksichtigen?
- ▶ Wie strukturiert der ETF die Auswirkung auf Tracking Error/Difference?
- ▶ Wie erfolgt das Tracking eines ETF in einem Krisenzeitraum?

Wie hoch ist der Tracking Error des Fonds? Wie hoch ist die Tracking Difference?

Sowohl der Tracking Error als auch die Tracking Difference sollten vor einem Investment berücksichtigt werden.

Definition des Tracking Error

Der Tracking Error zeigt die Volatilität der Ertragsdifferenzen zwischen einem Fonds und seinem Referenzindex auf. Die weitverbreiteste Definition des Tracking Error beruht auf täglichen oder monatlichen Daten.

Zur Berechnung des Tracking Error mit täglichen Daten ist die Standardabweichung der täglichen Erträge des Total Return NAV abzüglich der täglichen Erträge des zugrunde liegenden Referenzindex zu berechnen. Diese Standardabweichung ist mit der Quadratwurzel von 252 zu multiplizieren, da 252 Geschäftstage pro Jahr angenommen werden, um eine annualisierte Zahl für den Tracking Error zu erhalten.

$$TE^d = std(r_{TRNAV}^d - r_{Index}^d) * \sqrt{252}$$

wobei gilt:

TE^d ist der annualisierte Tracking Error auf Basis tagesaktueller Daten.

r_{TRNAV}^d sind die täglichen Gesamterträge des NAV des ETF.

r_{Index}^d sind die täglichen Erträge des Referenzindex.

4. Der Nettoinventarwert (Net Asset Value - NAV) ist der Wert eines einzelnen Anteils des ETF. Der Total Return NAV ist der Nettoinventarwert der durch die Distributionskosten des ETF angepasst wurde.

Ein auf tagesaktuellen Daten beruhender Tracking Error stellt die tatsächliche Tracking Difference, die sich für einen Anleger ergibt, oft übertrieben dar. Um dies zu verhindern, kann der Tracking Error auch auf wöchentlicher oder monatlicher Basis berechnet werden. Diese Ergebnisse liegen oft näher an den tatsächlichen Unterschieden für den Anleger. Die Berechnung hierfür ist:

$$TE^w = \text{std}(r_{TRNAV}^w - r_{Index}^w) * \sqrt{52}$$

$$TE^m = \text{std}(r_{TRNAV}^m - r_{Index}^m) * \sqrt{12}$$

wobei die Exponenten w und m für die wöchentlichen oder monatlichen Daten auf einer Ertragsserie beruhen. Als Faustregel werden normalerweise mindestens 30 Erhebungspunkte für die Berechnung des Tracking Error verwendet, damit sich ein statistisch signifikanter Wert ergibt. Die Berechnung des Tracking Error auf der Grundlage von Monatsdaten erfordert eine Fondshistorie von mindestens 2,5 Jahren. Wurde der ETF erst kürzlich aufgelegt, sollten wöchentliche oder tägliche Daten zur Berechnungen des Tracking Error verwendet werden.

Normalerweise ist der auf täglichen Daten beruhende Tracking Error höher als der auf wöchentlichen oder monatlichen Daten. Aus diesem Grund spielt der Betrachtungszeitraum eine zentrale Rolle.

Definition der Tracking Difference

Die Tracking Difference ist eine Total Return Differenz zwischen einem Fonds und seines Referenzindex über einen bestimmten Zeitraum.

Für Anleger, die einen ETF länger als nur wenige Tage oder Wochen halten möchten, spielt die Tracking Difference eine größere Rolle als der Tracking Error. Denn der Tracking Error kann sowohl positiv als auch negativ sein. In bestimmten Monaten kann sich der ETF leicht unter seinem Referenzindex entwickeln und in anderen Monaten wiederum über dem Referenzindex. Langfristig gesehen sollten sich diese Unterschiede aber meist aufheben.

Um die Rebalancing- und Transaktionskosten zu reduzieren, optimieren einige die ETFs oder bilden nur teilweise die Bestände nach. Für den Anleger reduziert dies die Kosten, bedeutet aber, dass der Tracking Error des Fonds in der Regel höher ist.

Deshalb ist es wichtig, Tracking Error und Tracking Difference während des gesamten Anlagezeitraums zu betrachten. Denn zusätzliche Einkommen aus der Wertpapierleihe und der unterschiedlichen steuerlichen Behandlung des ETF und des Referenzindex können für den Anleger ebenfalls positiv sein, aber auch sie erhöhen den Tracking Error. Konstante Kosten hingegen erhöhen den Tracking Error nicht. Deshalb kann ein ETF einen Tracking Error von Null haben, aber eine Tracking Difference von ungleich Null.

Wie soll ein Anleger den Tracking Error oder die Tracking Difference bewerten und welche Kennzahl sollte bevorzugt verwendet werden?

Wenn ein Anleger beabsichtigt, einen ETF für einen längeren Zeitraum zu halten, ist die Tracking Difference über einen längeren Zeitraum die optimale Bewertungsgrundlage. Abbildung 9 zeigt die rollierende 1-Jahres Tracking Difference zwischen dem iShares S&P 500 ETF und seinem Referenzindex. Mit einer Total Expense Ratio von 40 Basispunkten für den ETF liegt die Annahme nahe, dass der Fonds mindestens 40 Basispunkte unter seinem Referenzindex liegt. Tatsächlich aber beträgt die Underperformance des ETF weniger als 10 Basispunkte über ein Jahr, da der Fonds zusätzliches Einkommen aus der Wertpapierleihe erhält und gegenüber dem Referenzindex eine günstigere steuerliche Behandlung genießt.

Abbildung 9: Rollierende 1-Jahres Tracking Difference für den iShares S&P 500 ETF



Quelle: BlackRock.

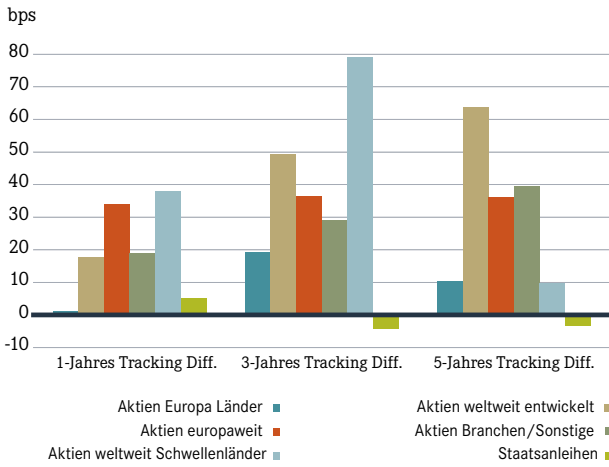
Grundsätzlich ist es empfehlenswert, die Tracking Difference über verschiedene Zeiträume zu betrachten. Die Tracking Difference in Abbildung 10 wird als kumulative Gesamterträge im ETF abzüglich der Erträge des Referenzindex berechnet. Da die TER bereits von dem Total Return NAV des ETF abgezogen wurde, muss für den Referenzindex in gleicher Weise verfahren werden. Dies wird in folgender Weise berechnet:

$$TD_n = (1 + R_{TRNAV}^n - (R_{Index}^n - TER))^n - 1$$

wobei gilt:

- n ist die Anzahl von Jahren, für welche die Tracking Difference berechnet werden soll.
- TD_n ist die annualisierte Tracking Difference über n Jahre.
- R_{TRNAV}^n ist der Gesamtertrag des ETF während eines Zeitraums von n Jahren.
- R_{Index}^n ist der Ertrag des Referenzindex während eines Zeitraums von n Jahren.
- TER ist die Total Expense Ratio des ETF.

Abbildung 10: Durchschnittliche annualisierte Tracking Difference für die verschiedenen Anlageklassen



Quelle: BlackRock.

Was verursacht den Tracking Error eines ETF und was bedeutet dies für das Investment?

Der Tracking Error zeigt die Volatilität der Ertragsdifferenzen zwischen einem Fonds und seinem Referenzindex auf. Er kann durch eine große Anzahl von Faktoren hervorgerufen werden: unterschiedliche Wertpapiere im ETF und im Referenzindex, Rebalancing- und Transaktionskosten, unterschiedliche steuerliche Behandlung der Wertpapiererträge im Fonds und Index sowie die Replikationsmethodik des ETF.

Zudem ist auch wichtig, den korrekten Referenzindex für die Performance Analyse zu wählen. In Europa folgen viele Aktien-ETFs einem netto Total Return Index. Dieser Index besteht aus den Erträgen der zugrunde liegenden Wertpapiere plus deren Dividendenzahlungen abzüglich der Quellensteuer. ETFs können aber auch brutto Total Return oder Preisindizes abbilden. Die Referenzindizes für festverzinsliche Anlagen sind in der Regel brutto Total Return Indizes.

Unterschiede zwischen Fondsvermögen und den Indexkomponenten

Obwohl ein ETF versucht, seine Benchmark immer so genau wie möglich abzubilden, spiegelt ein Index häufig die komplexen operativen Aspekte im Zusammenhang mit dem Handel und Halten von Wertpapieren in einem Fonds nicht wieder. Auch bei einem Index mit einfach zugänglichen Wertpapieren kann es daher kleinere Differenzen zwischen den Erträgen des ETF und des Referenzindex geben.

Wenn die Wertpapiere eines ETF den Indexkomponenten entsprechen, der ETF also voll repliziert wird, ist der Tracking Error in der Regel relativ gering. Einige ETFs halten aber nicht alle Indexwertpapiere im Fondsvermögen. Die Entscheidung, ob ein Index vollständig repliziert oder ob das Fondsvermögen optimiert wird, hängt von verschiedenen Faktoren ab: Der Anzahl der Indexkomponenten, die Zugänglichkeit der Wertpapiere, die Konzentration des Index sowie regulatorische Vorgaben und die geplante Größe des ETF.

Abbildung 11: Durchschnittlicher annualisierter Tracking Error basierend auf der Fondsmanagement-Methodik



Quelle: BlackRock.

Der Hauptgrund für die Optimierung eines ETF besteht darin, den Fonds dadurch leichter managen zu können und die Rebalancingkosten zu verringern. Durch die geringen Rebalancingkosten wird die Liquidität des ETF erhöht und gleichzeitig die Geld-Brief-Spanne verringert. Eine Optimierung des ETF verfolgt immer das Ziel, die verschiedenen Risikofaktoren des Fonds aufeinander abzustimmen, auch wenn dabei der Fonds die Wertpapiere des Referenzindex nicht genau abbildet. Dies erhöht möglicherweise den Tracking Error, hilft aber in der Regel, die Handelskosten für einen Anleger zu senken.

In der Regel bildet ein ETF einen Index, der aus 50-100 leicht zugänglichen Wertpapieren besteht, vollständig ab. Aktien-ETFs, die Indizes mit über 1.000 Wertpapieren abbilden, werden in der Regel optimiert, wie beispielsweise der iShares MSCI World ETF. Die Portfolio Management Technik für festverzinsliche Fonds, die aus vielen Anleihen oder schwer zugänglichen Anleihen, wie z.B. beim iShares Barclays Capital Euro Corporate Bond ETF, wird als Gruppenauswahl (stratified sampling) bezeichnet.

In der Abbildung 11 wird der durchschnittliche annualisierte Tracking Error für alle europäischen iShares ETFs, die auf der Portfolio Management Methodik beruhen, dargestellt. Wie erwartet haben vollständig replizierenden Fonds den niedrigsten Tracking Error.

Daneben ist auch der „Cash Drag“ ein weiterer wichtiger Faktor. Denn Fonds halten meist eine gewisse Menge an Bareinlagen, um für die Durchführung von Fondsmanagement Vorgängen keine Wertpapiere verkaufen zu müssen. Meist werden für diese Rücklagen Dividenden- und Kuponzahlungen verwendet. Diese werden gesammelt, bis genügend Geldmittel vorhanden sind, um eine Neuinvestition zu tätigen oder bei ausschüttenden Fonds eine Auszahlung an die Investoren zu veranlassen. Dividenden beeinflussen auch insofern die Tracking Difference, als dass die meisten Indizes davon ausgehen, dass die Dividenden am ex date reinvestiert werden. ETFs können diese Reinvestition aber erst am Zahltag, also einige Tage später, tätigen. Oftmals kann der Fondsmanager versuchen die Differenz mithilfe von Futures abzusichern, aber nicht alle Fonds dürfen mit Futures arbeiten und nicht alle Indizes machen es möglich, passende Future Kontrakte einzusetzen.

Auch Handelskosten für Indexrebalancing haben hier Auswirkungen, denn die Kosten für das Indexrebalancing werden im Index selbst nicht berücksichtigt. Hinzu kommen eine unterschiedliche Behandlung von Kapitalmaßnahmen und Spin-Offs im ETF und dem Index, die an manchen Tagen eine zusätzliche Tracking Difference verursachen können.

Auch schwer zugängliche Märkte stellen eine Herausforderung dar, wenn der Fonds nicht in der Lage ist, auf bestimmte Wertpapiere zuzugreifen. Wenn der ETF nicht lokal investieren kann, muss er möglicherweise auf Proxy-Instrumente, wie ADRs, GDRs oder P-Notes, zurückgreifen. Diese können eine zusätzliche Liquiditätsprämie haben, aufgrund der unterschiedlichen Öffnungszeiten der Handelsplätze zwischen den Emerging Markets und den entwickelten Märkten, der die Proxy-Instrumente verkauft.

Die Auswirkung von Steuern

Viele in Europa gelistete ETFs müssen Quellensteuern auf das Fondsvermögen zahlen. Bei Aktien-ETFs, die hauptsächlich netto Total Return Indizes abbilden, kommen weitere Steuerabzüge der zugrunde liegenden Wertpapiere zur Anwendung. Zudem kann es aufgrund unterschiedlicher

steuerlicher Behandlung verschiedener Länder zu einem Unterschied zwischen den steuerlichen Belastungen für den Fonds und dem Index, sowie zwischen verschiedenen ETFs, die den gleichen Index abbilden, kommen. Viele Benchmark-Indizes unterstellen aus diesem Grund eine steuerliche Behandlung für einen in Luxemburg domizilierten Fonds, denn aufgrund der ungünstigsten Doppelbesteuerungsabkommen führt dies zu den höchsten Steuern. Ein in Irland oder Deutschland domizilierter ETF hat in der Regel andere Steuerabkommen, die dazu führen, dass der Fonds besser abschneiden kann als sein Referenzindex. Unter Umständen besteht auch die Möglichkeit, dass ein Anleger die vom ETF bezahlten Steuern mit seinen eigenen Steuern verrechnen kann. Grundsätzlich können ETFs die erstattete Steuerbelastung sofort oder an einem spezifischen Tag des Jahres verbuchen, wobei letztere Möglichkeit wiederum den Tracking Error erhöht.

Welche weiteren Faktoren sind bei der Bewertung des Tracking Error zu berücksichtigen?

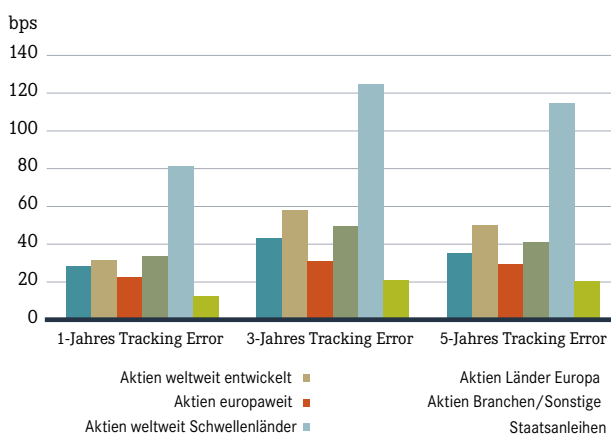
Die Assetklasse

Anleger sollten für verschiedene Assetklassen einen sehr unterschiedlichen Tracking Error erwarten.

Während ein Tracking Error von 20-50 bps für einen schwer zugänglichen Markt, wie Anleihen aus den Emerging Markets oder High Yield-Anleihen akzeptabel ist, wird dieser Wert für einen ETF, der eine normale Anzahl an Wertpapieren aus entwickelten Märkten oder Staatsanleihen enthält, als zu hoch wahrgenommen.

Die Abbildung 12 zeigt den durchschnittlichen annualisierten Tracking Error für alle europäischen iShares ETFs der einzelnen Anlageklassen.

Abbildung 12: Durchschnittlicher annualisierter Tracking Error der einzelnen Anlageklassen (bps)



Quelle: BlackRock.

Auswirkung von Währung

Der Tracking Error wird normalerweise in der Basiswährung des ETF berechnet. Für Anleger, die ihr gesamtes Portfolio in Euro halten, ist es evtl. von größerem Interesse den Tracking Error in EUR zu berechnen, auch wenn die Basiswährung des ETF beispielsweise US-Dollar ist.

Wird der Tracking Error in einer anderen Währung berechnet, führt dies zu einer marginal unterschiedlichen Volatilität der periodisch betrachteten Tracking Difference in der Basiswährung. Tests haben gezeigt, dass die in EUR oder GBP berechneten Tracking Error, im Vergleich zur Berechnung in der Basiswährung des Fonds nur geringe Unterschiede aufweisen. Zudem ist es wichtig, den NAV des ETF und die Indexdaten in der gleichen Währung auszuwählen und sicherzustellen, dass dieselben Wechselkurse für die Umrechnung zugrunde liegen.

Mögliche Datenfehler

Eine der häufigsten Fehlerquellen bei der Berechnung des Tracking Error sind Datenfehler. Diese können den Tracking Error stark erhöhen und lassen sich nicht immer einfach feststellen. Grundsätzlich sollten bei einem außergewöhnlich hohen Tracking Error alle der Berechnung zugrundeliegenden Daten auf Fehler überprüft werden. Folgende Fehler werden bei der Berechnung des Tracking Error häufig beobachtet:

1. Unterschiedliche Behandlung von Feiertagen zwischen dem NAV des ETF und dem Index

Wenn Feiertage des ETF-Domizillandes und der zugrunde liegenden Wertpapiere im Referenzindex unterschiedlich sind, kann es vorkommen, dass der ETF keinen veröffentlichten offiziellen NAV hat, aber der Indexanbieter einen solchen veröffentlicht. Die Lösung besteht darin, Diskrepanzen welche aufgrund von unterschiedlichen Feiertagen im Domizilland des ETF und der Wertpapiere im Index entstanden sind, aus der Berechnung des Tracking Error zu nehmen.

