

Quantitatives ETF-Rating – Ansatz und Einsatzgebiete

Lutz Johanning, Philipp Henrich & Marc Becker

Notwendigkeit eines Ratings für Exchange Traded Funds

Der Markt für Exchange Traded Funds (ETFs) ist in den vergangenen Jahren stark gewachsen. In Deutschland stehen aktuell mehr als 795 ETFs auf über 425 verschiedenen Indizes zur Auswahl. Das investierte Marktvolumen beträgt etwa 160 Mrd. Euro,¹ das durchschnittlich monatlich gehandelte Börsenvolumen beträgt derzeit ca. 13 Mrd. Euro. Das Handelsvolumen im Marktsegment XTF der Deutschen Börse entspricht damit einem Marktanteil von 37 Prozent am europäischen Handelsvolumen. Das große Anlegerinteresse an ETFs hat eine Vielzahl von Produktvariationen hervorgerufen. Mittlerweile können Investoren Produkte auf Aktien-, Renten- und Rohstoffindizes sowie Währungen und Kreditbasiswerte erwerben. Im Aktienbereich können die Anleger aus einer Vielzahl von verschiedenen Länder-, Regionen- und Sektorenindizes (Automobil, Banken etc.) wählen. Im Rentenmarkt sind ETFs auf verschiedene Laufzeiten, Schuldner (Staatsanleihen, Unternehmensanleihen) und Besicherungen (Pfandbriefe) aufgelegt. Auch ETFs auf Kreditderivate und inflationsgeschützte Indizes gewinnen an Bedeutung, beliebteste Aktienbasiswerte sind der EURO STOXX 50, der DAX und der MSCI Emerging Markets, im Rentenmarkt stehen die iBoxx-Index-Familie und Produkte auf den EONIA im Fokus der Anleger². Auf Aktienindizes gibt es auch Short- und Leveraged-ETFs. Mit Short-ETFs können Investoren auf fallende Basiswertkurse setzen, Leveraged-ETFs hebeln das investierte Kapital. Der zunehmende Wettbewerb hat dazu geführt, dass Anleger aus mehreren ETFs verschiedener Anbieter auf denselben Basiswert wählen können. So gibt es derzeit beispielsweise 14 ETFs auf den EURO STOXX 50³.

1 Deutsche Börse 2011.

2 Deutsche Börse 2011.

3 Deutsche Börse 2011.

Aus wissenschaftlicher Sicht ist ein großes Produktangebot vorteilhaft, da der Markt durch ein umfassendes Produktangebot vollständiger und durch den Wettbewerb effizienter wird. Kleine und für den Anleger häufig schwer zu differenzierende Produktunterschiede können ökonomisch dennoch sehr relevant sein. Unterschiede gibt es bei der Performance, der Replikationsgüte und der Liquidität, aber auch bei der Art der Replikation, der Besicherung und beispielsweise der steuerlichen Behandlung der Erträge. Ein ETF-Rating muss diese Unterschiede adäquat abbilden, wobei die verschiedenen Zielgruppen zu berücksichtigen sind. Ein Privatanleger hat beispielsweise ein Interesse an einer einfachen Einschätzung des Risikos des ETF und der Performance, für einen institutionellen Investor steht dagegen eine Analyse der Replikationsstrategie, der Besicherung und der steuerlichen Behandlung der Erträge im Vordergrund. Es ist nicht sinnvoll, alle Kriterien, die eine Analyse der ETFs erlauben, in einem einzigen ETF-Rating zu vermischen. Ein ETF-Rating für Privatanleger kann bereits auf Basis relativ einfacher Kriterien wie Risiko, Performance und Börsenliquidität eine umfassende Information liefern. Die Analyse für einen institutionellen Anleger kann darauf aufbauen, muss aber sehr viel detaillierter ausfallen, um die spezifischen Bedürfnisse dieser Anleger zu bedienen.

Ziel des Beitrags ist es, die Kriterien herauszuarbeiten, aus denen sich ein ETF-Rating sinnvollerweise zusammensetzen sollte. Dabei wird zwischen einem ETF-Rating für private und institutionelle Anleger unterschieden und das Vorgehen soweit möglich anhand von Beispielen illustriert.

Im Anschluss an dieses Kapitel werden ETFs charakterisiert und Fondsratings und -rankings definiert. Die darauf folgenden zwei Kapitel widmen sich der Konstruktion eines ETF-Ratings für Privatanleger (Publikumsrating) und der Konstruktion des institutionellen Kundenratings. Die Ergebnisse der Untersuchung werden in einem abschließenden Kapitel zusammengefasst.

Passive Anlageprodukte und Fondsrankings

ETFs sind passive und börsennotierte Investmentprodukte. Die passive Investmentphilosophie unterstellt die Effizienz des Kapitalmarktes, sodass eine aktive Informationssuche nicht lohnend ist. Die Anbieter von passiven Investmentprodukten replizieren deshalb kostengünstig die Kursentwicklung

des Basiswerts. Basiswerte sind in der Regel breit gestreute und damit im Risiko diversifizierte Indizes. Passive Investmentprodukte haben für alle Anleger eine Bedeutung, die kostengünstig ihre langfristige Asset Allocation umsetzen wollen. Neben der passiven Investmentidee ist die Handelbarkeit und damit die hohe Liquidität die zweite wichtige Eigenschaft der ETFs. Die Liquidität eines Finanzprodukts bezeichnet die Möglichkeit, eine Anlage schnell und kostengünstig zu erwerben beziehungsweise wieder veräußern zu können. Illiquide Anlagen können entweder nur unter erheblichen Preisabschlägen oder aber unter Inkaufnahme einer Wartezeit veräußert werden. Für Anleger mit einer Präferenz für eine große Verfügbarkeit ihrer Anlagen, beispielsweise um ungeplante Ausgaben bedienen zu können, ist eine hohe Liquidität ihrer Anlagen sehr wichtig. ETFs müssen nicht zwangsläufig über die Börse gehandelt werden. Institutionelle Investoren handeln bei großen Orders auch direkt mit der KAG oder dem Emittenten.

