

FondsConsult - Umfrage

Welche Anforderungen werden von den Anbietern an ein ETF-Rating gestellt?

München, im August 2010

Erstellt von: FondsConsult Research AG
Nymphenburger Straße 45
D – 80335 München

Telefon: + 49 (89) 24 20 68 – 300

E-Mail: saelzle@fondsconsult.de

Internet: www.fondsconsult.de

Autoren: Dipl.-Kfm. Rüdiger Sälzle
Sandro Trigilia

Datenerhebung: Februar 2010

Erstellungsdatum: August 2010

1. Executive Summary

Problemstellung

Der Markt für Exchange Traded Funds (ETFs) hat sich in den letzten Jahren nicht zuletzt durch die enttäuschenden Performancezahlen der aktiven Manager sehr dynamisch entwickelt. Dies führte zu einer Vielfalt von Produkten und Ausprägungen, die nur mit einer hohen Fachkenntnis zu durchschauen bzw. voneinander zu unterscheiden sind. Die im Detail komplexe Struktur von ETFs und die zunehmende Intransparenz des Marktes erfordern zudem Entscheidungshilfen auf dem ETF-Markt. In der Konsequenz entwickelten sich erste Ratingansätze für ETFs. Anlass dieser Umfrage war nun, eine Einschätzung der Anbieter zu diesen ETF-Ratingansätzen und deren Relevanz zu erhalten und zugleich Ansatzpunkte und Kriterien für eine aussagekräftige Bewertung von ETFs zu identifizieren.

Ergebnisse

Ratings für ETFs haben bislang weder die Anbieter noch deren institutionelle Kunden wirklich interessiert. Gerade diese Zielgruppe muss sich aufgrund steuerlicher und ausschüttungspolitischer Anforderungen sehr intensiv mit der Ausgestaltung von ETFs befassen, die über ein Rating nur ansatzweise abzudecken sind. Die Resonanz der Anbieter von ETFs auf die am Markt befindlichen Ratingansätze ist in der Konsequenz durchwegs sehr kritisch: ETF-Ratings sind größtenteils unbrauchbar und müssen verbessert werden. Wie die Befragung ergab, sollten bei der Bewertung von ETFs bestimmte Mindestanforderungen implementiert werden. Darunter fallen beispielsweise die Berücksichtigung von konstruktionsbedingten Änderungen oder das Vorliegen eines Track Records von mindestens 12 Monaten.

Als wichtige Voraussetzung für eine quantitative Bewertung von ETFs wurde vor allem die Vergleichbarkeit der NAVs bzw. eine einheitliche Datenqualität der ETFs identifiziert. Denn ohne eine einheitliche Datenbasis von Index und ETFs innerhalb der jeweiligen Anlageklassen wird ein Rating für Produkte, die sich teilweise durch wenige Basispunkte voneinander unterscheiden, ad absurdum geführt. Ebenfalls als wichtig empfunden wurde die Höhe der Bid-/Ask-Spreads sowie der Tracking Error und dessen Variabilität. Eine eindeutige Tendenz bezüglich der Bewertung der Replikationsart konnte dagegen nicht festgestellt werden. Der Qualität der Market Maker wird ebenfalls eine wichtige Rolle zugesprochen.

2. Hintergrund und Zielsetzung

Der ETF Markt hat sich in seinem 10-jährigen Bestehen seit 2000 hinsichtlich Produktvielfalt und Vermögen vervielfacht. Allein in Europa sind mittlerweile 821 ETFs, mit einem verwalteten Vermögen von 223,5 Mrd. Euro (320 Mrd. US Dollar), verfügbar.¹ Das durchschnittliche monatliche Handelsvolumen auf XETRA betrug im Zeitraum Dezember 2007 bis Januar 2010, bei einer hohen Schwankungsbreite, ca. 26,5 Mrd. €. Die Umsatzspitze lag im Oktober 2008 bei rund 42,5 Mrd. €, während der niedrigste Umsatz im August 2008 mit 15,5 Mrd. € zu verzeichnen war.² Vor diesem Hintergrund ist es wenig überraschend, dass in dieser Entwicklungsphase Entscheidungshilfen in Form von ETF-Ratings entstanden sind. Da sie bei der Beurteilung der Produkte oftmals irrelevante Kriterien heranziehen, finden diese Ratings in der Praxis allerdings kaum Beachtung.

3. Umfang

Es wurden 13 ETF-Anbieter mit in Deutschland gelisteten ETFs sowie die Deutsche Börse befragt. Die Umfrage wurde in Form eines strukturierten Fragebogens durchgeführt, der von folgenden 12 Teilnehmern entsprechend ergänzt wurde:

- Amundi ETF (Amundi)
- ComStage (Commerzbank)
- db x-trackers (Deutsche Bank)
- Deutsche Börse
- EasyETF (BNP Paribas)
- I-Shares (Blackrock)
- Lyxor (Société Générale)
- PowerShares (Invesco)
- Source (Morgan Stanley, Goldman Sachs, Merrill Lynch, JP Morgan)
- Sparkassen (etfLab)
- UBS ETF (UBS)
- Xmtch (Credit Suisse)

Diese Adressen repräsentieren in Summe einen Marktanteil in Europa von 91,9%³.