Tabelle 3: Hypothetisches Beispiel einer Tracking Difference mit einem Datenfehler, der zu einem höheren Tracking Error führt

	Total Return Fonds NAV	Total Return Index	Tägliche Erträge Fonds NAV	Tägliche Erträge Index	Tägliche Differenz
Tag 0	100,00	100,0	–	–	–
Tag 1	100,46	100,5	0,46%	0,50%	-0,04%
Tag 2	100,89	100,9	0,43%	0,40%	0,03%
Tag 3	100,89	100,6	0,00%	-0,30%	0,30%
Tag 4	100,33	100,3	-0,56%	-0,30%	-0,26%
Tag 5	100,43	100,4	0,10%	0,10%	0,00%

Quelle: BlackRock.

Wird hingegen Tag 3 aus den Berechnungen entfernt, ergibt sich eine korrekte Berechnung des Tracking Error mit einer Standardabweichung von 4bps, die im Einklang mit den täglichen Differenzen ist.

Tabelle 4: Hypothetisches Beispiel einer Tracking Difference mit bereinigtem Datenfehler

	Total Return Fonds NAV	Total Return Index	Tägliche Erträge Fonds NAV	Tägliche Erträge Index	Tägliche Differenz
Tag 0	100,00	100,00	–	–	–
Tag 1	100,46	100,5	0,46%	0,50%	-0,04%
Tag 2	100,89	100,9	0,43%	0,40%	0,03%
Tag 4	100,33	100,3	-0,56%	-0,59%	0,04%
Tag 5	100,42	100,4	0,09%	0,10%	-0,01%

Quelle: BlackRock.

Das Beispiel zeigt eindeutig, wie ein Datenausreißer den gesamten Tracking Error nennenswert beeinflussen kann. Deshalb ist es wichtig, bei der Berechnung des Tracking Error korrekte Daten zu verwenden.

Folgende Tabelle zeigt anschaulich, wie ein durch Feiertage verursachter Datenfehler den Tracking Error nachteilig beeinflussen kann. Für die Berechnung wurden hypothetische Werte für den Gesamtertrag NAV und des Index angenommen. Da am Tag 3 der Total Return NAV keinen offiziellen Wert hat, wird an dieser Stelle der Vortageswert verwendet. Dies führt bei zwei aufeinanderfolgenden Tagen zu großen Differenzen zwischen den Erträgen im Fonds und den Erträgen des Referenzindex. Die Standardabweichung der täglichen Unterschiede ist mit 20bps ebenfalls relativ hoch.

2. Datenausreißer für NAV oder den Index

Auch allgemeine Datenausreißer können die Berechnung des Tracking Error nennenswert stören. Die Ergebnisse sind dem vorstehend dargestellten Beispiel eines Datenfehlers sehr ähnlich. Nach unserer Erfahrung kommen Datenausreißer in der Anfangszeit nach der Auflage des Fonds am häufigsten vor.

3. Es ist kein Total Return NAV verfügbar

Einige ETF-Anbieter geben den NAV des Fonds auf ihren Websites an, machen aber keine Angaben zu den Dividendenzahlungen. In diesem Fall ist der Tracking Error höher, da an den Tagen, an denen der Fonds eine Dividende zahlt die Ertragsdifferenz gegenüber dem Referenzindex höher ist. Ähnlich wie das Beispiel in Tabelle 3 und Tabelle 4 kann eine Nichtübereinstimmung der Dividendendaten zu einer wesentlichen Zunahme der Gesamtstandardabweichung und damit des Tracking Error führen. Wenn ein ETF-Anbieter den Total Return NAV nicht bekannt gibt, müssen die Anleger auf offizielle Datenlieferanten wie Bloomberg, Reuters, Morningstar oder Lipper zurückgreifen. Bei diesen externen Datenlieferanten ist es jedoch möglich, dass Datenausreißer enthalten sind.

4. Unterschiede zwischen dem NAV des ETF und dem des Referenzindex

Bei der Analyse von Daten von der Website des ETF-Anbieters oder von einem externen Datenlieferanten müssen Anleger darauf achten, dass die ETF NAV-Daten und die Referenzindexdaten vollständig abgeglichen sind. Denn ein Tracking Error, der aus Daten unterschiedlicher Zeiträume berechnet wurde, ist mitunter nicht aussagekräftig. Besonders häufig ist dies bei Wertpapieren aus dem asiatischen Markt zu beobachten, da die Datenlieferanten hier einen Tag Reporting-Verzögerung haben.

Welchen Einfluss hat die ETF-Struktur auf den Tracking Error?

Wie schon erwähnt gibt es physisch replizierende ETFs und Derivate-basierte ETFs. Bei Derivate-basierten ETFs kann der Tracking Error niedriger sein als bei physisch replizierenden ETFs. Dabei sollte allerdings beachtet werden, dass konstante Kosten wie die Total Expense Ratio und auch der Swap-Spread, die täglich abgezogen werden, nicht den Tracking Error erhöhen, sondern die Gesamtperformance des Fonds reduzieren und in der Tracking Difference wiedergegeben werden. Fortwährende Kosten für Derivate erhöhen den Tracking Error auch nicht. Andererseits erhöhen die Kosten für den Derivate-basierten ETF, wenn diese zurückgesetzt werden, die Ertragsdifferenzen zwischen Fonds und Index, und dies erhöht den Tracking Error.

Wie erfolgt das Tracking eines Fonds in Krisenzeiten?

In Abbildung 13 ist die Auswirkung der Marktvolatilität auf den Tracking Error dargestellt. Ein 3-Jahres Tracking Error, der die globale Finanzkrise umfasst, ist für die tägliche, wöchentliche und monatliche Analyse am höchsten. In Krisenzeiten sind die meisten Wertpapiere volatil, was die Differenzen zwischen dem Fondsvermögen und den Wertpapieren des Index und damit der Tracking Difference erhöhen kann. Die Erweiterung des Berechnungszeitraums um zwei Jahre reduziert den Tracking Error, da die Jahre vor der Krise mit geringer Volatilität in der Berechnung enthalten sind.

Abbildung 13:
Durchschnittlicher annualisierter Tracking Error (bps)



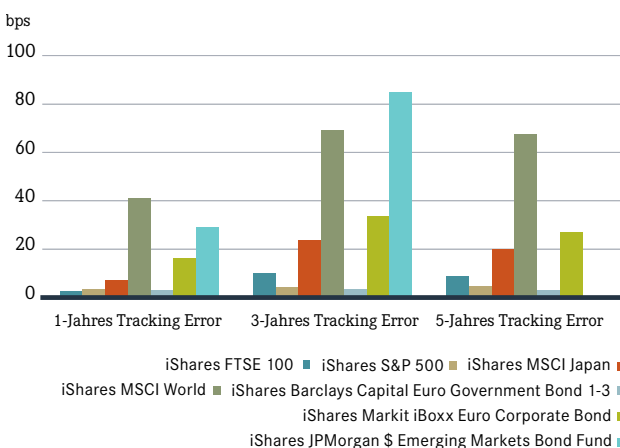
Quelle: BlackRock.

Das Beispiel eines physisch replizierenden Aktien-ETF, wie dem iShares FTSE 100 und iShares S&P 500, zeigt einen geringen Tracking Error zwischen 3 und 18bps. Er hängt von den einzelnen ETFs ab und davon, ob die Berechnung den Finanzkrisenzeitraum der letzten Jahre umfasst. Aktien-ETF mit optimierter Replikationsmethodik, wie der iShares MSCI Japan und iShares MSCI World, zeigen einen etwas höheren Tracking Error von fast 70bps während der Krise.

Im festverzinslichen Bereich hat der iShares Barclays Capital Euro Government Bond 1-3 ETF, der vollständig repliziert ist, einen niedrigen Tracking Error von rund 3bps. Auch während der globalen Finanzkrise 2008 oder der europäischen Schuldenkrise, die im Mai 2010 begonnen hat, hat sich dieser nicht nennenswert erhöht.

Der iShares Barclays Capital Euro Corporate Bond ETF hat einen Tracking Error zwischen 17bps und 35bps. Für einen Fonds, der mit der „Stratified Sampling Methode“ verwaltet wird und dessen zugrunde liegende Wertpapiere nicht leicht zugänglich sind, ist das ein guter Wert. Ähnlich ist die Situation für den iShares JPMorgan \$ Emerging Markets Bond ETF. Er wird ebenfalls nach dieser Methode verwaltet und hatte im letzten Jahr einen Tracking Error von 30bps, der sich auf 84bps erhöht, wenn die globale Finanzkrise mit in die Berechnung einbezogen wird. Der ETF wurde aber erst im Februar 2008 aufgelegt, aus diesem Grund sind nicht ausreichend Daten für eine Berechnung des Tracking Error über 5 Jahre verfügbar.

Abbildung 14:
Annualisierter Tracking Error für einzelne ETFs (bps)



Quelle: BlackRock.

Zusammenfassung

Für die Bewertung der Performance eines ETF sind sowohl der Tracking Error als auch die Tracking Difference wichtige Faktoren. Der Tracking Error ist für schwer zugängliche Märkte und bei ETFs, die einen Index mit einer großen Anzahl an Wertpapieren abbilden, teilweise größer. Während der Tracking Error ein Maß für das Risiko ist, misst die Tracking Difference die tatsächliche Unter- bzw. Überperformance des Fonds gegenüber seinem Referenzindex innerhalb eines bestimmten Zeitraums.

Der Tracking Error ist für einen Anleger, der den ETF eher als taktisches Anlageinstrument handelt, die wichtigere Größe. Für einen Buy-and-Hold-Anleger mit langfristigen Investmentzielen ist dagegen die Tracking Difference die wichtigere Kennzahl. ETFs können den Referenzindex aufgrund günstigerer steuerlicher Behandlung und möglicher Erträge aus der Wertpapierleihe sogar übertreffen. Dies erhöht unter Umständen den Tracking Error, nicht aber das Risiko, dass der Fonds sich in Zukunft schlechter entwickelt.

- ▶ Wie hoch ist der Tracking Error des Fonds? Wie hoch ist die Tracking Difference? Wie werden diese Kennzahlen berechnet?
- ▶ Wie soll ein Anleger die Tracking Error/Difference bewerten und welche Kennzahl sollte bevorzugt verwendet werden?
- ▶ Was verursacht den Tracking Error eines ETF und was bedeutet dies für das Investment?
- ▶ Welche weiteren Faktoren sind bei der Bewertung des Tracking Error zu berücksichtigen?
- ▶ Wie berechnet der ETF-Anbieter den Tracking Error? Wie sollte ein Investor den Tracking Error berechnen?
- ▶ Welche Auswirkung hat die ETF-Struktur auf den Tracking Error?
- ▶ Wie erfolgt das Tracking eines ETF in einem Krisenzeitraum?



KAPITEL 4:

Trading und Bewertung

Trading und Bewertung:

Die Flexibilität zu handeln – wenn man es möchte

Einführung

Einer der wichtigsten Gründe, warum ETFs zu den erfolgreichsten Finanzinnovationen der vergangenen 20 Jahre geworden sind, ist ihre Einfachheit, mit der sie Investoren erlauben, auch große und komplexe Wertpapierkörbe zu halten. In der Tat lautet die meistzitierte Aussage in Bezug auf ETFs, dass sie sich, „wie Aktien handeln lassen“. Das folgende Kapitel bietet eine Zusammenfassung wie ETFs gehandelt werden, mit besonderem Augenmerk auf die open-end Eigenschaft eines ETF und die Arbitrage-Mechanismen.

Diese Eigenschaften sind für eine hohe Liquidität verantwortlich. Außerdem sind sie entscheidend, ob ein Produkt mit einem Abschlag gehandelt werden kann oder nicht. Obwohl es eine

große Spannbreite an ETF-Produkten auf dem europäischen Markt gibt und eine große Anzahl an Anlageklassen, die verschiedene rechtliche Strukturen nutzen, ist es trotzdem möglich, ihre Performance und die Hauptunterschiede zwischen ihnen anhand eines Leitfadens zu beurteilen.

Wichtige Fragen für Anleger

- ▶ Wie liquide ist der ETF am Primärmarkt (Börse) als auch am Sekundärmarkt (Over The Counter, OTC)?
- ▶ Wie kann ein Investor am besten ohne einen Interessenskonflikt handeln?

ETF-Liquidität – nicht nur das, was Sie auf dem Bildschirm sehen

ETFs sind an der Börse gelistet und können im Grunde genau wie Aktien gehandelt werden. Diese Betrachtung lässt jedoch wichtige Aspekte außer Acht, wie beispielsweise, dass die Liquidität eines ETF von der Liquidität an der Börse abweichen kann. Viele Anleger, die mit dem Aktienhandel vertraut sind, neigen dazu, das Handelsvolumen als einen Indikator für Liquidität zu betrachten. Das gehandelte Volumen eines ETF kann jedoch irreführend in Bezug auf seine wahre Liquidität sein. Denn diese Kennzahl sagt nichts über die Liquidität der Wertpapiere, die im ETF abgebildet werden, aus. Um den Prozess der zur Liquidität eines ETF führt zu verstehen, sollte man sich am besten mit der Struktur und Funktionsweise eines physisch replizierenden ETF vertraut machen. Ein ETF ist ein Fonds, der einzelne Wertpapiere enthält. ETF-Anteile ermöglichen dem Anleger, Fragmente der einzelnen im ETF enthaltenen Wertpapiere zu erwerben.

Kauft oder verkauft ein Anleger also ETF-Anteile, werden an der Börse die zugrundeliegenden Wertpapiere gehandelt. Der ETF bietet dem Anleger eine weitere Möglichkeit in einen bestimmten Wertpapierkorb zu investieren. Eine Anlage in einen Wertpapierkorb kann erstens durch den Kauf oder den Verkauf aller einzelnen Wertpapiere oder eben durch den Kauf oder Verkauf von Anteilen eines einzelnen ETF geschehen.

Derivate-basierte ETFs bilden eine Benchmark auf eine andere Weise ab. In welchem Zusammenhang Liquidität bei diesen Produkten wichtig ist, wird im weiteren Teil dieses Kapitels näher erläutert.

Grundlagen des Creation und Redemption Prozesses: physisch replizierende ETFs

Der Mechanismus, der verwendet wird, um sicherzustellen, dass der Preis der ETF-Anteile den Preis der im Fonds enthaltenen Wertpapiere abbildet, wird Creation-Redemption-Prozess genannt. Die Grundlagen dieses Prozesses sind einfach: Bevor der Markt am Morgen öffnet, liefert der ETF-Emittent eine Beschreibung des Wertpapierkorbes, der am Ende des Tages in dem Fonds aufgenommen werden soll, als Tausch gegen neue Anteile des ETF (oder um aus dem Fonds zu liefern als Tausch, um bestehende Anteile des ETF zurück zu erhalten). Der ETF-Emittent bestimmt „autorisierte Teilnehmer“ („APs“), normalerweise große Broker, die die Vollmacht haben, die Wertpapierkörbe im Tausch gegen ETF-Anteile zu liefern.

Abbildung 15 zeigt diesen Prozess und dessen Bedeutung für die Liquidität anhand des in Irland domizilierten iShares EURO STOXX 50 ETF, der an der Londoner Börse (LSE) gehandelt wird. Dieser ETF⁵ enthält 50 Aktien in der Gewichtung, die der im EURO STOXX 50 Index genau entsprechen sollte.

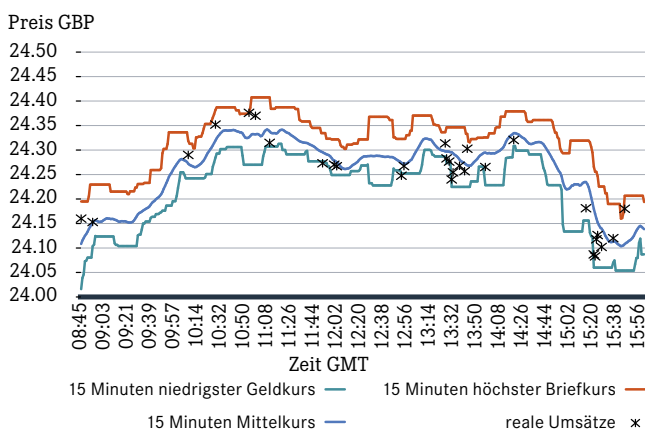
Während des Handelstags am 15. Juli konnte ein Anleger einen Wertpapierkorb in der gleichen Gewichtung wie im ETF zusammenstellen, indem er die einzelnen Aktien kaufte oder verkaufte, die dem Aktienwert des ETF⁶ entsprechen. Abbildung 15 zeigt die aggregierten Intraday-Preise zum Kauf (unter Verwendung des Geldkurses, bid quote) und zum Verkauf (unter Verwendung des Briefkurses, ask quote) des iShares EURO STOXX 50 ETF. Zum Beispiel konnte der Aktienkorb zwischen 8:30 und 8:45 Uhr für mindestens 24,20 GBP und für mindestens 24,30 GBP verkauft werden.

5. Handelstag 15. Juli 2011.

6. Quelle: BlackRock, Bloomberg am 15. Juli 2011. Das Chart entstand unter Verwendung von 1-minütigen Intervallen. Die tatsächlichen Transaktionen werden dargestellt wie auf Bloomberg von der LSE und von der Frankfurter Börse berichtet wird (unter Verwendung derselben Wechselkurse).

Da die beteiligten Wertpapiere allesamt ein hohes Volumen aufweisen und liquide sind, hat der Wertpapierkorb einen kleinen Spread von ca. 14 bps während des Tages (unter Verwendung von elektronischen 1-minütigen Intervallen).

Abbildung 15: In Irland domizilierter iShares EURO STOXX 50 ETF, 15 Minuten Rolling



Quelle: Angaben vom 15. Juli 2011, BlackRock.

