



Exchange Traded Funds

Hohes Wachstumspotenzial dank innovativer ETF-Strukturen

28. April 2008

Exchange Traded Funds sind börsennotierte Indexfonds, die die Diversifikationsvorteile von Investmentfonds mit der Handelbarkeit von börsennotierten Wertpapieren in einem Produkt kombinieren.

Der Markt für ETFs wächst rasant. 2007 nahm das Anlagevolumen weltweit um 40,8% auf USD 796,6 Mrd. und in Europa um 27,5% auf EUR 89,2 Mrd. (USD 128,4 Mrd.) zu. Den größten Einzelmarkt bilden die USA mit AuM von USD 580,7 Mrd. (73% Marktanteil), gefolgt von Europa mit AuM von USD 128,4 Mrd. (16%).

Mittelfristig erwarten wir eine Fortsetzung des Wachstumstrends. In unserer Prognose gehen wir davon aus, dass das Anlagevolumen des ETF-Markts in Europa zum Jahresende 2010 auf etwa EUR 150 Mrd. steigen wird. Grund dafür sind strukturelle Veränderungen auf der Anbieter- und der Investorenseite.

1. **Institutionelle Anleger werden verstärkt von ETFs Gebrauch machen**, insbesondere aufgrund der einfachen Handelbarkeit von ETFs. Ferner werden Pensionskassen auch in Europa langfristig an Bedeutung gewinnen und vermehrt in ETFs investieren.
2. **Aktive Fondsmanager werden zunehmend auch ETFs als Anlageinstrument nutzen**, um ihre Kosten im aktiven Management zu reduzieren.
3. **Die stark wachsende Verwendung von Swaps zur Indexreplikation** wird zu weiteren Produktinnovationen insbesondere im Rentenbereich führen.
4. **Der Einsatz von Swaps wird den Tracking Error von ETFs deutlich reduzieren und die Kursentwicklung neuartiger ETFs** wird die Rendite traditioneller ETFs (langfristig) übertreffen.
5. **Privatanleger werden zukünftig eine wichtigere Rolle spielen.** Angesichts der Abgeltungssteuer und einer erhöhten Gebührentransparenz durch die MiFID werden sie einen größeren Teil ihres Vermögens entweder direkt in Swap-basierte ETFs oder indirekt über Dachfonds in ETFs anlegen.
6. **Die Honorarberatung nach US-amerikanischem Vorbild** wird auch in Europa mittelfristig an Bedeutung gewinnen. Für Honorarberater sind ETFs ein kostengünstiges und vielseitiges Anlageinstrument.

www.
dbresearch.de

Autor

Raimar Dieckmann
+49 69 910-31830
raimar.dieckmann@db.com

Editor

Bernhard Speyer

Publikationsassistenz

Sabine Kaiser

Deutsche Bank Research
Frankfurt am Main
Deutschland

Internet: www.dbresearch.de

E-Mail: marketing.dbr@db.com

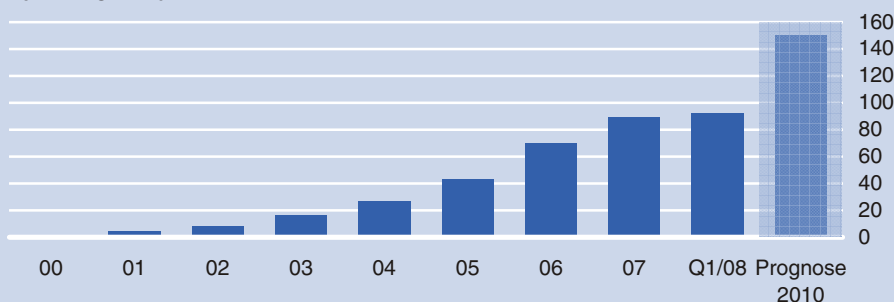
Fax: +49 69 910-31877

DB Research Management

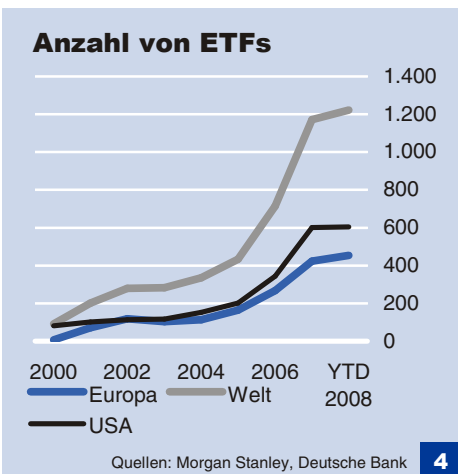
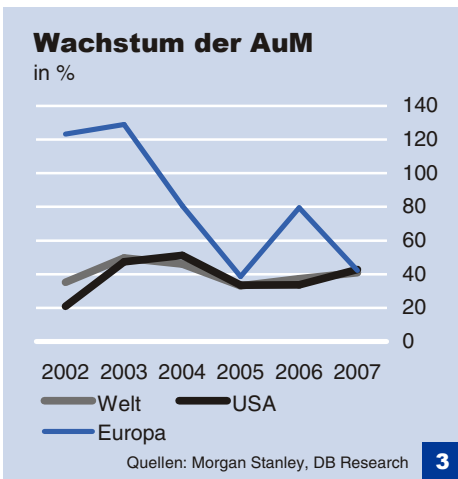
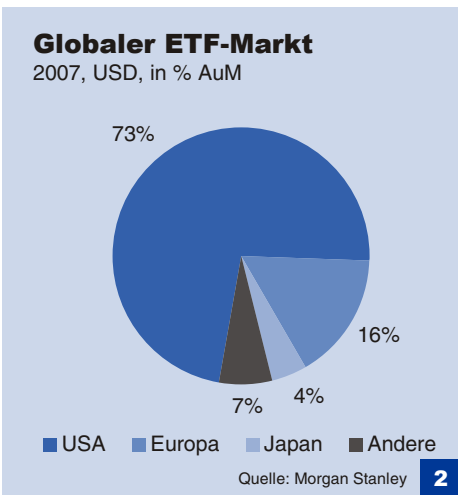
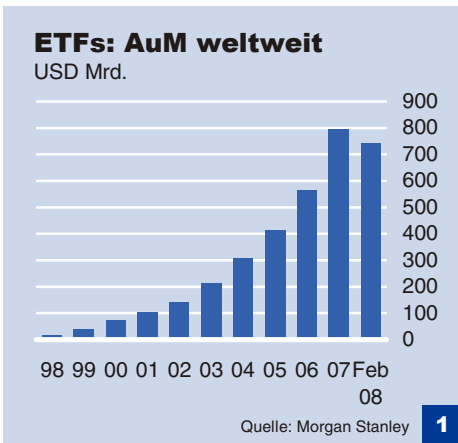
Norbert Walter

Prognose ETF-Markt in Europa

AuM in EUR Mrd.



Quelle: Deutsche Bank



1. Einleitung

Das Interesse institutioneller und privater Anleger an Exchange Traded Funds (ETFs, börsennotierte Indexfonds) hat in den letzten Jahren rasant zugenommen. Seit dem Durchbruch von ETFs 1993 in den USA verzeichnet der weltweite Markt für börsennotierte Indexfonds jährlich hohe zweistellige Wachstumsraten des Anlagevolumens.¹ Mittlerweile entfallen ca. 57,6% aller Mittelzuflüsse von Aktienfonds in den USA auf börsennotierte Indexfonds.² Anleger schätzen an ETFs insbesondere die hohe Produkttransparenz, ihre große Flexibilität als Instrument im Portfoliomanagement und die geringe Gesamtkostenquote. Während börsennotierte Indexfonds in den USA bereits seit Jahren als viel genutztes Anlageinstrument etabliert sind, hat ihre Bedeutung in Europa erst in den vergangenen Jahren deutlich zugenommen. Insbesondere der deutsche Markt für ETFs ist in den letzten Jahren dynamisch gewachsen.

Die vorliegende Studie untersucht die Markt- und Produktrends im europäischen und deutschen ETF-Markt. Wie hoch ist das bereits investierte Anlagevolumen? Welche Produktmerkmale schätzen Anleger an ETFs? Welche Anlagestrategien lassen sich mit ETFs verwirklichen? Was sind die Treiber der hohen Wachstumsraten der letzten Jahre? Wie wird sich das Anlagevolumen mittelfristig entwickeln? Welche mittelfristigen Markttrends zeichnen sich ab und welche Bedeutung wird zukünftig den Privatanlegern zukommen?

2. Der Markt für Exchange Traded Funds

ETFs sind börsengehandelte Indexfonds, die die Wertentwicklung eines zu Grunde liegenden Index (nahezu) 1:1 abbilden. Sie wurden mit der Zielsetzung entwickelt, die Handelbarkeit von Aktien mit den Diversifikationsvorteilen von Investmentfonds in einem Produkt zu kombinieren. Sie können von Anlegern über die Börse wie Aktien erworben werden und sind während der Börsenzeiten permanent handelbar. Investoren profitieren somit von einem schnellen Zugang zum Kapitalmarkt und können Orders für ETFs sogar mit Limit- oder Stop-Loss-Orders aufgeben.

1. Der globale Markt

Die AuM von ETFs stiegen 2007 weltweit um 40,8% auf USD 796,6 Mrd. an (USD 565,6 Mrd. in 2006); zum Vergleich: der MSCI World Index konnte nur 7,1% zulegen (auf USD-Basis). Den größten Einzelmarkt für ETFs bilden die USA mit einem Anlagevolumen von USD 580,7 Mrd. (73% des globalen ETF-Markts) gefolgt von Europa mit AuM von USD 128,4 Mrd. (16% Marktanteil). Angesichts der schwachen Verfassung der Kapitalmärkte zum Jahresbeginn nahm das weltweit verwaltete Vermögen von ETFs im laufenden Jahr erstmalig ab. So fiel das globale Anlagevolumen in erster Linie aufgrund von negativen Preiseffekten von Aktienindizes um USD 54,0 Mrd. oder -6,8% auf USD 742,6 Mrd. per Ende Februar 2008.³

Ungeachtet dieser temporären Abnahme der AuM ist es bemerkenswert, dass in den vergangenen Jahren selbst entwickelte ETF-

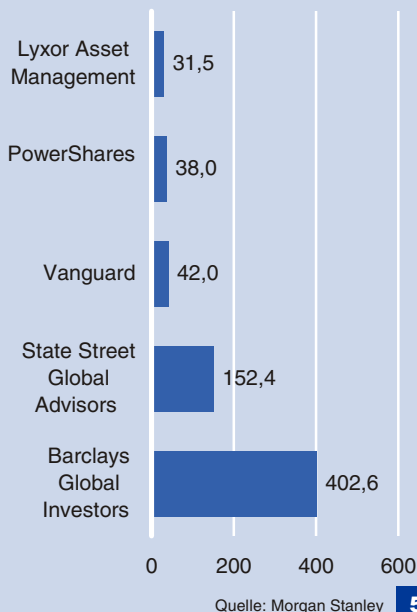
¹ Die Wachstumsraten liegen deutlich über der Kursentwicklung des MSCI World Index der vergangenen Jahre mit 7,1% im Jahr 2007, 18% in 2006, 7,6% in 2005 und 12,8% in 2004.

² Morgan Stanley (2008).

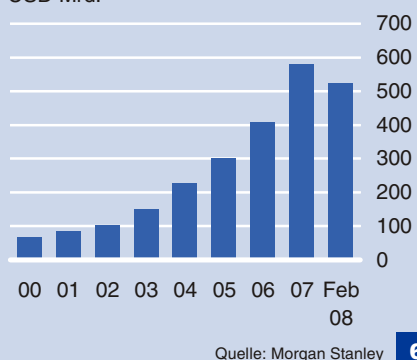
³ Morgan Stanley (2008).