¹ Stand Ende 2009, Black Rock

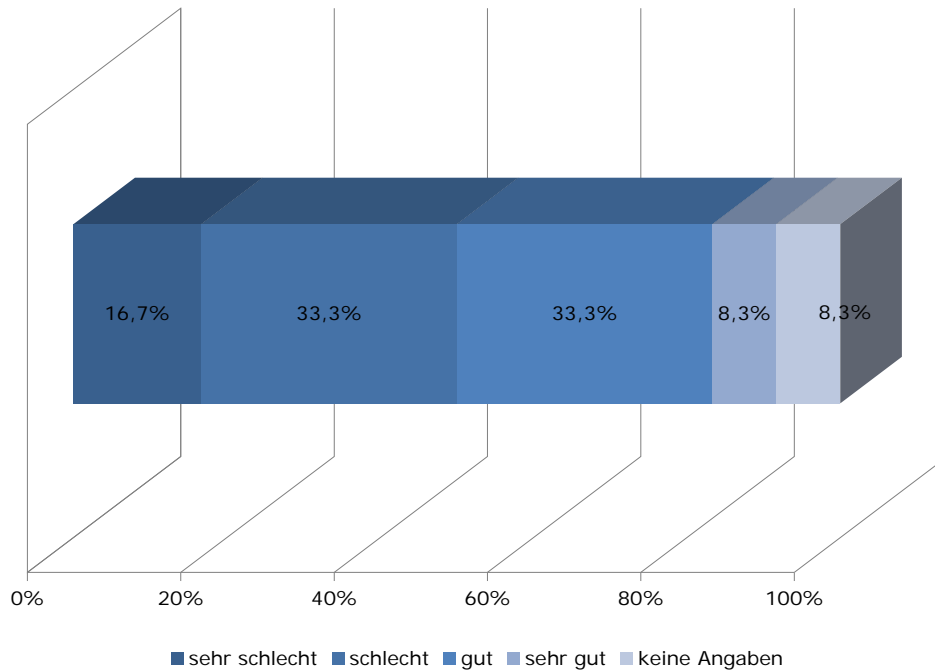
² Deutsche Börse

³ Stand 02/2010, Blackrock

4. Umfrageergebnisse

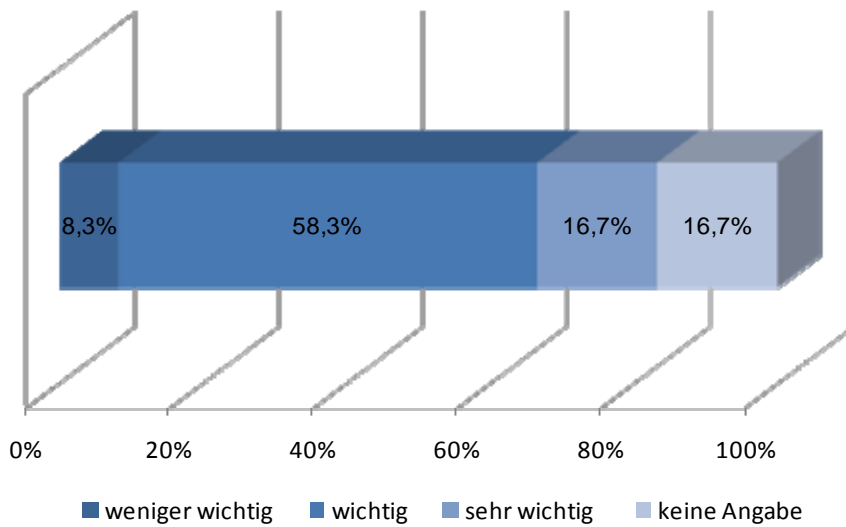
Einschätzung der Ausgangslage

Bewertung der derzeit am Markt befindlichen Ratingansätze



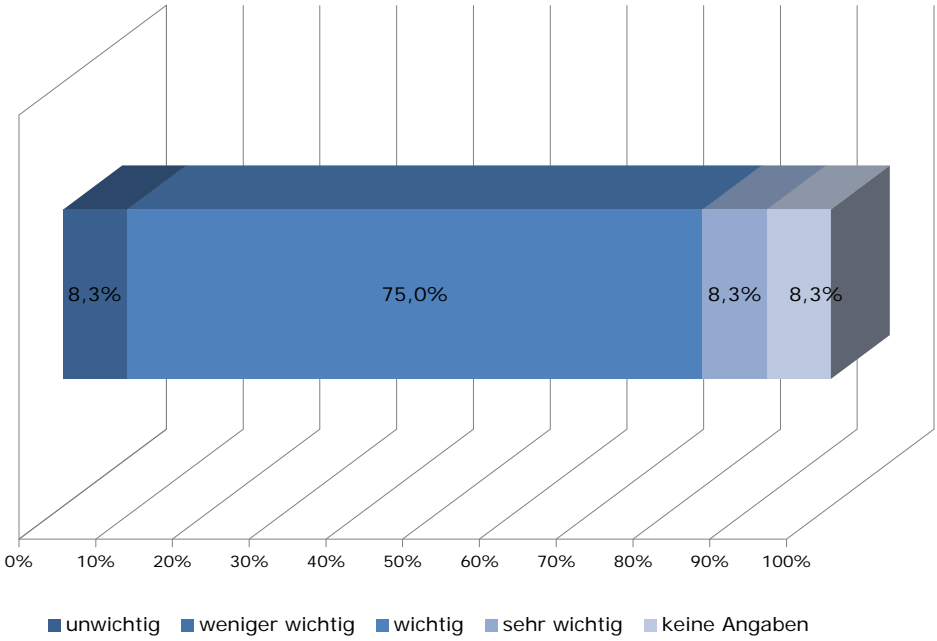
Die Hälfte der befragten Anbieter bewertet die am Markt befindlichen Ratings als „schlecht“ bzw. „sehr schlecht“. 41,6 % halten dagegen die Ratings für „gut“ bis „sehr gut“. Ein Anbieter begründet seine Antwort „keine Angaben“ mit der Aussage, dass sich ETFs zum heutigen Zeitpunkt im Wesentlichen an Institutionelle Anleger richten, die im Gegensatz zu retaillastigen Anlegern grundsätzlich keinen Wert auf ein Rating von ETFs legen.

Wäre Verbesserungsbedarf angebracht?



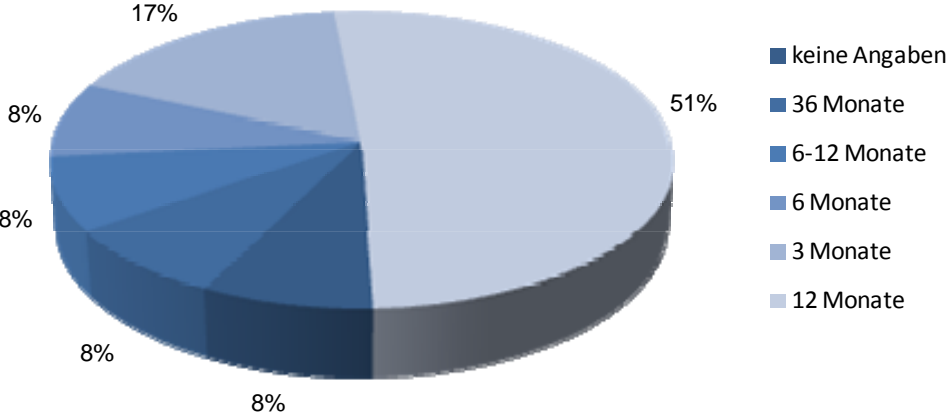
Die Antworten zu dieser Frage fallen eindeutig aus: 75 % der Befragten empfanden es als „sehr wichtig“ bis „wichtig“, dass die bestehenden Ratings verbessert werden. Im Gespräch werden die mangelnde Qualität in den Ansätzen und somit fehlende Praxisrelevanz genannt. Hinsichtlich der Anforderungen an ein ETF-Rating müsste zudem eine komplett neue Systematik entwickelt werden, die sich deutlich von den bestehenden Fondsratings abgrenzt.

Mindest Track Record ETF



Das Vorhandensein eines Track Records als Grundlage für die Bewertung erachten 83 % der ETF-Anbieter als „sehr wichtig“ bis „wichtig“.

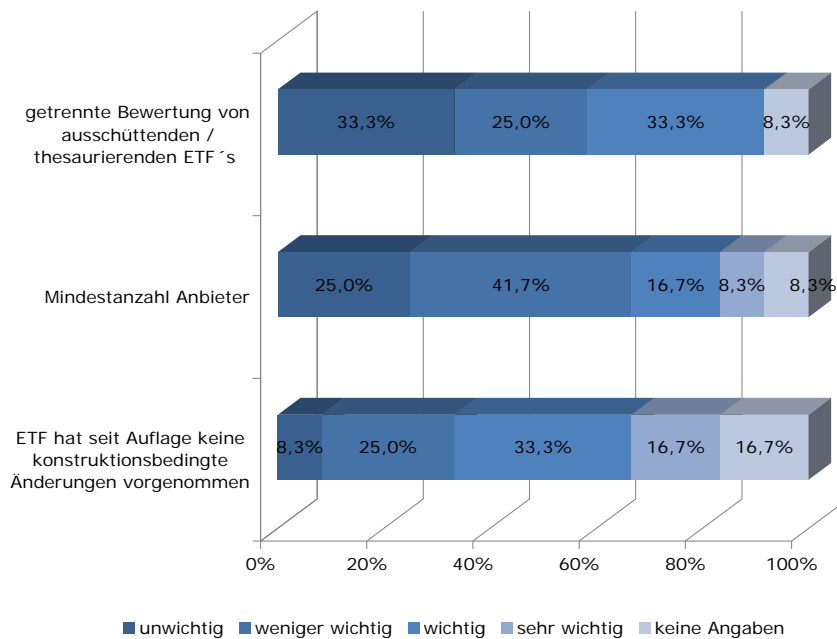
Wie lange sollte der ETF existieren, um bewertet werden zu können?