Statt den Wertpapierkorb zu kaufen oder zu verkaufen, haben die Investoren auch die Möglichkeit, den ETF zu handeln. Abbildung 15 zeigt auch den Preis der tatsächlichen Transaktionen des ETF am selben Tag. Gut zu erkennen ist, wie der Handelspreis des ETF innerhalb der Geld-Brief-Spanne des Wertpapierkorbes selbst liegt. Hier wird der Creation-Redemption-Prozess angewandt: **Wenn der Preis des ETF sich weit genug außerhalb der Geld-Brief-Spanne des zugrundeliegenden Wertpapierkorbes bewegt, erhöht sich die Möglichkeit, Arbitrage-Erträge zu erzielen.**

Um 11:52 Uhr liegt der Transaktionspreis des ETF beispielsweise bei 24,27 GBP und damit unterhalb des Briefkurses des Aktienkorbes in den vorangegangenen 15 Minuten von 24,28 GBP. Während dieser Zeit konnte ein AP oder ein Anleger über einen AP ETF-Anteile kaufen und gleichzeitig den zugrundeliegenden Wertpapierkorb verkaufen. Am Ende des Tages kann der AP voraussichtlich die ETF-Anteile, die er um 11:52 Uhr gekauft hatte (zum Preis von 24,27 GBP), einreichen und erhält im Gegenzug dafür den zugrundeliegenden Wertpapierkorb, dessen gewichtete Wertpapiere den ETF darstellen. Diese Wertpapiere können dann wiederum genutzt werden, um den Verkauf der ETF-Anteile abzuwickeln, der zum selben Zeitpunkt getätigt worden war.⁷ Der Erlös beträgt in diesem Fall einen Penny pro Anteil.

Es ist möglich, dass in dem Augenblick, in dem der AP versucht, Anteile des ETF um 11:52 Uhr zu kaufen, diese Handlung den Preis in die Höhe treiben kann und umgekehrt. Sollte der AP versuchen, die zugrundeliegenden Wertpapiere zu verkaufen, könnte diese Handlung den Preis drücken. Der AP wird diese Vorgehensweise so lange nutzen, bis der Preisunterschied zwischen dem ETF und dem Wertpapierkorb einen Punkt erreicht, an dem sich diese Arbitrage nicht mehr lohnt. Dieses Vorgehen stellt sicher, dass der ETF nur von wenigen Marktteilnehmern außerhalb der Geld-Brief-Spanne des zugrundeliegenden Wertpapierkorbes gehandelt werden kann.

Die Liquidität des Aktienkorbes als untere Grenze für die ETF - Liquidität

Der beschriebene Arbitrage-Mechanismus hat wichtige Auswirkungen auf die Liquidität der ETFs. Wenn ein Ungleichgewicht von Angebot und Nachfrage den Preis des ETF nach oben treibt (im Vergleich zu seinem zugrundeliegenden Wertpapierkorb), bis zu einem Punkt, wo eine Arbitrage-Möglichkeit entsteht, wird der AP dieses Ungleichgewicht durch direkte Transaktionen in den zugrundeliegenden Wertpapierkorb „füllen“, um den Vorteil der Arbitrage auszunutzen. Dies führt zu einer unteren Liquiditätsgrenze für den ETF, welche an die Liquidität der abgebildeten Position gekoppelt ist.

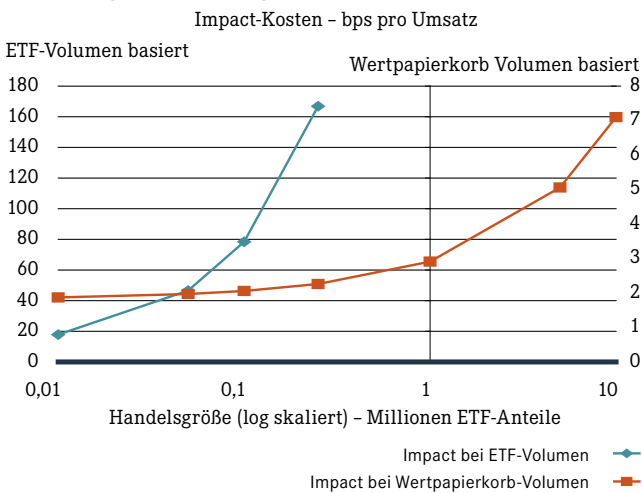
Dieser Vorgang ist zugleich eine der wichtigsten Innovationen von ETFs: Sie sind nicht nur eine bequeme Alternative für den Handel mit Wertpapierkörben, sondern erzeugen durch den Creation-Redemption-Prozess Liquidität und Transparenz für den Endinvestor. Abbildung 16 erläutert die Bedeutung der Liquidität des zugrundeliegenden Korbes anhand des in Irland domizilierten iShares EURO STOXX 50 ETF, im Juli 2011.

Abbildung 16 zeigt die zu erwarteten Impact-Kosten am 15. Juli 2011 von einem allgemein zugänglichen Trading Tool⁸. Hier werden die geschätzten Impact-Kosten des ETF (auf Basis des ETF-Volumens) mit den Impact-Kosten des zugrundeliegenden Wertpapierkorbes verglichen⁹. Für große Transaktionen sind Kostenschätzungen, die das Volumen des zugrundeliegenden Wertpapierkorbes verwenden, meist um das Vielfache niedriger als die Schätzungen, die ausschließlich das Volumen des ETF zugrunde legen.

7. Bitte beachten Sie, dass wir in dem Beispiel davon ausgehen, dass der AP technisch einen Wertpapierkorb für kurze Zeit verkaufen kann, da er weiß, dass er diese Wertpapiere vom ETF-Emittent am Ende des Tages bekommt und ihm ausreichend Zeit zur Ausführung dieses Handels bleibt.
8. Die hier verwendeten Angaben basieren auf dem CTI Kostenmodell von Bloomberg.
9. Bitte beachten Sie, dass die Abbildung lediglich die Kosten aufzeigt, die mit den erwarteten Bewegungen bei den Transaktionspreisen oder Durchschnittsgebotspreisen zusammenhängen, verknüpft mit der Absicht, eine bestimmte Anzahl an ETF-Transaktionen durchzuführen. Es beinhaltet nicht die Kosten, die die meisten Investoren beim Handel mit dem ETF tragen müssen (oder seinem zugrundeliegenden Korb), die mit dem Spread selbst zu tun haben.

Entscheidend ist hier die Tatsache, dass während der ETF „wie eine Aktie“ gehandelt wird, Rückschlüsse auf die erwarteten Impact-Kosten allein durch das Betrachten des sekundären Markt volumens (wie es bei einer typischen Aktie der Fall wäre) irreführend sind. Eine große Transaktion bei einem ETF wird wahrscheinlich bis zu dem Punkt den Preis nach oben treiben, bis sich eine Arbitrage-Gelegenheit den Wertpapierkorb direkt zu handeln ergibt und das Volumen des zugrundeliegenden Wertpapierkorbes somit relevant wird¹⁰.

Abbildung 16: Schätzungen der Impact-Kosten

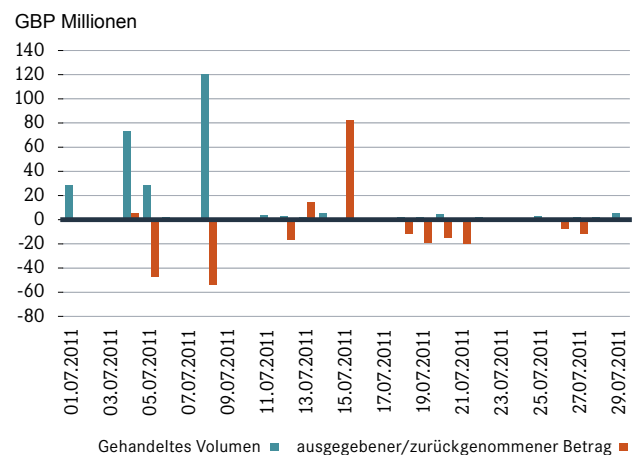


Quelle: BlackRock.

Abbildung 17 zeigt das Volumen des ETF, wie es normalerweise auf Handelsplattformen dargestellt wird. Die Abbildung zeigt auch den Wert der neuen ETF-Anteile, die durch den Creation-Redemption-Prozess im Laufe des Monats kreiert worden sind. Am 15. Juli wurden fast 2,4 Millionen ETF-Anteile kreiert (im Wert von über 80 Millionen GBP). Daher betrug das Handelsvolumen fast das 15-fache des durchschnittlichen täglichen Handelsvolumens von ETFs für den Monat Juli.

Die geschätzten Impact-Kosten einer solchen Transaktion würden bei deutlich über 200 bps liegen wenn man nur das ETF-Volumen betrachten würde¹³, im Vergleich zu ca. 5 bps wenn die Schätzung auf dem zugrundeliegenden Wertpapierkorb basiert. Wie Abbildung 15 deutlich zeigt, liegen die 5 bps viel dichter an der tatsächlich beobachteten Wertentwicklung vom 15. Juli.

Abbildung 17: Volumen und der Creation-Redemption-Prozess



Quelle: BlackRock.

Zu beachtende zusätzliche Komplexität

Der Mechanismus des Creation-Redemption-Prozesses und seine Folgen für die Liquidität gelten auch für ETPs mit komplexeren Strukturen als die physisch replizierenden Aktien-ETFs in dem oben dargestellten Beispiel.

Zwei Aspekte sollten von Investoren bedacht werden, wenn Unterschiede zwischen ETFs analysiert werden:

- (i) Die Schwierigkeit, den Preis der Wertpapiere in dem zugrundeliegenden Wertpapierkorb zu bestimmen und
- (ii) ETFs, bei denen der Creation-Redemption-Prozess durch Bargeld und nicht durch einen Wertpapierkorb durchgeführt wurde.

Preisunsicherheit:

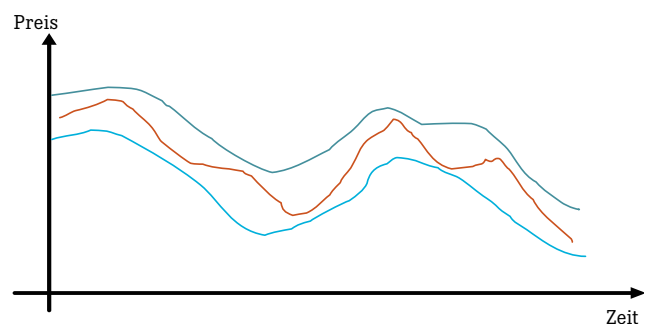
Im vorhergehenden Beispiel sind die Marktteilnehmer imstande, die Bid/Ask-Spreads für die zugrundeliegenden Wertpapiere mit den gängigen Tools zu beobachten und können somit schnell und einfach handeln, sobald sich Arbitrage-Gelegenheiten ergeben. Wenn der dem ETF zugrundeliegende Wertpapierkorb jedoch schwieriger zu beziffern ist, müssen die Marktteilnehmer eine Preisunsicherheit bei der Arbitrage-Transaktion in ihrer Kalkulation berücksichtigen. Diese Unsicherheiten können durch ein oder mehrere der folgenden Probleme verursacht werden:

10. Es ist zu beachten, dass das niedrige ETF-Volumen zum Teil ein Problem der Datenungenauigkeit ist, da die meisten Handelsplattformen keine aggregierten Volumina aller in Europa gelisteten ETFs zur Verfügung stellen. Die Summe aller berichteten Volumina würde - verglichen mit den Kosten des Wertpapierkorbes - trotzdem eine erhebliche Auswirkung auf die geschätzten Transaktionskosten haben.

- ▶ Unterschiedliche Listings oder Handelsplätze des ETF und der zugrundeliegenden Wertpapiere. Dies erschwert die Einschätzung des Transaktionspreises und die Bestimmung von potenziellen Arbitrage-Gelegenheiten.
- ▶ Verschiedene Währungen bei Transaktionen und den zugrundeliegenden Wertpapieren, vor allem bei Währungspaaren, die schwer zu handeln sind.
- ▶ Verschiedene Zeitzonen für den Handel des ETF und der zugrundeliegenden Wertpapiere.
- ▶ Wenig liquide zugrundeliegende Wertpapiere mit hohen Geld-Brief-Spannen wie beispielsweise in manchen Renten-Märkten.

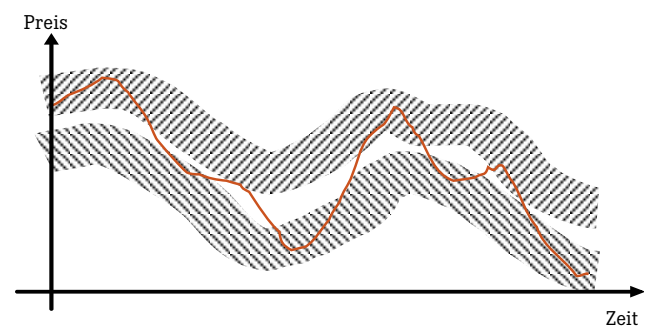
Folglich sollte man die durch Angebot und Nachfrage gestellten Preise, die aus dem Handel der zugrundeliegenden Wertpapiere entstanden sind, um eine größere Bandbreite an möglichen Preisen, zu

Abbildung 18: Fall 1 - Der zugrundeliegende Wertpapierkorb hat eine niedrige Preisunsicherheit



Quelle: BlackRock.

Abbildung 19: Fall 2 - Der zugrundeliegende Wertpapierkorb hat eine hohe Preisunsicherheit



Quelle: BlackRock.

denen die Wertpapiere gehandelt werden könnten, ergänzen. In diesem Fall ist die Bestimmung von Arbitrage-Gelegenheiten schwieriger und resultiert in einer potenziell höheren Preisschwankung des ETF vor der Arbitrage-Aktivität. Abbildung 18 und 19 veranschaulichen diese Wirkung.

Auch bei einer hohen Preisunsicherheit des zugrundeliegenden Wertpapierkorbes, wodurch die Bestimmung der Arbitrage-Gelegenheiten schwieriger ist, hat die Liquidität des ETF immer noch eine untere Grenze und ist letztlich immer mit der Liquidität der zugrundeliegenden Wertpapiere verknüpft. Im Vergleich zum direkten Erwerb der Wertpapiere mit den einhergehenden Kosten und der Handelsunsicherheit veranlassen auch ausreichend große Abweichungen von ETF-Preis Arbitrage-Transaktionen, die letztendlich auf die Liquidität der zugrundeliegenden Wertpapiere zugreifen. Anleger sollten diese Faktoren bei der Bewertung der ETF-Liquidität berücksichtigen.

Creation-Redemption-Prozess mit Barmitteln:

Es gibt viele ETFs, für die der Creation-Redemption-Prozess nicht mit einem Wertpapierkorb durchgeführt wird, der die zugrundeliegenden Wertpapiere repräsentiert, sondern direkt mit Barmitteln. **Beispielsweise für Derivate-basierte ETFs ist der Creation-Redemption-Mechanismus mit Barmitteln Standard.**

Wenn ein Creation-Redemption-Prozess mit Barmitteln durchgeführt wird, kann der AP am Ende des Handelstages ETF-Anteile kreieren oder einlösen, indem er einen vorher festgelegten Betrag an Bargeld einsetzt. Er kann hierfür beispielsweise den Schlusskurs des dem ETF zugrundeliegenden Wertpapierkorbes verwenden. Bei der Schaffung von Anteilen verwendet der Fondsmanager die Barmittel, die er für den Kauf von zusätzlichen Wertpapieren (oder derivativen Instrumenten wie Futures) bekommen hat, um sie den zusätzlich zusammengestellten Anteilen anzupassen. Beim Rückkauf der Anteile verkauft der Fondsmanager die Wertpapiere (oder schließt die Positionen in Derivaten), um aus dem Fonds Bargeld zu generieren und so die Händler für die Schaffung der ETF-Anteile zu bezahlen. In den meisten Fällen wird der Fondsmanager von dem AP eine Gebühr verlangen, um die Transaktionskosten zu bezahlen, die beim auf Bargeld basierenden Creation-Redemption-Prozess angefallen sind¹¹.

Wie werden mögliche Arbitrage-Gelegenheiten durch die Marktteilnehmer bewertet, wenn der Creation-Redemption-Prozess mit Bargeld durchgeführt wird? In diesem Fall bestimmt der ETF-Emittent einen Wertpapierkorb, dessen Preis oder dessen Mittelkurs (mid-quote) der ETF abbilden soll.

11. Die Gebühr kann entweder eine Pauschale sein, um die typischen Transaktionskosten zu decken oder eine individuell berechnete Gebühr - bemessen nach den tatsächlichen Transaktionskosten, die dem Fonds Manager als Ergebnis des Creation-Redemption-Prozesses anfallen.

Wenn sich beispielsweise der Preis des ETF über den Preis des Referenzkorbs bewegt, kann der AP den ETF verkaufen und gleichzeitig die entsprechende Menge an Barmitteln halten, die dem Wert des Wertpapierkorbes entsprechen. Der AP kann dann die Positionen in Barmitteln am Ende des Handelstages ausführen und neue ETF-Anteile erwerben, um die Transaktion abzuschließen.

Der zentrale Aspekt bei dieser Arbitrage-Transaktion ist, dass der Preis oder der Index des beobachteten Wertpapierkorbes sich tagesintern bewegen kann, und zwar zwischen dem Zeitpunkt der Arbitrage an bis zum Ende des Handelstages, sodass der AP theoretisch einen anderen Geldbetrag zurückgeben muss. Der AP muss sich gegen dieses Risiko absichern und wird zu diesem Zweck Wertpapiere erwerben, die dem abzubildenden Index oder dem Wertpapierkorb sehr ähnlich sind.

Teilweise werden auch Swap-Vereinbarungen oder andere Derivate verwendet, um sich gegen dieses Intraday-Risiko abzusichern.

Der AP wird nur dann die Arbitrage des ETF durchführen, wenn sein Preis sich weit genug vom abzubildenden Index oder Wertpapierkorb bewegt, um die erwarteten Kosten der Risikoabsicherung zu decken. Diese Kosten entstehen im Grunde nach einem einfachen Bid/Ask-Mechanismus, der auf Seite 41 näher erläutert wird.

Das bedeutet: Auch wenn innerhalb der ETF-Struktur schwierige Preisfindungsinstrumente enthalten sind oder der Creation-Redemption-Prozess mit Barmitteln stattfindet, definiert der Arbitrage-Mechanismus eine gewisse Preisspanne. Innerhalb dieser Preisspanne werden profitable Arbitrage-Gewinne erzielt und die Liquidität des zugrundeliegenden Marktes wird verwendet, um die Liquiditätsanforderungen des ETF zu erfüllen.

