

ETF und Index sind selten deckungsgleich

Die Replizierung von Märkten ist schwierig – Die Gebührenhöhe allein ist kein Qualitätsmerkmal

Von Armin Schmitz, Frankfurt

Börsen-Zeitung, 21.10.2009

Die Rally bei den Aktien hat die Nachfrage nach aktienbasierten Indexfonds in Europa angetrieben. Um an der Entwicklung der europäischen Aktien zu partizipieren, haben viele Anleger auf Exchange Traded Funds (ETF) zurückgegriffen, um den europäischen Aktienmarkt abzubilden. An der Deutschen Börse sind mehr als 500 ETF gelistet. Allein zwölf Indexfonds decken den Euro Stoxx 50 ab.

Die große Auswahl an ETF stellt Investoren vor ein Entscheidungsproblem. Oberflächlich betrachtet sollten diese Produkte den Index fast deckungsgleich abbilden. Die Realität sieht aber ganz anders aus. Der Blick auf die Ergebnisse von Untersuchungen der Technischen Universität München und der Credit Suisse zur Performance von ETF auf den Euro Stoxx 50 im Jahr 2008 zeigt ein differenziertes Bild (siehe Tabelle).

Die untersuchten neun Indexfonds, die den Index physisch oder mit Hilfe eines Swaps abbilden, weisen überraschend unterschiedliche Kennzahlen auf. Tatsächlich beeinflussen allerdings diese Kennzahlen die Rendite-Risiko-Eigenschaften der jeweiligen Investition. Dabei sollten neben der Gesamtkostenquote (Total Expense Ratio, TER) weitere Faktoren in eine Kaufentscheidung mit einbezogen werden. Tatsächlich zeigt die Untersuchung der

Credit Suisse, dass die Performance-Differenz zwischen dem besten und dem schlechtesten ETF im Jahr 2008 rund 4,29 Prozentpunkte betrug. Beim physisch abbildenden Produkt 1 ist die Differenz so groß, dass Zweifel angebracht sind, ob der ETF dazu geeignet ist, den Index abzubilden. Das ist erstaunlich, denn die Produkte sollten den Index doch fast deckungsgleich abbilden.

Kopf an Kopf

Insgesamt zeigt sich, dass sich weder die swapbasierten ETF noch die Indexfonds mit physischer Abbildung einen Qualitätsvorsprung herausarbeiten konnten. Beachtet werden muss ferner die steuerliche Behandlung der Dividenden, vor allem bei den Produkten mit physischer Abbildung. Der Euro Stoxx 50 preist beispielsweise bereits die Steuer von rund 22% auf die Dividendenerträge ein. Je nach Domizil der Kapitalanlagegesellschaft wird die Besteuerung der Dividenden unterschiedlich behandelt. Als günstig werden von Experten die Länder Irland und Luxemburg genannt. Frankreich erscheint dagegen ungünstig.

Es fallen auch die unterschiedlichen Niveaus der ETF bei der Skewness auf. Die Schiefe, von den Experten auch Skewness genannt, ist ein Maß für die Symmetrie einer Verteilung der Kursentwicklung. Eine symmetrische Verteilung hat eine Schiefe von null. Aktienmarktrendi-

ten sind linksschief oder mit anderen Worten: Die Schiefe als Statistikzahl ist negativ. Eine negative Schiefe zeigt ein hohes Risiko auf der Abwärtsseite.

Die Skewness bei ETF und Euro Stoxx 50 sollte der Theorie entsprechend ähnlich sein. Tatsächlich gibt es Ausreißer von -1,12 (Produkt 4), während der Wert des Index bei lediglich -0,59 liegt. Ähnliches bei der Kennzahl Kurtosis. Dabei handelt es sich um ein statistisches Maß, das die Wölbung einer Verteilung beschreibt. Die Normalverteilung hat eine Kurtosis von 3. Bei Extremwerten größer als 3 ist die Wahrscheinlichkeit von Ausreißern („fat tails“) sowohl nach oben als auch nach unten groß. Hier übersteigt die Kurtosis von Produkt 4 den Wert des Euro Stoxx 50 um fast 50%.

Insgesamt zeigt sich, dass nicht jedes Produkt in der Lage ist, den Euro Stoxx 50 in gleicher Güte abzubilden. Dabei hat zumindest die Art der Abbildung, also swapbasiert oder physische Abbildung, in dem Untersuchungszeitraum von einem Jahr keinen Einfluss auf die Qualität der Abbildung.

Für den Anleger heißt es, einen genaueren Blick auf Kennzahlen wie die Performance zu werfen und dabei auch das Domizil der Kapitalanlagegesellschaft zu berücksichtigen. Denn eine steuergünstige Behandlung der Dividendenzahlungen ist der erste Schritt zu einer höheren Rendite.

Kennzahlen ausgewählter Euro-Stoxx-50-ETF

ETF	Abbildung	Verwaltungsgebühr in %	TER in %	Performance 1 Jahr in %	Volatilität 1 Jahr in %	Skewness	Kurtosis
Ref.	Euro Stoxx 50	-	-	-8,38	20,65	-0,59	6,45
1	Physisch	0,15	0,20	-11,45	20,03	-0,56	4,66
2	Swap	0,15	0,15	-9,20	19,07	-0,64	3,47
3	Physisch	0,45	0,45	-10,89	22,30	-0,75	8,19
4	Physisch	0,25	0,25	-9,25	20,07	-1,12	9,65
5	Physisch	0,35	0,35	-7,84	20,33	-0,47	5,18
6	Physisch	0,15	0,15	-7,16	20,06	-0,54	5,29
7	Swap	0,25	0,25	-7,47	20,45	-0,63	6,21
8	Physisch	0,30	0,36	-9,31	19,43	-0,91	5,27
9	Physisch	0,10	0,16	-8,44	20,03	-0,95	6,42

Quelle: Technische Universität München, Credit Suisse 2008; TER = Total Expense Ratio (= Gesamtkostenquote)

Börsen-Zeitung