In einer breiten Zeitspanne zwischen 3 und 36 Monaten liegt der Median für einen Mindest Track Record bei 12 Monaten. Tendenziell votieren die jüngeren am Markt befindlichen Anbieter für einen kürzeren Track Record, während sich die etablierten Anbieter für einen längeren Track Record aussprechen.

Einteilung der ETFs in Gruppen

Aufteilung der ETFs in Gruppen



Grundsätzlich würden nach Aussage der Anbieter institutionelle Anleger ausschüttende Tranchen, Retailanleger und Strukturierer eher thesaurierende Tranchen bevorzugen. Die Mehrheit der Befragten (58,3%) erachtet aber eine getrennte Behandlung von ausschüttenden und thesaurierenden ETFs als eher nicht relevant. Eine große Bedeutung wurde im Gespräch dagegen der Systematik der Wiederanlage zugeflossener Erträge und der deren steuerliche Implikationen sowie der Indexkonstruktion (Performance vs. Kursindex) beigemessen.

Überraschenderweise erachten knapp 67% der Teilnehmer eine vorhandene Mindestanzahl von Produkten innerhalb einer Anlageklasse als nicht relevant für ein ETF-Rating. Man könne keine direkte Kausalität von Produktqualität und Anzahl der Anbieter bzw. Produkte ableiten, so ein Anbieter.

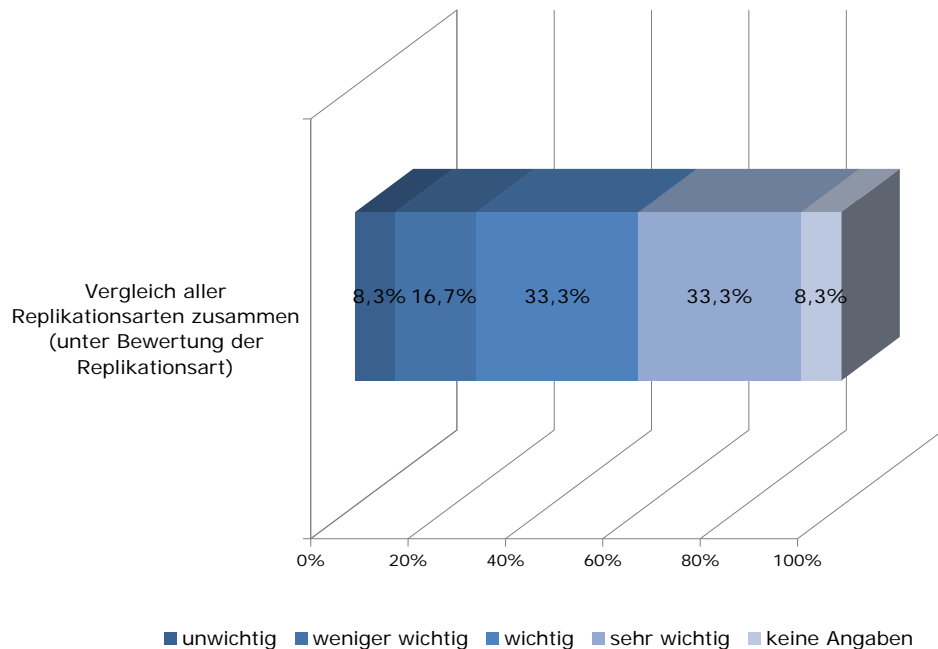
Allerdings empfindet es die Hälfte der Befragten im Zuge einer Bewertung als eher wichtig, dass bei den Produkten seit Auflage keine konstruktionsbedingten Änderungen durchgeführt wurden, beispielsweise eine Änderung der Replikationsart.

Replikationsarten

Hinsichtlich der Replikationsarten erstreckt sich die Fragestellung auf drei mögliche Ansatzpunkte:

- Gemeinsamer Vergleich aller ETF-Konstruktionen innerhalb einer Anlageklasse **mit Bewertung der Replikationsart** (z.B. Full Replication positiv, da kein Ausfallrisiko). Eine Berücksichtigung könnte beispielsweise als Entscheidungskriterium für sicherheitsorientierte Investoren (private Investoren) dienen.

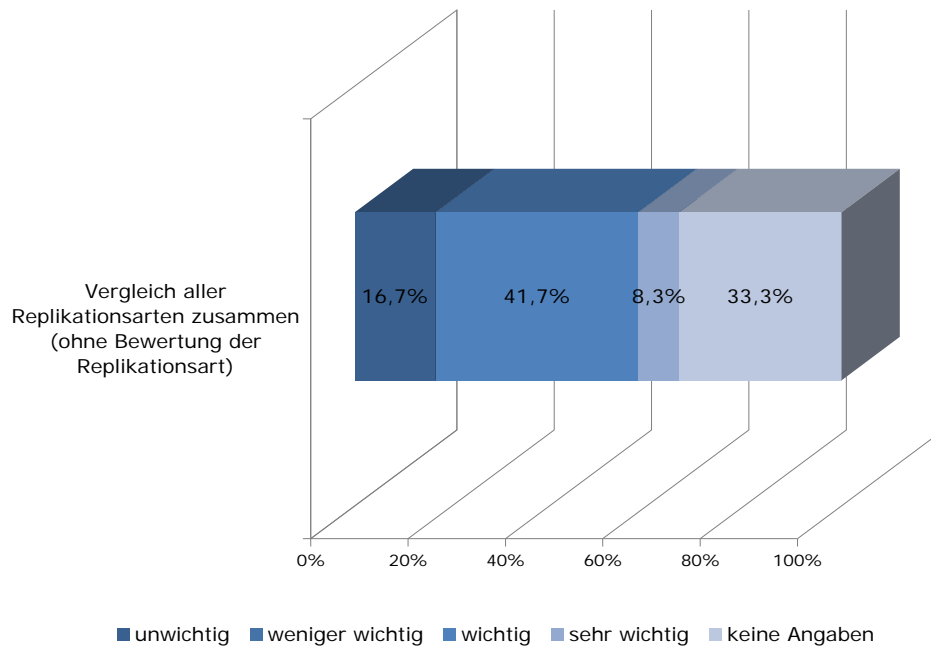
Bewertung der Replikationsarten



Zwei Drittel der Befragten halten eine Bewertung der Replikationsart für angebracht, 25% empfinden dies als eher unwichtig.

- Gemeinsamer Vergleich aller ETF-Konstruktionen innerhalb einer Anlageklasse **ohne Bewertung der Replikationsart**

Bewertung der Replikationsarten

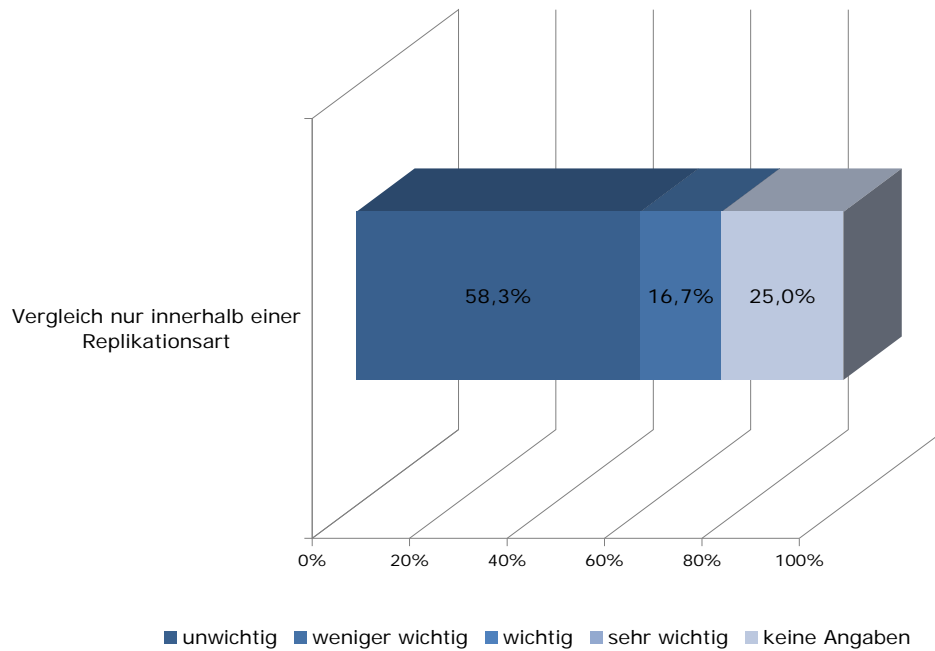


50 % der Teilnehmer empfinden es als wichtig, dass alle ETF-Konstruktionen innerhalb einer Anlageklasse, und zwar ohne gesonderte Bewertung der Replikationsart, bewertet werden. 33% machten hierzu keine Angabe und 16 % empfanden dies als „unwichtig“.