Top 5 ETF-Anbieter weltweit

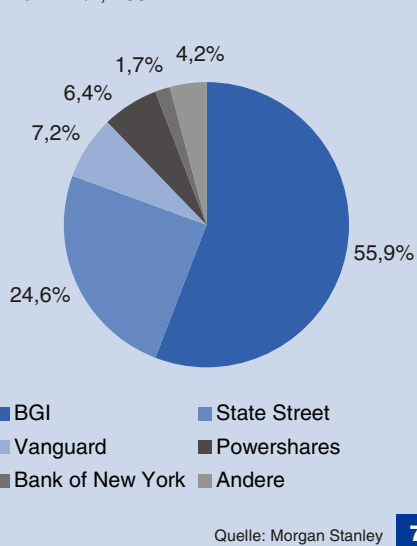
nach USD AuM, Ende 2007

**AuM ETF-Markt USA**

USD Mrd.

**Anbieter von ETFs USA**

AuM in %, 2007



Märkte wie der US-amerikanische Markt noch hohe jährliche Wachstumsraten (2007: +42,7%) der AuM aufweisen. Ein Vergleich zu anderen Anlageprodukten zeigt, dass der globale ETF-Markt deutlich schneller wächst als z.B. der europäische Investmentfondssektor (+4,9% in 2007), die globale Investmentfondsindustrie (+7,9% in 2007)⁴ und selbst die Hedgefondsindustrie (+30,9% in 2007).⁵ Experten prognostizieren, dass der ETF-Markt diese hohe Wachstumsdynamik mittelfristig beibehalten wird.

Die Anzahl der ETFs stieg weltweit um 64% auf 1.171 ETFs per Ende 2007, die von 75 Emittenten angeboten werden. Weltweit gibt es 1.909 Listings an 41 Börsen. Barclays Global Investors (BGI) ist der größte Anbieter mit AuM von USD 402,6 Mrd. (globaler Marktanteil von 51%), gefolgt von State Street Global Investors mit einem Anlagevolumen von USD 152,4 Mrd. (19% Marktanteil). Die Deutsche Bank vollzog im vergangenen Jahr den bedeutsamsten Markteintritt mit AuM von USD 10,7 Mrd. und 49 ETFs. Auch im laufenden Jahr stieg die Zahl der ETFs weltweit weiter auf 1.223 per Ende Februar 2008.⁶

2. Der US-amerikanische Markt für ETFs

Die AuM von ETFs stiegen 2007 in den USA um 42,7% auf USD 580,7 Mrd. an (USD 406,8 Mrd. 2006); zum Vergleich: der MSCI US Index konnte nur 4,1% zulegen (auf USD-Basis). Zum Jahresende 2007 gab es insgesamt 601 ETFs; allein im Jahresverlauf wurden 258 neue Produkte emittiert. Zum Jahresauftakt nahm das verwaltete Vermögen in den USA bis Ende Februar um 10,2% auf USD 521,6 Mrd. angesichts einer schwächeren Kapitalmarktverfassung ab. Die größten Anbieter 2007 sind Barclays Global Investors mit AuM von USD 324,9 Mrd. (55,9% Marktanteil) und State Street Global Advisors mit AuM von USD 142,9 Mrd. (24,6% Marktanteil).⁷

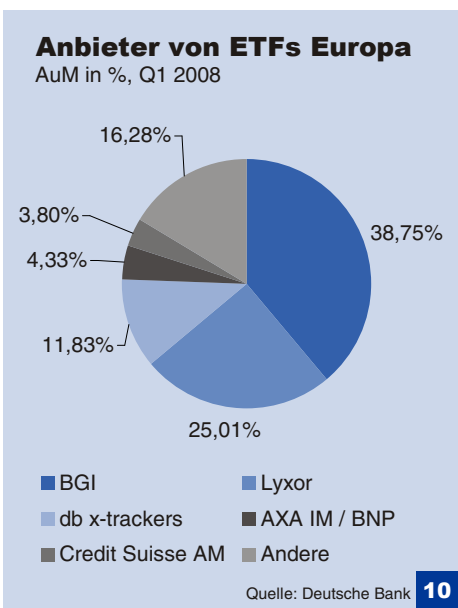
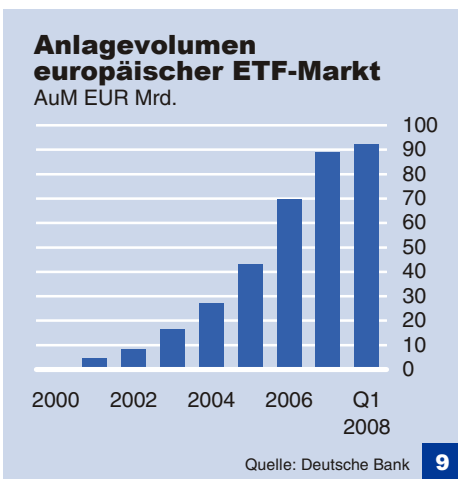
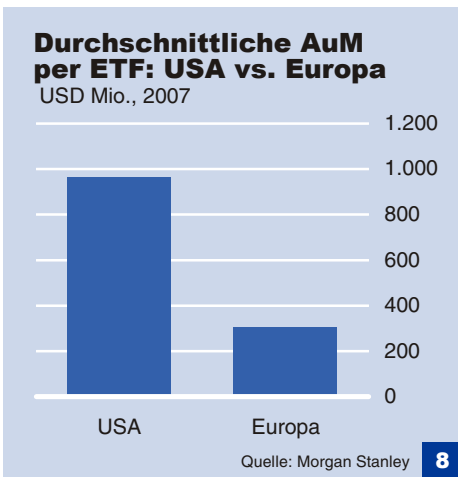
Im Vergleich zum europäischen Markt weist der US-amerikanische ETF-Markt strukturelle Unterschiede auf. Während in Europa Mehrfachlizenzierungen auf Indizes üblich sind, d.h. mehrere Anbieter legen einen ETF auf denselben Index auf, (z.B. wurden 13 Lizenzen auf den Euro Stoxx 50 vergeben), ist die mehrfache Vergabe von Lizenzen auf Indizes in den USA (noch) nicht üblich. Die einzige Ausnahme bildet zurzeit der S&P 500, auf den State Street und Barclays einen ETF aufgelegt haben. Dennoch glauben Experten, dass in Zukunft die mehrfache Vergabe von Lizenzen für einen Index nach europäischem Vorbild auch in den USA mittelfristig an Bedeutung gewinnen wird. Dieser strukturelle Unterschied führt zum einen dazu, dass Anleger in Europa unter ETF-Anbietern, die denselben Index abbilden, wählen können. Als Folge entsteht ein intensiver Wettbewerb unter den Anbietern, der für Anleger in geringere Gebühren mündet. Zum anderen führt diese Situation zu einer stärkeren Fragmentierung der Nachfrage und letztendlich dazu, dass europäische ETFs ein geringes durchschnittliches Anlagevolumen aufweisen. So bilden in den USA 2007 insgesamt 601 ETFs ein gesamtes Anlagevolumen von USD 580,7 Mrd. ab, während in Europa 2007 423 ETFs lediglich AuM von insgesamt USD 128,4 Mrd. halten. Aus dieser Situation resultiert ein durchschnittliches Anlagevolumen 2007 per ETF von USD 304 Mio. in Europa vs. AuM von USD 966 Mio. in den USA.

⁴ EFAMA / Investment Company Institute (2008)

⁵ Hedge Fund Research.

⁶ Morgan Stanley (2008).

⁷ Morgan Stanley (2008).



3. Der ETF-Markt in Europa

Seit der Einführung von ETFs in Europa im Jahr 2000 hat sich das Anlagevolumen börsennotierter Indexfonds sehr dynamisch entwickelt. 2007 stiegen die AuM in Europa um 27,5% auf EUR 89,2 Mrd. (2006: EUR 70 Mrd.), während der MSCI Europe Index nur um 10,6% zulegen konnte. Das verwaltete Vermögen nahm in Q1 2008 trotz der schwachen Kapitalmarktverfassung weiter um 3,8% auf EUR 92,6 Mrd. zu. Zum Ende des ersten Quartals 2008 waren 479 ETFs mit 1.552 Börsenlistings von 29 Emittenten an 14 Börsen in Europa verfügbar. Von den 1.552 Listings entfallen 362 auf die Deutsche Börse, 332 auf die London Stock Exchange, 282 auf die Borsa Italiana und 278 auf die Euronext.⁸

Die größten europäischen Anbieter waren in Q1 2008 BGI mit AuM von EUR 37 Mrd. (38,8% Marktanteil), gefolgt von Lyxor mit AuM von EUR 23,9 Mrd. (25%) und db x-trackers mit AuM von EUR 11,3 Mrd. (11,8%).⁹ Die Mehrzahl der Fonds wird in Luxemburg und Irland aufgelegt. Mit der Konzentration auf wenige Produktionsstandorte versuchen die Emittenten zum einen die Kosten gering zu halten; auch die Verfügbarkeit von qualifiziertem Personal spielt eine Rolle bei der Standortpolitik. Zum anderen kommt der Dauer des Genehmigungsprozesses von neuen Produkten eine wichtige Rolle zu.

Die Deutsche Börse hat, soweit es den börslichen Handel betrifft, das größte Handelsvolumen von ETFs mit einem Anteil von 36,7% (Februar 2008) gefolgt von der NYSE Euronext Paris (33%) und der Borsa Italiana (12,4%). An vierter Stelle folgt die London Stock Exchange (8,8%).¹⁰ Zu beachten ist jedoch, dass ein großer Teil des Handelsvolumens von ETFs außerbörslich stattfindet. Experten schätzen, dass bis zu drei Viertel des Handelsvolumens auf den außerbörslichen Handel entfallen. Ferner ist für die Handelbarkeit eines ETFs nicht nur die Höhe seiner Liquidität an verschiedenen Handelsplätzen wichtig; viel entscheidender ist nämlich die zugrunde liegende Liquidität der Werte eines Indexes, die im Creation/Redemption-Prozess (s. Kapitel 3.2.) in ETF-Anteile getauscht werden können. Zum Beispiel nahm das Anlagevolumen in einem ETF auf den MSCI EM World seit der Auflage im Juli 2007 von USD 18 Mio. auf über USD 2,3 Mrd. im Februar 2008 zu, während das kumulierte börsliche Handelsvolumen sich lediglich auf USD 81 Mio. belief. Dieses Beispiel zeigt, dass einem effizienten Creation/Redemption-Prozess somit eine Schlüsselrolle zukommt.

4. Der ETF-Markt in Deutschland

Der deutsche ETF-Markt hat sich seit seinem Entstehen im Jahr 2000 sehr dynamisch entwickelt.¹¹ Verlässliche Zahlen über das Anlagevolumen in Deutschland gibt es jedoch nicht, da die Mehrzahl der ETFs an mehreren europäischen Börsen notiert ist. ETF-Märkte sind somit keine rein nationalen Märkte, sondern vielmehr paneuropäische Märkte. Die Deutsche Börse hat 2007 im Marktsegment „XTF“ ein durchschnittliches monatliches Handelsvolumen von über EUR 9 Mrd. und ein jährliches Handelsvolumen von EUR 109 Mrd.¹²

⁸ Deutsche Bank (2008).

⁹ Deutsche Bank (2008).

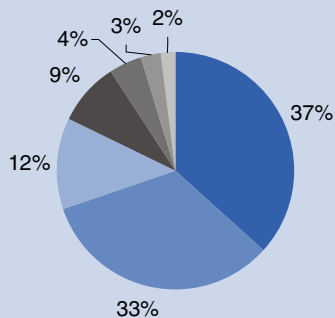
¹⁰ Deutsche Börse (2008).

¹¹ Der Handel mit börsennotierten Indexfonds an der Deutschen Börse startete im April 2000.

¹² Deutsche Börse (2008).

Anteil Börsenhandel in ETFs in Europa

Februar 2008

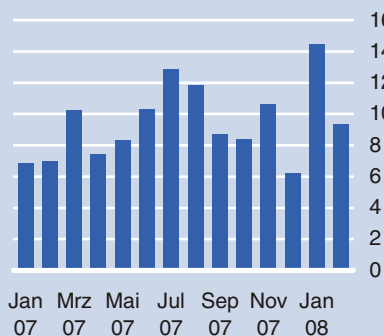


- XTF Exchange Traded Funds
- NextTrack
- Borsa Italiana
- LSE
- SWX
- Andere
- Istanbul Stock Exchange

Quelle: Deutsche Börse **11**

Xetra-Umsätze ETFs

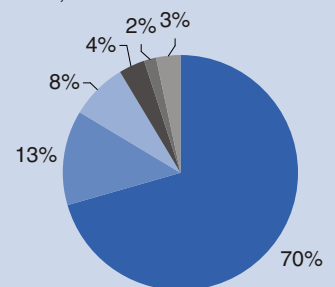
EUR Mrd.



