

EIN NEUES RAHMENWERK FÜR DIE ETF-INDUSTRIE



Marlène Hassine
Head of ETF &
Indexing Research
Lyxor



Serge Darolles
Professor of Finance,
Université Paris
Dauphine

In den letzten 20 Jahren haben ETF ein großes Interesse erfahren und das verwaltete Vermögen steigt kontinuierlich. ETFs erlebten seit der Finanzkrise eine steigende Nachfrage und verwalten jetzt fast 3 Billionen USD in über 4264 Fonds von 235 Anbietern, die an 61 Börsen notiert sind. Allein in Europa lag das durchschnittliche jährliche Wachstum des ETF-Vermögens über die letzten zehn Jahre bei mehr als 40%. In den USA sind ETFs zu einem relevanten Instrument für private und institutionelle Anleger geworden.

Obwohl zu aktiv verwalteten Fonds umfangreiche akademische Forschungen vorliegen, gibt es noch relativ wenige spezifische Untersuchungen zu ETFs. Auch wenn ETF in ihren Zielen relativ einfach zu verstehen sind, sind manche ihrer Funktionsdetails weitaus komplexer, beispielsweise Tracking Error, Portfoliooptimierung, Strukturierung, Liquidität oder der Einsatz von Wertpapierleihe. Lyxor glaubt daher, dass ein Bedarf für eine spezielle ETF Research Academy besteht, um die Entwicklung eines akademischen Rahmens für die weitere Forschung in diesem Bereich zu unterstützen.

Diese Akademie zielt auf die Zusammenarbeit mit hoch qualifizierten Forschern weltweit ab, um Forschungspapiere zu ausgewählten ETF-Themen zu erarbeiten.

Die ETF Research Academy 2015 hat bekannte Forscher ausgewählt, um Studien zum Thema ETF und Liquidität beizutragen, einem für Anleger, Trader und Regulierer sehr wichtigen Interessensbereich. Insbesondere beleuchten die Studien:

- Welchen Einfluss haben ETFs auf die Liquidität der Märkte, in die sie investieren?
- Steigern ETFs das Gesamtrisikoniveau auf dem Finanzmarkt?

Auf den folgenden Seiten finden Sie eine Zusammenfassung der wichtigsten Erkenntnisse, die in den ersten fünf von der ETF Research Academy erarbeiteten wissenschaftlichen Arbeiten enthalten sind.

NEUESTE ERKENNTNISSE UNABHÄNGIGER FORSCHER

FORSCHUNGSPAPIER I - ABSTRAKT

VERSTÄNDNIS DER ETF-LIQUIDITÄT

- In welchem Umfang kann ein Unterschied zwischen der Liquidität eines ETFs und der Liquidität seiner Basiswerte bestehen? Wie ist dies möglich?
- Welche spezifischen Faktoren beeinflussen die ETF-Liquidität? Sind manche wichtiger als andere?

Autoren: Anna Calamia⁽¹⁾, Laurent Deville⁽²⁾ und Fabrice Riva⁽³⁾

Größe und Popularität des Marktes der Exchange-Traded Funds (ETFs) wachsen weiter schnell und erreichten im Mai 2015 weltweit ein Vermögen von 3 Billionen USD. ETFs sind Fonds, die kontinuierlich an Börsen gehandelt werden und Anlegern den sofortigen Zugang zu verschiedenen Anlageklassen ermöglichen.

Die Liquidität des Sekundärmarktes ist der Daseinszweck von ETFs. Sie ist aber auch ein wenig verstandenes Thema. Ökonomen haben Schwierigkeiten zu erklären, warum die Liquidität eines ETF vom zugrunde liegenden Korb der vom Fonds gehaltenen Vermögenswerte abweichen kann, warum Differenzen der Liquidität bei verschiedenen ETF bestehen können, die denselben Index nachbilden, und warum bestimmte intrinsische Eigenschaften eines ETF seine Liquidität beeinflussen können.

Was ist neu an dieser Studie? Erstmals haben die Forscher Anna Calamia, Laurent Deville und Fabrice Riva anhand empirischer Daten aus einer umfangreichen Stichprobe europäischer ETFs über einen Zeitraum von zwölf Jahren gezeigt, dass die Liquidität des zugrundeliegenden Korbes die ETF-Liquidität beeinflusst. Aber auch Geld-Brief-Spreads von ETFs stehen systematisch mit Variablen wie Indexvolatilität, Handelsaktivität und -umfang von ETFs, und Verfügbarkeit von Indexfutures in Verbindung.