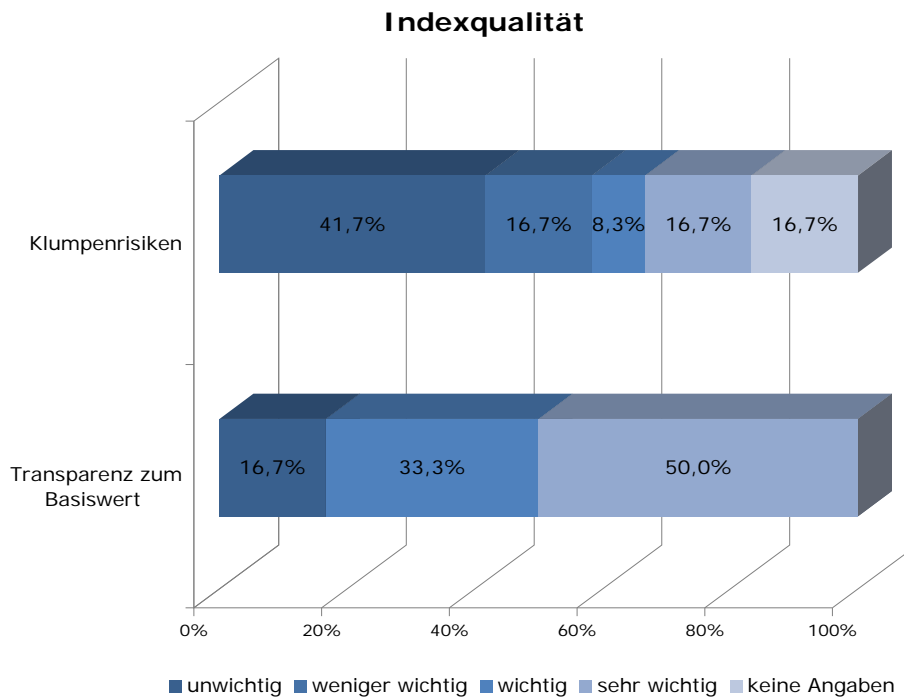
Diese Antwort steht allerdings im Widerspruch zur ersten Fragestellung, bei der sich zwei Drittel der Befragten für eine gesonderte Bewertung der Replikationsart ausgesprochen haben.

- Gesonderter Vergleich der ETFs innerhalb einer Anlageklasse, unterteilt in die Konstruktionsarten (Full Replication, Swap-basiert oder Optimized Sampling)

Bewertung der Replikationsarten



Die Antworten zu dieser Fragestellung gehen konform mit den beiden zuvor gegebenen Antworten: 75% halten eine gesonderte Zuordnung von ETFs entsprechend ihrer Konstruktion für nicht relevant.

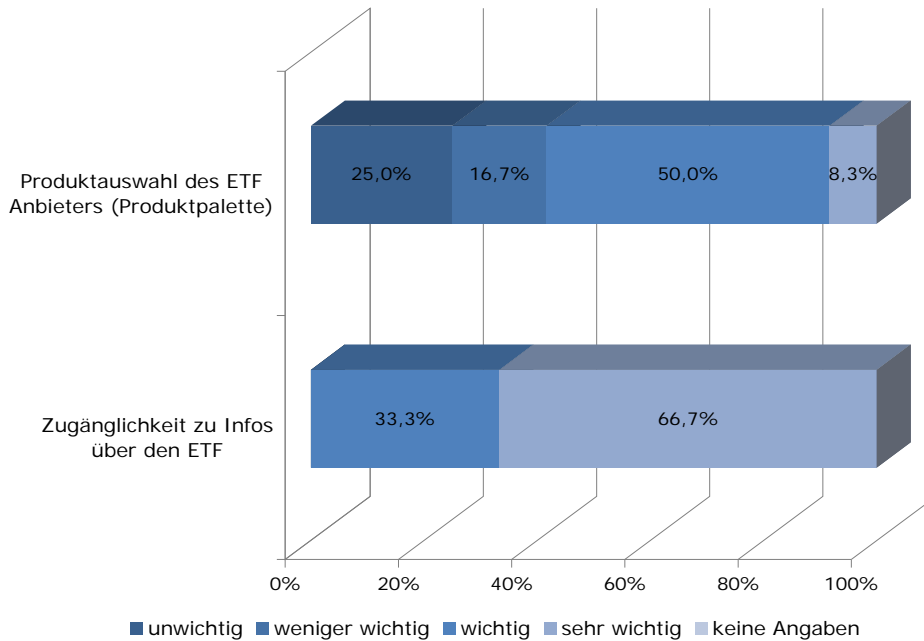


58% der Teilnehmer empfinden die Bewertung des zugrunde liegenden Index hinsichtlich möglicher Klumpenrisiken als unwichtig. Die Befragten gehen vielmehr davon aus, dass sich der Investor bei der Auswahl eines ETFs über die Zusammensetzung und Risiken des zugrunde liegenden Index bewusst ist.

Daher halten es auch 83 % der Befragten für wichtig, dass eine hinreichende Transparenz zum Basiswert vorhanden ist, was bspw. durch eine zeitnahe Veröffentlichung der Indexzusammenstellung darstellbar wäre.

Qualitative Analyse

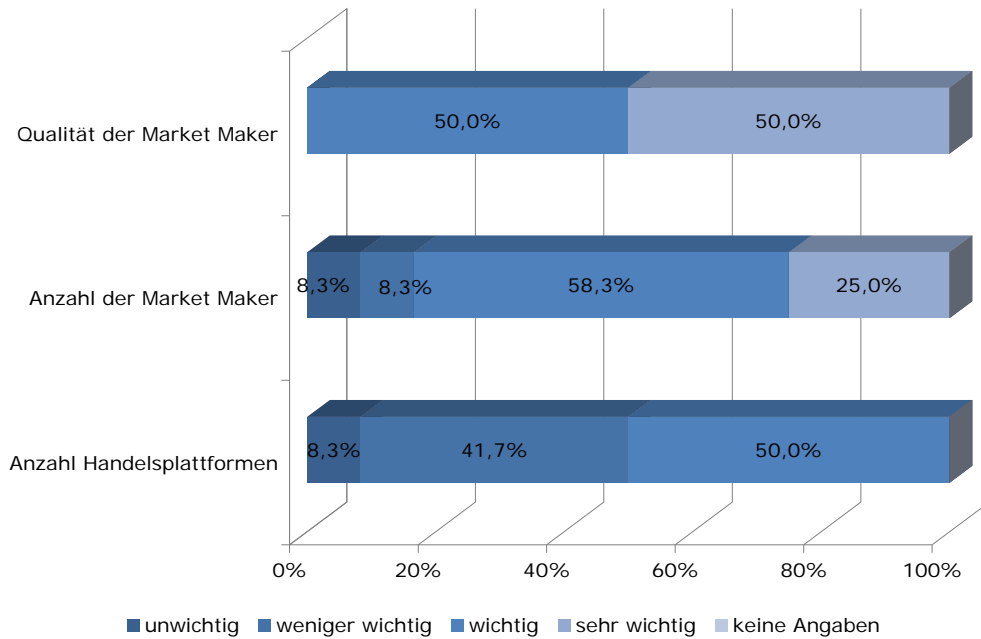
Qualitätsmerkmale ETFs - Anbieter



Als Qualitatives Merkmal empfinden 58,3% der Teilnehmer die Produktpalette des Anbieters als wichtig bis sehr wichtig, 41,6% empfinden dies als eher unwichtig.