Quelle: Deutsche Börse **13**

Institutionelle Investoren in ETFs

in 2006, weltweit



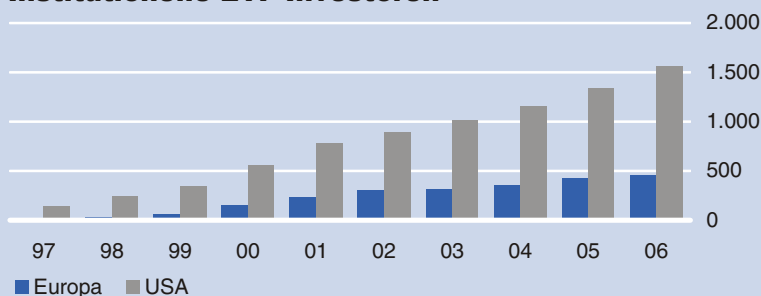
- Anlageberater
- Hedgefonds
- Banken und Trusts
- Versicherungen
- Broker
- Andere

Quellen: Thomson Financial, Morgan Stanley **14**

5. Anlegergruppen: wer legt in ETFs an?

Die Anzahl der institutionellen Investoren, die in ETFs anlegen, nimmt weltweit kontinuierlich zu. Zum Jahresende 2006 hatten 2.214 Investoren in ETFs investiert. Auf Europa entfielen 460 institutionelle Anleger (gegenüber 430 Anlegern im Vorjahr) und auf die USA 1.559 institutionelle Anleger gegenüber 1.333 Anlegern 2005. Es gibt keine verlässlichen Zahlen über die Rolle von Privatanlegern; jedoch sind sie maßgeblich indirekt über Anlageberater, Banken und Versicherungen in ETFs investiert. Zum Beispiel stellen Anlageberater weltweit 2006 ca. 70 Prozent aller institutionellen ETF-Anleger.¹³ Für den deutschen ETF-Markt schätzen Experten, dass ca. 10-15% des Handelsvolumens von ETFs direkt von Privatanlegern und weitere 35% von institutionellen Anlegern (Vermögensverwalter, Banken und Pensionskassen) indirekt für Privatanleger getätigt werden. An der Borsa Italiana stammen knapp 80% aller Trades von Privatanlegern; jedoch vereinen diese nur ca. 9% des Handelsvolumens auf sich.¹⁴

Institutionelle ETF-Investoren



Quelle: Morgan Stanley **12**

3. Produktmerkmale und Anlagestrategien

1. Produktmerkmale

Anleger schätzen an ETFs die Flexibilität und Einfachheit. Der Erwerb von ETF-Anteilen ist eine effiziente Möglichkeit, mit dem Kauf eines einzelnen Wertpapiers diversifiziert und schnell in einen breiten Markt zu investieren. So deckt zum Beispiel der S&P 500 ca. 75% der Marktkapitalisierung des US-amerikanischen Aktienmarkts ab.¹⁵ Die Bandbreite an verfügbaren Indizes hat in den letzten Jahren kontinuierlich zugenommen und umfasst nunmehr diverse Aktien-, Renten- und Strategieindizes. Ferner stehen Indizes auf Rohstoffe oder Kreditmärkte zur Verfügung. ETFs können somit ein kostengünstiger und flexibler Baustein für die unterschiedlichsten Anlagestrategien sein, z.B. für Core-Satellite-Strategien oder Tradingstrategien (s. Kapitel 3). Ferner können ETFs als passive Investmentinstrumente nahezu exakt die Rendite eines Index erzielen, d.h. der Tracking Error (Abweichung von der Benchmark) ist in der Regel sehr gering (s. Kapitel 5).

Ein weiteres wichtiges Motiv für den Erwerb von ETFs sind die Kostenvorteile beim Kauf und in der Verwaltung. Da Anleger börsennotierte Indexfonds direkt über die Börse erwerben, entfällt der Ausgabeaufschlag, der bei herkömmlichen Investmentfonds in der Re-

¹³ Morgan Stanley (2007).

¹⁴ Borsa Italiana (2008).

¹⁵ Standard & Poor's.

Vorteile von ETFs

- Hohe Transparenz
- Geringe Kosten
- Indizes in einem Produkt handelbar
- Hohe Liquidität
- Hohe Risikostreuung
- Geringe Geld-Brief-Spannen

Die Auswirkung von Gebühren auf die Wertentwicklung einer Anlage

Bei einer langfristigen Anlage hat die Höhe der Gebühren einen wesentlichen Einfluss auf die Wertentwicklung eines Investments. Unterstellt man zum Beispiel eine Einmalanlage von EUR 20.000 mit einer jährlichen Rendite von 8% p.a. über 20 Jahre Laufzeit, resultiert bei einer Gebührenbelastung von 0,5% p.a. ein Endbetrag von EUR 84.957,02, während eine Verwaltungsgebühr von 1,5% p.a. zu einem Endbetrag von EUR 70.472,90 führt.

Der indikative Nettoinventarwert (iNAV)

Der iNAV wird fortlaufend berechnet und repräsentiert den fairen Wert eines ETFs in Echtzeit. Er bildet sich aus den Marktpreisen aller Wertpapiere, der sonstigen Vermögensgegenstände und Barbestände eines ETFs abzüglich aller Verbindlichkeiten. Diese Summe wird durch die Anzahl der im Umlauf befindlichen Anteile eines ETFs dividiert. Der iNAV erfüllt grundsätzlich drei Funktionen: er dient den Market Makern zur Kontrolle ihrer Geld- und Briefkurse, Anlegern zur Einschätzung der Fairness eines Börsenpreises sowie zur Aufdeckung eventueller Arbitragemöglichkeiten.

Geschichte und Vorläufer der ETFs:

- 1971 erster Indexfonds „Samsonite Pension Fund“ für institutionelle Investoren
- 1975 erster indexbasierter Publikumsfond „Vanguard 500“ für private Anleger
- 1980 institutionelle Investoren können mit Programmhandel und Futures große Aktienkörbe erwerben
- 1987 Handel von Index Participation Shares an der American Stock Exchange
- 1988 erster Indexfonds „CB German Index Fund“ für deutsche institutionelle Investoren
- 1989 in Kanada startet der Handel mit den auf dem TSE-35-Index basierenden Toronto Index Participation Shares (TIPS)
- 1993 Standard & Poor's Depository Receipt (SPDR), genannt „Spider“, ist der erste kommerziell erfolgreiche ETF
- 2000 ETF-Handel startet in Deutschland, Großbritannien, Israel, der Schweiz und Schweden
- 2004 Auflage von ETFs auf Gold, Immobilien und Assets aus Schwellenländern
- 2008 erster aktiver ETF emittiert

gel zwischen 3% bis 5% beträgt. Im Vergleich zu traditionellen aktiv gemanagten Investmentfonds sind ETFs jedoch nicht nur im Erwerb deutlich günstiger, sondern auch in der Verwaltungsgebühr; z.B. betrug diese für europäische ETFs 2007 im Durchschnitt nur 0,34%.¹⁶ Im Gegensatz dazu belaufen sich die Verwaltungsgebühren bei aktiv gemanagten Investmentfonds auf 1-2% p.a. des Fondsvermögens. Lediglich die Ordergebühren für den Wertpapierkauf und -verkauf, die beim Erwerb von traditionellen Fondsanteilen nicht anfallen, sind vom Investor zu tragen.

Investoren schätzen an börsennotierten Indexfonds ferner die hohe Transparenz der Preisbildung. Diese resultiert zum einen aus dem Börsenhandel, weil Market Maker fortlaufend Geld-Brief-Preise öffentlich bereitstellen. Ferner können Anleger die Preisbildung eines ETFs sehr einfach nachvollziehen, denn der Kurs eines börsennotierten Indexfonds entspricht grundsätzlich der Entwicklung des zugrunde liegenden Indexes.¹⁷ Zum anderen wird in der Regel an den ETF-Handelsplattformen der indikative Nettoinventarwert (iNAV, siehe Textbox) fortlaufend veröffentlicht. Diese Vorgehensweise stärkt die Transparenz und fördert das Vertrauen der Investoren. Weiterhin veröffentlichen Emittenten börsentäglich die Zusammensetzung eines ETFs und informieren Anleger darüber hinaus über die Aufstellung der Vermögenswerte des Sondervermögens in Jahres- und Halbjahresprospekten sowie bei der Emission eines ETFs im Verkaufsprospekt.

2. Vergleich zu anderen Anlageprodukten

Investoren können ihre Anlageziele grundsätzlich mit einer Vielzahl von Anlageinstrumenten verwirklichen. Insbesondere stehen ihnen für indexnahe Anlagestrategien neben ETFs auch Indexzertifikate oder aktiv gemanagte Investmentfonds zur Verfügung. Diese unterscheiden sich in wesentlichen Merkmalen von börsennotierten Indexfonds. Insbesondere ist zu beachten, dass das in Indexzertifikate investierte Vermögen zu 100% einem Emittentenrisiko unterliegt, welches bei ETFs nicht der Fall ist bzw. bei neuartigen, Swap-basierten ETFs nur in sehr geringem Ausmaß (s. folgender Abschnitt). Ferner müssen bei Zertifikaten Dividenden nicht zwingend dem Anleger zufließen, während bei ETFs Dividenden dem Anleger – unabhängig ob es sich bei einem Index um einen Performance- oder Preisindex handelt – zufließen. So werden bei Performanceindizes die Dividenden reinvestiert, während sie bei Preisindizes an die Anleger ausgeschüttet werden. Ein weiteres wichtiges Kriterium der Anlageentscheidung ist die Höhe der Spreads, die bei Indexzertifikaten höher sein können. Ferner bieten ETFs dem Anleger ein hohes Maß an Sicherheit, weil die Vermögenswerte in einem Sondervermögen angelegt sind, das von einer Depotbank verwahrt wird. Viele ETFs in Europa unterliegen zudem dem europäischen Fondsrechtsrahmen UCITS III, der umfangreiche Bestimmungen zu den zulässigen Anlagegegenständen, zur Depotbank, zum Vertrieb und zum Anlegerschutz enthält (s. Kapitel 5.3).

¹⁶ Deutsche Bank (2007).

¹⁷ Gegebenenfalls bereinigt um Bezugsverhältnisse.

Vergleich von ETFs mit anderen Anlageprodukten

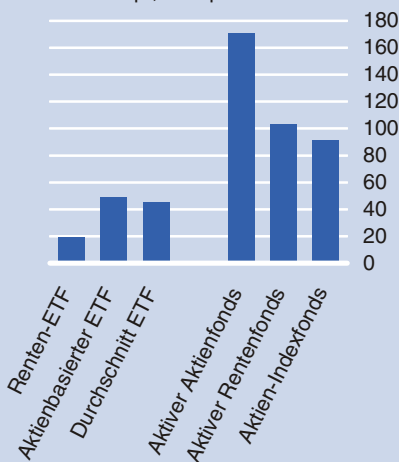
Risikoprofil	ETFs	Index-zertifikat	Direktanlage in Aktien	Direktanlage in Anleihen	Klassischer Investmentfonds	Futures
Risikodiversifikation	Hoch*	Hoch*	Nein	Nein	ja	ja
Tracking Error	gering	gering	Hoch	Hoch	ja, im Idealfall Überrendite	gering bis mittel je nach Index
Dividendenbeteiligung	Ja	i.d.R. Nein/abhängig vom Index	Ja	i.d.R. jährliche Verzinsung	ja	Eingepreist
Kosten beim Kauf/Verkauf	Ordergebühren	Ordergebühren	Ordergebühren, Handelsplatzgebühr	Ordergebühren, Handelsplatzgebühr	Ausgabeaufschlag	"Initial Margin"
Managementgebühr	Ja	Ja/Nein	Nein	Nein	Ja	Nein
Preisfeststellung	Fortlaufend	Fortlaufend	Fortlaufend	Fortlaufend	börsentäglich	Fortlaufend
Liquidität	Sehr hoch	Sehr hoch	Abhängig von der Aktie	Abhängig von der Anleihe	täglich bei Rückgabe	Hoch
Emittentenrisiko	Nein, da Sondervermögen, tw. bei Swap basierten ETFs	Ja, da Schuldverschreibung	Ja	Ja	Nein, da Sondervermögen, tw. bei Swap basierten ETFs	Erfüllungsrisiko gegenüber Handelsplatz
Wiederanlage-risiko	Nein	Bei Produkten mit Laufzeitbegrenzung	Nein	Ja	Nein	ja
Handelsplat-form	Börsenhandel/ OTC/ gegen KAG	Börsenhandel/ OTC	Börsenhandel/ OTC	Börsenhandel/ OTC	Aus- und Rückgabe über KAG	Börsenhandel

* Unter der Annahme einer ausreichenden Diversifizierung eines Indexes.