Bei einem aktiven Managementansatz wird die Ineffizienz des Kapitalmarktes unterstellt. Produkthanbieter wollen durch eine aktive Suche und Auswertung von Informationen über den inneren Wert von Finanztiteln eine Überrendite erzielen. Auf einem Kapitalmarkt existieren immer beide Managementformen und halten sich tendenziell im Gleichgewicht. Auf einem rein passiven Kapitalmarkt würde jegliche Informationssuche mit hohen Renditen belohnt, womit große Anreize für ein aktives Management bestehen. Auf einem rein aktiven Kapitalmarkt wäre die zusätzliche Informationssuche ohne Erfolg, es gäbe somit einen Anreiz, den Markt kostengünstig nachzubilden.

Ratings für aktive Fonds bauen insbesondere auf Kriterien auf, die die Fähigkeit des Managements zur Erzielung einer zukünftigen Outperformance widerspiegeln. Ein ETF-Rating sollte dagegen insbesondere Aussagen über die Replikationsgüte und die Liquidität treffen. Ein einheitlicher Ratingansatz für aktive und passive Fonds ist daher nicht sinnvoll.

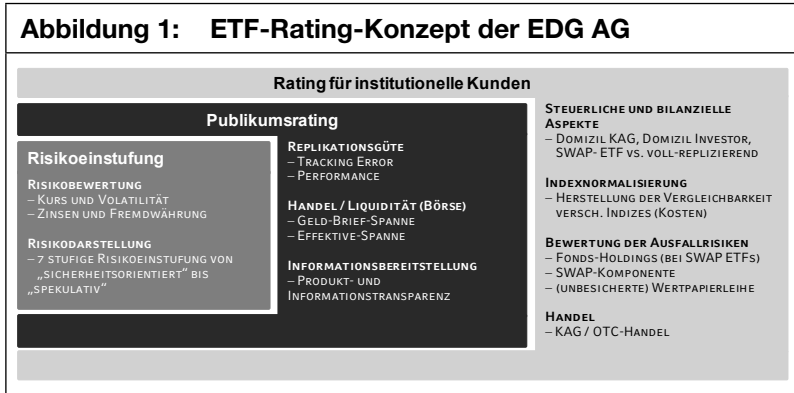
Das primäre Ziel eines ETF-Ratings ist es, Anlegern und Anlageberatern eine nachhaltige Qualitätsinformation über ETFs auf Basis objektiv ermittelbarer Kriterien zur Verfügung zu stellen, damit den Auswahlprozess zu erleichtern und schließlich insgesamt zur Verbesserung der Markttransparenz beizutragen. Ferner soll der geratete ETF-Anbieter eine unabhängige Einschätzung über die Qualität seiner Produkte erhalten. Bleiben die im Rating verwendeten Kri-

terien, beispielsweise die historische Performance, über die Zeit stabil, so kann aus der Ratingnote eine Wahrscheinlichkeit für die zukünftige Fondsqualität abgeleitet werden, selbst wenn dies nicht das explizite Ziel des Ratings ist.

Der Bundesverband Investment und Asset Management e.V. (BVI) unterteilt in Fondsrankings und Fondsratings. Ein Fondsranking klassifiziert Fonds mit einer rein quantitativen Methodik auf Basis der Ex-Post-Performance. Ein Fondsrating soll dagegen mindestens eine ordinalskalierte Wahrscheinlichkeitsaussage über die zukünftige Performance enthalten. Im Rahmen eines Fondsratings wird der Investmentprozess zur Alpha-Generierung und beispielsweise auch die Managerqualität bewertet. Bestehende Fondsratings sind daher insbesondere auf aktive Fonds und weniger auf passive Fonds ausgelegt. Der nachfolgend vorgestellte Ratingansatz der EDG AG basiert überwiegend auf quantitativ gemessenen Kennzahlen, enthält aber auch eine qualitative Komponente. Das ETF-Rating enthält eine Wahrscheinlichkeitsaussage über die zukünftige Performance.

Wie im vorangehenden Kapitel ausgeführt, sind die unterschiedlichen Bedürfnisse von Privatanlegern und institutionellen Investoren bei der Konstruktion eines ETF-Ratings zu berücksichtigen. Ein Rating für Privatanleger (nachfolgend auch Publikumsrating genannt) sollte auf einer Risikoklassifizierung aufbauen. Eine solche Klassifizierung ermöglicht es den Anlegern, das Produktrisiko mit der eigenen Risikopräferenz abzugleichen sowie einen Risikovergleich verschiedener Produkte vorzunehmen. Das Publikumsrating sollte zudem Maße für die Replikationsgüte (zum Beispiel Tracking Error) sowie die Liquidität und die historische Performance enthalten. Ergänzend erfolgt eine qualitative Bewertung der von den Produkthanbietern bereit gestellten Informationen bezüglich der Produktausgestaltung. Das ETF-Rating für institutionelle Kunden sollte darüber hinaus individuelle Komponenten enthalten. Solche Komponenten sollten beispielsweise die steuerrechtliche Behandlung der Erträge, die Replikationsstrategie (voll replizierend oder synthetisch), die Qualität der Besicherung sowie die Qualität der zugrundeliegenden Indizes erfassen. In Abbildung 2 werden die verschiedenen Ratings im Überblick dargestellt. Sie bildet die inhaltliche Klammer für die beiden nachfolgenden Kapitel, in denen Ziele einer Produktrisikoklasse, die einzelnen Kriterien des ETF-Publikumsratings und des Ratings für institutionelle Kunden detailliert erläutert werden.