ETF-Anleger sollten die Auswirkung dieser bestandsbezogenen Variablen auf Geld-Brief-Spreads von ETFs beachten. Andere strukturelle Faktoren, wie die vom ETF-Emittenten eingerichtete Liquidität - die Anzahl der Beziehungen mit berechtigten Teilnehmern und Market-Makern und die Flexibilität des Ausgabe-/Rücknahmeverfahrens - können sich auch positiv auf die Liquidität des Fonds auswirken.

Der von Calamia, Deville und Riva vorgelegte Forschungsrahmen sollte als wertvoller Leitfaden für Anleger dienen, die eine Anlage in ETFs planen und Fonds vergleichen möchten.

⁽¹⁾ Anna Calamia, PhD in Finance, the London School and Doctorate in Economics, University of Rome.

⁽²⁾ Laurent Deville, Professor of Finance at EDHEC, Business School. School of Business Singapore Management

⁽³⁾ Fabrice Riva, Professeur à l'IAE de Lille, Université Lille 1.1.

FORSCHUNGSPAPIER II - ABSTRAKT

WIE WIRKT SICH DER ETF-HANDEL AUF LOKALE MÄRKTE AUS?

- Welche Auswirkung/welchen Einfluss kann ein ETF auf einen zugrunde liegenden Markt haben?
- Ist der Einfluss der ETF-Trades auf Märkte eine positive oder negative Sache? Weshalb?

Autoren: Ekkehart Boehmer⁽¹⁾ und Xiaoyan Zhang⁽²⁾

ETFs sind weltweit notiert und ermöglichen Anlegern damit den Zugang zu Wertpapieren von unterschiedlichsten Märkten, ohne ihre Heimatbörse zu verlassen. Aber wie beeinflusst der Handel eines ETFs die lokalen Märkte, die vom zugrunde liegenden Wertpapierkorb des Fonds repräsentiert werden? Beeinflusst beispielsweise das Verhalten eines in den USA notierten ETFs, der einen chinesischen Aktienindex nachbildet, am nächsten Tag den Handel der Indexbestandteile in Shanghai und Shenzhen - oder sogar am übernächsten Tag?

Die Forscher Ekkehart Boehmer und Xiaoyan Zhang analysieren den Einfluss von in den USA notierten ETFs auf Renditen, Marktqualität und Informationsflüsse an nicht-US-Aktienmärkten und ziehen die folgenden Schlüsse:

- Es bestehen starke Verknüpfungen zwischen in den USA notierten Länder-ETFs und Renditen in den entsprechenden lokalen Märkten - die Renditen der in den USA notierten ETFs bieten wertvolle Hinweise über zukünftige Renditen der Aktien auf dem lokalen Markt, teilweise bis zu zwei Tage in die Zukunft.
- Verknüpfungen zwischen Marktqualitätskennzahlen (Volatilität, Geld-Brief-Spreads) sind ebenfalls stark (Volatilität und Geld-Brief-Spreads von in den USA notierten Länder-ETFs halben bei der Prognose derselben Kennzahlen in lokalen Märkten an folgenden Handelstagen).
- Umsatzverknüpfungen waren weniger stark, was bedeuten kann, dass in den USA notierte Länder-ETFs und Lokalmarkt-ETFs in gewissem Umfang Substitute darstellen.

Wie sollten wir diese Ergebnisse interpretieren?

In einer Hinsicht sind die gezeigten Verknüpfungen zwischen Rendite und Marktqualität nicht überraschend: Der in den USA notierte Länder-ETF bietet einen wertvollen Signalmechanismus über die zukünftige Richtung, Volatilität und Liquidität lokaler Aktienmärkte sowie einen Mechanismus für Anleger, ihr Portfolioexposition außerhalb der Handelszeiten des lokalen Marktes abzusichern. Für Regulierer des lokalen Marktes, die Preisbewegungen kontrollieren wollen, könnte die Tatsache, dass offshore notierte ETFs bei der Prognose lokaler Marktänderungen helfen können, weniger hilfreich sein. Hier muss die Rolle von ETFs im Zusammenhang anderer globalisierter und miteinander verknüpfter Kapitalmärkte gesehen werden, die auch Signale zu zukünftigen Renditen und Volatilitäten senden können.