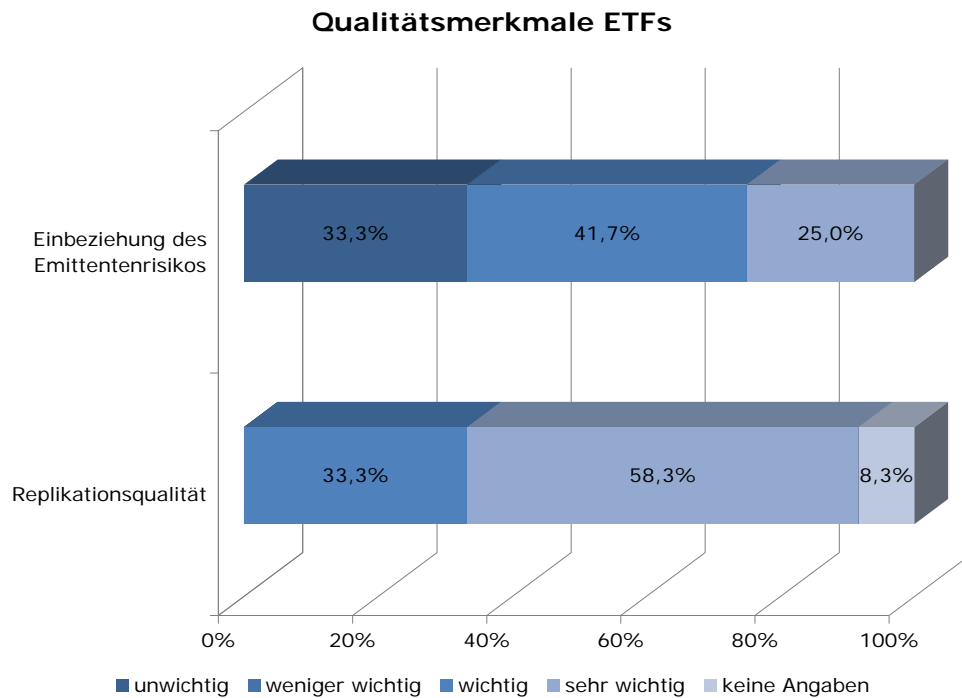
Einstimmig empfinden die Befragten die Zugänglichkeit zu Informationen (z.B. tägliche Bereitstellung des SWAP Wertes / Anteils) über den ETF als wichtig bis sehr wichtig.

Qualitätsmerkmale ETFs - Handelsqualität



Die Anzahl der Market Maker wird von ca. 83% der Teilnehmer als wichtig und die Qualität der Market Maker einstimmig als wichtig bis sehr wichtig empfunden. In diesem Zusammenhang wird auch auf das Liquiditätsmaß der Deutschen Börse AG, das Xetra Liquidity Measure (XLM), verwiesen.

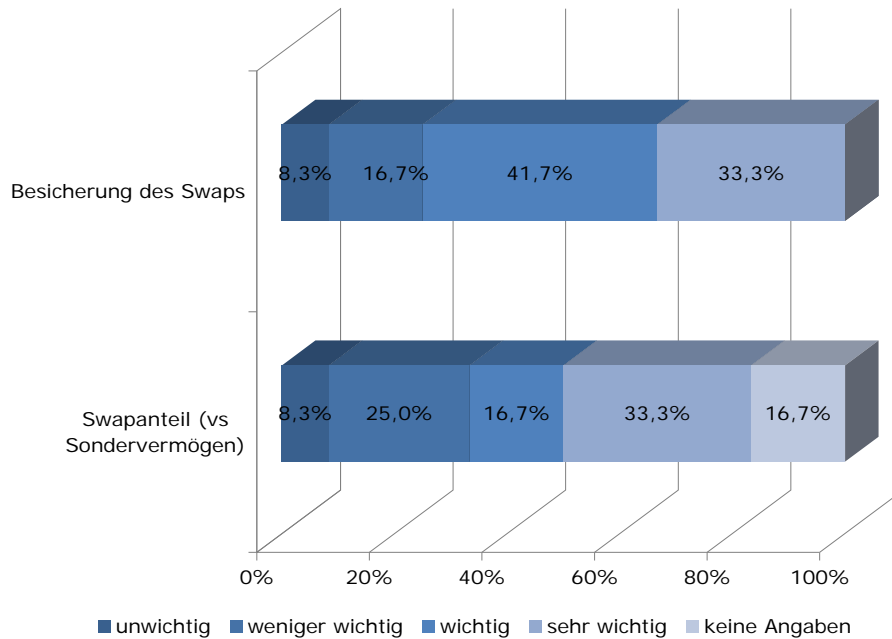
Bei der Anzahl der Handelsplattformen ist keine einheitliche Tendenz zu erkennen.



Zwei Drittel der Teilnehmer halten es für wichtig, das Emittentenrisiko in ein Rating mit einzubeziehen. Hier stellt sich allerdings in der Konsequenz die Frage der praktischen Umsetzung, z.B. auf der Basis von Standard & Poor's, Moody's oder Fitch Ratings oder mittels einer eigenen Bewertungssystematik. Ein Drittel der Umfrageteilnehmer erachtet eine Berücksichtigung des Emittentenrisikos im Rahmen eines ETF-Ratings hingegen als unwichtig. Bei diesem Anteil handelt es sich hierbei um die Anbieter Swap-basierter ETFs.

Die Replikationsqualität empfinden dagegen 91% der Befragten als wichtig, ist sie doch das entscheidende Kriterium für die Zielerfüllung eines ETF.

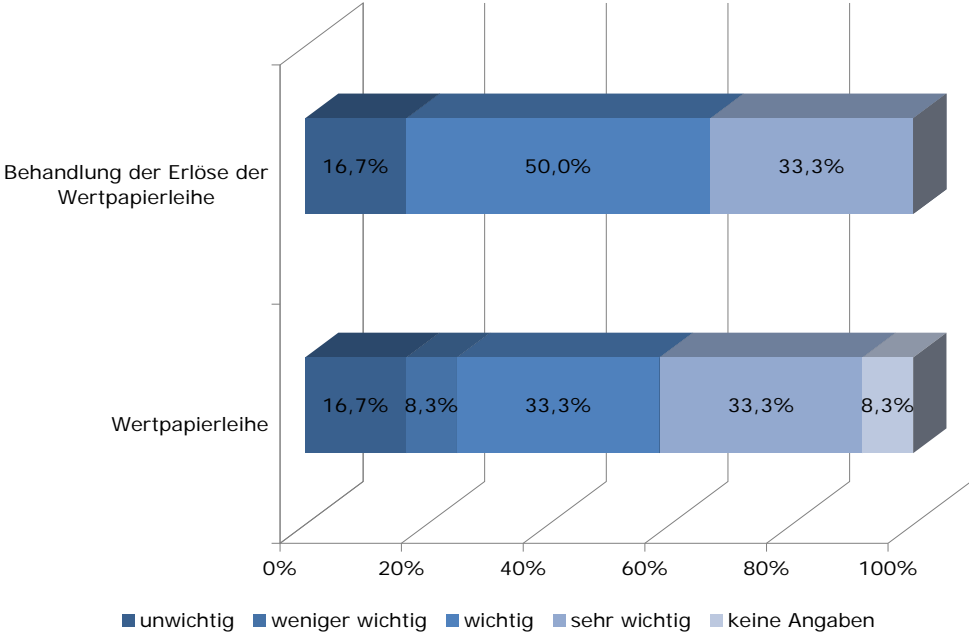
Qualitätsmerkmale ETFs - SWAP



Die Besicherung von Swaps erachten 75% als wichtig, 25% empfinden dies als eher unwichtig. Ein Anbieter spricht sogar von einem Marketing-Gag, der vermeintliche Sicherheit vorspiele.