Abbildung 1: ETF-Rating-Konzept der EDG AG



ETF-Rating für Privatanleger (Publikumsrating)

Für einen Privatanleger ist bei einer Anlageentscheidung zunächst die Frage zu klären, ob ein Anlageprodukt zu seinen Anlagepräferenzen passt. Derzeit werden die Anlagepräferenzen typischerweise – so auch aufsichtsrechtlich vom Wertpapierhandelsgesetz gefordert – über die Risikotoleranz des Investors abgebildet. Die Vertriebsstelle erhebt in der Regel über einen Fragebogen die Risikopräferenz eines Anlegers und ordnet diese in eine von mehreren Risikoklassen ein. Werden auch die Risiken der zur Auswahl stehenden Anlageprodukte in eine vergleichbare Risikoklasse eingeordnet, so kann der Anleger einfach und schnell erkennen, ob das Risiko des Produkts zu seinen Anlagepräferenzen passt. Bei ETFs wird das Risiko durch den Basiswert bestimmt. Aktienbasiswerte sind dabei in der Regel riskanter als Basiswerte auf festverzinsliche Wertpapiere. Da sich das Risiko von Anlageprodukten über die Zeit verändern kann, ist eine fortlaufende Durchführung der Produktrisikoklassifizierung geboten. So kann der Anleger beispielsweise über eine Produktschichtung entscheiden, wenn seine im Bestand befindliche Anlage im Risiko gestiegen ist.

ETF-Anbieter sind wie auch die Anbieter von Investmentfonds (UCITS) dazu verpflichtet, ab dem 1. Juli 2011 potenziellen Kunden ein sogenanntes Key Investor Information Document (KIID) zur Verfügung zu stellen. Ein wichtiger Bestandteil dieses Dokuments ist ein synthetischer Risiko-/ Nutzen-

Indikator, der das Risiko von ETFs in eine von sieben Risikoklassen einstuft. Je nach Fondskategorie ist dieser Indikator nach verschiedenen Methoden zu berechnen. Die für ETFs zumeist gültige Berechnung basiert auf der historischen Volatilität der fünfjährigen Fondshistorie. Beliebte DAX und EURO STOXX ETFs würden wie Emerging Markets Produkte je nach historischem Verlauf als sehr riskant in Risikoklasse 6 oder 7 eingestuft werden. Breite Rentenindizes fallen dagegen in die Risikoklassen 2 und 3. Die Risikoklassen nach CESR/ESMA sind der Abbildung 2 zu entnehmen.⁴

Abbildung 2: Risikoklassen nach CESR/ESMA

Risikoklasse	Volatilitätsintervalle	
	gleich oder größer	kleiner
1	0%	0,5%
2	0,5%	2%
3	2%	5%
4	5%	10%
5	10%	15%
6	15%	25%
7	25%	

Ein Publikumsrating sollte Kriterien für die Messung der Replikationsgüte, der Performance und der Liquidität enthalten. Als weitere Elemente bieten sich Kriterien an, die die Informationsqualität der Anbieter messen oder auch die Qualität des Managements der ETF-Gesellschaft.

Replikationsgüte

Primäres Ziel eines ETF ist es, die Kursentwicklung des Basiswerts möglichst exakt zu replizieren. Ein ETF-Rating muss deshalb unter anderem die Replikationsgüte berücksichtigen. Der Tracking Error wird häufig als ein Maß für Replikationsgüte herangezogen. Er misst die Standardabweichung der Renditedifferenz von ETF und Basiswert.⁵ Die Standardabweichung misst negative

⁴ CESR 2010.

⁵ Vgl. Lang/Röder 2008.

und positive Abweichungen vom Mittelwert der Renditedifferenz. Da positive Abweichungen für den Anleger vorteilhaft sind, bietet es sich an, als Maß für die Replikationsgüte den Downside Tracking Error zu verwenden, der lediglich negative Abweichungen misst.

Zur Messung der Replikationsgüte müssen die Net Asset Values (NAV) mit den Ständen der Basiswerte über einen längeren historischen Zeitraum betrachtet werden. Dabei ist auf eine zeitkongruente Datenversorgung zu achten, das heißt NAV und Basiswertkurs müssen zu sehr ähnlichen Zeitpunkten festgestellt werden. Werden Daten zu unterschiedlichen Zeitpunkten verwendet, besteht die Gefahr, fälschlicherweise eine schlechte Replikationsgüte auszuweisen. Auch andere Datenfehler können zu einem vergleichbaren Problem führen. Eine hohe Datenqualität ist folglich für die Berechnung der Replikationsgüte unabdingbar. Geld-Brief-Kurse und auch der indikative NAV (iNAV) eignen sich nicht oder nur bedingt für die Beurteilung der Replikationsgüte. Der iNAV wird von der Börse unter Berücksichtigung der Holdings des Vortages berechnet. Neben der Wertentwicklung der einzelnen Portfoliobestandteile des ETF fließen unter anderem auch Barmittelbestände in den iNAV ein. Ein Nachteil dieser Kennzahl ist, dass nicht alle Kosten und Einnahmen, die in einem ETF anfallen, vollends berücksichtigt werden können.

