



# Spiegelbild oder Wunder- tüte – was ist drin im ETF?

ETF gelten als einfach und transparent. Das trifft aber nicht auf alle Aspekte der beliebten Anlageinstrumente zu. In einer Serie vermittelt der Zertifikateberater Basiswissen zu ETF und geht auf wichtige Details ein, die sich zum Teil erst auf den zweiten Blick zeigen. 2. Teil: Verschiedene Arten der Indexnachbildung

Exchange Traded Funds haben eine klare Aufgabe: Sie sollen dem Anleger die Performance des jeweiligen Index liefern. Und das möglichst genau. Die einfachste Art, dies zu gewährleisten – so könnte man annehmen – wäre es, alle im jeweiligen Index enthaltenen Aktien in den ETF aufzunehmen. Dieser vermeintlich simple Ansatz ist aber nur eine von drei gängigen Methoden zur Ausgestaltung von ETF. Und auch er ist nicht frei von Schwierigkeiten. Eine Problematik bei dieser sogenannten physischen Nachbildung ergibt sich schon daraus, dass Aktien innerhalb eines Index in der Regel unterschiedlich gewichtet sind. Der Gewichtungsfaktor enthält dabei meist auch Dezimalstellen. Für den ETF können aber keine Bruchteile von Aktien eingekauft werden. Häufig wird die Anzahl in diesem Fall abgerundet und der Restbetrag in bar gehalten. Bereits dadurch entstehen erste Ungenauigkeiten bei

der Indexabbildung. Zudem können sich je nach Anzahl der im Index berücksichtigten Aktien und der Umschichtungsfrequenz unter Umständen hohe Transaktionskosten ergeben, die dem Anleger über die Managementgebühr belastet werden. Zumindest diese Schwierigkeit lässt sich mit Hilfe eines zweiten Ansatzes der Nachbildung teilweise umgehen: Bei Indizes, die ein sehr breites Spektrum an Aktien umfassen, wählen ETF-Anbieter häufig das „Sampling“-Verfahren. Anstatt für den ETF alle Aktien einzukaufen, wird nur eine bestimmte Teilmenge eingesetzt. Dies können die Titel mit der höchsten Gewichtung und der höchsten Liquidität sein (repräsentativ) oder diejenigen, die bei möglichst geringem Risiko die beste Performance versprechen (optimiert). Diese Vorgehensweise kann allerdings zu spürbaren Abweichungen des ETF vom Indexverlauf (Tracking Error) führen.

## Tauschgeschäft erhöht Genauigkeit

Um solche Ungenauigkeiten zu umgehen und die Kosten trotzdem gering zu halten, hat sich am Markt eine dritte Replikationsmethode etabliert. Dabei kommen sogenannte Swaps zum Einsatz („synthetische Nachbildung“). Ein Swap ist ein Tauschgeschäft, das mit einem Kontrahenten abgeschlossen wird. Bei ETF nimmt häufig der Mutterkonzern des Anbieters diese Rolle ein. Inhalt der Vereinbarung ist der Tausch der Indexperformance gegen die Performance der tatsächlich im ETF enthaltenen Aktien. Dabei kann es sich dann um gänzlich andere Werte handeln, als es der jeweilige Index vorschreibt. Beim ETF-Anbieter Comstage liegt beispielsweise allen Indexfonds dasselbe Trägerportfolio zugrunde. Derzeit besteht es aus 37 europäischen Blue Chips. Der Swap-Kontrahent (in diesem Fall die Commerzbank) erhält die Entwicklung die-

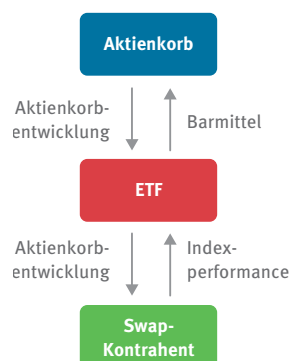
## Vor- und Nachteile der verschiedenen Replikationsarten bei ETF