Die Höhe des Swapanteils am Sondervermögen schätzen 50% als wichtig ein. Aus Gründen der Transparenz sollte der tägliche Wert des Swaps ersichtlich sein. Um bei Insolvenz einer Swap-Gegenpartei die Verluste zu begrenzen, wäre außerdem ein möglichst kleiner Swap-Anteil wünschenswert bzw. die Verteilung auf mehrere Gegenparteien. Ein Anbieter verwies zudem auf die Notwendigkeit der Information, wann Settlementzahlungen erfolgen.

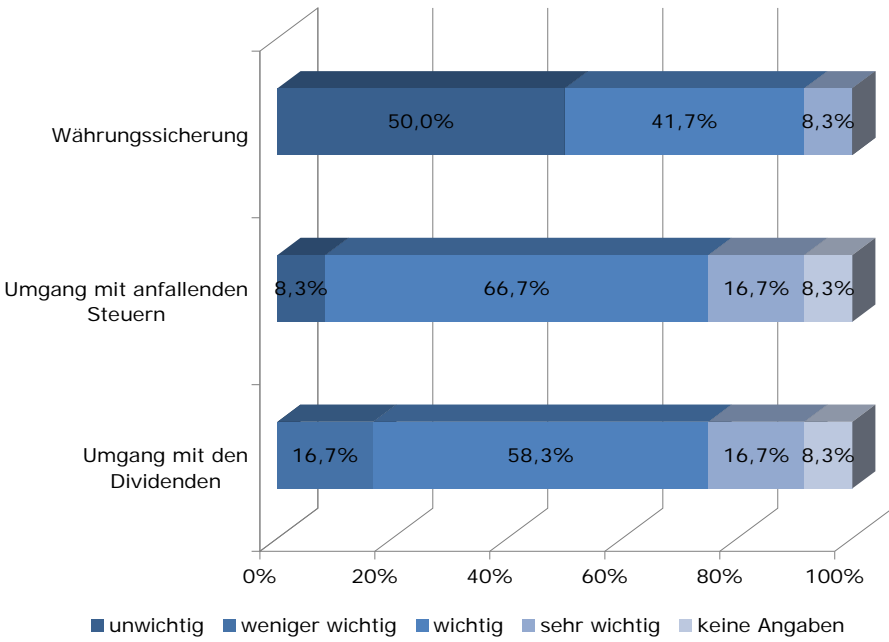
Qualitätsmerkmale ETFs - Wertpapierleihe



Transparenz bei der Behandlung der Erlöse aus der Wertpapierleihe erachten 88% der Teilnehmer als wichtig.

Die Einbeziehung einer Wertpapierleihe als qualitatives Rating-Kriterium halten zwei Drittel der Befragten für wichtig und ein Viertel eher für unwichtig.

Qualitätsmerkmale ETFs



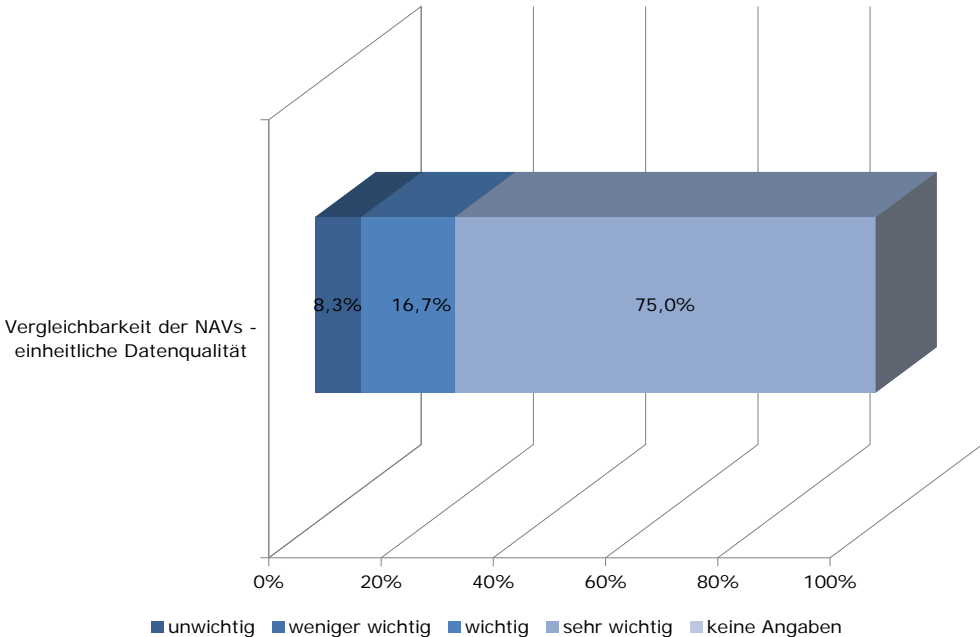
Währungsgesicherte ETFs empfinden die Hälfte der Befragungsteilnehmer als unnötig, während die andere Hälfte sie als eher wichtig erachtet.

Von hoher Relevanz werden das Steuer- und das Dividendenthema gesehen: 83 % der Befragten halten es für wichtig zu bewerten, wie die Fondsgesellschaften mit anfallenden Steuern (insb. auf Dividenden) umgehen. Zu beachten sind bei diesem Punkt auch die, je nach Investorengruppe, unterschiedlichen steuerlichen Auswirkungen. Hohe Auswirkungen auf den Steueranteil haben beispielsweise die Portfolios, die gegen den Swap laufen. Dies kann zu höheren Steuerbelastungen führen als die vom ETF tatsächlich erzielte Rendite.

75 % der Teilnehmer halten den Umgang der Gesellschaften mit Dividenden für wichtig (z.B. sofortige Auszahlung bzw. Thesaurierung oder Abwarten des tatsächlichen Zuflusses der Dividenden; hier ist auch die Lagerstellenproblematik zu beachten).