⁽¹⁾ Ekkehart Boehmer, Ph. D. Professor of Finance Lee Kong Chian School of Business Singapore Management University.

⁽²⁾ Xiaoyan Zhang, Duke Realty Chair Professor of Finance at the Krannert School of Management.

NEUESTE ERKENNTNISSE UNABHÄNGIGER FORSCHER

FORSCHUNGSPAPIER III - ABSTRAKT

EIN GLEICHGEWICHTSMODELL FÜR ETF-LIQUIDITÄT

- Welche Korrelation besteht (gegebenenfalls) zwischen der Liquidität eines ETFs und breiteren systemischen Risiken der Märkte?
- Kann ein ETF (der Handel eines ETFs) die Liquidität seiner Basiswerte beeinflussen?
- Kann ein ETF für Volatilität der breiteren Märkten sorgen?

Autor: Semyon Malamud⁽¹⁾

Ein großer Teil der vorhandenen Forschung zur ETF-Liquidität ist empirisch. Beispielsweise sammeln Forscher Daten zur ETF-Liquidität und zur Liquidität der Basiswerte von ETFs. Anschließend versuchen sie eine kausale Beziehung oder Korrelation zwischen beiden nachzuweisen. Solche Ansätze sind zwar wertvoll, berücksichtigen jedoch keine (Feedback-) Endogenitätseffekte: Es ist schwierig festzustellen, ob die Liquidität eines ETFs von der Liquidität seiner Basiswerte oder umgekehrt abhängt.

Der Forscher Semyon Malamud umgeht das Problem der Endogenität, indem er einen theoretischen anstelle eines empirischen Ansatzes verwendet. Er versucht, die wirtschaftlichen Mechanismen von Grund auf zu identifizieren, die an Interaktionen zwischen ETFs und den zugrunde liegenden Wertpapiermärkten beteiligt sind. Malamuds Ansatz ist eine abgewandelte Version des klassischen Capital Asset Pricing Model (CAPM).

Der Forscher zieht folgende wichtigen Rückschlüsse:

- ETFs verursachen nicht automatisch einen höhere Volatilität und Gleichlauf bei Aktien (Malamud zeigt, dass dies von der Gesamthöhe der Risikoaversion im Markt abhängt, und davon, ob Volatilität und Gleichlauf kurz- oder langfristig gemessen werden).
- ETFs können das Handelsvolumen und die Liquidität in den zugrunde liegenden Wertpapieren erhöhen.
- Die Kosten des Handels von ETFs liegen normalerweise unter jenen des Handels der zugrunde liegenden Wertpapiere.
- Eine höhere Liquidität im ETF-Primärmarkt führt nicht immer zu einer höheren Liquidität des Sekundärmarkts - die Beziehung ist nichtlinear.
- Die Wahl der ETF-Ausgestaltung des Emittenten (z. B. die festgelegte Höhe der Primärmarktkosten) kann das Gesamtrisiko des ETF-Marktes beeinflussen.

Nach Malamud hängt das Risiko des ETF-Marktes nicht von der Anzahl bestehender ETFs oder von der Höhe des von ETFs verwalteten Vermögens ab. Da ETFs Nachfrageschocks (unerwartete Änderungen der Nachfrage nach Wertpapieren) auf die breiteren Märkte übertragen können, können Regulierer jedoch ein stärkeres Interesse an den Primärmarktkosten zeigen. Das Modell von Malamud impliziert, dass es ein optimales Modell der Primärmarktkosten für die Verringerung systemischer Risiken gibt, er versucht jedoch nicht, diese Höhe zu kalibrieren.

⁽¹⁾ Semyon Malamud, Professor of Finance, Ecole Polytechnique Fédérale de Lausanne and Swiss Finance Institute.

FORSCHUNGSPAPIER IV - ABSTRAKT

ETF UND LIQUIDITÄT VON UNTERNEHMENSANLEIHEN

- Steigern ETFs die Liquidität des Universums der Unternehmensanleihen?
- In welchem Umfang beeinflusst der ETF-Handel die Stabilität des Marktes der Unternehmensanleihen?

