

Sind die günstigsten Indexfonds wirklich immer am günstigsten?

Der grosse Renditevergleich aller in der Schweiz kotierten **ETF auf den Swiss Market**: Die Resultate sind überraschend und ernüchternd. *Von Alex Hinder**

Die von der Finanzpresse publizierten Fondsranglisten mit den jeweils besten historischen Performancezahlen stossen immer auf grosses Interesse. Für viele Anleger war die Performance eines Fonds in der Vergangenheit oft das wichtigste Kauf- oder Verkaufsargument. Während bei der Auswahl traditioneller Anlagefonds die letzte Performance meist stark gewichtet wird, beachten die meisten Anleger dieses Kriterium bei der Selektion von Exchange Traded Funds (ETF) praktisch nicht. Bei den börsengehandelten Indexfonds scheinen Beurteilungskriterien wie die Höhe der Verwaltungsgebühren, die Total Expense Ratio (TER), der Tracking Error oder die sogenannte Replikationsmethode eine viel grössere Rolle zu spielen.

Viele Anleger gehen davon aus, dass ETF den Vergleichsindex genau abbilden und die Abweichung vom Index lediglich durch die Kosten des ETF verursacht wird. Dies dürfte der Hauptgrund sein, warum

es bis heute kaum Analysen über die historischen Renditen gegeben hat. Wir haben am Beispiel der SMI-ETF untersucht, ob Anleger tatsächlich bei der ETF-Selektion auf die Analyse der letzten Performance verzichten sollten oder nicht. Eine exakte Performance-Analyse ist aufwendig und zeitintensiv. Wir haben uns daher auf die fünf ETF beschränkt, welche den Swiss Market Index (SMI) abbilden (vgl. Tabelle Übersicht der SMI-ETF).

Viele ETF-Anleger fokussieren sich, wie bereits erwähnt, bei ihrer Analyse sehr stark auf die Verwaltungsgebühren sowie die TER. Unter den ETF auf den SMI weisen die zwei Swap-basierten Produkte von ComStage und db x-trackers mit 0,25 Prozent beziehungsweise 0,3 Prozent die tiefste TER auf. Aber erzielen nun diese zwei «günstigen» ETF auch tatsächlich die beste Performance? Bei der Analyse der historischen Rendite müssen diverse Punkte

beachtet werden, damit die Renditezahlen auch wirklich miteinander verglichen werden können. Während etwa der ComStage ETF keine Ausschüttungen vornimmt, also die Erträge im Fonds thesauriert, schütten die anderen ein- oder mehrmals im Jahr Erträge aus. Bei Performancevergleichen ist es deshalb notwendig, die Dividendenzahlungen immer exakt bis zum Ausschüttungsdatum wieder in den Indexfonds zu investieren. Für jeden ausschüttenden ETF müssen deshalb alle im Zusammenhang mit der Dividendenzahlung relevanten Informationen (Ex-Datum, Ausschüttungsbetrag) bekannt sein, damit eine korrekte Performanceberechnung durchgeführt werden kann.

Ein weiteres Problem ist die Kursbasis für die Performanceberechnung. Bei den Anlagefonds wird täglich ein sogenannter Nettoinventarwert oder Net Asset Value (NAV) des Fonds publiziert, zu dem Ausgaben beziehungsweise Rücknahmen getätigt werden. Da ETF jedoch an der Börse gehandelt werden, stehen bei ihnen neben dem NAV auch die Börsenkurse zur Performanceberechnung zur Verfügung. Welche historischen Zeitreihen sollen nun zur Performanceberechnung verwendet werden, die Börsenkurse oder die NAV?

Weil an der Börse kurzfristig Angebot und Nachfrage für die Preisbildung wichtig sind, entspricht der Börsenkurs eines ETF nicht immer exakt dem inneren Wert des Fonds. Besonders gegen Börsenschluss kann es vorkommen, dass grössere Kauf- oder Verkaufsaufträge in einem ETF zu Abweichungen des Fonds zum inneren Kurswert führen. Die Grafik rechts zeigt am Beispiel des CS ETF (CH) on SMI die Abweichung des Tagesschlusskurses an der Börse vom Nettoinventarwert. Ist der Börsenkurs höher als der NAV, spricht man von einer Prämie, ist er kleiner, von einem Diskont.