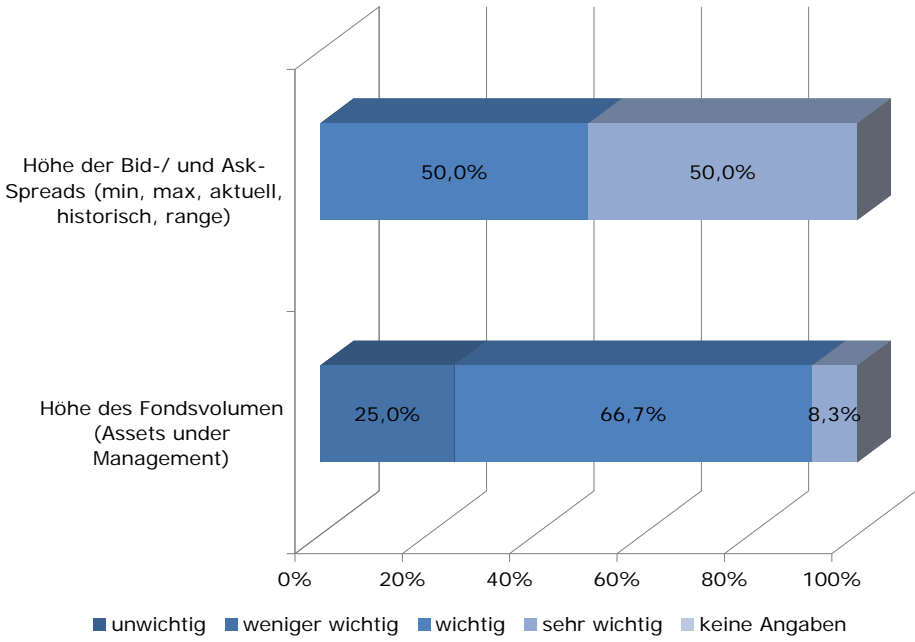
Quantitative Analyse

Quantitative Merkmale ETFs - Datenqualität



91% der Befragungsteilnehmer empfinden eine einheitliche Datenqualität (inbs. Berechnungszeitpunkt des NAV) als sehr relevant im Sinne einer aussagekräftigen Bewertung von ETFs.

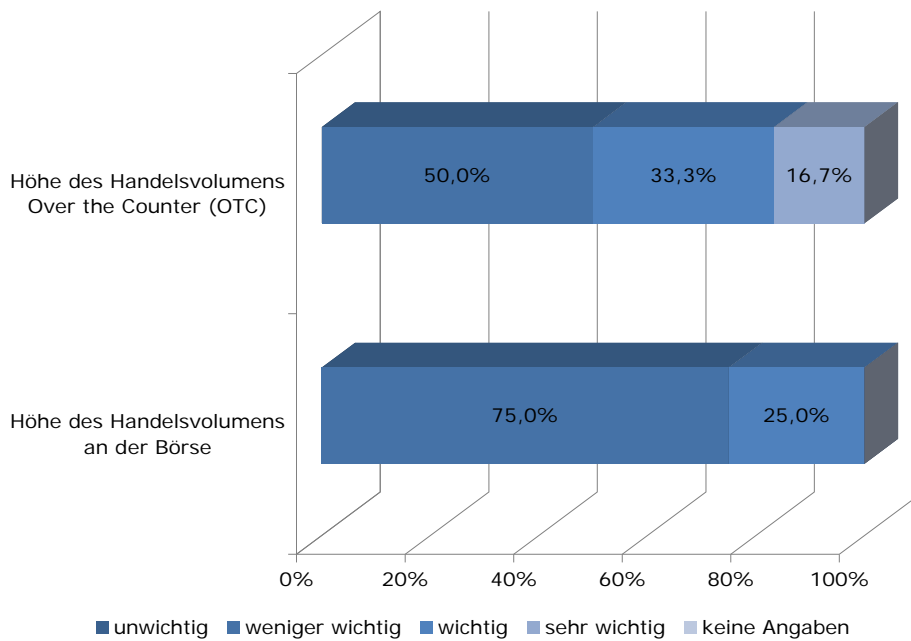
Quantitative Merkmale ETFs



Alle Befragungsteilnehmer erachten die Variabilität und Höhe der Bid-/ und Ask-Spreads für sehr wichtig bzw. wichtig. Zudem sollte auch die Entwicklung der Spreads im Zeitablauf kontinuierlich überwacht und bewertet werden.

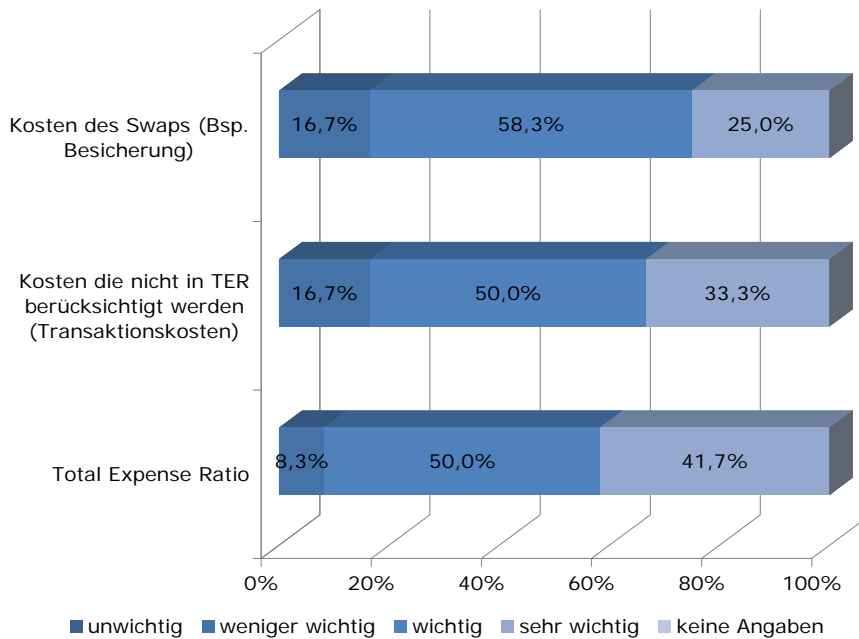
Für 75 % der Befragten ist die Höhe des Fondsvolumens ein wichtiges Kriterium.

Quantitative Merkmale ETFs - Handelsvolumen



Das Umsatzvolumen im außerbörslichen Handel (OTC) schätzen 50% als sehr wichtig bzw. wichtig ein. In der Konsequenz halten 75% der Teilnehmer die Höhe des Handelsvolumens an der Börse als eher „weniger wichtig“. Eine exakte Datenbasis von OTC-Geschäften liegt nicht vor, allerdings weichen die Schätzungen der Anbieter mit einem OTC-Anteil von 80% deutlich von den verfügbaren Daten des Abwicklungssystems „Cascade“ der Deutsche Börse AG ab, die einen stabilen OTC-Anteil von nur ca. 60% dokumentieren.

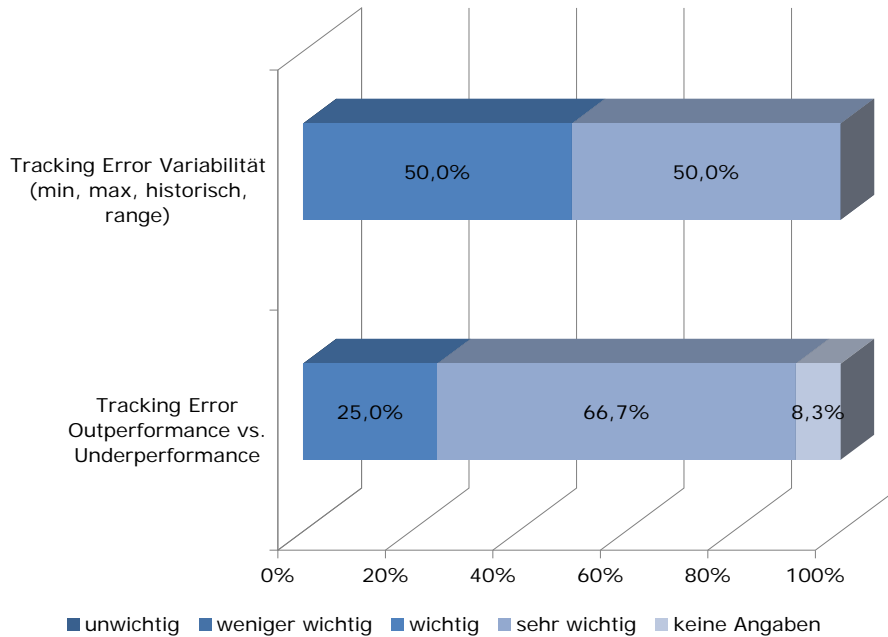
Quantitative Merkmale ETFs - Kosten



Die Kosten des Swaps sind für 83% der Befragungsteilnehmer von hoher Relevanz. Für 91% der Teilnehmer ist die Total Expense Ratio (TER) ein wichtiges Kriterium. Je nach befragtem Teilnehmer divergieren die Aussagen deutlich: Während ein Anbieter davon spricht, dass die Swap-Kosten nicht in der TER enthalten sind, geht sein Wettbewerber davon aus, dass die Swap-Kosten bei synthetischen ETFs in der TER enthalten sind.