Die Gründe für die Entstehung eines Tracking Errors sind vielfältig und werden nachfolgend genannt:

- *Replikationsstrategie:* ETFs wenden drei verschiedene Strategien zur Replikation des Basiswerts an: Bei der vollen Replikation werden die Wertpapiere des Basiswerts in Höhe der Basiswertgewichtung erworben. Abweichungen vom Basiswert können durch Transaktionskosten entstehen. Bei der Sampling-Strategie hingegen wird nur eine Auswahl an Aktientiteln erworben, beispielsweise werden die Branchen bei einem breiten Index über repräsentative Aktien abgebildet. Bei der Sampling-Strategie ist mit der größten Performance-Abweichung zu rechnen. Bei der synthetischen Replikation wird die Performance des Basiswerts in den ETF gewappt, sodass von einer sehr guten Replikation auszugehen ist.⁶

6 Vgl. Jbeon 2004.

- *Managementgebühren und Steuern:* Managementgebühren und Steuern können ebenfalls Abweichungen der ETF-Rendite von der Basiswertrendite hervorrufen. Die meisten Gebühren werden in der Total Expense Ratio (TER) erfasst. Dazu zählen Managementgebühren, Prüfkosten und Depotbankkosten. Diese Gebühren werden täglich dem ETF belastet und verringern den NAV. Neben der TER können weitere Kosten, beispielsweise Stempelsteuern beim Kauf beziehungsweise Verkauf von Wertpapieren des Basiswerts entstehen.
- *Indexanpassung:* Bei einem voll replizierenden ETF kann es bei einer Indexanpassung durch Transaktionskosten zu Performance-Unterschieden kommen. Aus dem Index ausscheidende Mitglieder werden verkauft, neue Mitglieder müssen gekauft werden.⁷ Ein ETF kann aber auch bei einer Indexanpassung Geld verdienen. Wertpapiere, die aufgrund einer Indexanpassung aus einem Index genommen werden, verlieren häufig an Wert, neu aufzunehmende Aktien steigen. Dieser Effekt kann auch dazu führen, dass der ETF durch die Indexanpassung zusätzliche Einnahmen generiert.
- *Wertpapierleihe:* Ein ETF hält – wenn es sich nicht um einen „Fully Funded Swap“-Fonds handelt – ein Portfolio aus Wertpapieren, die gegen eine Gebühr verliehen werden können. Übliche Wertpapierleihgebühren bewegen sich bei etwa 10 BP pro Jahr. Synthetisch replizierende ETFs können solche Wertpapiere in ihren Fonds aufnehmen, mit denen möglichst hohe Leiherrträge erzielt werden können. Eine Wertpapierleihe ist aber nicht risikolos. Beim Ausfall des Wertpapierentleihers kann dem ETF ein Schaden entstehen. Zur Reduktion dieses Risikos können Wertpapierleihen auch besichert werden.⁸
- *Dividendenausschüttungen – steuerliche Aspekte:* Renditeabweichungen können auch durch Dividendenausschüttungen hervorgerufen werden. Kapitalerträge werden je nach Land auf Anlegerebene unterschiedlich besteuert. In Deutschland liegt aktuell der Steuersatz bei 26,38 Prozent (zzgl. Kirchensteuer), in Frankreich beispielsweise bei 25 Prozent. ETFs hingegen unterliegen auf Fondsebene oftmals nicht dieser Besteuerung, ihnen fließt die Bruttodividende zu. Aus dieser unterschiedlichen steuerlichen Behand-

⁷ Vgl. Kostovetsky 2003.

⁸ Vgl. Gastineau 2004.

lung der Kapitalerträge können zusätzliche Erträge generiert werden. Bei ETFs auf den EURO STOXX 50 ist der Basiswert typischerweise der Total-Return-Performance-Index. Dieser Performance-Index reinvestiert die Dividenden „netto“, also nach Abzug der jeweils in dem Heimatland der Wertpapiere geltenden Steuer. Der ETF erhält aber die Dividenden zumindest von den Wertpapieren, deren Heimatland mit dem Domizil des Fonds übereinstimmt, ohne Abzug einer Quellensteuer.

- *Cash Drag – Dividendenausschüttungen:* Der sogenannte Cash Drag bezeichnet eine Performance-Abweichung zwischen ETF und Index, die aufgrund von Bargeldbeständen im Fonds resultiert. Auch ETFs halten unter Umständen (geringe) Bargeldbestände und sind somit nicht zwangsläufig voll investiert. Diese Performance-Abweichungen können beispielsweise durch unterschiedliche Zeitpunkte der Reinvestition der Dividende bei der Indexberechnung und im Fonds entstehen. Bargeldbestände führen zum Beispiel in Zeiten einer negativen Basiswertperformance zu einer positiven Abweichung.⁹