Quellen: DB Research, Deutsche Börse, Lyxor

Vergleich der Total Expense Rate

Gebühren in Bp., Europa



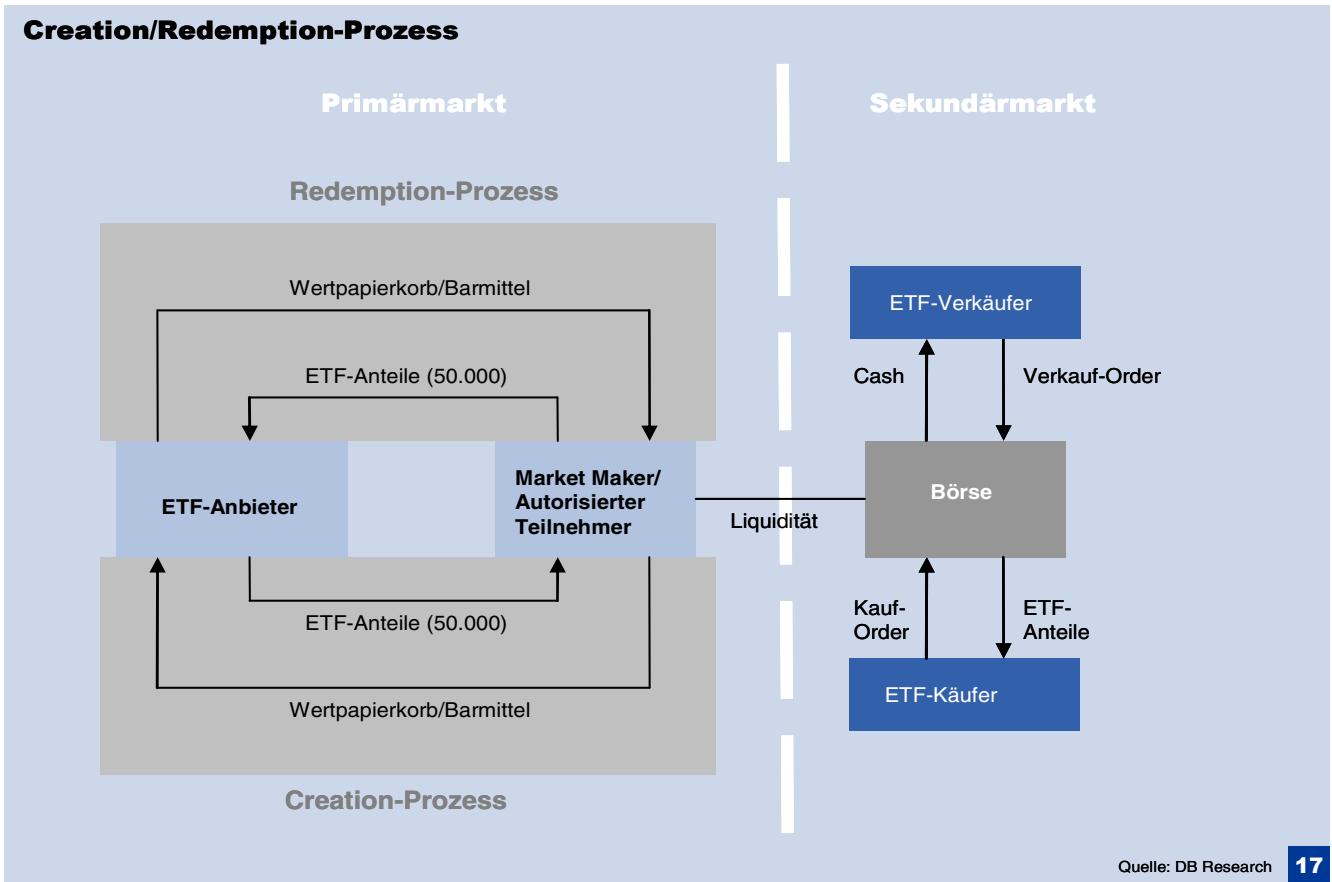
Quellen: Lipper, Morgan Stanley

Zwischen ETFs und aktiv gemanagten klassischen Publikumsfonds bestehen einige strukturelle Unterschiede. Im Zentrum von aktiv gemanagten Investmentfonds steht das Portfoliomanagement eines Fondsmanagers, das in der Regel den Anspruch verfolgt, eine Überrendite gegenüber einem Vergleichsindex zu erzielen. Um dieses Ziel zu erreichen, weicht der Fondsmanager in der Regel von der Zusammensetzung eines Vergleichsindex ab, indem er z.B. gezielt in vielversprechende Einzelwerte, Branchen oder geographische Regionen investiert. Im Gegensatz dazu beschränken sich ETFs auf die Abbildung der Kursentwicklung eines Referenzwerts, typischerweise eines Indexes.¹⁸ Unter Kostengesichtspunkten fällt die Gesamtkostenquote von ETFs in der Regel geringer aus und der Ausgabeaufschlag traditioneller Fonds entfällt. Die fortlaufende Stellung von Brief- und Geldkursen im Börsenhandel macht ETFs ferner noch transparenter als klassische Publikumsfonds.¹⁹ Auch die Struktur des Fondsvermögens von ETFs und aktiv gemanagter Investmentfonds kann sich unterscheiden. So verwenden viele europäischen ETFs Swaps zur Abbildung der Kursentwicklung eines In-

¹⁸ Einen Grenzbereich stellen aktive ETFs dar, die eine aktive Anlagestrategie verfolgen und z.T. darauf abzielen, einen Vergleichsindex zu übertreffen.

¹⁹ Einige klassische Investmentfonds werden auch an Börsen gehandelt, jedoch i.d.R. mit deutlich größeren Spreads.

dexes.²⁰ Anleger sollten grundsätzlich beachten, dass ein Swap-Kontrakt ein Emittentenrisiko beinhaltet. Rechtlich ist der Einsatz von Swaps jedoch begrenzt (s. Kapitel 5). Darüber hinaus bestehen



Der Creation/Redemption-Prozess

Das Verfahren der Ausgabe und Zurücknahme von ETF-Anteilen auf dem Primärmarkt wird Creation/Redemption-Prozess genannt. Dieser Prozess beinhaltet den Tausch von Barmitteln und Wertpapierkörben gegen ETF-Anteile und umgekehrt. Hierbei übernehmen autorisierte Marktteilnehmer („Authorized Participants“) bzw. Market Maker eine wichtige Aufgabe.

Im **Primärmarkt** liefert der autorisierte Marktteilnehmer einen Wertpapierkorb mit derselben Gewichtung von Wertpapieren wie der ETF oder Geld an den ETF-Anbieter. Im Gegenzug erhält er ETF-Anteile (i.d.R. werden Blöcke von 50.000 Anteilen geschaffen) im Wert des Wertpapierkorbs oder der Barmittel, die er geliefert hat. Dieser Tausch eines Wertpapierkorbes gegen ETF-Anteile wird Creation-Prozess (Creation = Schaffung, Ausgabe) genannt.

Auf dem **Sekundärmarkt** kann der Market Maker seine ETF-Anteile anschließend über die Börse zum Kauf anbieten. Alternativ kann er sie auch in seinem eigenen Portfolio halten. Umgekehrt kann der autorisierte Marktteilnehmer ETF-Anteile an den ETF-Anbieter zurückgeben und erhält hierfür als Gegenleistung den entsprechenden Wertpapierkorb oder Barmittel zurück. Dieser Prozess wird Redemption-Prozess genannt.

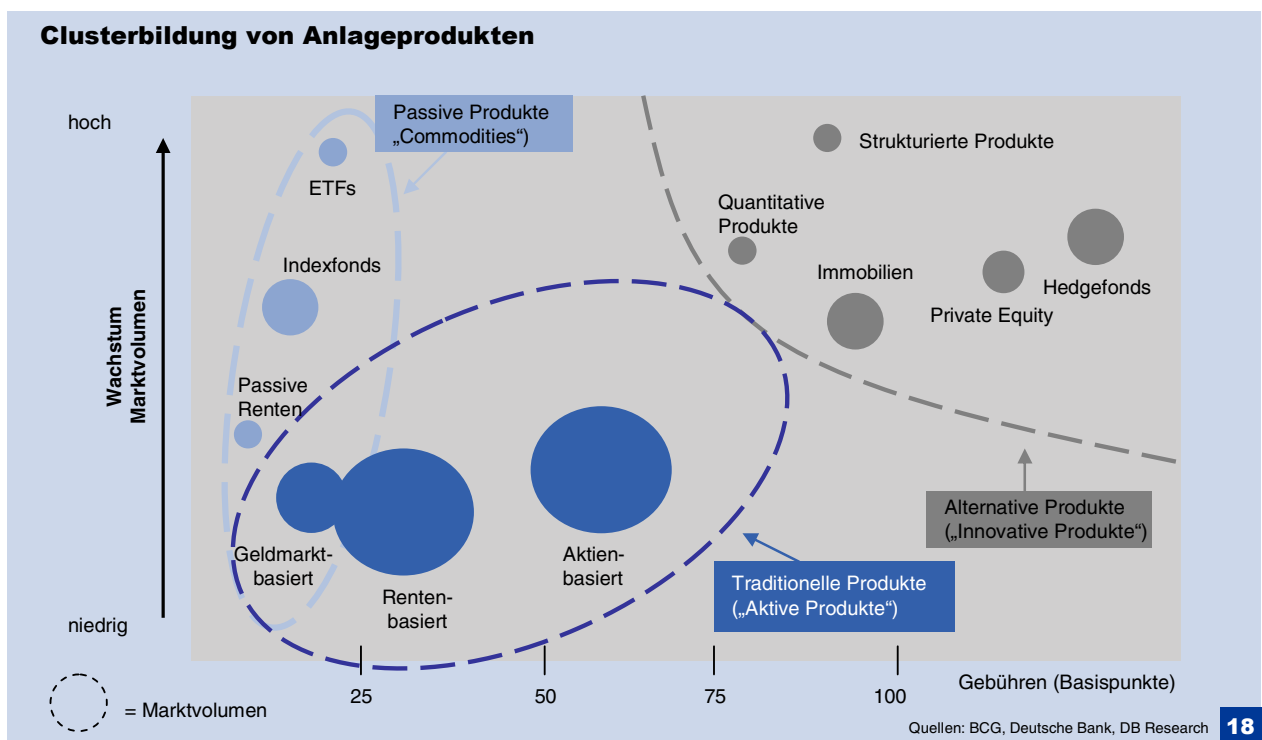
deutliche Unterschiede im Ausgabe- und Rücknahmeprozess zwischen klassischen Investmentfonds und ETFs. Während aktive Fonds in der Regel außerbörslich über eine Kapitalanlagegesellschaft ausgegeben und zurückgenommen werden, werden ETFs entweder direkt an der Börse gehandelt oder über den so genannten Creation/Redemption-Prozess begeben bzw. zurückgenommen.