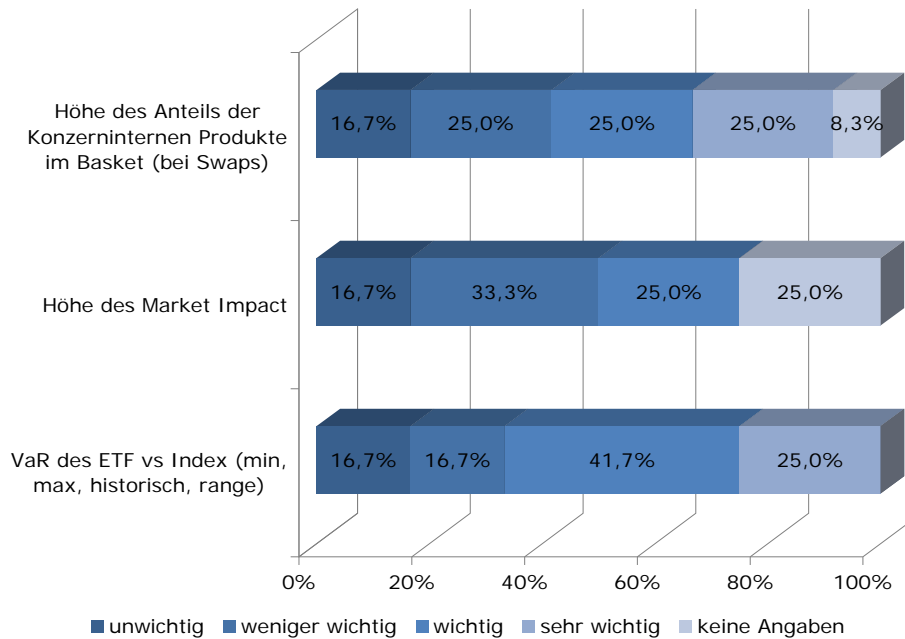
Daneben empfinden es 83% der Befragten als wichtig, Kosten, die nicht über die TER erfasst werden, zu berücksichtigen (u.a. Transaktionskosten, Kosten für Besicherung des Swaps).

Quantitative Merkmale ETFs - Tracking Error



Als weiteres Kriterium einer quantitativen Analyse erachten alle Teilnehmer die Variabilität des Tracking Errors als wichtig. Zudem ist es nach Meinung von 91% der Befragten wichtig, inwieweit ein Tracking Error zu einer Out- bzw. Underperformance des ETFs führt.

Quantitative Merkmale ETFs



Die Hälfte der Teilnehmer empfindet im Falle Swap-basierter ETFs die Größenordnung konzerninterner Produkte im Basket als wichtig, 42% empfinden dies als eher unwichtig. Als unwichtig wurde mit 50% der Befragten auch ein möglicher Market Impact bei zu hohem Volumen des ETFs empfunden. Dagegen halten zwei Drittel der ETF-Anbieter einen Vergleich des Value at Risk des ETFs und des Index für wichtig.

5. Fazit:

Ratings für ETFs haben bislang weder die Anbieter noch deren institutionelle Kunden wirklich interessiert. Gerade diese Zielgruppe muss sich aufgrund steuerlicher und ausschüttungspolitischer Anforderungen sehr intensiv mit der Ausgestaltung von ETFs befassen, die über ein Rating nur ansatzweise abzudecken sind. Entsprechend negativ sind die Feedbacks der Industrie über die am Markt befindlichen Ratings von ETFs. Die Skala reicht von stark verbesserungswürdig bis schlichtweg unbrauchbar.

Die Branche ist sich angesichts des dynamischen Wachstums aber darüber im Klaren, dass ETFs zunehmend von retailorientierten Investoren, z.B. Kunden- und Honorarberatern, Vermögensverwaltern und schließlich auch von Privatanlegern, nachgefragt werden. An dieser Stelle sieht man auf Sicht von zwei bis drei Jahren die Notwendigkeit für ein ETF-Rating.

Zur Bewertung von ETFs sollten aus der Sicht der Anbieter Mindestanforderungen implementiert werden. Die Befragungsteilnehmer setzen in der Regel einen Track Record von mindestens 12 Monaten und einen Rechenschaftsbericht voraus, erwarten keine konstruktionsbedingten Änderungen seit Auflage des Produkts und außerdem maximale Transparenz hinsichtlich des Basiswerts. Die große Herausforderung stellt sich allerdings im Rahmen der quantitativen Bewertung bei der Auswahl der richtigen Daten. Denn ohne eine einheitliche Datenbasis von Index und ETFs innerhalb der jeweiligen Anlageklassen wird ein Rating für Produkte, die sich teilweise durch wenige Basispunkte voneinander unterscheiden, ad absurdum geführt. Diese Datenbasis ist selbst bei bekannten Informationsanbietern nicht gegeben und stellt insbesondere für die standardisierte Berechnung des Tracking Errors ein großes Problem dar.

Das wichtigste Kriterium im Rahmen der quantitativen Analyse stellt Variabilität des Tracking Error, d.h. wie verändert sich der Tracking Error im Zeitablauf. Bei der Berücksichtigung der Replikationsart sind sich die ETF-Anbieter dahingehend einig, dass eine getrennte Betrachtung der verschiedenen Konstruktionen unangebracht ist.

Tendenziell spiegeln die im Rahmen dieser Umfrage erhaltenen Antworten die Positionierung der einzelnen Anbieter und somit auch die Abgrenzung vom Wettbewerb wider: So legen die Vertreter der Full Replication einen großen Wert auf die Emittentenbonität, die Vertreter des Swap-Lagers hingegen sehen keine Notwendigkeit. Andere betonen die Bedeutung des Einsatzes mehrerer Gegenparteien. Ein großer

Diskussionspunkt ist der richtige Umgang mit Ausschüttungen bzw. den steuerlichen Implikationen.

Die Umfrage definierte als qualitatives Ratingmerkmal, dass die Bewertung auf Basis hinreichender Daten und Informationen erfolgen sollte. Dies empfinden die Befragungsteilnehmer ebenfalls als wichtig. Die Befragung ergab zudem, dass die Replikationsqualität ein sehr wichtiges qualitatives Ratingkriterium darstellt, wobei offen bleibt, wie genau „Replikationsqualität“ gemessen und (qualitativ) beurteilt werden soll. Einen hohen Stellenwert bei einer qualitativen ETF-Bewertung nimmt außerdem die Qualität der Market Maker ein.

Festzuhalten bleibt, dass aufgrund des rasant wachsenden ETF-Marktes zunehmend die Transparenz verloren geht und die Bedeutung eines ETF-Ratings insbesondere Privatanleger und deren Berater unabdingbar werden. Hierzu müssen entsprechend zielgruppenbezogene Lösungen entwickelt werden.

München, im August 2010