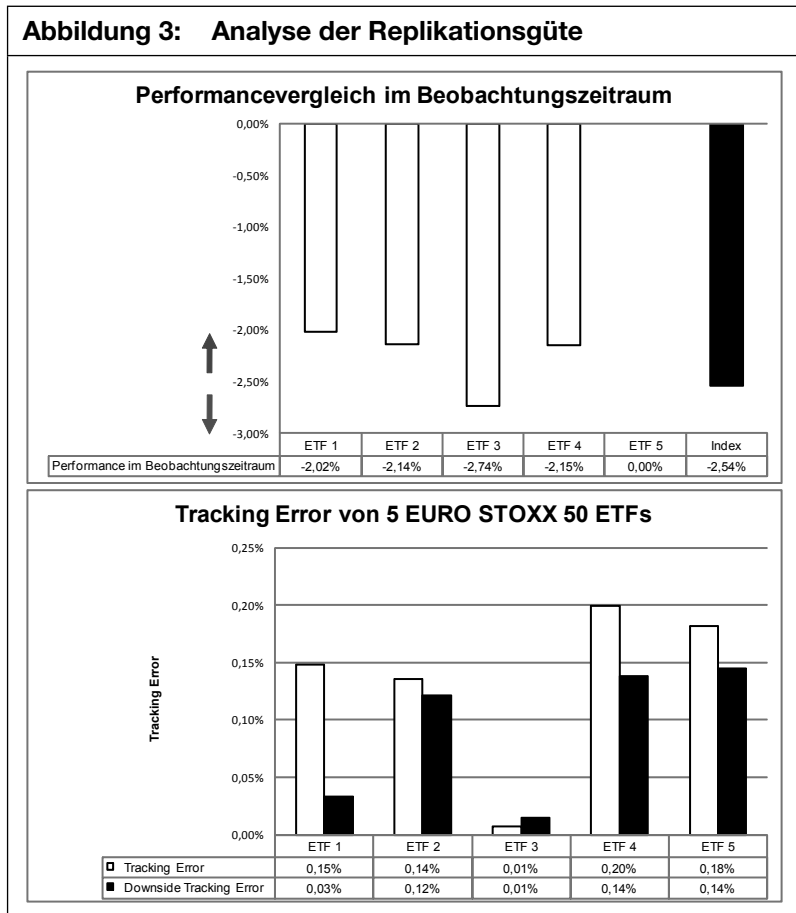
Die Replikationsgüte wird nachfolgend für ein Beispiel von fünf ETFs auf den EURO STOXX 50 Index für den Zeitraum Oktober 2009 bis Oktober 2010 gemessen (siehe Abbildung 3). Die Tracking Errors pro Jahr sind in diesem Beispiel mit Werten zwischen 0,13 Prozent und 0,20 Prozent sehr gering und ökonomisch kaum relevant. Bei anderen, weniger liquiden Basiswerten kann es aber zu erheblich höheren Werten kommen. Die Downside Tracking Errors unterscheiden sich von den Tracking Errors. Damit wird die obige Aussage gestützt, dass diese Kennzahl einen eigenen Erklärungsbeitrag leistet. Der ETF 3 weist den geringsten Tracking Error sowie Downside Tracking Error auf.

Performance

Eng mit der Replikationsgüte verknüpft ist die Performance der ETFs. ETFs können eine höhere Rendite als die des Basiswerts erzielen, wenn beispielsweise Leiherrträge oder Vorteile aus der Dividendenbesteuerung an die Anteilseigner weitergegeben werden. Im oberen Teil der Abbildung wird die Performance für den Betrachtungszeitraum angegeben. Der EURO STOXX 50 verzeichnete eine Negativrendite von 2,54 Prozent. Der ETF 1 weist eine Performance

⁹ Vgl. Jbeon 2004.

von -2,02 Prozent und damit eine Outperformance von 0,52 Prozentpunkten auf. Der ETF 3 erzielt eine Performance von -2,74 Prozent. Der Performance-Unterschied von 0,72 Prozentpunkten pro Jahr ist erheblich. Das Beispiel veranschaulicht, dass eine ausschließliche Betrachtung des Tracking Errors beziehungsweise Downside Tracking Errors unzureichend ist. Ein Anleger und somit auch ein ETF-Rating sollten immer auch die erzielte Performance berücksichtigen.



Liquidität von ETFs

Neben der passiven Investmentstrategie ist die Handelbarkeit von Fondsannteilen über den Sekundärmarkt (Börsen) ein weiteres wichtiges Unterscheidungsmerkmal von ETFs zu herkömmlichen Investmentfonds. Der Vergleich mit anderen Asset-Klassen, beispielsweise Lebensversicherungen, verdeutlicht die hohe Liquidität von ETFs. Im Gegensatz zu vielen anderen Kapitalanlageprodukten sind ETFs zudem oft nicht mit einem – die Liquidität stark senkenden – Ausgabeaufschlag oder ähnlichen Vertriebsprovisionen verbunden. In diesem Fall interessiert aber insbesondere die Handelbarkeit von ETFs an Börsen oder auch auf außerbörslichen Systemen. Auch wenn ETFs insgesamt eine hohe Liquidität aufweisen, so unterscheidet sich diese dennoch für verschiedene Basiswerte. Ebenso kann es Unterschiede in der Liquidität verschiedener ETFs auf denselben Basiswert geben. ETFs können nicht nur über die Börse, sondern auch außerbörslich über Multilateral Trading Facilities (MTFs) oder direkt mit dem Emittent gehandelt werden. Insbesondere institutionelle Anleger handeln große Volumina direkt mit dem Emittenten. Für ein Publikumsrating ist die Analyse des Börsenhandels zielführend, da Privatanleger ETFs in der Regel über die Börse handeln.¹⁰

In einem ETF-Rating für Privatanleger sollte deshalb ein Maß für die Börsenliquidität Eingang finden. Es bieten sich die Geld-Briefspanne, das Xetra Liquiditätsmaß (XLM) und die effektive Geld-Briefspanne zur Messung dieser Liquidität an.

- Die Geld-Briefspanne bezeichnet den Ankaufskurs (Geld) beziehungsweise Verkaufskurs (Brief) eines Market Makers. Für einen ETF muss mindestens ein Market Maker benannt werden, der eine fortlaufende Quotierung gewährleistet. Für einen Privatanleger besteht somit fortlaufend die Möglichkeit, zum höheren Briefkurs einen ETF zu kaufen und zum niedrigeren Geldkurs zu verkaufen. Je enger die Geld-Briefspanne ist, desto liquider wird ein Markt eingestuft.¹¹ Die Liquidität eines ETF (und damit die vom Market Maker gestellte Geld-Briefspanne) hängt neben der Handelsintensität auch von der Liquidität des Basiswerts ab.

¹⁰ Vgl. *Ackert/Tian* 1986; *Chorsia/Roll/Subrahmanyam* 2001.

¹¹ Vgl. *Jankowitsch/Mösenbacher/Pichler* 2006; Committee on Global Financial System 1999; *Black* 1971.