Wie kann ein Investor angesichts der Tatsache, dass der Arbitrage-Mechanismus bei allen ETFs ähnlich funktioniert, die Liquidität eines ETF einschätzen? Entscheidend sind folgende Indikatoren:

- ▶ Anzahl der Marktteilnehmer, die eine Arbitrage nutzen können, denn grundsätzlich gilt: Je mehr APs an dem Creation-Redemption-Prozess teilnehmen können, desto konkurrenzfähiger und effektiver ist der Prozess.

- ▶ Die Transparenz der Preise der Wertpapiere des ETF und des zugrundeliegenden Index: Der Arbitrage-Mechanismus ist effektiv, wenn eine Vielzahl von Marktteilnehmern die potenziellen Kosten einer Arbitrage inklusive der Transaktions- und Absicherungskosten beobachten und einschätzen kann.
- ▶ Die Verfügbarkeit von Hedging-Papieren: Die Hauptüberlegungen bezüglich der sinnvollsten Absicherung der Arbitrage-Position eines APs ist: Verfügen die Leihmärkte über Termingeschäfte und Optionen, die dem ETF entsprechen?

Premium und Discount

In den vorangehenden Abschnitten dieses Kapitels haben wir es bewusst vermieden, über den Wert des ETF zu sprechen, da der Arbitrage-Mechanismus sich auf den Preisunterschied bezieht, zu dem der ETF und sein zugrundeliegender Wertpapierkorb nach Abzug der Geld-Brief-Spanne und anderer Transaktions- oder Absicherungskosten gehandelt werden können. Angesichts der Tatsache, dass Marktteilnehmer durch den Handel mit einem ETF einfach in einen Markt investieren können, ist der Wert des ETF im praktischen Sinne genauso hoch wie der Preis, zu dem die Transaktion stattfinden kann.

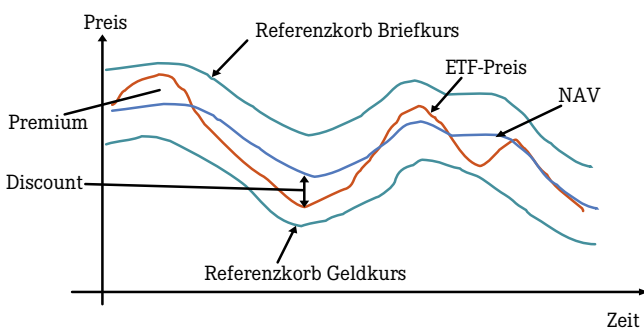
Angesichts der Tatsache, dass der Preis des ETF an den Transaktionspreis des Referenzkorbes gekoppelt ist, ist es üblich den NAV des ETF mit dem Wert der einzelnen zugrundeliegenden Wertpapiere und den eventuell vorhandenen Barmitteln gleichzusetzen.

Der Wert des Referenzkorbes kann wiederum durch Anwendung einiger Preisgrundsätze, wie z.B. der letzte Preis der Wertpapiere in dem zugrundeliegenden Korb, bestimmt werden. Wenn der NAV bestimmt ist¹², ist es möglich, den Unterschied zwischen dem Preis des ETF und seinem NAV zu analysieren. Ein ETF, dessen Preis höher als sein NAV ist, wird „mit einem Aufschlag (Premium) gehandelt“ und ein ETF, dessen Preis niedriger als sein NAV ist, wird „mit einem Abschlag (Discount) gehandelt“.

Der Zusammenhang zwischen dem Premium und dem Discount und dem erläuterten Arbitrage-Mechanismus ist einfach zu erklären. Abbildung 20 zeigt ein typisches Intraday Handlungsschema für einen ETF zusammen mit den Bid/Ask-Preisen des Referenzkorbes. Die Liste zeigt auch den indikativen NAV, den iNAV. Er ist der Mittelkurs des Referenzkorbes der Bid/Ask-Preise. In diesem Fall kann sich der tatsächliche Preis des ETF innerhalb der Geld-Brief-Spanne seines zugrundeliegenden Korbes bewegen und Auf- oder Abschläge gegenüber dem iNAV zeigen. Die Höhe des Auf- bzw. des Abschlages auf den ETF hängt davon ab, wie wirkungsvoll der Arbitrage-Mechanismus beim Halten des Preises des ETF innerhalb der Spanne der erwarteten Transaktionskosten (oder Hedging-Kosten) des Referenzkorbes ist.

12. Es ist wichtig zu beachten, dass obwohl der Referenzkorb für viele ETFs mehr Volumen als der ETF selbst haben kann, und es zu einem erwarteten niedrigeren Impact bei direkten Transaktionen des Korbes führen kann, bezieht sich die Wirkung, die in diesem Abschnitt erläutert wird, auf die Komponente der Transaktionskosten, die mit dem Spread selbst verbunden sind.

Abbildung 20: Der Briefkurs des Referenzkorbes



Quelle: BlackRock.

Während es theoretisch viele komplexe Faktoren gibt, die sich auf den Aufschlag auswirken können, hängt er neben der Höhe der Geld-Brief-Spanne oder den möglichen Hedgingkosten des Referenzkorbes noch von vier weiteren Komponenten ab:

- ▶ Auswirkungen allgemeiner Preisschwankungen
- ▶ Die Notierungssituation von Renten-Papieren
- ▶ Abweichungen beim Handelszeitpunkt des ETF und des Referenzkorbes
- ▶ Örtliche Steuern

Auswirkungen von Preisschwankungen

Während hoch volatilen Marktphasen, ist der iNAV des Fonds eine weniger verlässliche Kennzahl. Denn zum einen ist es möglich, dass der letztbeobachtete Preis kein guter Hinweis auf den Wert der Anlage ist, da die Preise sich schon wieder geändert haben kann, und zum anderen sind die Marktteilnehmer weniger bereit, während einer instabilen Marktlage Preise mit großen Spreads abzugeben. Da keine verlässlichen Preisangaben für die zugrundeliegenden Wertpapiere verfügbar sind, beinhalten die Hedging-Aktivitäten der Market Maker höhere Risiken. Das führt dazu, dass der ETF mehr Spielraum hat, sich von seinem iNAV zu entfernen, bevor die Arbitrage profitabel wird. Der Anhang dieses Dokuments beinhaltet eine Analyse der Auswirkung von hoch volatilen Märkten für alle ETFs, die an der LSE notiert sind.

Die Notierungssituation von Renten-Papieren

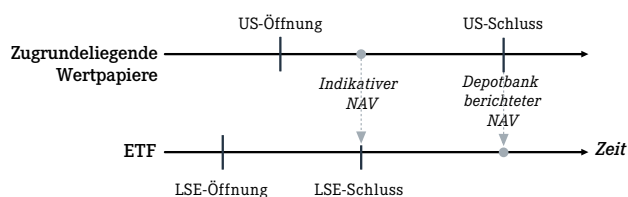
Die Höhe des Aufschlages hängt davon ab, wie der NAV berechnet wird. Bei Renten-ETFs kann der NAV nach dem Wert des Gebots oder des Durchschnittswertes der zugrundeliegenden Anleihen berechnet werden. Diese Möglichkeiten haben einen Einfluss auf die Erhöhung der berichteten Aufschläge für Renten-ETFs zur Folge.

Die Auswirkungen der Zeitzone auf den NAV

Die Auf- und Abschläge können viel höher ausfallen, wenn der ETF und der Referenzkorb in verschiedenen Zeitzonen gehandelt werden. Normalerweise werden die Wertpapiere, aus denen der ETF besteht, kurz vor dem Handelsschluss mithilfe der zugrundeliegenden Wertpapiere bewertet. Bei asiatischen Wertpapieren stammt der letzte Preis aber von einem Börsentag, der bereits Stunden vor Öffnung der europäischen Börsen abgeschlossen wurde. Dagegen stammen die Schlusspreise bei ETFs, die in Nord- und Südamerika gehandelt werden, aus den amerikanischen Transaktionen von einem Zeitpunkt nach Schließung der europäischen Börsen. Aufgrund dieser Zeitdifferenzen gilt für ETFs mit vielen internationalen Wertpapieren, dass die Abweichungen zwischen den ETF-Preisen und den berichteten NAVs dahingehend irreführend sind, dass sie nicht dieselben Momentaufnahmen widerspiegeln.

Abbildung 21 zeigt die Auswirkungen der Zeitdifferenzen auf die Bemessung des Aufschlags. Der beobachtete ETF ist der iShares S&P 500, gehandelt an der LSE (Bloomberg-Ticker IUSA). Zur Schließungszeit der LSE, an der der IUSA gehandelt wird, hat die US-amerikanische Börse noch 4,5 Stunden Handelszeit. Folglich basiert der offizielle NAV, der vom Depotverwalter veröffentlicht wird, auf den US-amerikanischen Schlusszeiten. Durch diesen Zeitunterschied von 4,5 Stunden ist der Zeitfaktor bei der Bemessung des Aufschlags von erheblicher Bedeutung. Der Anhang beinhaltet weitere Einzelheiten zu den Auswirkungen des Zeitunterschieds in diesem Beispiel.

Abbildung 21: Zeitzonenbeispiel: Frühe Schließungszeit - IUSA in London



Quelle: BlackRock.

Steuerliche Aspekte

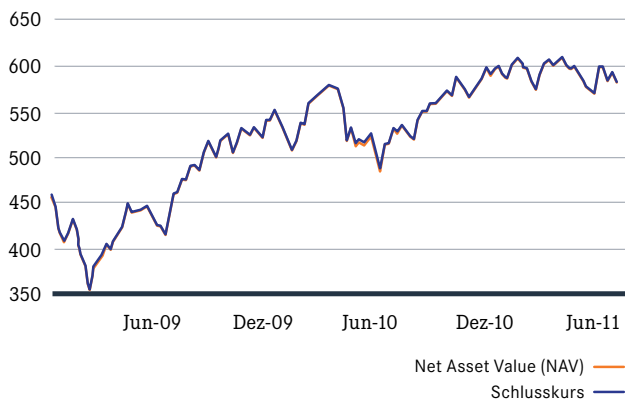
Die örtlichen Steuern auf die zugrundeliegenden Wertpapiere auf Einstiegsniveau beeinflussen die Auf- und Abschläge (Premium und Discount) des ETF.

Die Schaffung neuer ETF-Anteile kann bedeuten, dass der Anleger Steuern auf die zugrundeliegenden Wertpapiere zahlen muss. Andererseits wird für den Anleger keine Steuer fällig, wenn der ETF auf dem Sekundärmarkt gekauft wird.

Beim iShares FTSE 100 ETF ist beispielsweise eine Gebühr von 50 bps auf die zugrundeliegenden Aktien fällig. Je nach Ungleichgewicht zwischen der Anzahl der Käufer und Verkäufer des ETF wirkt sich dies aufgrund der örtlichen Steuer auf den Premium oder Discount des ETF aus. Das geht deutlich aus den Daten der Abbildung 22 hervor. Nach einer Marktkorrektur gibt es häufig mehr Käufer als Verkäufer – so auch beispielsweise zwischen Mai und August 2010, als der iShares FTSE 100 ETF mit einem Aufschlag von 50 bps gehandelt wurde. Zu anderen Zeiten lagen der Auf- und das Abschlag etwa bei Null. Dies bedeutet, dass ausreichend viele Verkäufer am Markt waren, die den Preis des ETF auf dem Sekundärmarkt nach unten drückten.

Manchmal kann ein Investor diese Tatsache nutzen, indem er zu einem Zeitpunkt in den ETF investiert, in dem dieser nicht mit einem hohen Premium gehandelt wird, und so die Stempelsteuer teilweise oder vollständig sparen. Umgekehrt kann ein ETF mit einem Aufschlag verkauft werden, wobei ein Teil oder die ganze Stempelsteuer gewonnen werden kann.

Abbildung 22: Premium und Discount für den iShares FTSE 100 ETF

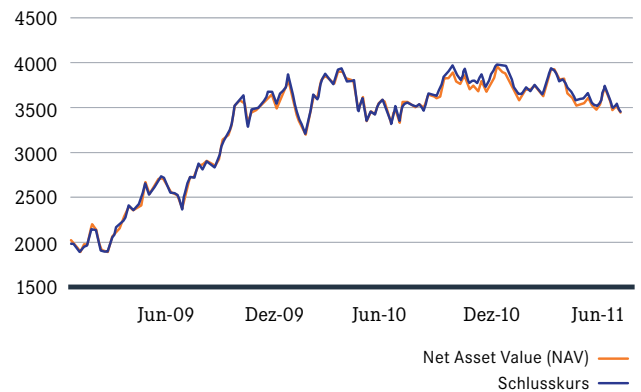


Quelle: Bloomberg.

Die steuerlichen Auswirkungen auf die Auf- und Abschläge eines ETF sind beim iShares MSCI Brazil ETF noch ausgeprägter. Beim Kauf von Aktien auf dem brasilianischen Markt wird aufgrund der Währungsumrechnung eine IOF-Steuer von zwei Prozent erhoben. Es gibt Zeiten, in denen der ETF mit einem Aufschlag gehandelt wird, der etwa in Höhe der untragbar hohen IOF-Steuer von 200 bps liegt – dies war zum Beispiel zwischen Oktober 2010 und Februar 2011 der Fall. Während des Sell-Offs zwischen April und August 2010 sowie in Teilen des Jahres 2009 lagen Auf- und Abschlag bei nahe Null. Wenn ein Investor in der Lage gewesen wäre, ohne Aufschlag zu kaufen und später mit einem Aufschlag von ca. 200 bps zu verkaufen, hätte er im Vergleich zu einem Investor, der die zugrundeliegenden Wertpapiere ge- oder verkauft

hätte, ca. 400 bps des ursprünglichen Investmentwertes gespart. Das ist zwar ein Extrembeispiel, es zeigt jedoch, dass bei ETFs mit untragbar hohen Steuern auf Creations die Auf- und Abschläge auf dem Sekundärmarkt ausgenutzt werden können.

Abbildung 23: Premium/Discount Serie für den iShares MSCI Brazil ETF



Quelle: Bloomberg.

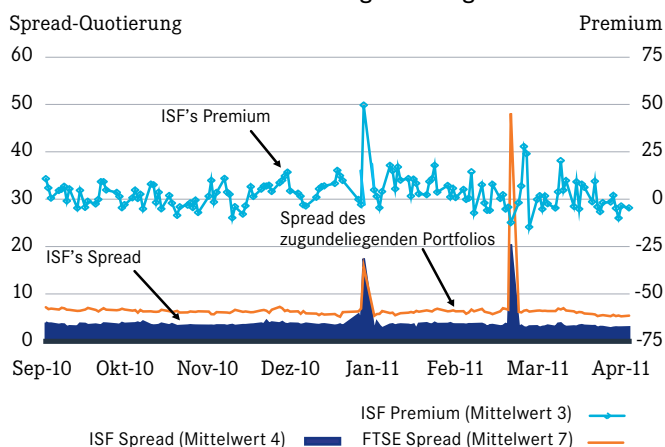
Premium und Liquidität

Derselbe Arbitrage-Mechanismus, der eine niedrigere Liquiditätsgrenze für den ETF bietet, bestimmt das potenzielle Ausmaß des Auf- oder Abschlages des ETF. Der tatsächlich beobachtete Aufschlag hängt jedoch von unzähligen anderen Faktoren ab, die spezifisch für jeden einzelnen ETF und für jeden Handelstag sind. Kurz zusammengefasst: Während die Preisarbitrage des ETF eine Grenze sowohl für die Liquidität, als auch für die Höhe des Premiums und Discounts bietet, können sich die eigentliche Liquidität und das Premium bei verschiedenen ETFs anders verhalten. Zur Verdeutlichung dieses Unterschieds verwenden wir eine einfache Fallstudie auf Grundlage des iShares FTSE 100 ETF, bei der versucht wird, den FTSE 100 Index physisch zu replizieren.

Die Unterscheidung zwischen den Aufschlägen und der Liquidität kann in der Abbildung 24 beobachtet werden. Bitte beachten Sie, wie in der Zeit vom März bis April 2011 die Aufschläge für den iShares FTSE 100 ETF erhebliche Schwankungen zeigen, während die Spreads relativ stabil sind. Die Schwankungen des Spreads, die hier für den ETF beobachtet werden, werden durch die Liquidität des zugrundeliegenden FTSE 100 Index Portfolios bestimmt. In diesem Beispiel korrelieren die Spreads des ISF und das zugrundeliegende Portfolio an Wertpapieren zu 90 Prozent.

Dies veranschaulicht, dass nicht etwa Schwankungen bei den Auf- und Abschlägen die Liquidität des ETF am stärksten beeinflussen, sondern vielmehr die untere Liquiditätsgrenze des zugrundeliegenden Portfolios.

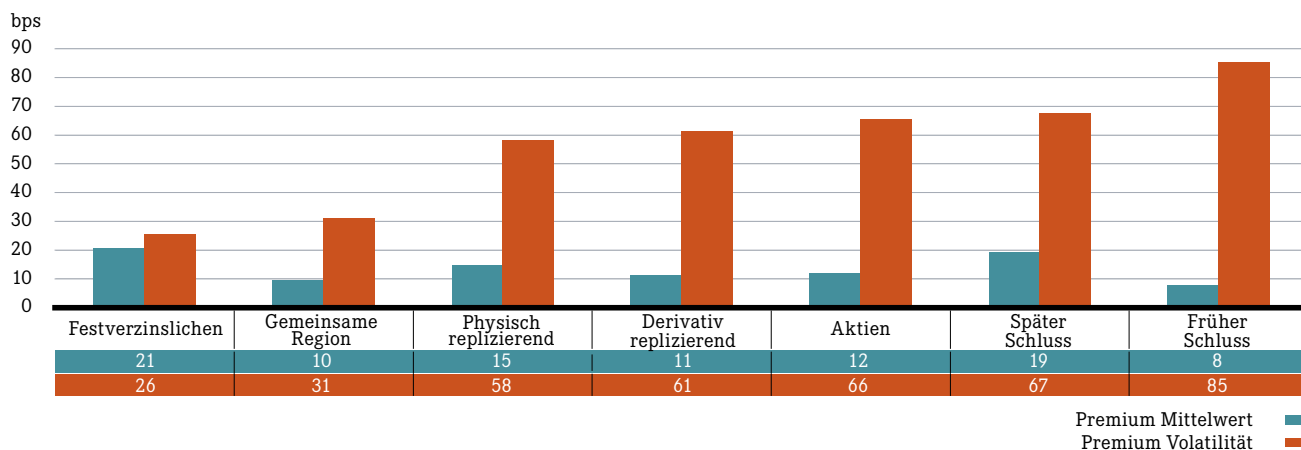
Abbildung 24: Premium und Spread-Quotierung für den iShares FTSE 100 ETF und den zugrundeliegenden Index



Quelle: BlackRock.