Die Entwicklung der Prämie beziehungsweise des Diskonts seit Anfang Januar 2011

Übersicht der ETF auf den SMI

Name	Fonds-Sponsor	Bloomberg Symbol	Replikationsmethode	Ausschüttung	Vermögen in Mio. CHF (per 6. Mai 2011)	TER	Lancierung
CS ETF (CH) on SMI®	Credit Suisse Asset Management	CSSMI	vollständig	ausschüttend	3387	0,386%	15.3.2001
UBS-ETF SMI	UBS Fund Management	SMICHA	vollständig	ausschüttend	825	0,35%	5.12.2003
db x-trackers - SMI ETF	db Platinum Advisors	XSMI	Swaps	ausschüttend	425	0,30%	14.5.2007
iShares SMI (DE)	Blackrock Asset Management	SMIEX	vollständig	ausschüttend	135	0,52%	29.8.2001
ComStage ETF SMI	Commerz Derivatives Funds Solution	CBSMI	Swaps	ausschüttend	58	0,25%	4.11.2009

SMI ETF: Ein Performancevergleich

Name	2010	2009	2008	2008 - 2010
SMI Total Return Index	1,21%	22,09%	-32,77%	-16,93%
UBS-ETF SMI	0,88% (-0,33%)	21,64% (-0,45%)	-32,89% (-0,12%)	-17,66% (-0,72%)
CS ETF (CH) on SMI®	0,80% (-0,41%)	21,60% (-0,49%)	-33,05% (-0,28%)	-17,94% (-1,01%)
db x-trackers - SMI ETF	-0,04% (-1,25%)	21,74% (-0,35%)	-34,62% (-1,85%)	-20,43% (-3,50%)
iShares SMI (DE)	0,43% (-0,78%)	20,57% (-1,52%)	-33,55% (-0,78%)	-19,54% (-2,61%)
ComStage ETF SMI	0,41% (-0,80%)			

Werte in Klammern sind die Abweichungen zum SMI Total Return Index
Berechnungsbasis: NAV ETF-Anbieter, Dividenden am Ausschüttungsdatum reinvestiert

QUELLEN: ETF-ANBIETER, BLOOMBERG, FININFO.COM, ETPEXPLORER.COM

QUELLE: HINDER ASSET MANAGEMENT

zeigt deutlich, wie der Börsen-Schlusskurs des ETF zufällig um den inneren Wert des ETF oszilliert. Die maximale Prämie betrug rund 0,25 Prozent, der maximale Diskont 0,3 Prozent. In sehr volatilen Börsenphasen können die Ausschläge sehr stark ansteigen: Anfang 2009 erreichten die Kursabweichungen während sehr hektischen Marktphasen mehr als vier Prozent. Selbst bei sehr liquiden ETF können also in extremen Marktphasen teilweise erhebliche Abweichungen vom NAV beobachtet werden. Bei weniger liquiden und selten gehandelten ETF ist die Verwendung von Börsenkursen zusätzlich problematisch, da die Schlusskurse häufig verzerrt sind.

Es ist deshalb notwendig, dass man sich bei der Performanceberechnung auf die NAV-Zahlen abstützt und nicht auf die Kursnotierungen der ETF an der Börse. Da das Datenmaterial der Informationsplattformen (Bloomberg, Reuters) leider fehlerbehaftet ist, verwenden wir für unsere Analysen die NAV-Zahlen der verschiedenen ETF-Anbieter.

In der Tabelle (SMI-ETF: Ein Performancevergleich) haben wir nun die effektive Performance der fünf ETF auf dem SMI basierend auf deren NAV-Zahlen und unter Berücksichtigung der Dividendenausschüttungen für verschiedene Perioden zusammengestellt und vergleichen diese mit der Rendite des SMI Total Return Index. Die ausgewiesenen Performancezahlen basieren auf eigenen Berechnungen und spiegeln genau die effektiv erzielten

Was sind die Schlussfolgerungen aus der ETF-Performanceanalyse?

- Im ETF-Bereich spielten bis jetzt historische Renditeanalysen praktisch keine Rolle. Die Anleger fokussieren meistens auf andere Kriterien wie Tracking Error oder Verwaltungsgebühren.
- Für die Performanceanalyse der börsengehandelten ETF sollten die Nettoinventarwerte der einzelnen Fondsanbieter verwendet werden und nicht die Börsenkurse. Die Dividendenausschüttungen der ETF müssen in den Berechnungen korrekt berücksichtigt werden.
- Die Performanceunterschiede zwischen den verschiedenen SMI-ETF sind von substanzieller Bedeutung und grösser als erwartet. Die grossen, liquiden ETF weisen deutlich bessere Renditezahlen auf als kleinere, illiquide Produkte.
- Der «kostengünstigste» ETF ist nicht zwangsläufig der ETF mit der besten Rendite. Obwohl die Swap-basierten ETF auf den SMI die tiefsten Verwaltungsgebühren aufweisen, sind die Performancezahlen der voll replizierenden ETF markant besser.