- Die Geld-Briefspanne misst die Liquidität auf Basis der besten am Markt verfügbaren Geld- und Briefkurse. Diese Quotierungen gelten aber nur für ein bestimmtes Handelsvolumen. Will ein Anleger aber einen größeren Betrag in den ETF investieren, so sind für ihn auch Briefkurse oberhalb des günstigsten Briefkurses von Interesse. Im Fall des Verkaufs einer größeren ETF-Position wären entsprechend Geldkurse unterhalb des besten Geldkurses relevant. Das Xetra Liquiditätsmaß (XLM) misst die Liquidität nicht nur über die Geld-Briefspanne, sondern über die gesamten Geld- und Brieforders (Markttiefe) an der Börse. Es entspricht den relativen Market-Impact-Kosten für den sogenannten Round-Trip (zeitgleicher Kauf und Verkauf einer Position) bei einer gegebenen Auftragsgröße.¹² Das XLM wird auch für ETFs berechnet, die zu den liquidesten Werten der Deutschen Börse zählen.
- Die Geld-Briefspanne und das XLM messen die Liquidität auf Basis von am Markt existierenden Quotierungen.¹³ Die effektive Geld-Briefspanne misst die Spanne zwischen einem tatsächlich ausgeführten Kurs und den zu diesem Zeitpunkt gültigen Geld-Brief-Quotierungen des Brokers.¹⁴

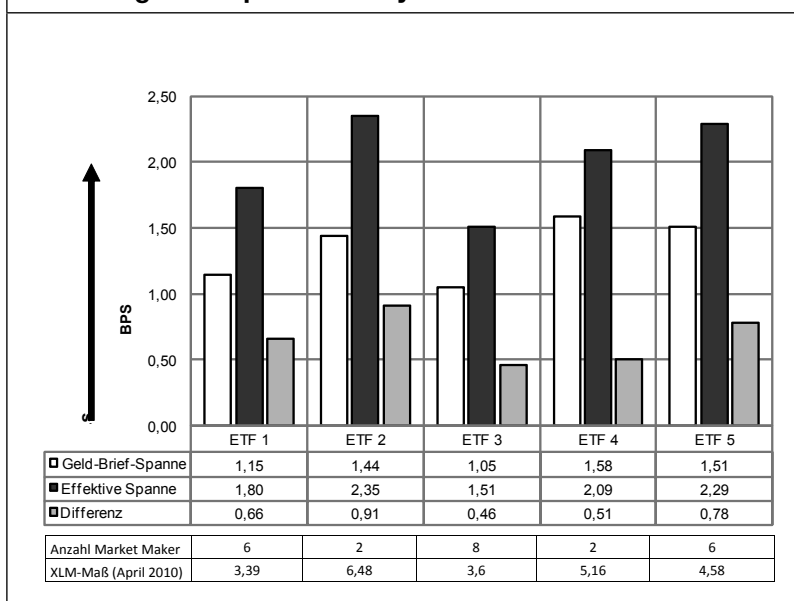
Diese drei Liquiditätsmaße werden nachfolgend für fünf ETFs auf den DAX (Zeitraum: Januar bis April 2010) berechnet und in Abbildung 4 dargestellt. Die Ergebnisse zeigen, dass die Geld-Briefspannen zwischen 1 und etwa 1,5 BP liegen und damit gering ausfallen. Die effektiven Geld-Briefspannen liegen zwischen 1,5 und 2,5 BP, sind also deutlich höher. Die XLM für einen Roundtrip von 100.000 Euro fallen in den Bereich von 3,4 und 6,5 BP. Deutlich wird, dass die drei Maße zu einer unterschiedlichen Rangfolge der ETFs führen. Nach dem XLM ist Fonds 1 der Beste, nach Geld-Briefspanne und effektiver Geld-Briefspanne jeweils der Fonds 3. Auch die Anzahl der Market Maker könnte grundsätzlich als Indikation für die Liquidität von ETFs herangezogen werden, statistische Analysen zeigen jedoch, dass hierdurch kein zusätzlicher Erklärungsgehalt entsteht.

12 Wird das XLM von 10 Basispunkten bei einem Auftragsvolumen von 25.000 Euro ausgewiesen, bedeutet dies, dass die Market-Impact-Kosten für den Kauf und Verkauf in der Summe 25 Euro betragen.

13 Vgl. *Gomber/Schweickert* 2002.

14 Vgl. *Theissen* 2006.

Abbildung 4: Liquiditätsanalyse



Neben den quantitativ zu messenden Rendite-, Risiko- und Liquiditätsmaßen, bieten sich auch qualitative Kriterien für die Aufnahme in ein ETF-Rating an. So kann beispielsweise die Qualität der ETF-Plattform und des Anbieters im Rahmen einer externen Beurteilung durch die Ratingagentur erfolgen. Die Qualität der Informationen, die ETF-Anbieter auf ihren Internetseiten, Prospekten, Kurzprospekten und Broschüren anbieten, kann insbesondere für Privatanleger ein relevantes Kriterium darstellen. Von Interesse können beispielsweise die Zugänglichkeit und Verständlichkeit der Informationen über den Basiswert, die Replikationsstrategie und den Umfang von Wertpapierleihgeschäften und Besicherungen sein.