Was an diesem Beispiel außerdem erwähnenswert ist, ist die Tatsache, dass der Spread des iShares FTSE 100 ETF durchgehend unterhalb dem des zugrundeliegenden Index liegt. Abbildung 25 zeigt die durchschnittlichen Aufschläge und Aufschlags-Volatilitäten (über X Tage), die bei allen von Januar 2009 bis Juni 2011¹³ an der LSE gehandelten ETFs beobachtet wurden.

Abbildung 25: Durchschnittliches Premium-Niveau und Volatilität



Quelle: BlackRock.

Der Verlauf der durchschnittlichen Premium-Volatilität in diesem Beispiel zeigt, dass die Region des zugrundeliegenden Portfolios eine große Auswirkung haben kann: ETFs mit zugrundeliegenden Anlagen außerhalb der EMEA-Region haben viel stärker schwankende Aufschläge als jene aus der Region selbst. Diese Aufschlag-Volatilität spiegelt weniger die eigentlichen Aufschläge als vielmehr die Unterschiede bei der Zeit der Abgabe der Gebote wider.

Interessanterweise haben die ETFs mit unterschiedlichen Zeitzonen (späterer Schluss und früherer Schluss) eine breitere Geld-Brief-Spanne als ETFs ohne unterschiedliche Zeitzonen (in derselben Region). Hier werden die zusätzlichen Herausforderungen der Market Maker bei der Absicherung der Positionen in diesem ETF deutlich.

Die Liquidität des Sekundärmarktes

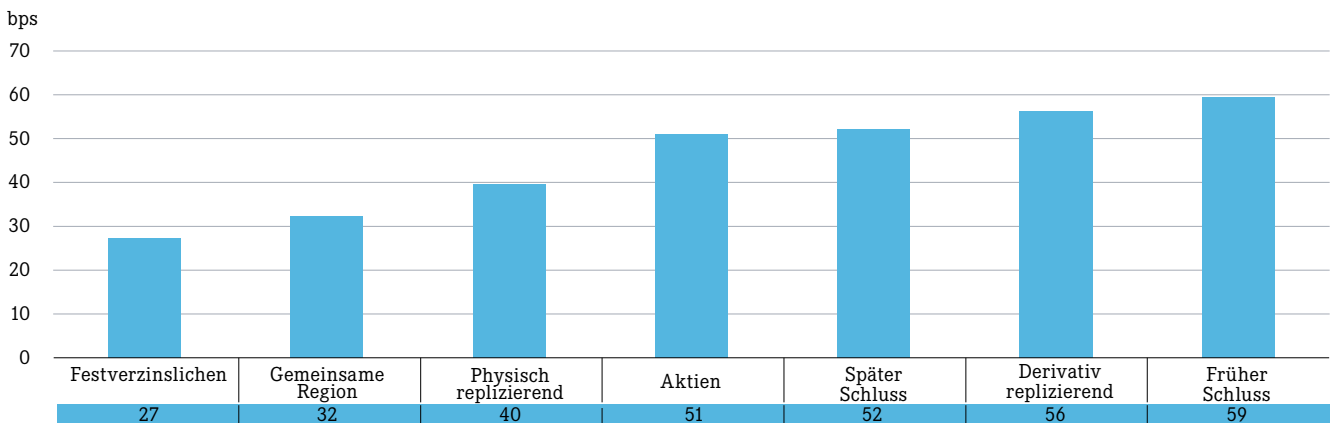
Während der in den vorangehenden Abschnitten beschriebene Arbitrage-Prozess eine niedrigere Liquiditätsgrenze für einen ETF darstellt, die der Liquidität der zugrundeliegenden Märkte entspricht, kann ein ETF theoretisch auch liquider sein als der zugrundeliegende Markt. Das ist möglich, weil der ETF Investoren, die mit bestimmten Beteiligungspositionen handeln möchten, einen Mechanismus für den direkten Handel untereinander bietet, sodass es nicht mehr erforderlich ist, Angebot und Nachfrage für die einzelnen Wertpapiere zu decken.

Wie bei einzelnen Wertpapieren wird auch bei einem ETF die Geld-Brief-Spanne umso geringer, je mehr der ETF an Vermögenswerten und Volumen gewinnt. Bei Transaktionen von einer normalen Größe kann der ETF von potenziell besseren Spreads profitieren. Gleichzeitig profitiert er von einer niedrigeren Liquiditätsgrenze, die der unterliegende Markt bietet, wenn große Transaktionen in Betracht gezogen werden¹⁴.

13. Quelle: BlackRock, Bloomberg für den Zeitraum Januar 2009 bis April 2011.

14. Quelle: BlackRock, Bloomberg.

Abbildung 26: Durchschnittliche Spread-Quotierungen



Quelle: BlackRock.

Ein anschauliches Beispiel für diesen Effekt ist der iShares FTSE 100 ETF, dessen Spread im Allgemeinen geringer als der des zugrundeliegenden Wertpapierkorbes ist, wie in Abbildung 24 dargestellt.

Besonderheiten in Europa

Die Notierung an verschiedenen Börsen und die Transaktionsberichte in Europa

Aufgrund von unterschiedlich hohem Anlegerinteresse auf den örtlichen Märkten variiert in vielen Fällen die Liquidität der verschiedenen Börsennotierungen. Ein einfaches Beispiel dafür ist die Vorliebe für den Markt im eigenen Land. Der iShares FTSE 100 ETF wird zum Beispiel in London aktiver gehandelt als überall sonst in Europa. Die Notierung auf vielen Börsen in Europa führt zu einer fragmentierten Liquidität und somit zu einer gewissen Schwierigkeit, die Handelsaktivitäten des ETF einzuschätzen. Es ist dabei erwähnenswert, dass die verschiedenen Notierungen desselben ETF auf unterschiedlichen Börsen fungibel sind. Um die Aktivität eines ETF an den Börsen beurteilen zu können, ist es ausreichend, die Summe der Liquidität quer über alle Börsen zu addieren.

In Europa werden ETFs zumeist an den folgenden Börsen notiert und dann zweitgelistet:

- ▶ XETRA (Deutsche Börse).
- ▶ London Stock Exchange (LSE).
- ▶ NYSE Euronext Paris.
- ▶ NYSE Euronext Amsterdam.
- ▶ Borsa Italiana.

- ▶ SIX Swiss Exchange.
- ▶ OMX Nordic Exchange.
- ▶ Madrid Stock Exchange.

Die ETFs können an der Börse durch einen Broker oder durch eine Broker Plattform mit Direct Market Access (DMA) gehandelt werden oder außerbörslich mit einem AP. Eine Kombination der Börsendaten und der OTC-Daten gibt den Investoren im Allgemeinen einen besseren Eindruck über die Liquidität am Sekundärmarkt. Es ist wichtig anzumerken, dass die ETFs in Europa nicht unter die Berichtspflicht im Rahmen der MiFID-Richtlinie fallen. Das bedeutet, dass viele Marktteilnehmer nicht verpflichtet sind, ihre Transaktionen zu melden. Unter Umständen legen Marktteilnehmer ihre Handelsaktivitäten nur ungern offen, weil sie noch weitere Positionen abstoßen möchten und es vorziehen, anonym zu bleiben. Dies steht im Widerspruch zum US-amerikanischen ETF-Markt, wo Handelsberichte Pflicht sind.

- ▶ Um die tatsächliche Liquidität eines ETF beurteilen zu können, muss neben der auf dem Bildschirm sichtbaren Liquidität, auch die Liquidität des zugrundeliegenden Marktes betrachtet werden.
- ▶ Es gibt vielfältige Faktoren, die die Liquidität und eventuelle Aufschläge beeinflussen können.
- ▶ Der einzigartige Creation-Redemption-Mechanismus von ETFs ermöglicht es, diese zu einem fairen Preis handeln zu können.
- ▶ Eine bestmögliche Ausführung, frei von Interessenskonflikten, ist ein bedeutender Faktor, der nicht vernachlässigt werden sollte.

Anhang

Die Liquidität des Sekundärmarktes

Um die Auswirkungen der verschiedenen ETF-Merkmale auf die Liquidität des Sekundärmarktes bezüglich der Bid/Ask-Spreads zu messen, haben wir Daten für alle ETFs gesammelt, die im Zeitraum Januar 2009 bis April 2011 an der LSE gehandelt wurden. Die zeitlich gewichteten Intraday Geld-Brief-Spannen sind tagesweise zusammengefasst. Tabelle 5 zeigt, dass der Spread zum Teil durch einige Hauptmerkmale des ETF erklärt werden kann – in erster Linie sind diese auf seine Größe bezogen: das verwaltete Vermögen (AuM), der Aktienumsatz (Volumen/ Anzahl ausstehender Aktien) und die Region der Anlagen im Fonds. Bei der hier gezeigten T-Statistik hat jede der Koeffizienten-Schätzungen ein Konfidenzniveau von 95 Prozent.¹⁵

Die abhängige Variable ist die tagesdurchschnittliche Spread-Quotierung des ETF. Die Umschlagshäufigkeit der Anteile stellt das tägliche Volumen des ETF auf dem Sekundärmarkt an der LSE als Prozentsatz der ausstehenden Aktien dar. Log AuM ist der Logarithmus der verwalteten Vermögenswerte in US-Dollar. Die verbleibenden Variablen sind Dummy-Variablen, die den Wert 0 oder 1 annehmen.

Tabelle 5 sollte so verstanden werden, dass eine prozentuale Erhöhung beim Anteilsumsatz zu einer Reduzierung des Spreads um 2,1 Basispunkte führt. Der log AuM Schätzwert zeigt, dass jede Verzehnfachung der AuM mit einer Senkung des Spreads um 14,9 Basispunkte einhergeht. Anders formuliert: Große ETFs mit hohem Umsatz bieten den Investoren u. U. erhebliche Vorteile in Form von geringeren Transaktionskosten für Transaktionen normaler Größe. Bei ETFs, die Regionen außerhalb Westeuropas abdecken, sind die Spreads im Durchschnitt größer.

Tabelle 5: Schlüsselfaktoren des ETF-Spreads

	Aktienumsatz	Log AUM	Anlageklasse Renten	Region Nord- u. Südamerika	Region Eastern Europe	Region Asien	Region Global
Schätzung	-2,1	-14,9	-10,1	12,2	33,2	18,8	23,8
(T-stat)	(-3,5)	(-8,4)	(-2,5)	(4,0)	-7,4	-6,8	(7,4)
R ²	27,3%						
Anzahl der Beobachtungen	75,188						

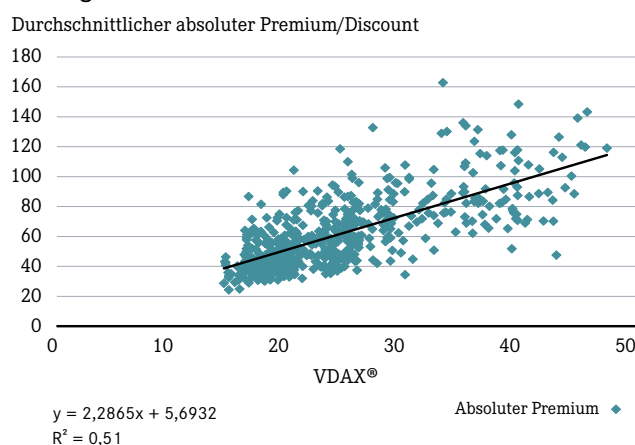
Quelle: BlackRock.

15. Quelle: BlackRock, Bloomberg.

Premium und Volatilität

Zur Veranschaulichung des Zusammenhangs zwischen der Höhe des ETF-Aufschlags (oder Abschlags) und den Kosten und Risiken bei der Arbitrage des ETF-Preises im Vergleich zu dem seiner zugrundeliegenden Wertpapiere ist in Abbildung 27 die Beziehung zwischen der Höhe des Premiums und der allgemeinen Markt-Volatilität hervorgehoben.

Abbildung 27: Absoluter Premium/Discount im Vergleich zur Volatilität des Aktienmarktes



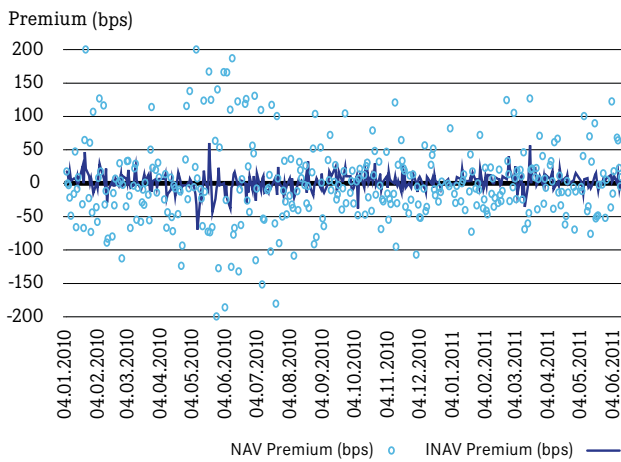
Quelle: BlackRock.

Die Abbildung zeigt die absoluten Aufschläge für alle ETFs, die zwischen Januar 2009 und April 2011 auf den wichtigsten europäischen Börsen gehandelt wurden. Dieser Wert wird im Verhältnis zum Liquiditätsniveau auf dem europäischen Aktienmarkt dargestellt, das durch den VDAX®, den impliziten Volatilitätsindex für den DAX®, ermittelt wurde. In volatileren Zeiträumen fallen die Spreads deutlich höher aus. Eine Basispunkterhöhung bei den VDAX®-Ergebnissen führt zu einer Erhöhung der absoluten Aufschläge des durchschnittlichen ETF um etwa 2,3 Basispunkte.

Premium und die Auswirkung des Zeitzoneneffekts

In den Abbildungen 28 und 29 wird das Ausmaß des Zeitzoneneffekts im Fall des in London gehandelten iShares S&P 500 ETF (Bloomberg-Ticker IUSA LN) dargestellt. Abbildung 28 zeigt das anhand des offiziellen NAV berechneten Premiums auf Grundlage der Schlusspreise an der NYSE und der anhand des indikativen NAV oder „iNAV“ berechnete Premium zur Schließungszeit der LSE.

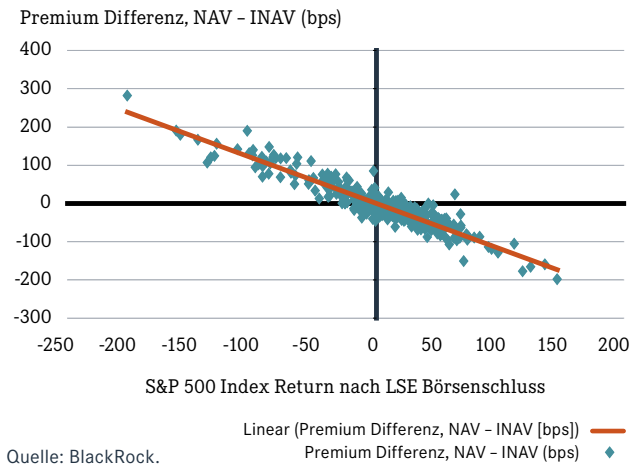
Abbildung 28: IUSA Premium/ Discount



Quelle: BlackRock.

Diese Aufschläge unterscheiden sich deutlich voneinander. Im Gegensatz zum NAV-basierten Premium wird die auf dem iNAV basierende Premiumserie nicht durch den Zeitzoneneffekt beeinflusst. Abbildung 29 zeigt den Unterschied zwischen dem NAV-basierten und dem iNAV-basierten Aufschlag im Vergleich zur Änderung am S&P 500 Index nach Börsenschluss an der LSE¹⁶. In diesem Fall tritt eine starke negative Beziehung zutage: Wenn der S&P 500 Index nach Börsenschluss an der LSE fällt, erhöht sich das NAV-basierte Aufschlag und umgekehrt.

Abbildung 29: NAV-basiertes Premium - iNAV-basiertes Premium im Vergleich zum S&P 500 Index Return nach Börsenschluss an der LSE



Quelle: BlackRock.

16. Diese Zeichnung deckt den Zeitraum von Januar 2010 bis Juni 2011 ab. Intraday Preise stammen von der LSE und der NYSE. Quelle für IUSA NAV- und iNAV-Daten: Bloomberg. Quelle für Datenbestandteile des S&P Index: FactSet.9.

KAPITEL 5:

Total Cost of Ownership

Total Cost of Ownership – Wie man die tatsächlichen Kosten für den Kauf, das Halten und den Verkauf von ETFs analysiert.

Einführung

Kosten sind bei jeder Art von Investment ein wichtiger Abwägungspunkt. ETFs haben durch die Kosteneffizienz eine weit verbreitete Rolle eingenommen. Denn ETFs ermöglichen Investoren, deren Investment-Philosophie kosteneffizient umzusetzen sowie ein Engagement in einer Vielzahl von Anlageklassen. Viele Anleger fragen sich, wie sich die genauen Kosten für den Kauf, das Halten und den Verkauf von ETFs bemessen. Um die Gesamtkosten eines ETF berechnen zu können, müssen Investoren mehr als die Total Expense Ratio (TER) betrachten und die Kennzahl Total Cost of Ownership (TCO) prüfen, welche die Gesamtkosten aufzeigt. Obwohl die TER am häufigsten als Kostenkennzahl für ETFs genannt wird, sollten die Anleger die TCO bei ihrer Kostenbewertung bestimmen. Das folgende Kapitel erläutert das TCO-Konzept, veranschaulicht die verschiedenen Kostenkomponenten eines ETF und zeigt, wie diese bewertet werden. Zudem wird beschrieben, wie Erträge, die im Fondsvermögen selbst erwirtschaftet werden, z.B. durch Wertpapierleihe, die Gesamtkosten reduzieren können. Weiterhin werden die Faktoren analysiert, welche den Gesamtertrag eines ETF bestimmen.

Wichtige Fragen, die Sie stellen sollten:

- ▶ Was sind die Gesamtkosten (TCO) eines Investments über Ihren kompletten Lebenszyklus?
- ▶ Was sind die internen und externen Faktoren, die zu den Gesamtkosten (TCO) eines ETF beitragen?
- ▶ Welche anderen Faktoren, wie bspw. Steuern auf Dividenden, sollten analysiert werden, damit man die Gesamtkosten (TCO) erhält?