	Physische Replikation	Synthetische Replikation (Einsatz von Swaps)
Vorteile	<ul style="list-style-type: none"> <li>- hohe Transparenz</li> <li>- Bonitätsrisiko nur bei Wertpapierleihe</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- geringer Tracking Error</li> <li>- kostengünstig</li> <li>- Steuerstundung möglich</li> </ul>
Nachteile	<ul style="list-style-type: none"> <li>- i.d.R. höherer Tracking Error</li> <li>- i.d.R. höhere Kosten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- niedrigere Transparenz durch vom Index abweichende Zusammensetzung</li> <li>- Bonitätsrisiko Swap-Kontrahent (allerdings häufig besichert)</li> </ul>

Stand: 07.04.16; Quelle: DZB Research

Grundsätzlich sind zwei Ansätze der Indexnachbildung zu unterscheiden: Bei der physischen Replikation finden sich die Aktien aus dem Index auch im ETF wieder (alle oder teilweise). Bei der synthetischen können im ETF dagegen völlig andere Aktien enthalten sein als im Index. Die Indexperformance liefert dort ein Swap-Partner. Das macht die Nachbildung zwar genauer, aber auch weniger transparent. Zudem sind Anleger von der Bonität des Kontrahenten abhängig

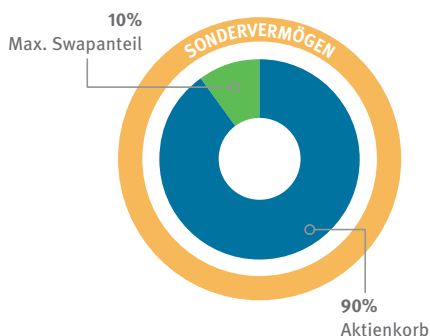
## So funktionieren swapbasierte ETF



Quelle: SIX Swiss Exchange, DZB Research

## Kontrahentenrisiko innerhalb des ETF

bei synthetischer Replikation beträgt maximal 10 %



Quelle: SIX Swiss Exchange, DZB Research

Beim Einsatz von Swaps investiert der ETF in einen beliebigen Aktienkorb. Die Performance, die diese Zusammenstellung erreicht, wird an den Swap-Kontrahenten weitergereicht. Dieser liefert im Gegenzug die Performance des Index, auf den sich der jeweilige ETF bezieht. Der Wert dieses Kontrakts darf maximal 10 Prozent des NAV erreichen und ist dem Bonitätsrisiko des Kontrahenten ausgesetzt – auch wenn der ETF als Ganzes ein Sondervermögen ist und bei einer Insolvenz des Emittenten geschützt bleibt

ses Portfolios und sichert dem ETF dafür den Kursverlauf des abgebildeten Index zu. Mit anderen Worten: Er gleicht stets die Differenz zwischen den beiden Aktienkörben aus. Beim ETF-Anleger kommt somit die Indexperformance auch dann an, wenn dem Fonds ganz andere Aktien zugrunde liegen, die sich ganz anders entwickeln.

Je nachdem, wie weit sich der Index vom tatsächlichen Aktienkorb entfernt, ändert sich aber der Wert des Swap-Kontrakts. Steigt der Index beispielsweise um 5 Prozent, während der Aktienkorb unverändert beim Startpreis von 100 Euro notiert, nimmt der Swap einen Wert von 5 Euro ein. Der neue innere Wert des Fonds (NAV) beträgt 105 Euro und der Swap-Anteil hiervon liegt bei 4,76 Prozent. Die kritische Grenze für diesen Swap-Anteil ist bei 10 Prozent festgesetzt. Einen höheren Wert darf das Tauschgeschäft nicht einnehmen. Nähert sich der Swap dieser Marke, wird er „zurückgesetzt“, indem der Swap-Partner eine Ausgleichszahlung an den ETF vornimmt. Entwickelt sich der Aktienbasket indes besser als der abzubildende Index, gilt die Obergrenze ebenfalls. In diesem Fall nimmt der Swap einen negativen Wert an und der ETF muss eine entsprechende Ausgleichszahlung an die Swap-Gegenpartei leisten.