Institutionelles Kundenrating

Ein ETF-Rating für institutionelle Kunden kann auf dem standardisierten Publikumsrating aufbauen, sollte aber die individuellen Bedürfnisse der Anleger berücksichtigen. Für Privatanleger stellt die Replikationsgüte ein Qualitätskriterium dar. Je besser die Replikation ist, desto geringer ist für den Anleger das Risiko, dass die Rendite seiner Anlage von der der Benchmark abweicht. Für einen institutionellen Anleger kann zusätzlich zur Replikationsgüte die Art der Replikation entscheidend sein, wenn sie wie Pensionsfonds Auskunft über den Einsatz von Derivaten, von Wertpapierleihgeschäften und die Besicherung benötigen. Eine Bewertung der Sicherheiten sowie des Ausfallrisikos bei einem Leihgeschäft und der Besicherung von Swap-basierten ETFs rückt damit in den Fokus der institutionellen Anleger, für die aber auch die steuerliche Behandlung der Erträge von Bedeutung ist.

OTC-Handel

Wie bereits im vorherigen Kapitel beschrieben, handeln institutionelle Anleger große ETF-Aufträge nicht über die Börse, sondern außerbörslich direkt mit dem Emittenten. Ein institutionelles Kundenrating sollte die außerbörslichen Handelskonditionen erfassen. Dies kann über die Auswertung der Konditionen historischer OTC-Handelsgeschäfte oder über konkrete Preisanfragen erfolgen.

Steuerliche Behandlung der ETF-Erträge

Die steuerliche Behandlung von Erträgen ist bei institutionellen Anlegern je nach Replikationsstrategie unterschiedlich. Zusätzlich spielt es zum Beispiel auch eine Rolle, welche Gesellschaftsform der Anleger hat und ob er in inländische oder ausländische Wertpapiere investieren möchte. So sind für einen privilegierten institutionellen Investor nach § 8b KStG inländische Dividenden und Kursgewinne von Aktien zu 95 Prozent steuerfrei, demgegenüber sind Erträge aus Termingeschäften, darunter fallen zum Beispiel Gewinne, die über den Swap erwirtschaftet werden, steuerpflichtig. Erträge aus dem Swap entstehen beispielsweise, sobald sich das Substitutionsportfolio eines synthetisch replizierenden ETF schlechter entwickelt als der Basiswert selbst. Auch das ETF-Domizil und die Zusammensetzung der Fondsinvestoren kann zu

einer unterschiedlichen steuerlichen Behandlung von Erträgen führen. Als weitere Möglichkeit können ETFs Dividendenstrategien verfolgen. Hierbei wird auf ETF-Ebene die Wandlung der Dividende in Performance (zum Beispiel über Zertifikate) vollzogen, da der Fonds Kursgewinne dann steuerfrei erhalten kann.

Besicherung von Kontrahentenrisiken

Bei Wertpapierleihgeschäften und Swap-basierter Replikation bestehen für den ETF potentielle Kontrahentenrisiken. Diese Risiken können durch Besicherung der Swaps oder der Leihgeschäfte reduziert werden. Unterschiede bei den Besicherungsverfahren gibt es beim Grad der Besicherung (100%, 110%, 120% etc.) und der Qualität der verwendeten Sicherheiten.

Die Bewertung des Kontrahentenrisikos setzt zunächst an der Bonität der Gegenpartei an. Die Bonität kann zum Beispiel über Bonitätsratings der renommierten Ratingagenturen oder über gehandelte Credit Default Swaps ermittelt werden. Bei besicherten Leihgeschäften oder Swaps ist darüber hinaus zu prüfen, ob die Sicherheiten im Fall der Insolvenz des Kontrahenten unzweifelhaft zur Deckung herangezogen werden können (Prüfung der Insolvenzsicherheit). Auch ist der erwartete Wert der Sicherheiten beziehungsweise des Sicherheitenportfolios beim möglichen Ausfall eines Kontrahenten zu ermitteln, wobei insbesondere etwaige Korrelationen zwischen den verwendeten Sicherheiten und dem Kontrahenten zu berücksichtigen sind.

Für die am Markt befindlichen ETFs lässt sich allgemein feststellen, dass die Kontrahentenrisiken insgesamt gering ausfallen. So werden zum Beispiel die Swap-Geschäfte oftmals mehrmals täglich gesettelt. Der Wert der Swap-Komponente liegt deshalb in der Regel unter 2 Prozent des ETF-Gesamtvermögens. Die Bewertung des Kontrahentenrisikos und der Sicherheiten erfordert einen genauen Einblick in die tagesaktuellen Bestände und Verträge des ETF.

Indexnormalisierung

Beispielsweise aus Gründen der Asset Allocation kann es sinnvoll sein, dass institutionelle Anleger in vom ETF-Anbieter eigens kreierte Basiswerte investieren, für die also keine ‚offiziellen‘ Indizes existieren. Für diesen Fall ist es zielführend, die Zusammensetzungs- und Berechnungsmodalitäten der Basis-

werte zu prüfen und auf eine mit anderen Basiswerten, die als Alternativinvestment erwogen werden, vergleichbare Skala zu verdichten (Normalisierung). Die Analyse der Basiswerte sollte die Liquidität der enthaltenen Wertpapiere, die Kosten der Replikation und die Behandlung von Erträgen und Dividenden einbeziehen. Auch eine solche Analyse setzt eine hohe Datenqualität und einen tiefen Einblick in die Konstruktion der Basiswerte voraus.