Autor: Syed Galib Sultan⁽¹⁾

Die Liquidität von Unternehmensanleihen-ETFs ist ein heißes Thema für Anleger, Trader, Regulierer und Forscher. Dies liegt daran, dass Unternehmensanleihen-ETFs das Hauptversprechen eines ETFs (bedarfsgesteuerte Handelbarkeit) mit einer zugrunde liegenden Anlageklasse kombinieren, die traditionell weniger liquide war.

Anleihen-ETFs sind sehr populär geworden und haben im Juli 2015 ein verwaltetes Vermögen von 450 Milliarden USD erreicht, etwa 15% des Wertes der fast 3 Billionen USD des weltweiten ETF-Marktes. Sorgen bestehen jedoch insbesondere unter Regulierern fort, dass Unternehmensanleihen-ETFs eine Gefahr für die Marktstabilität darstellen könnten.

Der Forscher Syed Galib Sultan untersucht die Auswirkungen in der Vergangenheit von Unternehmensanleihen-ETFs auf die Liquidität des zugrunde liegenden Marktes der Unternehmensanleihen anhand von fünf Liquiditätskennzahlen, die in akademischen Studien häufig verwendet werden: die Kennzahl von Amihud (2002), die Kennzahl von Roll (1984), der Prozentsatz von Nullrendite und handelslosen Tagen, durch den Median ersetzt Round-Trip-Kosten und Umsatz.

Seine wichtigsten Schlussfolgerungen sind:

- Der Fußabdruck von ETFs auf dem Markt der Unternehmensanleihen ist noch relativ klein (ETFs besitzen während des Untersuchungszeitraums 1,5% des Marktes).
- Im Besitz von ETFs befindliche Unternehmensanleihen sind im Durchschnitt liquider als ihre nicht im Besitz von ETFs befindliche Pendanten.
- Die Auswirkung von ETFs auf die Liquidität höher rentierlicher Unternehmensanleihen (mit geringerer Kreditqualität) ist auch generell positiv, wenngleich die Ergebnisse je nach verwendeter Liquiditätskennzahl etwas schwanken.
- Die Auswirkung von ETFs auf die Liquidität des zugrunde liegenden Marktes der Unternehmensanleihen kann sich in Perioden mit akutem Marktstress ändern (Sultan führt 2008 als Beispiel an), über längere Messzeiträume bleibt sie jedoch positiv.

Interessanterweise weichen die wichtigsten Erkenntnisse von Sultan von jenen anderer Forscher ab: Beispielsweise zeigt Dannhauser (2014), dass der ETF-Besitz netto eine negative Auswirkung auf die Liquidität hochwertiger (Investment-Grade-) Anleihen hat.

Weitere Forschungen können dabei helfen, diese Verknüpfungen zu beleuchten, und beispielsweise auf die Beziehung zwischen ETFs und der Anleihenliquidität unter verschiedenen Marktbedingungen, nach Marktsegmenten oder nach Anleihenindex fokussieren.

⁽¹⁾ Galib Sultan, Researcher, University of Washington, Seattle.

NEUESTE ERKENNTNISSE UNABHÄNGIGER FORSCHER

FORSCHUNGSPAPIER V - ABSTRAKT

**DIE ROLLE VON ETFS BEI DER INTRADAY-
PREISFESTSTELLUNG**

- Erhöht ein hohes Handelsvolumen eines ETFs die Volatilität des zugrunde liegenden Index?
- Wohin wenden sich Anleger für die Preisfeststellung: ein Korb von Indexbestandteilen, ein Indexfuture oder ein Index-Tracking-ETF?

Autoren: Jinming Xue⁽¹⁾ und Russ Wermers⁽²⁾

Anleger, die einen Aktienindex kaufen oder verkaufen wollen, haben verschiedene Möglichkeiten: beispielsweise ein „Korb“-Trade in allen Bestandteilen des Index, ein Trade eines Indexfuture (falls vorhanden) oder ein Trade in einem Index-Tracking-ETF.

Aber wo findet die Preisfeststellung statt? In anderen Worten, welchem Instrument wenden sich Anleger zuerst zu, um ihre Ansicht zur zukünftigen Entwicklung des Index auszudrücken? Und wenn der Handel mit ETFs die Volatilität des zugrunde liegenden Index beeinflusst, liegt dies an der Auswirkung uninformatierter (Noise) Trader oder an der Auswirkung informierter Trader?