### Fixe Grenze für das Ausfallrisiko

Die 10-Prozent-Grenze ist für den Anleger deshalb von Bedeutung, da der jeweilige Swap-Anteil einem Kontrahentenrisiko ausgesetzt ist. Ein Ausfall des Kontrahenten kann Verluste für den Anleger nach sich ziehen. Durch die Grenze sind aber maximal

zehn Prozent des NAV betroffen. Zudem haben ETF-Anbieter mittlerweile vielfach vorgesorgt. Die Gegenpartei besichert den Swap in diesem Fall durch Hinterlegung von Wertpapieren hoher Sicherheit und Liquidität wie etwa deutsche Staatsanleihen.

Es ergibt sich aber noch ein anderes Bonitätsproblem bei den swapbasierten Lösungen: Bei einer Insolvenz des ETF-Anbieters selbst ist zwar der Fonds als Sondervermögen geschützt, der Anleger würde in diesem Fall aber die tatsächlich im ETF enthaltenen Aktien erhalten und nicht den Indexwert. Er könnte dann gegebenenfalls auch bei einem Dax-ETF ein Paket ausländischer Titel ins Depot gebucht bekommen.

### Von Steuerstundung profitieren

Neben diesen Risiken bringt der Swap-Ansatz aber auch viele Vorteile. Damit sind nicht nur die besonders genaue Abbildung des Index und die geringen Kosten gemeint. Mit dieser Methodik lassen sich auch exotische Märkte relativ einfach abbilden sowie Short-Strategien umsetzen. Außerdem gibt es einen steuerlichen Vorteil: Bei ETF, die Erträge nicht ausschütten, sondern reinvestieren (thesaurieren) und den Index mittels Swap nachbilden, fallen keine „ausschüttungsgleichen“ Erträge wie Dividenden der enthaltenen Aktien an. Diese müssten bereits auf Fondsebene jährlich versteuert werden. Bei physisch replizierenden ETF kann dies auf mehrere Jahre betrachtet zu einem deutlichen Rückstand gegenüber Indizes wie dem Dax führen, in dem Dividenden voll angerechnet werden (siehe Akademie DZB 01.2016).

Somit entwickeln sich synthetische ETF auf den Dax in der Regel besser als voll replizierende. Dabei muss aber bedacht werden, dass Gewinne aus den Swap-ETF dafür bei einer Veräußerung voll zu versteuern sind, während die bereits versteuerten Thesaurierungsgewinne bei den physischen Lösungen nicht noch einmal mit dem Fiskus geteilt werden müssen. Somit ermöglicht die Swap-Variante zwar keine Steuerersparnis für deutsche Privatanleger, wohl aber einen Stundungseffekt.

Damit leisten die Produkte Ähnliches wie bislang Indexzertifikate auf Dax & Co. Dort schiebt der Gesetzgeber jetzt aber einen Riegel vor. Wie bei „physischen ETF“ können künftig wohl nur noch die Nettodividenden reinvestiert werden. Eine Eins-zu-eins-Abbildung des Dax wäre nicht mehr möglich. Die Zertifikate werden deshalb gar nicht mehr oder nur mit erhöhter Gebühr angeboten.

### Trend geht weg vom Swap

Trotz der vielen Vorteile, die die swapbasierte Abbildung mit sich bringt, haben viele Anbieter wie die Deutsche-Bank-Tochter db x-trackers mittlerweile weitgehend von der synthetischen auf die physische Abbildung umgestellt. Vor allem das beim Swap bestehende Kontrahentenrisiko hat den Papieren Kritik eingebracht. Jedoch sind auch viele physische ETF nicht frei von jeglichem Bonitätsrisiko. Denn die im Fonds analog zum Index gehaltenen Aktien werden oftmals verliehen, um zusätzliche Gewinne einzufahren. Treten aber beim Leihpartner Probleme auf, kann auch hier letztlich der ETF-Anleger das Nachsehen haben. DZB