Vergleich Total Returns bei ETFs und Tracker-Zertifikaten

Bachelorarbeit

in

Quantitative Finance

am

**Institut für schweizerisches Bankwesen
der Universität Zürich**

bei

Prof. Dr. Paolo Vanini

Verfasser: Patrick Miserez

Abgabedatum: 6. September 2009

Executive Summary

Exchange Traded Funds (ETFs) und Tracker-Zertifikate sind äusserst beliebte Finanzinstrumente bei Anlegern mit passiven Anlagestrategien. Beide Produkte bilden den Wertverlauf eines Basiswerts möglichst genau ab und konstruieren dasselbe Risiko-/ Renditeprofil. Das Ziel beider Instrumente ist dem Anleger, mit möglichst kleinem Aufwand, ein breit diversifiziertes Produkt anzubieten.

Während sich der Markt für ETFs ausserordentlich positiv entwickelt, mussten Tracker-Zertifikate, welche zu den Strukturierten Produkten gezählt werden, in der aktuellen Finanzkrise stark einstecken. Der Konkurs der Bank Lehman Brothers, welche als Emittent von Strukturierten Produkten aufgetreten ist, hat die Anleger verunsichert. Mit hoher Transparenz, niedriger Gebühren und abgesichertem Sondervermögen angepriesen, konnten ETFs ihren Höhenflug fortsetzen.

Diese Arbeit vergleicht die Eigenschaften und historischen Total Returns beider praktisch identischer Finanzinstrumente und untersucht, welche Anlageform über einen bestimmten Betrachtungszeitraum besser abschneidet.

Nach einer Einleitung zur allgemeinen Marktsituation von ETFs und Tracker-Zertifikaten folgt die Erarbeitung theoretischer Grundlagen. Um einen direkten Vergleich ziehen zu können, werden jeweils die Verschiedenheiten einander gegenübergestellt und verglichen.

Sowohl wesentliche steuerliche und rechtliche Unterschiede als auch die entsprechenden Marktteilnehmer und Gruppen von Basiswerten werden aufgezeigt. Im nächsten Abschnitt wird die Produktarchitektur detaillierter erörtert, insbesondere liegt der Schwerpunkt auf den Creation-/Redemptionprozess, den Replikationsmethoden und den Tracking Errors von ETFs. Mit diesen gewonnenen Erkenntnissen können die Liquidität sowie die Gebühren und impliziten Kosten besser aufgezeigt und erklärt werden.

Der Hauptteil dieser Arbeit befasst sich mit der Bestimmung der Total Returns und der Analyse der Rendite-Unterschiede. Die Untersuchung enthält sowohl ETFs als auch Tracker-Zertifikate, welche sich auf drei identische Basiswerte mit möglichst ausreichen-

der Datenbasis beschränken.

Aus den Datensätzen von Bloomberg werden die durchschnittlichen relativen Spreads, Tracking Errors und annualisierten Total Returns berechnet. Dabei werden mögliche Ursachen unterschiedlicher Renditen, aufgrund der individuellen Produkteigenschaften und der theoretischen Grundlagen, erschlossen und genauer untersucht. Zudem wird untersucht, ob einer der beiden Produktarten, unter Berücksichtigung des Emittentenrisikos, einen höheren Total Return erzielt.

Aus der Analyse von jeweils zehn Produkten auf den SMI und dem DJ Euro Stoxx 50 belegen ETFs eindeutig die besten Plätze. Dabei sind Dividenden ausschüttende Produkte oder Tracker-Zertifikate mit einem festen Ausschüttungssatz oder einem Wachstumsfaktor den Zertifikaten ohne alternative Entschädigungen überlegen und erzielen einen deutlich besseren Total Return.

Hingegen fällt das Resultat bei der Analyse der Produkte auf den Basiswert Gold weniger deutlich aus. Die Tatsache, dass dieser Basiswert keine Dividendenerträge ausschüttet, setzt die Ausgangslage der untersuchten Produkte gleich. Wie zuvor bilden Tracker-Zertifikate den Basiswert relativ präzise ab und erzielen einen nahezu identischen Total Return. Eine deutlich kleinere Rendite im Bezug zum Basiswert wird hingegen mit den ETFs erwirtschaftet.

Folgende Punkte kommen dabei als mögliche Ursachen der Rendite-Unterschiede in Frage:

- Dividenden oder alternative Ausschüttungen
- Bid/Ask-Spreads
- Tracking Errors bei ETFs
- Risikoaufschlag bei Tracker-Zertifikaten

Die Höhe der ausbezahlten Dividenden und der alternativen Ausschüttungen ist ausschlaggebend für die resultierenden Rendite-Unterschiede. Die Auszahlung der Dividendenerträge durch einen Diskont bei der Emission der Tracker-Zertifikate wird jedoch äusserst selten praktiziert. Vielmehr geschieht dies über einen festgelegten jährlichen Ausschüttungssatz oder durch die Berücksichtigung eines Wachstumsfaktors bei der Rückgabe.

Bei den Produkten mit identischer Ausschüttungspolitik ist durchaus ein kleiner Zusammenhang der relativen Bid/Ask Spreads erkennbar. In etwa zwei von drei Fällen erzielen diejenigen, mit den höchsten durchschnittlichen relativen Bid/Ask-Spreads, die schlechtesten Renditen. Bei Produkten mit Renditen gleicher Grössenordnung können Spreads das Zünglein an der Waage sein.

Ein Einfluss auf die Total Returns von ETFs durch deren Tracking Error ist jedoch nicht erkennbar.

Im Allgemeinen lässt sich mit ETFs einen vergleichsweise höheren Total Return, unter Berücksichtigung des Emittentenrisikos, erzielen.