Renditen der einzelnen Fonds wider. Im Jahr 2010 verzeichnete der SMI inklusive Dividenden eine Rendite von 1,21 Prozent. Der beste ETF (UBS-ETF SMI) stieg 0,88 Prozent, lag also 33 Basispunkte hinter dem Index zurück. Der schlechteste ETF (db x-trackers – SMI ETF) verzeichnete 2010 sogar eine Minusperformance von 0,04 Prozent, verfehlte also den Index um 125 Basispunkte. Damit betrug der Performanceunterschied zwischen dem besten und dem schlechtesten ETF im Jahr 2010 knapp einen Prozentpunkt.

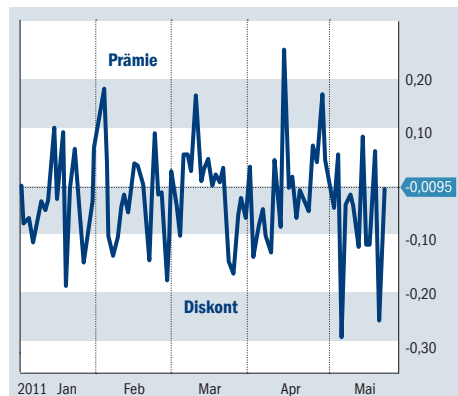
Die Auswertungen der Jahre 2009 und 2008 zeigen noch grössere Unterschiede zwischen dem jeweils besten und schlechtesten ETF. Der Renditeunterschied im Jahr 2010 ist also nicht auf einen einma-

ligen Ausreisser zurückzuführen. In der letzten Spalte sind die Performancezahlen für die Periode von 2008 bis 2010 aufgeführt: Während der SMI in den drei Jahren 16,93 Prozent verlor, verzeichnete der UBS ETF SMI als bester ETF eine Negativperformance von 17,66 Prozent gefolgt vom CS ETF mit 17,94 Prozent. Mit Abstand am schlechtesten schnitt der günstige ETF von db x-trackers ab mit einer negativen Performance von mehr als 20 Prozent, dicht gefolgt von dem enttäuschenden iShares-ETF. Noch klarer ist die Unterperformance der zwei schlechtesten SMI-ETF in der Grafik unten zu erkennen. ■

*Alex Hinder ist Gründer und Geschäftsführer von Hinder Asset Management.

Gut gehalten

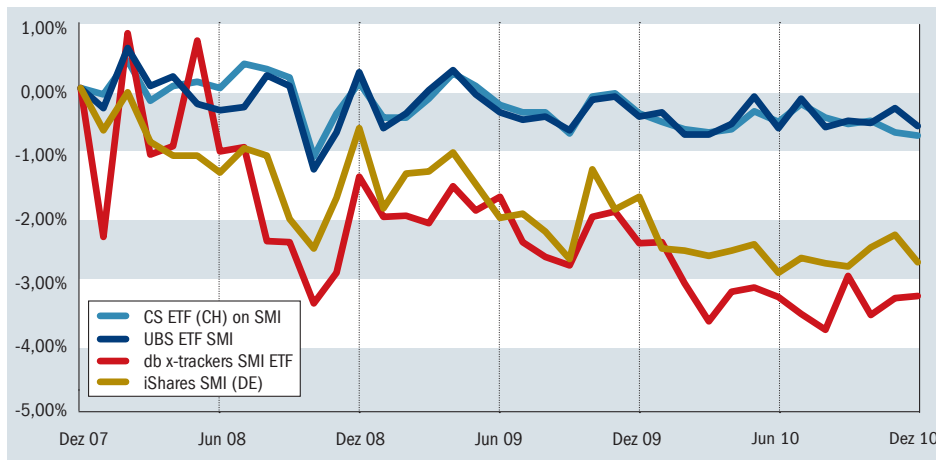
CS ETF (CH) on SMI – Prämie und Diskont seit Januar 2011



In hektischen Marktphasen kann der innere Marktwert eines ETF erheblich vom Börsenschlusskurs abweichen.

Vollreplizierte ETF schneiden besser ab

Kumulierte Abweichung der vier grössten ETF auf den SMI in Prozentpunkten



Die Performanceunterschiede der SMI-ETF sind grösser als erwartet.