3. Weitere Spezialisierung der Asset Management-Industrie erwartet

Langfristig erwarten wir ein weiteres Wachstum der weltweit verwalteten Vermögen, d.h. der weltweit zur Verfügung stehende Asset-Pool wird größer. Von diesem Trend wird der Asset Management-Sektor in seiner Gesamtheit profitieren. So werden z.B. im institutionellen Geschäft auf der einen Seite neue Nachfrager wie Staatsfonds oder neue Pensionskassen hervortreten; zum anderen werden Privatkunden verstärkt Asset Management-Dienstleistungen z.B. für die private Altersvorsorge (z.B. Riester Rente) nutzen. Parallel zum Wachstum des Gesamtmarktes erwarten wir mittelfristig eine Spezialisierung auf der Anbieterseite, die sich grob an drei Clustern orientieren wird. Erstens werden ETFs als „Passive Produkte“ im Cluster der passiven Anlageprodukte („Commodities“) ihre hohe Wachstumsdynamik fortsetzen (s. Abbildung 18), da dieser Cluster zum einen überproportional an der wachsenden Nachfrage (neuer) institutioneller Anleger partizipieren wird und zum anderen

²⁰ Auch aktiv gemanagte Fonds verwenden Swaps, z.B. bilden Garantiefonds Kapitalgarantien z.T. über Swap-Konstruktionen ab.

weitere Marktanteile aus den Clustern „Aktive Produkte“ (insbesondere von Produkten, die auf großen Indizes basieren) und „Innovative Produkte“ (insbesondere Indexzertifikate) gewonnen werden. Der Wettbewerbsdruck auf Anbieter aktiver Produkte, die zurzeit grob drei Viertel der globalen Assets verwalten, wird mittelfristig weiter zunehmen. Aktive Anbieter werden daher ihren Fokus voraussichtlich zum einen noch stärker auf die Alphagenerierung und maßgeschneiderte Produkte für spezifische Kunden legen und zum anderen verstärkt Dienstleistungen aus dem Cluster „Innovative Produkte“ anbieten. Dennoch gehen Experten davon aus, dass ihr Anteil am Markt mittelfristig auf ca. 65% fallen wird.²¹ Ferner werden auch aktive Anbieter noch stärker passive Produkte aus dem Cluster „Commodities“ im aktiven Management z.B. im Rahmen von Core Satellite-Strategien einsetzen.



18

Anleger streben eine **Maximierung der Rendite für ein spezifisches Risikoniveau** durch die optimale Diversifizierung ihres Portfolios an. Dabei kann das unsystematische Risiko einzelner Titel mit steigender Diversifikation eines Portfolios eliminiert werden. Es verbleibt das nicht mehr diversifizierbare, systematische Risiko, dem alle Wertpapiere in einem Markt ausgesetzt sind. Dieses Marktrisiko wird als Beta bezeichnet. Durch die nahezu exakte Indexabbildung verfügen ETFs in der Regel über ein Beta von nahezu 1 (unter der Annahme, dass ein Index einen Gesamtmarkt vollständig abbildet).

4. Anlagestrategien mit ETFs

Anleger können mit ETFs eine große Vielzahl an Investmentstrategien verwirklichen, deren Spektrum vom kurzfristigen Intra-Day-Trading bis zur langfristigen Vermögensbildung reicht. Im Folgenden werden exemplarisch die wichtigsten Anlagestrategien vorgestellt.

- Liquiditätsmanagement: Überschüssige Barbestände können in ETFs kurzfristig angelegt werden. So kann z.B. vermieden werden, dass Anleger Kurssteigerungen verpassen oder auf Rendite verzichten, bis eine langfristige Anlageentscheidung getroffen wird. Für institutionelle Anleger kann das „Parken“ von nicht investierten überschüssigen Barbeständen wichtig sein, um eine Unterrendite zur jeweiligen Benchmark (und damit eine Erhöhung des Tracking Errors ihres Portfolios) zu vermeiden bzw. zu reduzieren.²² Natürlich können Vermögenswerte auch in anderen Anlageformen wie z.B. Tagesgeld geparkt werden.

²¹ BCG (2007).

²² Dieser Sachverhalt wird auch als Cash Drag bezeichnet.

Die effiziente Diversifizierung eines Portfolios

Dieses Konzept geht auf die Forschungsergebnisse des Nobelpreisträgers Harry Markowitz zurück. Durch die Untersuchung von Korrelationen verschiedener Wertpapiere fand Markowitz heraus, dass durch die Mischung von Wertpapieren Risiken reduziert und die Volatilität der Erträge gesenkt werden können. Ein effizient diversifiziertes Portfolio ist gegeben, wenn für ein spezifisches Risiko ein maximaler Ertrag erzielt wird. Graphisch liegen alle optimalen oder effizienten Portfolios auf der so genannten Effizienzkurve.

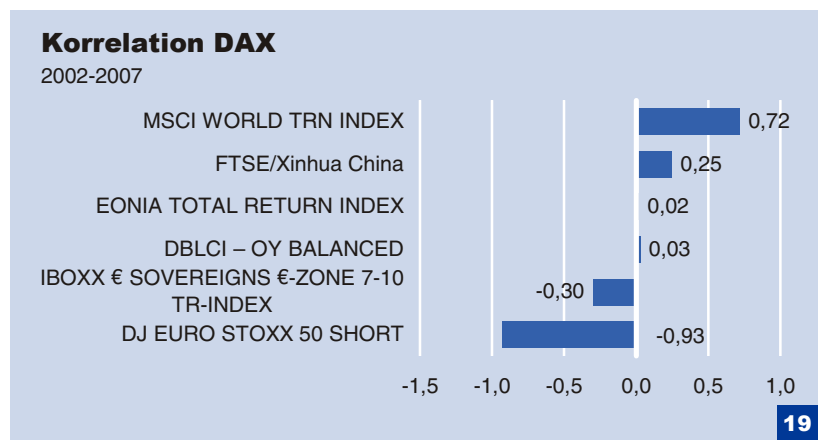
- Asset Allocation: Das Portfoliovermögen wird im Rahmen der strategischen Asset Allocation langfristig auf verschiedene (i) Anlageklassen wie z.B. Aktien, Renten- und Geldmarktpapiere²³, (ii) Länder und (iii) Währungen aufgeteilt. Aus der jeweiligen Gewichtung der Anlageklassen, Länder und Währungen ergibt sich letztlich das Benchmark-Portfolio, gegenüber dem der Erfolg der taktischen Asset Allocation (kurz- bis mittelfristige Investmentstrategie inklusive eventueller temporärer Abweichungen vom Benchmark-Portfolio) gemessen wird. Essentiell ist bei diesem Vorgang die Korrelation der einzelnen Vermögensklassen, die angibt, wie sich die Rendite-Profile einzelner Anlageklassen zueinander verhalten. Beträgt die Korrelation 1, entwickeln sich die Renditen zweier Anlageklassen gleichläufig, während sie sich bei einer Korrelation von -1 genau gegenläufig entwickeln. Beläuft sich die Korrelation auf 0, besteht kein systematischer Zusammenhang der Renditen zweier Vermögensklassen.

Aktives vs. Passives Management

Aktive Investmentstrategien haben den Anspruch, gegenüber einem bestimmten Marktindex eine Überrendite (Outperformance) zu erzielen. Ein aktiver Manager strebt an, gegebene Ineffizienzen am Kapitalmarkt auszunutzen und so nicht nur den Markt zu schlagen, sondern auch eine risikoadjustierte Überrendite zu erzielen. Um dieses Ziel zu erreichen, treffen Fondsmanager eine individuelle Auswahl an Aktien (so genanntes Stockpicking) und weichen so bewusst vom Marktindex ab.

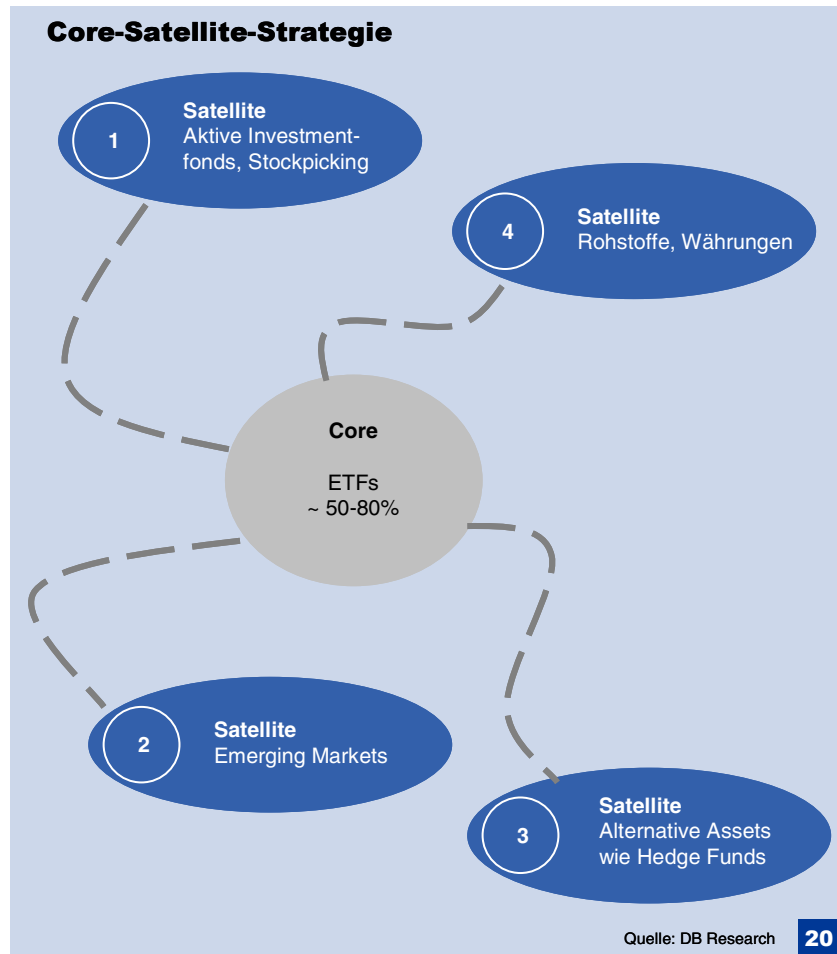
Passive Anlagestrategien unterstellen informationseffiziente Kapitalmärkte, in welchen es aussichtslos ist, nach über- oder unterbewerteten Einzeltiteln oder Anlageklassen zu suchen. Die gegebenen Marktpreise gelten somit als objektiv. Als Konsequenz investiert der passive Manager in den Markt, z.B. mittels börsennotierten Indexfonds oder Indexzertifikaten.

Einigen aktiven Managern gelingt es, kurzfristig eine Benchmark zu schlagen. Langfristig und nach Gebühren schaffen es jedoch nur wenige aktive Manager, eine Benchmark dauerhaft zu schlagen, weil die Aktienmärkte in etablierten, liquiden Märkten weitestgehend effizient sind. Insbesondere langfristige Investoren sollten daher bei ihrer Anlageentscheidung die Nettorenditen verschiedener Anlageinstrumente vergleichen.



- Core-Satellite-Strategien: Der Leitgedanke dieses Investmentansatzes ist die Aufteilung der Vermögenswerte in zwei Gruppen. Dabei wird der Großteil des Portfolios (Core) breit diversifiziert in einem Instrument angelegt, das einen Index abbildet. Der kleinere Teil des Kapitals (so genannte Satellites) wird hingegen aktiv gemanagt mit dem Ziel der Erreichung einer Überrendite zum Referenzindex (Alphagenerierung). Dieser Teil soll sich unabhängig vom Core-Teil des Portfolios entwickeln, z.B. durch Stockpicking oder Investments in Emerging Markets oder Rohstoffen. Core-Satellite-Strategien können mit dem Einsatz von ETFs effizient abgebildet werden; sie können natürlich auch mit Hilfe anderer Wertpapiere abgebildet werden. Ferner ist zu bedenken, dass die Core-Anlage oftmals in traditionellen Märkten anlegt; dieses muss aber in der Praxis nicht immer zwingend der Fall sein.
- Trading-Strategien: Die laufende Preisstellung von ETFs erlaubt es Anlegern, zeitnah und flexibel auf Marktschwankungen zu reagieren, z.B. können sie sowohl auf fallende (short) oder steigende (long) Kurse eines gesamten Markts setzen.