Die Komponenten der Total Cost of Ownership (TCO): Welche Kosten sollten zusätzlich zur TER noch berücksichtigt werden?

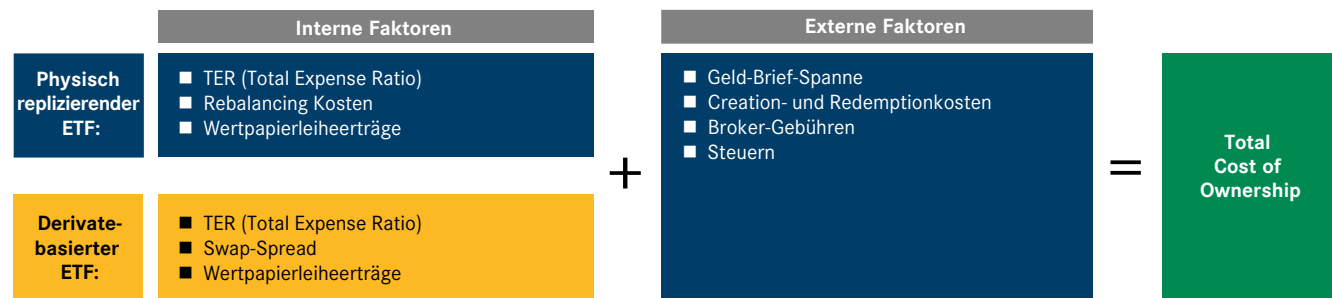
Die Total Expense Ratio (TER) bzw. die Gesamtkostenquote beinhaltet die jährlichen Kosten, welche bei der Verwaltung eines Fonds entstehen. Bei in Europa domizilierten UCITS-III-konformen Fonds beinhaltet die Gesamtkostenquote (TER) die Verwaltungsvergütung sowie diverse andere Kosten, die der Fondsgesellschaft entstehen. Diese beinhalten Aufwendungen für die Leistungen der Depotbank und Prüfungsgesellschaft sowie für die Rechtsberatung, Registrierung und Einhaltung aufsichtsrechtlicher Bestimmungen. Die jährliche Verwaltungsvergütung ist lediglich eine Komponente der TER. Das Niveau der TER hängt sowohl von der Anlageklasse ab, die der Fonds abbildet, als auch von der Struktur und Preispolitik des ETF-Anbieters.

Um die Total Cost of Ownership eines ETF zu analysieren, ist es hilfreich, die Kosten in zwei Kategorien zu unterteilen, in **interne** und **externe Faktoren**:

Interne Faktoren sind die Kosten im Fonds sowie die Rendite, die mit dem Fondsvermögen erzielt wird. Diese müssen über einen identischen Zeitraum betrachtet werden. Die internen Faktoren haben Einfluss auf die Tracking Difference eines ETF im Vergleich mit seiner Benchmark und enthalten für gewöhnlich die TER sowie Rebalancing Kosten und die erzielten Erträge aus der Wertpapierleihe. Je nach Managementstil des ETF-Portfolios und seiner Struktur kann es weitere interne Faktoren geben. Dazu gehören: Tracking, Verwaltung des Barvermögens innerhalb des Fonds und Steuern.

Es ist außerdem wichtig, die Rebalancing Kosten bei physisch replizierenden ETFs, dem Swap-Spread gegenüberzustellen. Diese spezifischen Swap-Kosten werden vom Fondsanbieter

Abbildung 30: Interne und externe Faktoren



Quelle: BlackRock.

für den Total Return Swap an den Swap-Kontrahenten gezahlt. Die Höhe der Swap-Gebühr richtet sich nach dem Marktsegment des Fonds, der Höhe der Besicherung sowie der Vereinbarung zwischen dem Swap-Kontrahenten und dem Fondsanbieter.

Externe Faktoren sind Kosten für den Anleger, die zum Kauf- und Verkaufszeitpunkt eines ETF fällig werden. Hierzu gehören Handelsgebühren, Creation- und Redemptionkosten sowie Broker-Gebühren und Steuern.

Die Handelskosten spiegeln sich beim Kauf eines ETF im Sekundärmarkt unter anderem in der Geld-Brief-Spanne an der Börse oder im OTC-Handel wider.

Die Geld-Brief-Spanne, auch Spread genannt, zeigt den Unterschied zwischen Kauf- und Verkaufskurs und wird von verschiedenen Faktoren, wie dem Verhältnis von Angebot und Nachfrage, dem Fondsvolumen, der Liquidität der zugrundeliegenden Wertpapiere oder auch der Anzahl der Market Maker des Fonds, beeinflusst.

TER und Total Cost of Ownership

Die TER fällt täglich an und wird in der tagesaktuellen Berechnung des Nettoinventarwerts (NAV) abgegrenzt. Die Gesamrendite des ETF basiert auf dem NAV und versteht sich daher abzüglich der TER. Alle Zusatzerträge z.B. aus der Wertpapierleihe fließen in die tägliche Berechnung des Nettoinventarwerts ein. Entsprechend spiegeln sich in der Gesamrendite eines Fonds auch die Erträge aus der Wertpapierleihe wider.

Um die Gesamtkosten (TCO) einer Anlage zu berechnen, müssen sämtliche Kostenkomponenten eines ETF – interne sowie externe – addiert werden und davon sämtliche im gleichen Zeitraum erzielten Erträge abgezogen werden.

Ein Beispiel ist der in Irland domizilierte iShares EURO STOXX 50 ETF, welcher eine jährliche TER von 35 Basispunkten hat. Im Vergleich mit den Gesamtkosten (TCO) des abgebildeten Fonds wird folgendes ersichtlich: Im Jahr 2010 und im 2. Quartal 2011 betrug die Tracking Difference des ETF positive 54 Basispunkte nach TER. Der ETF hat die Benchmark aufgrund von zwei Faktoren übertroffen: Zum einen durch Erträge aus der Wertpapierleihe und zum anderen aufgrund der Differenz der Steuerraten, die vom ETF und dem abgebildeten Index angewendet werden.

Betrachtet man die externen Faktoren in diesem Beispiel zeigt sich, dass die Handelsspanne an der Börse einen Spread von 8,3 Basispunkten hat. Diese werden nun von den 54 Basispunkten der Fonds-Outperformance abgezogen und ergeben eine positive TCO von 45,7 Basispunkten ausgenommen anderer oben aufgeführter Faktoren, wie Broker-Gebühren, die sich von Anleger zu Anleger unterscheiden. Dies ist ein Beispiel, bei dem die TER allein keine genaue Angabe zu den ETF-Gesamtkosten (TCO) abbildet.

Welche sonstigen Faktoren sollten berücksichtigt werden?

Je nach Managementstil des ETF-Portfolios und seiner Struktur kann es weitere Faktoren geben. Dazu gehören: das Tracking, die Verwaltung des Barvermögens innerhalb des Fonds sowie Steuern. Außerdem hat ein vollständig replizierender oder optimierter Managementstil Einfluss auf das Tracking von physischen ETFs.

Von Fonds mit liquiden, zugänglichen zugrundeliegenden Wertpapieren wird erwartet, dass sie ihre Benchmark akkurat abbilden, wohingegen Fonds mit eher nicht liquiden zugrundeliegenden Wertpapieren höhere Tracking-Kosten zugestanden werden.

Ein weiterer Faktor, der Einfluss auf die Performance des Fonds haben kann, ist die Steuerbelastung auf Ausschüttungen. Das ist dann besonders wichtig, wenn sich die Besteuerungsregeln des Index von den Besteuerungsregeln des Fonds unterscheiden. Beispielsweise sind einige Indizes nur als brutto Total Return Indizes verfügbar. Diese berechnen keine Steuern auf die Ausschüttungen, der ETF allerdings muss Abgeltungssteuer auf die Ausschüttungen der im ETF enthaltenen Wertpapiere zahlen. Auch bei netto Total Return Indizes bestehen Unterschiede bei der tatsächlichen Steuerbelastung. Dies ist unter anderem abhängig von Steuerabkommen zwischen dem Land in dem der ETF domiziliert ist und dem Land der zugrundeliegenden Wertpapiere.

Zusammenfassung

Viele Anleger sind bei ETF-Investments sehr kostensensibel. Eine Analyse der Kosten für einen ETF, die nur auf der TER basiert, kann jedoch irreführend sein. Anhand des TCO können sich Anleger ein gesamtheitliches Bild der Kosten eines Investments in einen ETF verschaffen.

- ▶ Welche Kosten sollten neben der TER noch berücksichtigt werden? Wie verwaltet der ETF-Anbieter seine Kosten effektiv?
- ▶ Welche sonstigen Faktoren sollten berücksichtigt werden?



KAPITEL 6: Wertpapierleihe

Die Wertpapierleihe: Vorteile für Anleger durch bewährte Prozesse und effektive Kontrollen

Einleitung

Die Wertpapierleihe ist eine etablierte Praxis in der Vermögensverwaltung. Weltweit stehen täglich Vermögenswerte von über 13 Billionen US-Dollar zum Entleihen bereit. Davon werden über 1,9 Billionen US-Dollar in Wertpapieren auf täglicher Basis verliehen.¹⁷

Bei einer Wertpapierleihe werden Aktien oder Anleihen an eine Drittpartei transferiert, die dem Verleiher wiederum eine Sicherheit in Form von Aktien, Anleihen oder Bargeld hinterlegt. Zusätzlich erhebt der Verleiher für diese Transaktion eine Gebühr. Diese Zusatzeinnahmen können an den ETF weitergegeben werden, und so die Fonds-Performance verbessern und die Gesamtkosten des ETF für den Anleger reduzieren.

Die wichtigsten Fragen:

- ▶ Betreibt ein Fonds Wertpapierleihe?
- ▶ Wie beeinflusst die Struktur des Fonds die Parameter zur Wertpapierleihe?
- ▶ Wie ist das Risikomanagement von Seiten des Verleihers ausgestaltet?

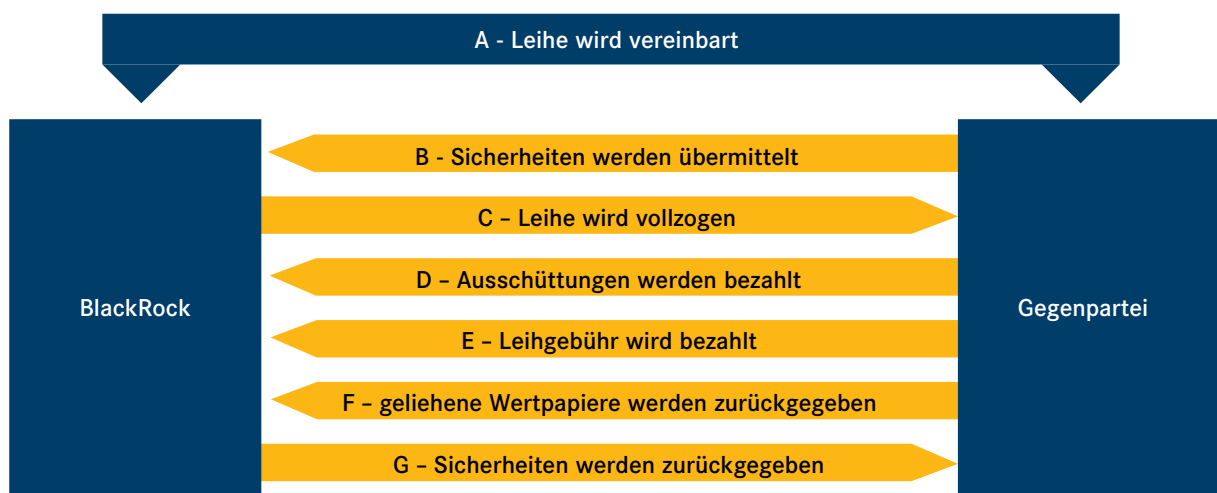
Vorteile für Finanzmärkte und Anleger

Die Wertpapierleihe ist ein Mechanismus, bei dem die Anleger negative sowie positive Markteinschätzungen umsetzen können. Zudem ermöglicht sie Market Makern durch einen Zwei-Wege-Preismechanismus ein effizienteres Risikomanagement. Im Gegenzug erhöht sich die Liquidität und verringert dadurch die Handels-Spreads. Dies reduziert letztendlich die Kosten für die Anleger.

Wie im ersten Kapitel zu ETP-Strukturen bereits beschrieben, wird die Wertpapierleihe in den meisten Fondsstrukturen angewandt. Auch bei Index- und Investmentfonds sowie physischen und Derivate-basierten ETFs. Bei entsprechenden Vorkehrungen gilt sie als eine Aktivität mit geringem Risiko. Jedoch kann es bedeutende Unterschiede bei den generierten Erträgen, den Standards im Risikomanagement und dem Grad der Transparenz in den verschiedenen Wertpapierleihe-Programmen geben.

Für einen Anleger besteht der Hauptvorteil der Wertpapierleihe in der zusätzlich generierten Rendite, die in manchen Fällen die Anlagekosten in einen ETF deutlich verringern können. Daher sollten Investoren die möglichen Zusatzerträge aus der Wertpapierleihe als wichtigen Faktor bei der Analyse der Gesamrendite betrachten.

Abbildung 31: Wertpapierleihe bei physisch replizierenden Fonds



Quelle: BlackRock.

17. Quelle: Data Explorers, März 2011. Weitere Informationen auf www.dataexplorers.com

Wertpapierleihe in verschiedenen ETF-Strukturen: physisch replizierende Fonds

Die Wertpapierleihe kann sowohl bei physischen als auch bei Derivate-basierten Fonds durchgeführt werden. Jedoch können sich die Prozesse und das Transparenzniveau von Anbieter zu Anbieter deutlich unterscheiden.

Abbildung 31 illustriert den Ablauf der Wertpapierleihe bei BlackRock bei physisch replizierenden Fonds.

Der Leiheprozess beginnt (A), indem BlackRock und die Gegenpartei der Leihe die Bedingungen verhandeln (Gebühren, Sicherheiten und Laufzeit).

Im nächsten Schritt (B) übergibt der Entleiher die Sicherheiten an BlackRock, und erst wenn BlackRock die Sicherheiten erhält, wird die vereinbarte Leihe vorgenommen (C).

Während der Dauer der Leihe leitet der Entleiher jegliche Ausschüttungen (wie bspw. Dividendenzahlungen) an BlackRock weiter und entrichtet die vereinbarten Gebühren (D, E).

Am Ende der Wertpapierleihe übergibt der Entleiher die geliehenen Wertpapiere wieder an BlackRock oder BlackRock ruft die Wertpapiere zurück (F). Sobald die entliehenen Wertpapiere zurückgegeben wurden, transferiert BlackRock die Sicherheiten wieder zurück an den Entleiher (G).

Wertpapierleihe-Transaktionen sind gemäß den streng definierten und sehr transparenten BlackRock Sicherheitsstandards überbesichert. Die verliehenen Wertpapiere und die hinterlegten Sicherheiten werden täglich zu Marktwerten bewertet. Bei europäischen iShares Fonds fließen 60 Prozent der Rendite aus der Wertpapierleihe direkt in die Fonds. Die übrigen 40 Prozent werden innerhalb von BlackRock für die Abdeckung aller operativen Kosten verwendet.

Wertpapierleihe in verschiedenen ETF-Strukturen: Derivate-basierte Fonds

Die Wertpapierleihe kann auch bei Derivate-basierten Fonds durchgeführt werden. Dies kann auf zwei verschiedene Arten geschehen. Bei „Unfunded Swap ETFs“ kann die Wertpapierleihe innerhalb des Referenz-Baskets stattfinden (bitte lesen Sie für weitere Details erneut den Abschnitt ETF-Strukturen). Dies ist aber keine gängige Vorgehensweise für Derivate-basierte ETFs, da der Referenz-Basket in der Regel Wertpapiere beinhaltet, für die keine hohe Verleihnachfrage besteht. Alternativ kann daher auch der Inhalt des Hedge-Basket verliehen werden. Dabei handelt es sich um einen außerhalb des Fonds gehandelten Wertpapierkorb, den

Swap-Kontrahenten zur Absicherung ihres Index-Engagements verwenden. In diesem Fall wird die Wertpapierleihe im Hedge-Basket und damit außerhalb der Derivate-basierten Fonds-Struktur durchgeführt. Damit hat dieser Prozess keinen direkten Einfluss auf das Risiko für die Gegenpartei des Fonds. Wie bei aktiven Investmentfonds oder voll replizierenden ETFs, erwirtschaftet die Wertpapierleihe auch in Derivate-basierten ETFs eine zusätzliche Rendite. Jedoch ist die Transparenz dieser Prozesse nicht immer gegeben und die Höhe des Ertrags der Wertpapierleihe wird bei Derivate-basierten ETFs oft nicht veröffentlicht.

Wie gestaltet sich das Risikomanagement der Wertpapierleihe?

Die Art und Weise, wie die Wertpapierleihe von verschiedenen ETF-Anbietern durchgeführt wird, unterscheidet sich deutlich. Aus diesem Grund spielt die Transparenz des Prozesses eine zentrale Bedeutung. Alle Anbieter sollten Investoren umfangreich über die Maßnahmen des Risikomanagements informieren und ihnen die erforderlichen relevanten Informationen zur Verfügung stellen, die sie benötigen, um zu entscheiden, ob sie das mit der Wertpapierleihe einhergehende Risiko eingehen möchten oder nicht.

BlackRock behandelt die Wertpapierleihe als zentrale Investment Management Funktion und nutzt hierfür spezielle Handels-, Research- und Technologieexperten. Wir wenden einen wissenschaftlichen Handelsansatz an, in den die unternehmenseigenen Marktinformationen, Preismodelle und Research-Ergebnisse einfließen. Wir führen regelmäßig ein Benchmarking der Performance durch, das Daten unabhängiger Anbieter nutzt, um den Mehrwert der Wertpapierleihe für unsere Fonds zu demonstrieren. Unser Leiheprogramm wurde so konstruiert, dass es unseren Kunden ausgezeichnete Erträge bei einem gleichzeitig niedrigen Risikoprofil bietet.

Im folgenden Abschnitt werden die allgemeinen Risiken, die mit der Wertpapierleihe einhergehen, erläutert sowie die zentrale Bedeutung des Risikomanagements. Zudem wird aufgezeigt, wie BlackRock als Anbieter mit diesen Risiken umgeht.