Zusammenfassung und Ausblick

Auf dem stark gewachsenen ETF-Markt können Anleger aus einer Vielzahl von Produktangeboten verschiedener Emittenten auswählen. Diese Produktvielfalt und der zunehmende Wettbewerb zwischen den Emittenten führen zu einer Vervollständigung und höheren Effizienz des Kapitalmarkts. Die Vielfalt macht aber auch ein ETF-Rating erforderlich, das eine einfache Beurteilung und einen Vergleich der Qualität der Anlageprodukte ermöglicht und dem Anleger so als Auswahlhilfe dient. Die wichtigsten Ergebnisse der Analyse sind folgende:

- Bei einem ETF-Rating sollte zwischen den Zielgruppen Privatanleger und institutionelle Anleger unterschieden werden, da deren Präferenzen grundsätzlich verschieden sind.
- Ein ETF-Rating für Privatanleger (Publikumsrating) sollte auf einer Risikoklassifizierung – wie sie beispielsweise von der EU vorgegeben wird – aufbauen. Aus der Risikoklasse des Fonds kann der Anleger ableiten, ob der Fonds zu seinen Risikopräferenzen passt. Da sich das Risiko des ETF über die Zeit verändern kann, sollte dieses dynamisch gemessen werden.
- Ein Publikumsrating sollte darüber hinaus Kriterien für die Replikationsgüte über den Downside Tracking Error, die Performance und die Liquidität enthalten. Eine qualitative Einschätzung der vom Emittenten angebotenen Information über den ETF, den Basiswert, die Replikationsstrategie und die Besicherung kann die quantitativen Analysen ergänzen.
- Die Analysen der fünf ETFs auf den EURO STOXX 50 und DAX zeigen, dass sogar bei sehr liquiden Basiswerten ein erheblicher Performance-Unterschied vorgefunden werden kann und dass sich auch die Replikations-

güte sowie die Liquidität voneinander unterscheiden. Ein ETF-Rating, das diese Komponenten genau abbildet und geeignet gewichtet, kann Anleger bei der Fondsauswahl effektiv unterstützen.

- Das institutionelle ETF-Kundenrating baut auf dem Publikumsrating auf und wird um eine individuelle Analyse bestimmter ETF-Eigenschaften erweitert, die für die spezifischen Bedürfnisse des Anlegers von Bedeutung sind. Solche Kriterien können die Liquidität im OTC-Handel, die steuerliche Behandlung von Fondserträgen sowie die Bewertung des Kontrahentenrisikos beziehungsweise der Sicherheiten für Swap-basierte Replikationsstrategien und Leihgeschäfte sein. Auch eine exakte Untersuchung der Zusammensetzung und Berechnung der Basiswerte kann hilfreich sein. Da diese Analysen einen tiefen Einblick in die ETF-Struktur und -Verträge erfordern, ist eine Informationsbereitstellung durch den Emittenten erforderlich.

Da das vorgestellte ETF-Rating überwiegend quantitativ messbare Elemente enthält, könnte es entsprechend der BVI-Definition eher als ein Fonds-Ranking bezeichnet werden. Das ETF-Rating enthält aber eine Wahrscheinlichkeitsaussage über die zukünftige Performance. Diese Prognose wird sich dann real einstellen, wenn die historisch gemessenen Parameter – beispielsweise die Performance – zeitstabil sind.

Das vorgestellte ETF-Rating wird von der EDG AG umgesetzt. Die EDG bietet quantitative Analysen im Finanzbereich an, die dem Investor das schnelle Erfassen komplexer (Produkt-)Strukturen ermöglichen. Das am Markt etablierte Zertifikate-Rating der EDG erleichtert Anlegern und Beratern bereits die Produktauswahl und sorgt so für Transparenz und Vergleichbarkeit von strukturierten Produkten.

Literatur

ACKERT, L. F./TIAN, Y. S., Arbitrage, Liquidity, and the Valuation of Exchange Traded Funds, in: *Financial Markets, Institutions and Instruments*, Vol. 17, Nr. 2, 1986, S. 223-249.

BLACK, F., Towards a fully automated exchange, Part I., in: *Financial Analysts Journal*, 27, 1971, S. 29-34.

COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS, Annex to CESR's technical advice on the level 2 measures related to the format and content of Key Information Document disclosures for UCITS (Ref. CESR/09-949): methodology for the calculation of the synthetic risk and reward indicator, Consultation Paper, 2010, S. 5.

COMMITTEE ON GLOBAL FINANCIAL SYSTEM, Market Liquidity: Research Findings and Selected Policy Implications, in: CGFS Working Group Report, 1999, S. 11.

CHORSIA, T./ROLL, R./SUBRAHMANYAM, A., Market Liquidity and Trading Activity, in: *Journal of Finance*, Vol. 56, Nr. 2, 2001, S. 501-30.

DEUTSCHE BÖRSE, Turnover Report – XTF Segment of Deutsche Börse Group. Januar 2011.

GASTINEAU, G. L., The Benchmark Index ETF Performance Problem, in: *The Journal of Portfolio Management*, Vol. 30, Nr. 2, 2004, S. 96-103.

GOMBER, P./SCHWEICKERT, U., The Market Impact – Liquidity Measure in Electronic Securities Trading. Working Paper, 2002.

JANKOWITSCHA, R./MÖSENBACHER, H./PICHLER, S., Measuring the liquidity impact on EMU government bond prices, in: *The European Journal of Finance*, Vol. 12, 2006, S. 153-169.

JHEON, F., Structure of ETFs: Differences Between First-, Second-, and Third-Generation ETFs, in: *Eighth Annual Guide to Exchange Traded Funds & Indexing Innovations*, Vol. 25, Nr. 1, 2004, S. 57-69.

KOSTOVETSKY, L., Index Mutual Funds and Exchange-Traded Funds, in: *The Journal of Portfolio Management*, Vol. 29, Nr. 4, 2003, S. 80-92.

LANG, S./RÖDER, K., Die Kosten des Indextracking – Eine klinische Studie über den Exchange Traded Funds DAX®EX, in: *Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, Vol. 60, 2008, S. 298-321.

THEISSEN, E., Intermediation und Informationsasymmetrie beim Aktienhandel, in: Kürsten, W. and B. Nietert (Hrsg.), *Kapitalmarkt, Unternehmensfinanzierung und rationale Entscheidungen*, 2006, S. 393-408.