²³ Neben diesen traditionellen Anlageklassen gewinnen zunehmend andere Anlageklassen an Bedeutung wie Immobilien, Private Equity, Hedgefonds, Rohstoffe oder Small Caps.

**Hedging von Aktienpositionen**

— Hedging von Aktienpositionen: ETFs erlauben auch ein Hedging von Aktienpositionen, wenn sie auf einem Short-Index basieren. Ein Short-Index bildet die inverse Kursentwicklung eines Long-Index ab: Fällt z.B. der DAX-Index um fünf Prozent, gewinnt der Short-DAX um ca. fünf Prozent an Wert. Der Vorteil eines Hedgings mit Short-ETFs liegt im geringen administrativen Aufwand dieser Short-Position (siehe folgender Abschnitt).

Alternative zu Derivaten

— Alternative zu Derivaten: Obwohl ETFs keine Derivate sind, teilen sie viele der Charakteristika dieser Finanzinstrumente. Der Vorteil im Einsatz von ETFs liegt im geringen administrativen Aufwand und der Kosteneffizienz; so erfordert der Einsatz von ETFs weder Margin- oder Sicherheitsleistungen noch gibt es Roll-over-Effekte wie bei der Verlängerung von Termingeschäften. Für einige institutionelle Anleger kann die Verwendung von ETFs dann attraktiv sein, wenn Anlagerestriktionen die Aufnahme von Futures in ein Portfolio untersagen.

4. Prognose europäischer ETF-Markt 2010: AuM EUR 150 Mrd.

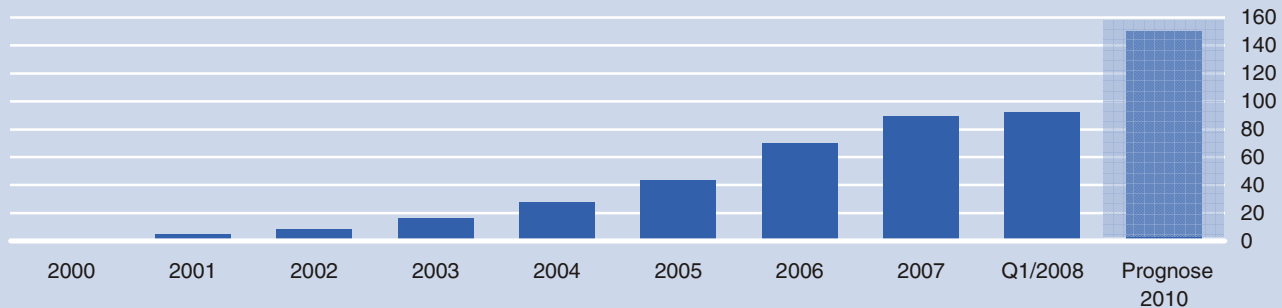
1. Prognose

Wir gehen davon aus, dass das Anlagevolumen des ETF-Markts in Europa weiter wachsen wird. In unserer Prognose unterstellen wir, dass die AuM von börsennotierten Indexfonds in Europa auf EUR 150 Mrd. bis zum Jahresende 2010 mit einer jährlichen durch-

schnittlichen Wachstumsrate von ca. 20% wachsen werden.²⁴ Diese Prognose beruht auf den folgenden Wachstumstreibern, die zu strukturellen Umbrüchen auf der Anbieter- und auch der Nachfragerseite führen werden.

Prognose ETF-Markt in Europa

AuM in EUR Mrd.



Quelle: Deutsche Bank **21**

Erweiterung des Anlagespektrums

Dividendengewichtet

Strategieindizes: Short-Indizes oder gehebelte Indizes

Sektoren- / Branchenindizes

Schwellenländerindizes

Rentenindizes

Währungen

Kreditmärkte

Branchen, Rohstoffe

Strategic indexing (long/short)

Andere börsennotierte Produkte (ETCs)

Fundamentaldaten-gewichtet

Private-Equity

Sharia-konform

Infrastruktur

Immobilien

Warenmärkte

Klassische Indizes von ETFs

Internationale Aktienindizes

Nationale Aktienindizes

Regionale Aktienindizes

Aktive ETFs

Aktive ETFs oder „Active ETFs“ gehen über die einfache Abbildung eines Vergleichindexes weit hinaus. Diese Produkte zeichnen sich durch eine aktive Investmentstrategie aus und streben in der Regel an, den Referenzindex zu übertreffen.

2. Trends auf der Anbieterseite

1. Produktinnovation erhöht Investmentspektrum

Die Anzahl der in Deutschland gelisteten ETFs hat seit 2000 rapide zugenommen. Während sich die Anbieter zunächst auf die Abbildung der Prime-Standards fokussiert haben, erlebt der deutsche ETF-Markt gegenwärtig eine rasante Ausweitung des Spektrums an verfügbaren Indizes, Investmentstilen und Anlageklassen. So stehen Anlegern nicht nur ETFs auf Strategie- und Branchenindizes zur Verfügung, sondern auch der Renten-, Geldmarkt- oder Kreditmarkt (s. Textbox). Mittelfristig erwarten wir zum einen eine weitere Zunahme der Bandbreite an verfügbaren Indizes, z.B. weitere Strategieindizes wie Short-Indizes oder aktive Indizes. Insbesondere die Möglichkeiten von neuartigen Swap-basierten ETFs (s. Kapitel 5) wird die Einführung innovativer Produkte maßgeblich forcieren. Zum anderen gehen wir von einer stärkeren Fokussierung auf Renten-, Kredit- und Geldmärkte aus, weil einerseits Pensionskassen verstärkt in ETFs auf Rentenindizes investieren werden und andererseits viele Pensionskassen Geldmarkt-ETFs erwerben, weil diese i.d.R. keinen Risiken aus ABS-Papieren unterliegen. Das Marktpotenzial von aktiven ETFs beurteilen wir hingegen als deutlich geringer, weil diese Produkte oft erklärungsbedürftig sind und daher eine Kundenberatung erforderlich machen. Angesichts der fehlenden Vertriebsprovisionen (kein Ausgabeaufschlag) dürfte das Interesse von Beratern am Vertrieb dieser ETFs aber gering sein.

2. Reduzierung des Tracking Errors und Outperformance gegenüber traditionellen ETFs

Die zunehmende Verwendung von Swap-Konstruktionen zur Abbildung eines Indexes wird dazu führen, dass der Tracking Error von ETFs grundsätzlich weiter abnehmen wird und dass neuartige ETF-Strukturen die Rendite traditioneller ETF-Strukturen übertreffen werden (s. Kapitel 5). So profitieren Anleger einerseits durch ein verbessertes Indextracking von einer höheren Gewissheit der zu erwartenden Rendite. Andererseits werden ETFs in einer Renditebetrach-

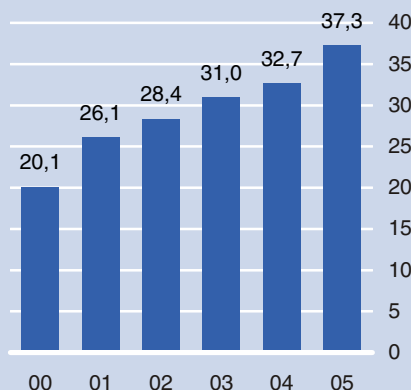
²⁴ Unter der Annahme sich normal entwickelnder Kapitalmärkte, d.h. der MSCI Europe Index bewegt sich in der Bandbreite von -8% bis +15% p.a. im Prognosezeitraum.

MiFID

Die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente ("Market in Financial Instruments", MiFID) hat zum Ziel, die europäischen Wertpapiermärkte und die dort tätigen Anbieter europaweit stärker vereinheitlichen – und teilweise verschärfen – Regeln zu unterstellen und so insbesondere den grenzüberschreitenden Wettbewerb zu verstärken. Die MiFID löst die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie ab, die im Jahre 1993 eingeführt wurde. Durch die MiFID werden unter anderem die Verpflichtungen europaweit harmonisiert, die Banken beim Betreiben von Wertpapiergeschäften gegenüber Anlegern einzuhalten haben.

USA: Anteil der Honorarberatung bei Vermögensverwaltern

% ihrer Gesamteinnahmen



Quellen: Financial Research Corporation, Registered Representatives

22

tung nach Gebühren für viele Anleger noch attraktiver werden, da sie die Benchmark zwar nicht schlagen, aber sie noch genauer abbilden werden.

3. Trends auf Investoreseite**1. Privatanleger entdecken ETFs**

Während in den USA Privatanleger bzw. ihre Vermögensverwalter in einem großen Umfang ETFs bereits als Anlageinstrumente nutzen, scheinen Privatanleger in Europa den ETF-Markt nur langsam zu entdecken. Das Marktpotenzial privater Anleger für den ETF-Markt scheint insbesondere sehr attraktiv, weil bereits der Markt für Indexzertifikate in Europa groß ist und rege von Privatanlegern genutzt wird.

Wir erwarten aus drei Gründen, dass das Interesse von Privatanlegern an ETFs stark zunehmen wird. Erstens werden viele Privatanleger in Deutschland noch 2008 angesichts der Einführung der Abgeltungssteuer ihre Asset Allocation überprüfen. Zum einen werden Anleger Gelder in Swap-basierte thesaurierte ETFs umschichten, weil diese bei einem Erwerb 2008 und einer mindestens einjährigen Haltedauer nicht von der Abgeltungssteuer betroffen sein werden. Zum anderen werden Privatanleger ebenfalls aus steuerlichen Gründen vermehrt Interesse an Dachfonds zeigen.

Zweitens hat die Gebührentransparenz von Anlageprodukten mit dem Inkrafttreten der MiFID²⁵ deutlich zugenommen und Privatanleger werden zunehmend preisbewusster. Drittens gewinnen Vermögensverwalter, die Assets auf Honorarbasis verwalten, kontinuierlich an Bedeutung. Während in der Vergangenheit diese Art der Vermögensverwaltung in erster Linie Kunden mit sehr großem Vermögen vorbehalten war, bieten mittlerweile immer mehr Vermögensverwalter diesen Service auch für Kunden mit Depots unter 100.000 Euro an. Weitere Vermögensverwalter werden zunehmend den in der Produktion günstigen ETF als wichtigen Baustein der Vermögensverwaltung auffassen. In den USA entfallen bereits ca. 37,3% der Einnahmen von in der Securities Industry Association organisierten Vermögensverwaltern auf die Honorarberatung. Viertens werden sich ETFs mittelfristig auch als Sparform etablieren. So bieten bereits einige Direktbanken bzw. Broker Sparpläne auf der Basis von ETFs an.