Die Bedeutung des Risikomanagements

Das zentrale Risiko der Wertpapierleihe besteht darin, dass der Entleiher seiner Verpflichtung zur Rückgabe der entliehenen Stücke nicht nachkommt und der Wert der Sicherheiten die Kosten des Rückkaufs der Wertpapiere nicht deckt. Das Risikoprofil eines Wertpapierleiheprogramms hängt deshalb vor allem davon ab, wie gut die Kontrahenten- und Sicherheitenrisiken gemanagt werden.

Bei BlackRock arbeitet die Risk & Quantitative Analysis (RQA) Group unabhängig vom Wertpapierleihegeschäft und ist für die Auswahl von außerordentlich kreditwürdigen Entleihern und die Definition der Sicherheitsparameter zuständig. Dank dieses Risikomanagementansatzes haben weder BlackRock noch seine Kunden seit Beginn des Wertpapierleihprogramms im Jahr 1981 Verluste aufgrund des Ausfalls eines Entleihers erlitten.

Sorgfältige Auswahl von kreditwürdigen Entleihern

Die wichtigste Voraussetzung, um die Risiken bei Wertpapierleihegeschäften zu minimieren, ist die sorgfältige Auswahl und Überwachung der Gegenpartei und die Möglichkeit, die Kreditwürdigkeit des Entleihers gründlich zu prüfen. Die RQA Group führt regelmäßige Bewertungen der Kontrahenten sowie Kreditanalysen für alle Handelsfunktionen von BlackRock durch. Durch diesen Prozess werden Kreditgrenzen und das so genannte „Counterparty-Exposure“ überwacht und kontrolliert. Das minimiert das Risiko, dass der Entleiher die entliehenen Wertpapiere nicht zurücktransferieren kann.

Weitere Hinweise auf die Finanzkraft und Kreditwürdigkeit eines Kontrahenten liefern dessen Kapitalstruktur, Ertragslage, Liquidität und Verschuldung. Ergänzt wird dies durch qualitative Faktoren, wie die Qualität des Managements des potenziellen Kontrahenten. Die RQA Group erhält automatisch alle weltweit durchgeführten Transaktionen. Auf dieser Grundlage werden tägliche Berichte über alle Handelsaktivitäten der individuellen Gegenparteien erstellt. Neue Transaktionen werden automatisch unterbunden, wenn ein Kontrahent ein gewisses Limit erreicht hat.

Überbesicherung von Wertpapierleihe-transaktionen

Das Verlustrisiko durch einen Ausfall der Gegenpartei entsteht durch Marktbewegungen, die dazu führen könnten, dass die hinterlegten Sicherheiten nicht ausreichend sind, um die entliehenen Wertpapiere zurückzukaufen und sie zurück in den Fonds zu übertragen. Das RQA setzt die Sicherheitsparameter des Leiheprogramms von BlackRock fest und kontrolliert mithilfe eines analytischen Rahmens kontinuierlich die Qualität der Sicherheiten, indem die Liquidität, Volatilität und Korrelation zu den entliehenen Wertpapieren geprüft wird.

Diese Grundstruktur dient der Risikobegrenzung. Im unwahrscheinlichen Fall einer erforderlichen Liquidierung der Sicherheiten können die Verkaufserlöse zum Rückkauf der verliehenen Wertpapiere verwendet werden.

Es ist branchenüblicher Standard Wertpapierleihe-transaktionen überzubesichern und täglich zum Marktwert zu bewerten. Wir verleihen keine Wertpapiere bevor uns die Sicherheiten nicht übertragen wurden und wir darüber verfügen können. Dadurch wird ein sogenanntes „Daylight Exposure“ verhindert.

Die RQA Group überprüft regelmäßig das Niveau der Überbesicherung, um auf veränderte Marktbedingungen reagieren zu können. Je nach Ausgestaltung der Leihe und der Sicherheiten betragen die Sicherheitswerte 102,5 Prozent bis 112,0 Prozent des Beleihungswertes. Innerhalb der Sicherheitsparameter der UCITS-Regularien hat RQA Group von BlackRock zusätzliche Beschränkungen festgelegt: Es gelten Emittentenobergrenzen für Staatsanleihen sowie Konzentrationslimits für Aktienbestände. Hier werden nur 40 Prozent des durchschnittlichen täglichen Handelsvolumens akzeptiert.

Management von Liquidationsrisiko

Ein Liquidationsrisiko entsteht bei einem Entleiherausfall und wenn der Wert der liquidierten Sicherheit nicht ausreicht, um die verliehenen Wertpapiere zurückzukaufen.

Die RQA Group mindert dieses Risiko für BlackRock, indem der Pool an Sicherheiten sehr sorgfältig reguliert wird. Die Kriterien für die Besicherung und Limits bei der Konzentration gewährleisten die Risikostreuung innerhalb des Pools, und stellen sicher, dass Einzelwerte nur begrenzt enthalten sind. BlackRock ist bestens aufgestellt, um Liquidationsrisiken im Falle eines Entleiherausfalls zu minimieren. Das Wertpapierleihe-Team ist direkt im Portfoliomanagement integriert. Dies sichert einen schnellen Zugriff auf Marktinformationen und sichert die enge Zusammenarbeit mit den Portfoliomanagement- und Handelsteams. Dieses Vorgehen hat sich bei der Liquidierung von Kreditsicherheiten und dem Rückkauf von Wertpapieren auch in schwierigen Marktsituationen bewährt.

Zusammenfassung

Angemessene Kontrollmechanismen vorausgesetzt, gilt die Wertpapierleihe als risikoarme Ertragsquelle. Allerdings ist es bei der Qualitätsbewertung eines Wertpapierleiheprogramms unumgänglich, die Risiko- und Rücktransfer-Parameter ganzheitlich zu prüfen.

- ▶ Die Wertpapierleihe ist ein Transfer von Wertpapieren gegen eine Gebühr.
- ▶ Die Wertpapierleihe ist sowohl für physisch replizierende als auch für Derivate-basierte ETFs möglich.
- ▶ Durch bewährte Abläufe und rigide Kontrollen werden die Risiken bei der Wertpapierleihe vermindert.
- ▶ Wichtig ist auch die Frage, wer bei der Wertpapierleihe der Begünstigte ist. Der ETF-Anbieter und/oder der Anleger?



KAPITEL 7:

ETP-Auswahlprozess

ETP-Auswahlprozess

Alles beginnt mit den richtigen Fragen

Exchange Traded Products (ETPs) sind innerhalb der Produktlandschaft für Investmentprodukte exponentiell gewachsen und genießen bei vielen Anlegern immer mehr Akzeptanz. Der Erfolg ging einher mit einer stetig wachsenden Anzahl an Produkten. Zusätzlich hat dies in manchen Fällen zu komplexeren Produktstrukturen beigetragen.

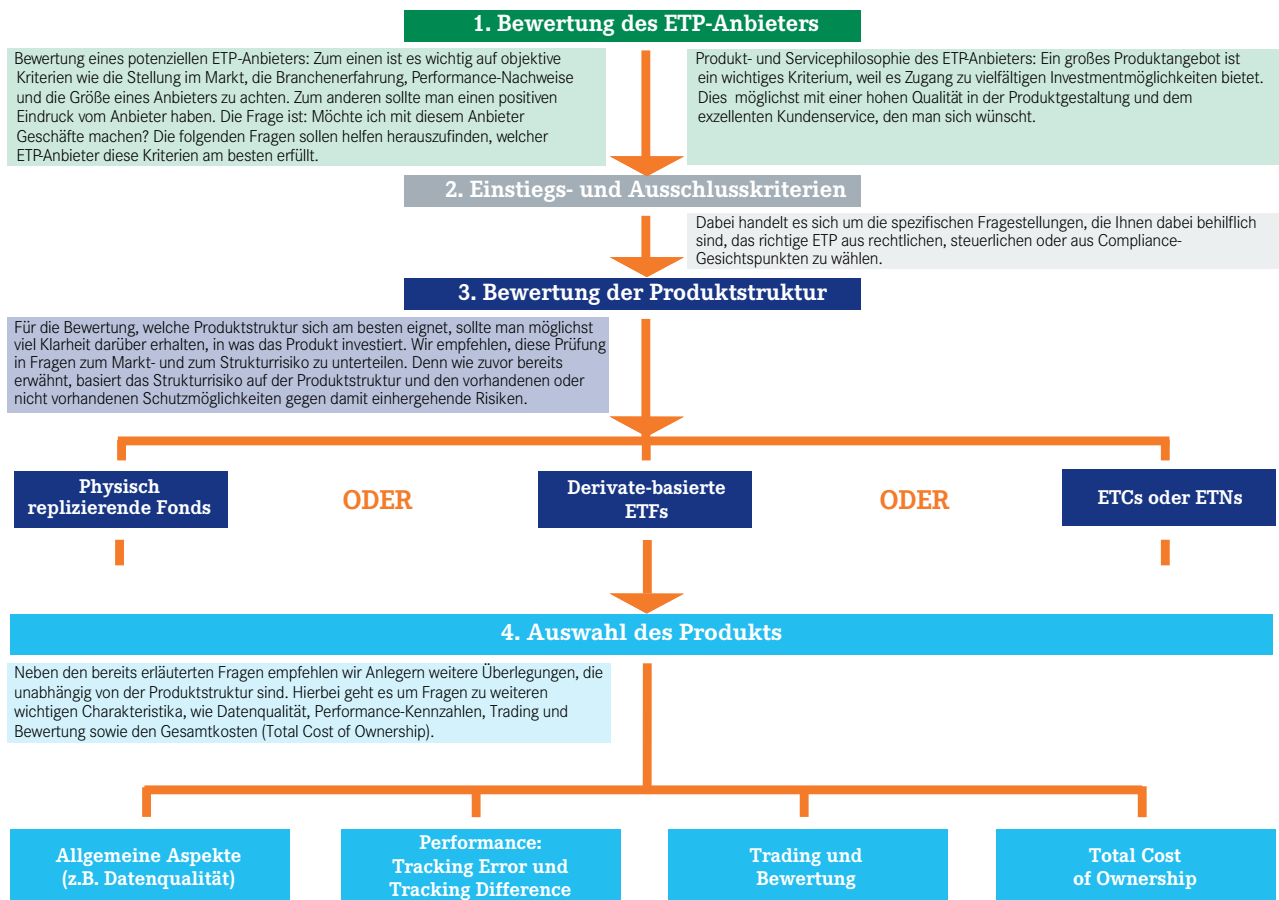
Bei der Auswahl eines ETP stehen Anleger vor der großen Herausforderung, sich in einem Labyrinth unterschiedlicher Produkte orientieren zu müssen. Basierend auf Erfahrungswerten von Kunden haben wir die Schlüsselemente identifiziert, die Anleger bei der Bewertung von ETPs beachten sollten: **Struktur, Steuern, Performance, Trading und Bewertung, Gesamtkosten und Wertpapierleihe**. Obwohl es wichtig ist, diese Bereiche separat zu betrachten, nutzen Investoren oft eine Kombination dieser Kriterien, um sinnvolle und nachvollziehbare Entscheidungen zu treffen.

Im folgenden Abschnitt liefern wir einen „Schritt-für-Schritt“-Ansatz für einen optimalen Due Diligence Prozess eines ETPs anhand der erläuterten Rahmenbedingungen. Dieser Prozess soll nicht als Einheitslösung dienen und hängt außerdem auch von den Investmentzielen, möglichen Beschränkungen und spezifischen Eigenschaften eines Anlegers ab. Bei der Vielzahl an Faktoren, die mit einbezogen werden müssen, glauben wir, dass ein methodischer, gründlicher Auswahlansatz Anlegern dabei helfen kann, eine fundierte Investmententscheidung zu treffen.

Hierfür möchten wir folgende Schritte näher erläutern:

- **Prozessablauf für eine ETP Due Diligence** mit vier Hauptschritten: Bewertung des ETP-Anbieters, Einstiegs- und Ausschlusskriterien, Bewertung der Produktstruktur anhand der vorgeschlagenen Klassifizierung, und schließlich die Auswahl des Produktes, in welches investiert werden soll.

Abbildung 32: Ablauf eines ETP Due Diligence Prozesses



Quelle: BlackRock.

- ▶ **Drei Fallstudien**, um zu demonstrieren, wie der Prozess, abhängig von Investmentkriterien und Zielprodukt, in der Praxis angewandt werden kann.
- ▶ **Die entscheidenden Fragen**, die Anleger unserer Meinung nach bei der Planung eines Investments in ETPs stellen sollten.

Abhängig von Ihren Präferenzen und Anlagezielen werden Sie womöglich einen leicht modifizierten Ansatz für einen ETP-Auswahlprozess auswählen, um sicherzustellen, dass Sie die Kriterien bewerten, die für Sie und das analysierte Produkt am wichtigsten sind.

Wenn Sie nach der Prüfung der Auswahlkriterien unzufrieden mit den Antworten sind oder es Unklarheiten gibt, dann sollten Sie ein Investment in diesen speziellen ETP vielleicht überdenken.

Fallstudien: von der Theorie zur Praxis

Abbildung 32 zeigt die Überlegungen, die ein Anleger bei der ETP-Auswahl anstellen sollte. Anhand von drei Beispielen wird erläutert, wie Anleger mit unterschiedlichen Investmentzielen diesen Prozess umsetzen könnten.

- ▶ Fall 1: Ein ETP, das ein Investment in den DAX® ermöglicht
- ▶ Fall 2: Ein ETP, das ein Investment in den CAC 40 ermöglicht
- ▶ Fall 3: Ein ETP, das ein Investment in physisches Gold ermöglicht

Fall 1: Ein ETP, das ein Investment in den DAX® bietet

Ein europäischer Anleger will in deutsche Aktien mit hoher Marktkapitalisierung investieren, was durch den DAX® abgebildet wird. Es existieren folgende Kriterien, die für den Anleger bei der Auswahl des Produkts wichtig sind:

- ▶ **UCITS-Richtlinienkonformität:** Die Auswahl eines UCITS-konformen Exchange Traded Funds (ETF) schließt Strukturen, die nicht einem ETF entsprechen aus: Exchange Traded Commodities (ETC) und Exchange Traded Notes (ETN) fallen somit weg.
- ▶ **Präferenz für physische Replikation:** Derivate-basierte ETFs werden damit ausgeschlossen.
- ▶ **Track Record über die letzten zehn Jahre:** Da der Anleger eine strategische Allokation in deutsche Aktien plant, können Performance-Kriterien wichtiger sein als Handelskriterien oder die Liquidität. Alle ETFs ohne einen Track Record über mindestens zehn Jahre werden damit ausgeschlossen.

Die Auswahl: Ein UCITS-konformer, physisch replizierender ETF auf den DAX® mit einem langfristigen Track Record.

Fall 2: Ein ETP, das ein Investment in den CAC 40 bietet

Ein französischer Anleger möchte in inländische Aktien mit hoher Marktkapitalisierung investieren: Für ihn sind folgende Kriterien wichtig:

- ▶ UCITS-Richtlinienkonformität: Sofern ein UCITS-konformes Produkt vom Anleger bevorzugt wird, sind ETCs und ETNs ausgeschlossen.
- ▶ Da eine physisch replizierende Struktur nicht zu den Kriterien gehört, kann der Anleger auch Derivate-basierte ETFs wählen.
- ▶ Fondsdomizil: Der Investor bevorzugt ein inländisches Fondsdomizil, damit ein Steuervorteil für Investments in inländische Wertpapiere genutzt werden kann.

Die Auswahl: Ein UCITS-konformer, Derivate-basierter, in Frankreich domizilierter ETF auf den CAC 40. Physisch replizierende ETFs auf den CAC 40 gibt es aktuell nicht.

Fall 3: Ein ETP, das ein Investment in physisches Gold ermöglicht

Ein Anleger aus England möchte in physisches Gold investieren. Der Anleger entscheidet sich für ein Investment in ein Gold-ETP, da für ein direktes Investment Lagerung, Transport, Versicherung und Logistik erforderlich sind. Die Kriterien, die erfüllt werden sollen, sind:

- ▶ **Besicherung durch physisches Gold:** Dieses Kriterium eliminiert ETFs, lässt jedoch ETCs zu.
- ▶ **UCITS-Richtlinienkonformität:** Für den Investor ist wichtig, dass der ETC in einen UCITS-Fonds eingekauft werden darf, also „UCITS-fähig“ ist.

Die Auswahl: Ein UCITS-fähiger ETC, der mit physischem Gold besichert ist.

Ablauf eines ETP Due Diligence Prozesses

1

Bewertung des ETP-Anbieters

1. Wie denkt man bezüglich der Stabilität und Langlebigkeit des ETP-Anbieters?
2. Gehört das Asset Management zum Kerngeschäft des ETP-Anbieters?
3. Hat der ETP-Anbieter bei der Verwaltung von Kundengeldern einen Track Record über mehrere Marktphasen?
4. Verwaltet der ETP-Anbieter ein angemessenes Vermögen an Kundengeldern (AUM)?
5. Welche Personen, Prozesse und Technologien sind beim Geschäft des ETP-Anbieters im Einsatz?
6. Ist die Wertschöpfungskette des ETP-Anbieters transparent? Bestehen mögliche Interessenskonflikte?
7. Verfügt der ETP-Anbieter über eine angemessene Produktauswahl?
8. Verfügt der ETP-Anbieter über Listings an den gewünschten Börsen?
9. Kann der ETP-Anbieter einen qualitativ hochwertigen Kundenservice bereitstellen? Dies zeigt sich z.B. durch zügige Beantwortung von Kundenfragen, Genauigkeit von gelieferten Informationen und generell durch die Verfügbarkeit von erfahrenen Mitarbeitern, die Sie jederzeit gerne unterstützen.

2

Einstiegs- und Ausschlusskriterien

1. Wo ist der Fonds domiziliert? Können Sie in einen in diesem Land domizilierten Fonds investieren? Ist der benötigte Steuermeldungsstatus („Tax Reporting Status“) vorhanden? Handelt es sich um einen UCITS-konformen Fonds?
2. Wird der Fonds Kapitalgewinne und Dividenden auf eine Art und Weise ausschütten, die für Sie aus steuerlicher Sicht lohnend ist?
3. Kann ein UCITS-Fonds in diesen ETP investieren (UCITS-Fähigkeit)?
4. Können Sie in Derivate-basierte Produkte investieren?
5. Können Sie in ETNs/ETCs investieren?
6. Sind Ihre Mindestvoraussetzungen in Bezug auf das Fondsvolumen erfüllt? Reicht die Fondslebensdauer aus bzw. ist der Track Record langfristig genug?