Nach der akademischen Theorie ist ein Noise-Trader uninformatiert und tendiert zu Entscheidungen ohne Zugang zu spezifischen Daten. Ein informierter Trader handelt aufgrund fundamentaler, spezieller Informationen und kann als der Initiator von Marktbewegungen betrachtet werden. Noise-Trader verursachen Ineffizienzen, von denen informierte Trader profitieren können.

⁽¹⁾ Jinming Xue, University of Maryland.

⁽²⁾ Russ Wermers, University of Maryland.

Die Forscher Russ Wermers und Jinming Xue der University of Maryland versuchen, diese Fragen durch die Untersuchung der Beziehung zwischen Preisbewegungen im größten ETF, der den Standard and Poor's (S&P) 500 Index nachbildet, und Preisbewegungen im zugrunde liegenden Index zu beantworten.

Die Forscher ziehen folgende wichtigen Rückschlüsse:

- Noise-Trader im größten S&P 500 ETF hatten eine gewisse Auswirkung auf die Volatilität des zugrunde liegenden Index, diese Auswirkung war jedoch von relativ kurzer Dauer und verschwand nach 50 Sekunden.
- Informierte Trader des ETFs hatten jedoch eine langfristige Auswirkung auf den Cash-Index.

Da der ETF-Markt in den USA nun über Vermögenswerte von mehr als 2 Billionen USD herrscht und 25-40% des Handels an großen Börsen ausmacht, stellt sich die wichtige politische Frage, ob dieses Handelsniveau von ETFs (die als Derivate der zugrunde liegenden Wertpapiere angesehen werden können) im Sinne der Erhöhung der Volatilität dieser Wertpapiere störend ist.

Wermers und Xue folgern, dass Noise-Trades in kurzen Zeitfenstern eine Auswirkung auf die Volatilität des zugrunde liegenden Cash-Index haben, dass der Effekt jedoch abklingt und sich auflöst, wenn das Beobachtungsfenster auf zehn Minuten vergrößert wird.

ETF RESEARCH ACADEMY - GEGRÜNDET VON DAUPHINE & LYXOR**Ein neues Rahmenwerk für die ETF-Industrie**

Die ETF Research Academy wurde 2014 im neu geschaffenen Paris-Dauphine House of Finance mit Unterstützung von Lyxor Asset Management gegründet, einem weltweit führenden ETF-Anbieter. Ziel der Academy ist die Förderung hochwertiger akademischer Forschung zu ETFs und die Stärkung der Verbindungen zwischen der akademischen Welt und der ETF-Industrie. Die Academy legt ihren Schwerpunkt auf Bereiche, die im Zentrum des Interesses von ETF-Anlegern stehen, und auf die Entwicklung eines analytischen Rahmens für ETFs und die Indexierung.

Diese Unterlagen und ihr Inhalt sind vertraulich und dürfen ohne ausdrückliche schriftliche Genehmigung von Lyxor Asset Management („Lyxor AM“) nicht reproduziert oder weitergegeben werden. Diese Unterlagen wurden ausschließlich zu Informationszwecken erstellt und sie sind nicht als Angebot oder Aufforderung oder Einladung oder persönliche Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von gewinnberechtigten Anteilen eines Lyxor Fonds oder von Wertpapieren oder Finanzinstrumenten, oder zur direkten oder indirekten Beteiligung an Anlagestrategien gedacht und sollten nicht als solche betrachtet werden. Sie sind nur zur Nutzung durch jene Empfänger gedacht, denen sie direkt durch Lyxor AM verfügbar gemacht werden. Lyxor AM behandelt Empfänger dieser Unterlagen nicht als eigene Kunden aufgrund der Tatsache, dass sie diese Unterlagen erhalten haben. Diese Unterlagen geben die Ansichten und Meinungen der einzelnen Autoren zu diesem Datum und in keiner Weise offizielle Positionen oder Empfehlungen irgend einer Art dieser Autoren oder von Lyxor AM wider, und folglich übernehmen Lyxor AM oder deren Organmitglieder oder Mitarbeiter keinerlei Gewähr. Hierin erscheinende Services und Marken sind ausschließliches Eigentum von SG und gegebenenfalls verbundenen Unternehmen. Hierin erscheinende Services und Marken sind ausschließliches Eigentum von Lyxor AM und gegebenenfalls verbundenen Unternehmen.