2. Einfache Handhabung und Abwicklung zieht weitere institutionelle Anleger an

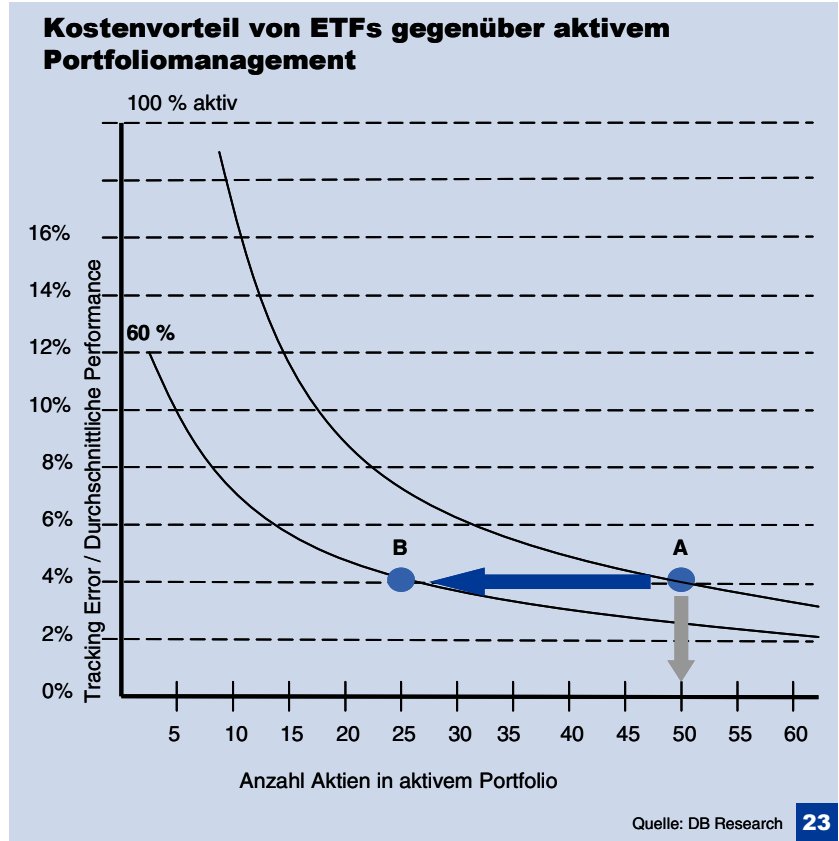
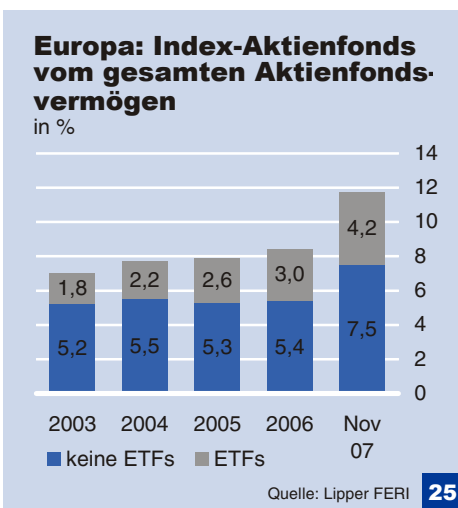
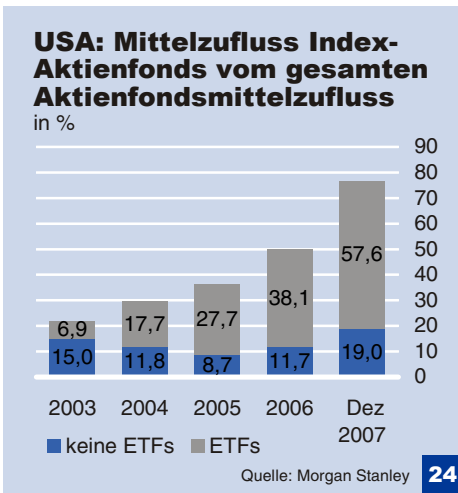
Im Gegensatz zu Derivaten und OTC-Instrumenten sind ETFs einfach zu handeln und abzuwickeln. Sie erfordern für Investoren keine Margin- oder Nachschusspflichten und bergen keine Roll-over-Effekte wie bei der Verlängerung von Terminkontrakten. Ferner können institutionelle Anleger über Anlagerestriktionen verfügen, die den Erwerb derivativer Wertpapiere untersagen. Sie werden zur Portfolioabsicherung vermehrt in Short-ETFs investieren.

3. Aktive Fondsmanager nutzen Kostenvorteile von ETFs als Baustein für aktives Portfoliomanagement

Zunehmend nutzen auch aktive Fondsmanager ETFs als Baustein im Portfoliomanagement. So können Fondsmanager dank ETFs schnell in ein breites, diversifiziertes Investment einsteigen, Barbestände effektiv verwalten und rasch Zugang zu Märkten oder Anlageklassen, die ihnen ansonsten nur schwer zugänglich wären,

²⁵ Market in Financial Instruments Directive.

erhalten. Erste empirische Untersuchungen der Deutschen Bank haben gezeigt, dass ein aktiver Fondsmanager, der einen Teil seiner Aktienanlagen über passive Instrumente steuert, seine Kosten im Idealfall um ca. 25% senken kann, ohne dabei seine Wertentwicklung zu beeinflussen.²⁶



4. Mittelzuflüsse: US-Anleger bevorzugen passive Anlageinstrumente

Seit dem Durchbruch von ETFs 1993 in den USA verzeichnet der weltweite Markt für börsennotierte Indexfonds jährlich hohe Wachstumsraten der Mittelzuflüsse. Insgesamt bevorzugen US-Anleger im Aktienbereich passive Indexanlagen gegenüber einer aktiven Aktienfondsanlage. Von jedem US-Dollar, der 2007 in die Fondsindustrie in den Vereinigten Staaten floss, gingen insgesamt 76,7% in passive Indexanlagen. Bereits ca. 57,6% aller Mittelzuflüsse im US-amerikanischen Aktienfondssektor entfallen auf börsennotierte Indexfonds. Der Anteil von aktienbasierten ETFs am gesamten Aktienvermögen in den USA beläuft sich auf bereits 10,3%. Rechnet man andere aktienbezogene Indexprodukte hinzu, beträgt der Anteil der Assets in Aktien-Indexanlagen in den USA am Aktienvermögen sogar 18,8%. In Europa ist der Anteil des Anlagevolumens von aktienbasierten ETFs am gesamten Aktienfondsvermögen mit 7,5% im Jahr 2007 geringer. Der Anteil aller aktienbezogenen Indexanlagen am Aktienfondsvermögen beläuft sich auf 11,7%.²⁷

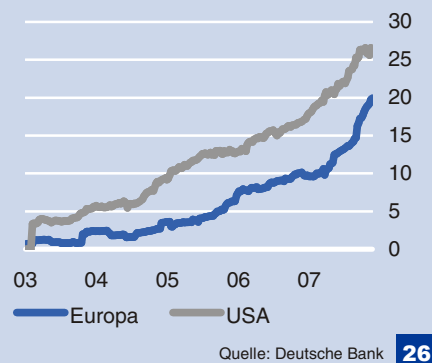
²⁶ Deutsche Bank (2007).

²⁷ Daten für 2007 bis Dezember 2007. Morgan Stanley (2008).



Entwicklung Renten-ETFs in Europa und USA

EUR Mrd.



26

5. Wachsende Bedeutung von Pensionskassen

Weltweit verwalten Pensionskassen zum Jahresende knapp 23 Billionen US-Dollar.²⁸ 85% dieser Gelder liegen bei amerikanischen, japanischen und britischen Pensionskassen. Zum einen verwenden diese Anleger mehr und mehr ETFs, zum anderen wird Kontinentaleuropa in den kommenden Jahren einen großen Zuwachs an neuen Pensionskassen sehen, weil die betriebliche Altersvorsorge für mehr Unternehmen an Bedeutung gewinnt und sie ihre Gelder ebenfalls teilweise passiv verwalten wollen. Hiervon werden im großen Maße ETFs auf Rentenwerte profitieren, die bereits in den vergangenen Jahren in den USA wie auch in Europa von deutlichen Mittelzuflüssen profitieren konnten. Weltweit hat sich bei Renten-ETFs das verwaltete Vermögen in den letzten zwei Jahren verdoppelt und beträgt nun schon über EUR 42 Mrd.²⁹

5. ETF 2.0: Indexreplikation über Swaps

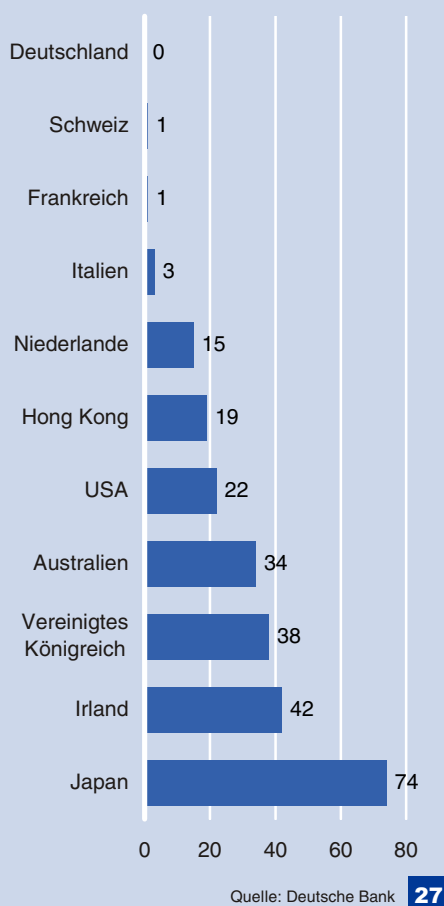
Die Struktur eines ETFs beeinflusst maßgeblich seine Performanceentwicklung und die Qualität des Indextrackings. Grundsätzlich kann ein Index auf zwei Wegen abgebildet werden. Während traditionelle ETFs alle im Index enthaltenen Werte (ver)kaufen, bilden neuartige ETFs den Referenzindex zusätzlich über einen Swap ab. Obwohl der Einsatz von Swaps auf den ersten Blick kompliziert erscheinen mag, bietet er Anlegern und Emittenten zahlreiche Vorteile.

1. Einflussfaktoren auf den Tracking Error

Das Kernziel eines ETFs ist die exakte Abbildung eines Referenzindex. Die Höhe des Abweichungsfehlers (Tracking Error) zum Vergleichsindex soll so gering wie möglich ausfallen. Das Ausmaß des Tracking Errors wird von folgenden Faktoren beeinflusst:

- Zahlung von Dividenden: Indexanbieter wie z.B. MSCI unterstellen in der Kalkulation von Indizes, dass Dividenden am Ex-Tag gezahlt werden und somit die entsprechenden Mittel zu diesem Zeitpunkt zur Reinvestition bereitstehen. In der Praxis stehen Dividenden in der Regel deutlich später zur Verfügung, z.B. bis zu 74 Tage später in Japan. Deshalb können die Mittel nicht am Ex-Tag wiederangelegt werden. Daraus resultiert eine Abweichung der Wertentwicklung eines ETFs gegenüber seiner Benchmark, zum Beispiel wird die Abweichung der Wertentwicklung eines ETFs gegenüber einem MSCI-Index auf ca. 8 Bp. p.a. geschätzt.³⁰
- Die steuerliche Behandlung von Dividenden hat bei ETFs, die einen Performanceindex abbilden, einen deutlichen Einfluss auf die Wertentwicklung. So führen die unterschiedlichen nationalen Steuersysteme dazu, dass Fonds in vielen Ländern zwar einen Teil der Steuern auf Dividenden zurückfordern können, in der Regel aber die Nettodividende deutlich geringer als die Bruttodividende ausfällt. So belief sich z.B. 2006 die Differenz aus Brutto- und Nettodividende weltweit auf ca. 59 Bp. und in Europa auf ca. 64 Bp.³¹
- Anpassungen in der Gewichtung eines Index bzw. die Aufnahme von neuen Werten führen in der Regel zu Transaktionskosten ei-

Durchschnittliche Tage vom Ex-Tag bis zur Dividendenzahlung



27

²⁸ IFSL Schätzung.

²⁹ Deutsche Bank (2008).

³⁰ Deutsche Bank (2008).

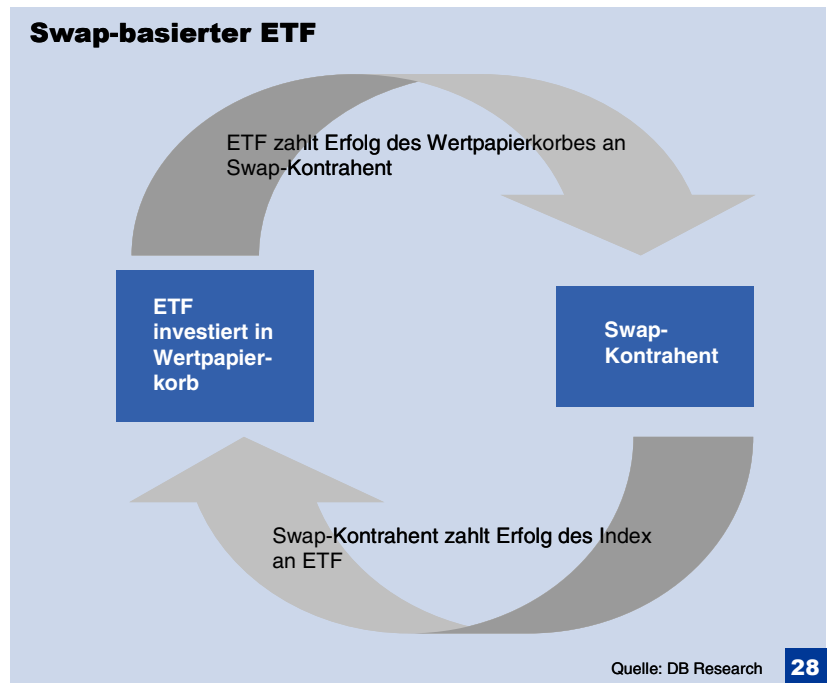
³¹ Deutsche Bank (2008).