3

Bewertung der Produktstruktur

Physisch replizierende Fonds

1. Sind die physischen ETFs vollständig replizierend oder optimiert? Sind diese Informationen klar ersichtlich?
2. Können Sie die Fondsbestandteile (Holdings) täglich einsehen?
3. Wie hoch ist die Anzahl der Werte im Fonds im Vergleich zur Anzahl der im Index enthaltenen Wertpapiere?
4. Hält das Portfolio die gleichen zugrundeliegenden Wertpapiere wie der Index?
5. Wenn Derivate im ETF verwendet werden, geschieht dies nur zur Unterstützung eines effizienten Portfoliomanagements?
6. Partizipiert der ETF an der Wertpapierleihe? Falls ja, gibt es klare Investitionsrichtlinien für die Auswahl von Sicherheiten und effiziente Risikomanagementprozesse? Wie hoch sind die Erträge aus der Wertpapierleihe und wie werden diese zwischen Fonds und Emittent (der die Wertpapierleihe durchführt) aufgeteilt?

ODER

Derivate-basierte ETFs

„Unfunded“ Swap Struktur

1. Gibt es für die Swaps nur für eine einzige Gegenpartei oder sind die Swaps über mehrere Kontrahenten diversifiziert?
2. Bei nur einem Swap-Kontrahenten: Ist dieser auch der einzige Market Maker?
3. Wer sind die Swap-Kontrahenten? Wie sieht deren Kreditwürdigkeit aus? Sind diese unabhängig vom ETF-Anbieter?
4. Wie hoch ist der Swap-Spread? Ist dieser einsehbar? Falls nicht: warum?
5. Welche Anforderungen gelten für die Qualität der Wertpapiere, die als Sicherheiten eingesetzt werden (Collateral-Basket)? Welche Liquiditätsregeln gelten hierfür?
6. Wie wird das Exposure der Kontrahenten verwaltet (Frequenz der Zurücksetzung des Swaps, Obergrenzen der Swap-Höhe, Regelungen zur Überbesicherung)?
7. Wie einfach erhält man im Falle eines Kontrahenten-Ausfalls Zugriff auf den Collateral-Basket, (Verpfändung oder Transfer des Titels)?
8. Sind die Bestandteile des Collateral-Baskets, die Swap-Preise, die Kontrahenten und die Höhe der Überbesicherung täglich einsehbar?
9. Werden Wertpapierleihgeschäfte außerhalb des Fonds im Hedge-Basket des Swap-Kontrahenten durchgeführt? Falls ja, gibt es klare Richtlinien für die Auswahl von Sicherheiten und einen effektiven Risikomanagement-Prozess? Wie wirken sich die Erträge aus der Wertpapierleihe auf den Hedge-Basket des Swap-Kontrahenten auf den Swap-Spread aus, der vom Fonds gezahlt wird?

„Fully Funded“ Swap-Struktur

1. Gibt es für die Swaps nur eine Gegenpartei oder sind die Swaps über mehrere Kontrahenten diversifiziert?
2. Wer sind die Swap-Kontrahenten? Wie sieht deren Kreditwürdigkeit aus? Sind diese unabhängig vom ETF-Anbieter?
3. Wie hoch ist der Swap-Spread? Ist dieser einsehbar? Falls nicht: warum?
4. Welche Anforderungen gelten für die Qualität der Wertpapiere, die als Sicherheiten eingesetzt werden (Collateral-Basket)? Welche Liquiditätsregeln gelten hierfür?
5. Wie wird das Exposure der Kontrahenten verwaltet (Frequenz der Zurücksetzung des Swaps, Obergrenzen der Swap-Höhe, Regelungen zur Überbesicherung)?
6. Wie einfach erhält man im Falle eines Kontrahenten-Ausfalls Zugriff auf den Collateral-Basket, (Verpfändung oder Transfer des Titels)?
7. Sind die Bestandteile des Collateral-Baskets, die Swap-Preise, die Kontrahenten und die Höhe der Überbesicherung täglich einsehbar?
8. Werden Wertpapierleihgeschäfte außerhalb des Fonds im Hedge-Basket des Swap-Kontrahenten durchgeführt? Falls ja, gibt es klare Richtlinien für die Auswahl von Sicherheiten und einen effektiven Risikomanagement-Prozess? Wie wirken sich die Erträge aus der Wertpapierleihe auf den Hedge-Basket des Swap-Kontrahenten auf den Swap-Spread aus, der vom Fonds gezahlt wird?

Quelle: BlackRock.

4

Auswahl des Produkts

Allgemein

1. Sind die Depotbank, der Prüfer, der Verwalter sowie der Registrar für den ETP verzeichnet (falls diese Parteien vorhanden sind)?
2. Können folgende Daten leicht gefunden werden: täglicher NAV (Nettoinventarwert), Total Return NAV, Ausschüttungen und Performance verglichen mit der Benchmark?

Performance:

Tracking Error und Tracking Difference

1. Sind die Total Return Daten öffentlich zugänglich und sind sie von hoher Qualität?
2. Wann wurde der Fonds aufgelegt?
3. Wie hoch ist die Tracking Difference über einen Zeitraum von 6 Monaten, 1 Jahr und 3 Jahren sowie seit Auflage? Und was sind die Gründe für ungewöhnliche Tracking Difference?
4. Wie hoch ist der Tracking Error in einem Zeitraum von 6 Monaten, 1 Jahr und 3 Jahren sowie seit Auflage?

Handel und Bewertung

1. Wie hoch ist das Fondsvermögen (AuM) für diesen Fonds?
2. Berät der ETP-Anbieter unabhängig bezüglich der besten Handels-Kontrahenten?
3. Stellt der ETP-Provider ständig eine ausreichende Liquidität für ihre Produkte bereit? Stehen mehrere Market Maker zur Bereitstellung der Liquidität zur Verfügung? Von wie vielen Market Makern wird der Fonds unterstützt?
4. Wie hoch ist der Umsatz des ETP, die Geld-Brief-Spanne (Bid-Ask-Spread) auf dem Sekundärmarkt?
5. Wird der ETP mit Auf- oder Abschlägen (Premiums/Discounts) im Vergleich zum NAV gehandelt?
6. Kann der Fonds zu NAV gehandelt werden?
7. Wie wurde die Liquidität während volatiler Marktphasen in der Vergangenheit beeinträchtigt?

Wie hoch ist die Total Cost of Ownership (TCO)?

Interne Faktoren:

1. Wie hoch ist die Total Expense Ratio (TER)? Unterscheidet sich die Managementgebühr (Verwaltungsgebühr) von der TER?
2. Wie hoch sind die Erträge aus der Wertpapierleihe (falls vorhanden)?
3. Wie hoch ist der Swap-Spread?
4. Wie hoch sind die Kosten oder Erträge eines Rebalancings?
5. Gibt es für Derivate-basierte ETPs neben dem Swap-Spread und der TER noch weitere Zusatzkosten?
6. Welche dieser Daten sind öffentlich zugänglich? Wie regelmäßig werden sie veröffentlicht?

Externe Faktoren:

1. Wie hoch ist der durchschnittliche Spread aktuell?
2. Wie hoch sind die Kosten für Creations und Redemptions?
3. Nimmt der ETP an der Wertpapierleihe teil? Falls ja, wie hoch sind die durchschnittlichen Leiherträge?

Bewertung der Produktstruktur

ODER ETNs oder ETCs

ETNs

1. Wer ist der Emittent und wie ist dessen Kreditwürdigkeit?
2. Wurde die ETN innerhalb einer Zweckgesellschaft (SPV) aufgelegt (besteht eine Schuldverschreibung) oder gibt es ein direktes Exposure auf die Bilanz des Emittenten?
3. Eignet sich die Kreditwürdigkeit des Emittenten für die Absicherung der ETN? Falls ja, ist diese mit Sicherheiten hinterlegt?
4. Besteht bei gesicherten ETNs Transparenz für die zugrundeliegenden Sicherheiten?
5. Sind die Rahmenbedingungen für die gehaltenen Sicherheiten einsehbar?
6. Gibt es eine Überbesicherung?
7. Welche Gebühren werden an den „Note-Promoter“ gezahlt?
8. Gibt es Zahlungen an den Fondsbetreiber abgesehen von Verwaltungs- oder Vertriebsgebühren oder Zahlungen vom Schuldverschreibungsemittenten?
9. Wie effektiv ist die Trennung von Vermögenswerten zwischen verschiedenen ETNs?
10. Werden Vermögenswerte bei einer unabhängigen Depotstelle gehalten? Gibt es einen Treuhänder?
11. Kann ein UCITS-Fonds diese ETN halten (UCITS-Fähigkeit)?
12. Enthält die ETN Derivate? Falls ja, kann ein UCITS-Fonds diese ETN mit Derivaten halten?

ETCs

1. Ist der ETC mit dem physischen Rohstoff abgesichert?
2. Ist der ETC mit Wertpapieren besichert, die unabhängig vom ETC Exposure sind?
3. Werden Vermögenswerte bei einer unabhängigen Depotbank gehalten?
4. Wie effektiv ist die Trennung von Vermögenswerten zwischen den verschiedenen Notes?
5. Kann ein UCITS-Fonds den ETC halten (UCITS-Fähigkeit)?

Schlüsselfragen für die Auswahl eines ETP

Wir schlagen vier Hauptbereiche vor, die Teil des Due Diligence Prozesses sein sollten:

1. Bewertung des ETP-Anbieters
2. Einstiegs- und Ausschlusskriterien
3. Bewertung der Produktstruktur
4. Auswahl des Produktes, in welches investiert werden soll

Zusammenfassung

In den letzten 30 Jahren ist der ETP-Markt stark gewachsen und genießt bei vielen Anlegern eine immer größere Akzeptanz. Mit dem Erfolg wuchs auch das Produktangebot stetig an. Das hat in manchen Fällen zu komplexeren Produktstrukturen beigetragen.

Bei der Auswahl eines ETP stehen die Anleger vor der großen Herausforderung, sich in einem Labyrinth unterschiedlicher Produkte zu orientieren. Um Anlegern bei der Auswahl aus der Vielzahl von ETPs behilflich zu sein, haben wir diesen Due Diligence Prozess skizziert, der eine Auswahl an Fallstudien sowie die essentiellen Fragen zusammenfasst.

Wir hoffen, dass dieser Leitfaden den Auswahlprozess erleichtert, indem er es Anlegern ermöglicht, sicher durch die ETP-Landschaft zu navigieren, und einen möglichst breiten Überblick über die gesamte Branche bietet. Wenn Sie diesen Prozess weiter diskutieren möchten, dann kontaktieren Sie bitte einen unserer iShares Vertriebsmitarbeiter.

Als weltweit führender Anbieter von ETP, möchten wir von iShares diesen Leitfaden für die ETP-Auswahl bereitstellen und damit einen allgemeinen Rahmen definieren. Dies soll Ihnen helfen, die beste Wahl treffen zu können.

RECHTLICHE INFORMATIONEN

Rechtliche Informationen

BlackRock Advisors (UK) Ltd. ist durch die britische Finanzmarktaufsicht Financial Services Authority („FSA“) zum Geschäftsbetrieb zugelassen und beaufsichtigt. Die irischen iShares Fonds, die in diesem Dokument erwähnt werden, sind Teilfonds der iShares plc, iShares II plc, iShares III plc, iShares IV plc beziehungsweise der iShares V plc. Diese sind offene Investmentgesellschaften mit variablem Kapital in Form eines Dachfonds mit getrennter Haftung ihrer Teilfonds.

Für Anleger in Österreich

Die Verkaufsprospekte der irischen Teilfonds für die in Österreich zum Vertrieb zugelassenen Fonds in der jeweils aktuellen Fassung werden auf der Website www.iShares.at veröffentlicht. Die Verkaufsprospekte für die in Österreich zum Vertrieb zugelassenen irischen Teilfonds sind auch bei der Raiffeisen Zentralbank Österreich AG, Am Stadtpark 9, 1030 Wien, dem österreichischen Vertreter und der Zahlstelle für die in Österreich zum Vertrieb zugelassenen Teilfonds, kostenlos erhältlich.

Für Anleger in Deutschland

Die Verkaufsprospekte der irischen Teilfonds sowie die Jahres- und Halbjahresberichte sind bei der Commerzbank AG, Jürgen-Ponto-Platz 1, 60301 Frankfurt am Main, kostenlos erhältlich.

Risikohinweise

Der Anlagewert sämtlicher iShares Fonds kann Schwankungen unterworfen sein und Anleger erhalten ihren Anlagebetrag möglicherweise nicht zurück. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung und bietet keine Garantie für einen Erfolg in der Zukunft. Anlagerisiken aus Kurs- und Währungsverlusten sowie aus erhöhter Volatilität und Marktkonzentration können nicht ausgeschlossen werden.

Index-Haftungsausschlüsse


„Barclays Capital“ ist ein Warenzeichen von Barclays Capital, der Investmentbanksparte von Barclays Bank PLC („Barclays Capital“), und wird von BlackRock Advisors (UK) Limited unter Lizenz verwendet. Mit einem unverwechselbaren Geschäftsmodell bietet Barclays Capital Unternehmen, Finanzinstituten, Regierungen und supranationalen Organisationen Lösungen für ihre Bedürfnisse im Bereich der Finanzierung und des Risikomanagements. Barclays Capital erstellt den Barclays Capital Euro Corporate Bond Index und Barclays Capital Euro Government Bond 1-3 Year Term Index (zusammen die „Indizes“) betreibt diese Indizes und ist Inhaber von Rechten an ihnen. iShares Barclays Capital Euro Corporate Bond und iShares Barclays Capital Euro Government Bond 1-3 (die „Fonds“) werden von Barclays Capital weder gefördert noch empfohlen, vertrieben oder beworben. Barclays Capital übernimmt keine Gewähr für die Ratsamkeit der Anlage in die Fonds.

„STOXX“, „EURO STOXX 50®“ sind gesetzlich und urheberrechtlich geschützt und sind Waren und/oder Dienstleistungszeichen von STOXX Limited und wurden zur Nutzung für

bestimmte Zwecke durch BlackRock Advisors (UK) Limited und iShares II plc lizenziert. iShares EURO STOXX 50 (der „Fonds“) wird von STOXX weder gefördert noch empfohlen, vertrieben oder beworben. STOXX übernimmt keine Gewähr für die Ratsamkeit der Anlage in diesen Fonds.

„FTSE®“ ist ein gemeinsames Warenzeichen von London Stock Exchange plc und Financial Times Limited („FT“) und wird von FTSE International Limited („FTSE“) unter Lizenz verwendet. Der FTSE 100 Index wird von oder im Auftrag von FTSE International Limited („FTSE“) berechnet. Weder die Londoner Börse noch FT oder FTSE fördern, empfehlen oder bewerben iShares FTSE 100. Sie stehen in keiner Weise mit ihm in Verbindung. Sie lehnen jede Haftung im Zusammenhang mit der Ausgabe, dem Betrieb und dem Handel des Produkts ab. FTSE hält alle Urheber- und Datenbankrechte in Bezug auf die Indexwerte und die Liste der im Index vertretenen Werte. BlackRock Advisors (UK) Limited hat von FTSE eine vollumfängliche Lizenz zur Nutzung dieser Urheber- und Datenbankrechte im Zusammenhang mit der Schaffung dieses Produktes erworben.

Auch wenn die Informationen und der JP Morgan EMBI Global Core Index™ (der „Index“) auf für zuverlässig erachteten Quellen beruhen, kann J.P. Morgan Securities Inc („JPMorgan“) keine Garantie für deren Vollständigkeit oder Richtigkeit abgeben. Die Informationen und der Index dürfen ohne die vorherige Genehmigung von JPMorgan weder kopiert noch verwendet oder verbreitet werden. Copyright 2010, JPMorgan Chase & Co. Alle Rechte vorbehalten. „JPMorgan“ und der Index sind Marken von JPMorgan Chase & Co. und wurden zur Verwendung für bestimmte Zwecke durch BlackRock Advisors (UK) Limited lizenziert. Der iShares JPMorgan \$ Emerging Markets Bond Fonds (der „Fonds“), der auf dem Index basiert, wird von JPMorgan weder gefördert noch empfohlen, vertrieben oder beworben. JPMorgan übernimmt keine Gewähr für die Ratsamkeit der Anlage in diesen Fonds.

 iShares Fonds werden von MSCI nicht gefördert, empfohlen oder beworben. MSCI übernimmt keine Haftung für diese Fonds oder für Indizes, auf denen diese Fonds beruhen. Der Prospekt enthält ausführlichere Informationen über die beschränkte Beziehung, die MSCI zu BlackRock Advisors (UK) Limited und eventuellen verbundenen Fonds unterhält.

„Standard & Poor's®“, „S&P®“, „S&P 500“ sind Warenzeichen von The McGraw-Hill Companies, Inc., und wurden zur Nutzung durch BlackRock Advisors (UK) Limited, lizenziert. iShares S&P 500 wird von S&P weder gefördert noch empfohlen, vertrieben oder beworben. S&P übernimmt keine Gewähr für die Ratsamkeit der Anlage in dieses Produkt.

„iShares“ ist eine eingetragene Marke der BlackRock Institutional Trust Company, N.A. © 2011 BlackRock Advisors (UK) Limited. Eingetragen unter Registrierungsnummer 00796793. Sämtliche Rechte vorbehalten. © 2011 BlackRock Asset Management Deutschland AG. Sämtliche Rechte vorbehalten.



Kontaktieren Sie uns

Gerne stehen wir Ihnen für Fragen und Informationen zu iShares ETFs zur Verfügung:

■ Für Deutschland: Tel: +49 (0) 89 42729 - 5858 ■ Fax: +49 (0) 89 42729 - 5958 ■ E-Mail: info@iShares.de ■ www.iShares.de
■ Für Österreich: Tel: +49 (0) 89 42729 - 5858 ■ Fax: +49 (0) 89 42729 - 5958 ■ E-Mail: info@iShares.at ■ www.iShares.at

www.iShares.de ■ www.iShares.at ■ ISHARES <GO>

IS-DD-I-GA-OCT11-DE