Funktionsweise von Swaps

- nes ETFs, insbesondere bei traditionellen ETFs, da diese entsprechende Wertpapierkäufe und -verkäufe tätigen müssen.
- Weitere Abweichungsquellen sind Kapitalmaßnahmen von Unternehmen oder Übernahmen und Fusionen, die z.B. durch einen Aktientausch abgewickelt werden.
- Die Gesamtkostenquote eines Fonds mindert seine Performance gegenüber der Benchmark.
- Der Bewertungszeitpunkt der Fondsgesellschaft und der möglicherweise abweichende Bewertungszeitpunkt des Indexstands.

2. Deutliche Reduzierung des Tracking Errors bei Swap-basierten ETFs

Ein Total-Return-Swap (im Folgenden als Swap bezeichnet) ist ein Vertrag, mit dem der Ertrag eines zugrunde liegenden Finanzinstruments gegen einen anderen Ertrag getauscht wird. Z.B. stellt der Swap-Kontrahent einem ETF die Wertentwicklung des Index 1:1 bereit. Der Swap-Kontrahent übernimmt somit die Risiken aus der Kursentwicklung des Index. Der ETF investiert hingegen in Vermögenswerte, die bei der Abbildung eines Aktienindex in der Regel aus einem Aktienkorb bestehen (Wird ein Rentenindex abgebildet, erwirbt der ETF i.d.R. einen Korb aus Renten- und Geldmarktpapieren). Die Vermögenswerte eines Swap-basierten ETFs können somit vom Referenzindex abweichen und Derivate enthalten, die die Wertentwicklung des Referenzwerts liefern. Der Swap-Kontrakt wird oftmals börsentäglich glattgestellt, um so das Exposure gegenüber dem Kontrahenten gering zu halten. Als Swap-Kontrahent fungiert in der Regel das Kreditinstitut, dessen Tochter einen ETF auflegt. Dabei spielt die Bonität des Swap-Kontrahenten eine wichtige Rolle.



Die im Abschnitt 5.1. dargestellten Abweichungsquellen werden durch den Einsatz von Swaps weitestgehend eliminiert. Es verbleiben somit in erster Linie die Managementgebühren, die zu einer Abweichung vom Index führen können. Swap-basierte ETFs zeichnen sich somit durch einen geringeren Tracking Error aus, der z.B. bei einem ETF auf den MSCI World Index lediglich etwa 3 Bp. be-

Tracking Error Swap-basierter ETF MSCI World in %



Quelle: Deutsche Bank **29**

UCITS III

UCITS steht für „Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities“ und hat die Schaffung eines Binnenmarkts für Investmentfonds in der EU zum Ziel. Die UCITS-Richtlinie enthält Mindestregelungen bezüglich der Zulassung, der Aufsicht, der Struktur, der Geschäftstätigkeit sowie der Informationspflichten von Investmentfonds. Entsprechende Fonds können in der ganzen EU angeboten werden. Die letzte Änderung (2007/16/EG) präziserte, unter welchen Voraussetzungen die Fonds bestimmte Vermögensgegenstände erwerben dürfen. Die Richtlinie definiert beispielsweise, unter welchen Voraussetzungen Finanzindizes als Basiswerte für Derivate herangezogen werden können.

trägt.³² Würden Anleger diesen Index z.B. über Futurekörbe abbilden, würde der Abweichungsfehler ca. 150 Bp. betragen.³³ Bei einer Anlage in Schwellenländern, z.B. auf den MSCI Emerging Market World Index, wäre diese Abweichung sogar noch höher. Während ein Swap-basierter ETF einen Tracking Error von ca. 4 Bp. aufweist, würde die Abbildung des gleichen Index über Futurekörbe zu einem Abweichungsfehler von 541 Bp. führen.³⁴

Darüber hinaus kann der Einfluss der Managementgebühren durch zwei weitere Ertragsquellen teilweise deutlich reduziert werden. Erstens können Zusatzerträge durch die Wertpapierleihe der im Index enthaltenen Werte erzielt werden. Zweitens kann in einigen Fällen eine geringere steuerliche Belastung von Dividenden erreicht werden. Im Idealfall kann es sogar zu einer Überrendite eines ETFs gegenüber dem Vergleichsindex kommen, z.B. konnte der db x-trackers Euro STOXX 50 den Referenzindex im Zeitraum Januar 2007 bis März 2008 um 0,47% übertreffen.

3. Einsatz von Swaps: Möglichkeiten und Grenzen unter UCITS III

Gemäß der rechtlichen Vorgabe darf der Einsatz von Swaps 10% des Fondsvermögens nicht überschreiten. In der Praxis investieren ETFs in der Regel lediglich 1 bis 3% der Vermögenswerte in einen Swap. Experten schätzen, dass gegenwärtig ca. 35% aller ETFs auf einer Swap-Konstruktion beruhen (auf Basis der AuM). Während der Einsatz von Swaps seine Ursprünge in der Abbildung von Aktienindizes hat, werden inzwischen auch viele ETFs auf Renten- und Geldmarktindizes aufgelegt. Im Gegensatz zum US-amerikanischen ETF-Markt können Asset Manager in Europa dank der europäischen UCITS III-Richtlinie³⁵ verstärkt derivative Finanzinstrumente einsetzen. Von dieser regulatorischen Neuerung profitieren die Anbieter von indexbasierten Produkten überproportional, indem sie Indizes über den Einsatz von Total-Return-Swaps abbilden können.

6. Fazit und Ausblick

Der europäische ETF-Markt ist von hohen Wachstumsraten geprägt. Im Vergleich zum US-amerikanischen Markt genießt der ETF-Markt in Europa einen strukturellen Vorteil. So erlaubt die europäische UCITS III-Richtlinie ETF-Anbietern, Indizes über den Einsatz von Total-Return-Swaps abzubilden. Der Einsatz von Swaps erlaubt nicht nur eine deutliche Reduzierung des Tracking Errors, sondern führt in der Regel auch zu einer Outperformance von Swap-basierten ETFs gegenüber traditionellen ETFs.

Mittelfristig erwarten wir eine Fortsetzung des Wachstumstrends. In unserer Prognose gehen wir davon aus, dass das Anlagevolumen des ETF-Markts in Europa zum Jahresende 2010 auf etwa EUR 150 Mrd. steigen wird. Grund dafür sind strukturelle Veränderungen sowohl auf der Anbieter- als auch auf der Investoreseite.

³² Der Tracking Error von db x-trackers MSCI World ETFs beläuft sich auf 1 bis 3 Bp.

³³ Auf der Basis eines Einsatzes von einem Futurekorb aus zehn lokalen Futures. Ein Futurekorb aus nur vier lokalen Indizes würde z.B. zu einem deutlich höheren Tracking Error von ca. 234 Bp. führen.

³⁴ Deutsche Bank (2008).

³⁵ Richtlinie 85/611/EWG vom 20. Dezember 1985 („OGAW-I-Richtlinie“), geändert u.a. durch die Richtlinien 2001/107/EG („Verwaltungsgesellschaft-Richtlinie“) vom 21. Januar 2002 und 2001/108/EG („Produkt-Richtlinie“) vom 21. Januar 2002.

Auf Seiten der Anbieter wird erstens die stark wachsende Verwendung von Swaps zur Indexreplikation zu weiteren Produktinnovationen insbesondere im Rentenbereich führen und somit das vorhandene Investmentspektrum nochmals deutlich erweitern. Gleichzeitig und zweitens erwarten wir, dass der Einsatz von Swaps den Tracking Error von ETFs deutlich reduzieren wird, was drittens dazu führt, dass die Kursentwicklung neuartiger ETFs die Rendite traditioneller ETFs (langfristig) übertreffen wird.

Auf Investoreseite werden zukünftig Privatanleger eine wichtigere Rolle spielen. Im Lichte der Einführung der Abgeltungssteuer in 2009 und der erhöhten Gebührentransparenz durch die MiFID werden sie ihre Asset Allocation überprüfen und einen Teil ihrer Vermögenswerte entweder direkt in Swap-basierte ETFs oder indirekt über Dachfonds in ETFs umschichten. Zweitens wird die Bedeutung der gebührenbasierten Vermögensverwaltung nach US-amerikanischem Vorbild auch in Deutschland mittelfristig an Bedeutung gewinnen. Viele dieser Vermögensverwalter werden ETFs als wichtigen Baustein der Vermögensverwaltung nutzen. Institutionelle Anleger haben drittens das Potenzial von ETFs noch lange nicht ausgeschöpft; insbesondere werden weitere institutionelle Anleger wegen der einfachen Handelbarkeit und Abwicklung von ETFs – insbesondere im Gegensatz zu Derivaten – in diese investieren. Viertens werden vermehrt aktive Fondsmanager ETFs als Anlageinstrument nutzen, um ihre Kosten im aktiven Portfoliomanagement zu reduzieren. Fünftens werden Pensionskassen, die ein Anlagevolumen von weltweit ca. USD 23 Billionen verwalten, vermehrt in ETFs anlegen. Letztlich werden auch in Europa Pensionskassen nach US-amerikanischem Vorbild langfristig an Bedeutung gewinnen und einen Teil ihrer Assets in ETFs investieren.

Raimar Dieckmann (+49 69 910-31830, raimar.dieckmann@db.com)

Der Autor dankt Sophie Ahlswede für ihre Zuarbeit zu dieser Studie.

EU-Arbeitsmarktpolitik

Schwierige Balance zwischen Subsidiarität und Zentralisierung

Beiträge zur europäischen Integration, Nr. 53 17. April 2008

Ziele und Aufgaben der EZB

Preisstabilität vs. Lender of last resort

Beiträge zur europäischen Integration, Nr. 52 9. April 2008

Immobilienpreise und Geldpolitik

Beiträge zur europäischen Integration, Nr. 51 20. Dezember 2007

EU-Vertragsreform: Folgen für die Geldpolitik

Beiträge zur europäischen Integration, Nr. 50 23. Oktober 2007

Europa einig Steuerland?

Gemeinsame konsolidierte Körperschaftsteuerbemessungsgrundlage (GKKB) geplant

Beiträge zur europäischen Integration, Nr. 49 14. September 2007

Plädoyer für eine Europäisierung der Finanzaufsicht

Finanzmarkt Spezial, Nr. 48 18. Oktober 2007

„Better Regulation“ in Deutschland und der EU

Zeit für Resultate

Beiträge zur europäischen Integration, Nr. 47 2. August 2007

Internationale Reservewährung Euro im Aufwind

Beiträge zur europäischen Integration, Nr. 46 24. April 2007

Vom Freihandel zur tiefen Integration

Perspektiven für die Wirtschaftsbeziehungen zwischen EU und USA

Beiträge zur europäischen Integration, Nr. 45 2. April 2007

Unsere Publikationen finden Sie kostenfrei auf unserer Internetseite www.dbresearch.de

Dort können Sie sich auch als regelmäßiger Empfänger unserer Publikationen per E-Mail eintragen.

Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:

Deutsche Bank Research

Marketing

60262 Frankfurt am Main

Fax: +49 69 910-31877

E-Mail: marketing.dbr@db.com

© Copyright 2008. Deutsche Bank AG, DB Research, D-60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht verfügt. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die in Bezug auf Anlagegeschäfte im Vereinigten Königreich der Aufsicht der Financial Services Authority unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Limited, Tokyo Branch, genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg