

Indexnachbildung ist eine Kunst für sich

Je nach der Replikationsmethode müssen vielerlei Faktoren beachtet werden, um den Tracking Error eng zu begrenzen

Börsen-Zeitung, 9.10.2010
Exchange Traded Funds (ETF) gelten als transparent und leicht verständlich. Kein Wunder, dass man auch unter Profis der Finanzbranche oft hört: „Was ist denn schon dabei, einen Index nachzubilden? Man kauft die zugrunde liegenden Aktien, und das ist es schon.“ Nein, das ist es ganz und gar nicht. Der passive



Von
Andreas Fehrenbach

**Geschäftsführer der
ETFlab Investment
GmbH**

Fondsmanager – ja, den gibt es – hat alle Hände voll zu tun, um den Index mit einem möglichst geringen Tracking Error abzubilden. Dabei sind viele Feinheiten zu beachten. Das gilt besonders für die volle Replikation, bei der alle Indextitel gemäß deren Gewichtung im Index auch gekauft werden. Denn die Erwartung des ETF-Investors ist eindeutig: Er will mit dem ersten Fondsanteil voll an der Performance eines Index einschließlich aller Dividenden und Zinsen partizipieren.

Das erfordert ein erfahrenes Fondsmanagement, das genau weiß, was im Index passiert, das im besten Fall ein größeres Indexverständnis hat als der Indexanbieter selbst. Da gibt es Indexzu- und -abgänge. Kapitalmaßnahmen, die ein Handeln er-

fordern; da müssen Aktien und Bezugsrechte ge- und verkauft, Splits umgesetzt und ISIN-Nummern bei Namensänderungen angepasst werden. Früher beschränkten sich Indexkorrekturen auf ein-, zweimal im Jahr. Heute sind sie viel häufiger, allein auch schon durch den Druck der Medien. In bestimmten günstigen Börsenphasen sind Kapitalmaßnahmen ein fast schon tägliches Ereignis. Zum Beispiel bildet der ETFlab MSCI USA einen Index mit derzeit 591 Werten ab. Dort gibt es täglich mehrere Kapitalmaßnahmen, die im Fonds entsprechend umgesetzt werden müssen.

Bei großen Indexanpassungen heißt Kaufen nicht nur kostengünstig, sondern auch kursschonend. Da kann es schon mal nötig sein, Transaktionen gestaffelt durchzuführen. Umso wichtiger ist ein gutes Zusammenspiel mit dem Market Maker. Das sichert der sogenannte Creation-Redemption-Prozess, bei dem durch Lieferung und Abnahme von Aktienkörben der Wert der ETF auf dem des Index gehalten wird, ohne kursbeeinflussende Faktoren. Dieses Zusammenspiel sichert auch, dass bei einer Indexanpassung letztlich keine oder nur sehr geringe Transaktionskosten am Fonds hängen bleiben. Zur Indexanpassung wird der Korb der ausscheidenden Aktie verkauft, der Korb der neuen hinzugekauft. Dazu holt der passive Fondsmanager frühzeitig Angebote ein, von den Market Makern, aber auch von weiteren Brokern. Der wichtigste Teil des Deals: Der Broker lie-

fert die Aktien exakt zu dem Preis, zu dem sie in den Index kommen, und nimmt die alten zu dem Preis ab, zu dem sie aus dem Index ausscheiden.

Gewinn so gut wie sicher

Da er damit ein sicheres Geschäft zum Anpassungstermin hat, kann er sich im Vorfeld, in dem rege gehandelt wird, positionieren. Ein Gewinn ist ihm so gut wie sicher, und je nach Geschick kann der auch größer ausfallen. Das weiß natürlich auch die Fondsgesellschaft. Und deshalb ist ein Teil des Deals, dass ihr der Broker einen fixen Betrag auszahlt, den die Fondsgesellschaft dann als Zusatzertrag im Fonds verbuchen kann. In der Regel reicht dieser einmal aus, um damit die Transaktionskosten zu decken. Ein oft gehörter Vorwurf, die volle Nachbildung sei für den Investor teurer als andere Replikationsmethoden, wird dadurch hinfällig.

Für das Ziel „Tracking Error 0“ ist die Behandlung von Dividenden ausschlaggebend, sei es bei einem Performance-Index, in den die Dividenden rechnerisch investiert werden, oder bei einem Kursindex. Bei Letzterem gelten die Dividenden als Ausschüttung und die entsprechende Aktie muss einen Dividendenabschlag hinnehmen.

Beim Dax, der ja ein Performance-Index ist, kauft der Fondsmanager gemäß der Dividende die Stücke einer Aktie zu. Damit gilt dann die Dividende als reinvestiert. Beim Kursindex landet die gezahlte Dividende als Barbestand im Fondsvermögen und bleibt bis zum Ausschüttungstermin dort liegen. Das zieht zwangsläufig eine Abweichung zum Index

nach sich, bis ausgeschüttet wird. In steigenden Märkten läuft der Fonds etwas schlechter als der Index, in fallenden etwas besser. Die ETF-Spezialisten sprechen vom „Cash Drag“. Um den Cash Drag zu minimieren, kann der Fondsmanager auch unterjährige Zwischenausschüttungen vornehmen.

Chance durch Wertpapierleihe

Schließlich ist noch die Möglichkeit der Performance-Optimierung durch die Wertpapierleihe zu nennen. Das schafft zusätzliche Erträge, die ebenfalls dem ETF-Investor zugute kommen. So kann er darauf

„Das erfordert ein erfahrenes Fondsmanagement, das genau weiß, was im Index passiert, das im besten Fall ein größeres Indexverständnis hat als der Indexanbieter selbst.“

bauen, dass der Tracking Error stets gering ist und die Performance des ETF und des Index auch über längere Zeit einander entsprechen. Aus Kostengründen allein gibt es – zumindest bei den großen Standardindizes – keinen Grund, nicht die volle Replikation zu wählen. Dies kommt besonders sicherheitsbewussten Investoren entgegen, die immer exakt

nachvollziehen wollen, was im Sondervermögen eines ETF enthalten ist.

Dies bedeutet jedoch nicht, dass es in bestimmten Fällen nicht sinnvoll wäre, zu anderen Replikationsmethoden zu greifen. Dies gilt zum Beispiel für einen Index wie den MSCI Emerging Markets mit rund 750 Werten. Diese große Zahl, verbunden mit Handelsrestriktionen in einigen Ländern, macht die volle Nachbildung sehr aufwendig, wenn nicht unmöglich. Eine Möglichkeit ist hier die näherungsweise Nachbildung, das „optimized sampling“. Dabei wird nur ein Teil der Indexwerte gekauft, der aber möglichst geringe Abweichungen zum Index garantiert. Das gelingt in normalen Marktphasen recht gut, der Tracking Error ist aber im Durchschnitt größer als bei anderen Methoden.

Synthetische Nachbildung

Eine andere Möglichkeit ist die synthetische Nachbildung, die mit Hilfe einer Swap-Konstruktion umgesetzt wird. Dabei erwirbt der Fondsmanager einen Aktien- oder Rentenkorb, der nicht dem Index entsprechen muss, sowie einen Swap. Die Performance des Korbs wird dem Swap-Partner geliefert, der im Gegenzug dem ETF die Performance des Index garantiert. Alles, was einen Tracking Error verursachen

könnte, wird auf den Swap-Partner verlagert. Mit dieser Methode können auch Indizes dargestellt werden, die sich sonst überhaupt nicht replizieren ließen, wie zum Beispiel exotische Märkte mit allerlei Handelsbeschränkungen. Sie werden jedoch auch zunehmend für Standardindizes eingesetzt, oft mit dem Argument, sie seien kostengünstiger und präziser. Dass dies gegenüber der vollen Abbildung nicht zwangsläufig gilt, wurde bereits dargestellt.

Außerdem ist zu bedenken, dass die Swap-Kosten in der Gesamtkostenquote nicht enthalten sind und es ein Kontrahentenrisiko gibt, das manche Investoren nicht hinzunehmen bereit sind. Für Institutionelle mit Körperschaftsteuerprivileg können sich bei synthetischer Replikation zudem steuerliche Nachteile bei der Behandlung von Dividenden ergeben.

Deshalb erscheint es müßig, über DIE richtige Replikationsmethode zu streiten. Es gibt Vor- und Nachteile, je nach Index und Investoreninteresse. Wer sich für ETF entscheidet, hat zu 90% schon die richtige Entscheidung getroffen. Doch unbestritten ist: Die volle Abbildung bedarf eines erfahrenen und erprobten Fondsmanagements, um den Feinheiten der Indexabbildung gerecht zu werden. Auf diese Erfahrung sollten Anleger achten.

Schnippchen schlagen

Fortsetzung von Seite B5
desto stärker ist die Wirkung der Diversifikation.

Ausweg Immobilienfonds

Aus diesen Gründen – fehlende Handelbarkeit, lange Kapitalbindung und fehlende Diversifikation – ist ein direktes Immobilieninvestment für die meisten Investoren nicht vorteilhaft. Daher nutzen viele Anleger Immobilienfonds. Mit diesen ist es möglich, sich auch mit verhältnismäßig kleinen Beträgen an einer Vielzahl von Immobilien zu beteiligen. Wem dabei Handelbarkeit und Transparenz wichtig sind, der kann sich für börsengehandelte Fonds entscheiden, die Aktien von Immobilienunternehmen beinhalten. Diese Unternehmen sind entweder Besitzer und Verwalter von Immobilien oder sie finanzieren Immobilienprojekte. Im Gegensatz zu kurzfristig ausgerichteten Unternehmen lassen sich bei einem Immobilienunternehmen die Cash-flows langfristiger planen, da Mietverträge in der Regel über einen längeren Zeitraum geschlossen werden. Steigt nun der Wert einer Immobilie, die von solch einem Unternehmen im Bestand gehalten wird, steigt auch der Wert des Unternehmens.

Zudem bieten auch Investitionen in Immobilienaktien aufgrund der Indexierung von Mietverträgen im gewerblichen Bereich einen gewissen Inflationsschutz, denn die Erträge sind meist an die Inflationsrate gekoppelt. Immobilien-Exchange-Traded-Funds (ETF) sind, im Gegensatz zu vielen anderen Investitionsformen in Immobilien, höchst liquide, da sie börsentäglich gehandelt werden können. Es empfiehlt sich dabei, nicht nur über Anlageklassen zu diversifizieren, sondern auch über die Region, in die investiert werden soll.

Der am breitesten gefächerte Index, der Immobilienunternehmen beinhaltet, ist der MSCI World Real Estate Index. Dieser bildet die 80 nach Marktkapitalisierung größten Unternehmen der weltweiten Immobilienbranche ab. Zu einem großen Teil stammen diese Unternehmen aus Asien, wo der Wohnraum mit zunehmender Bevölkerung knapper wird und vor diesem Hintergrund im Preis steigen könnte.

Regional fokussierte Indizes

Wer dagegen eine bestimmte Anlageregion bevorzugt, kann in regional fokussierte Indizes investieren, wie beispielsweise den MSCI Europe Real Estate oder den MSCI AC Asia ex Japan Index. Letzterer beinhaltet beispielsweise nur Immobilienunternehmen aus dem asiatischen Raum mit Ausnahme von Japan. Anleger haben mit vier ETF auf die Immobilienindizes von MSCI die Wahl, ob sie lieber weltweit auf den Immobiliensektor setzen wollen oder eine regionale Gewichtung auf die USA, Europa oder Asien ohne Japan bevorzugen.

Zu beachten ist bei der Investition in Immobilien-ETF allerdings die Tatsache, dass ein Teil des Diversifikationsgewinns, den Anleger durch die Investition in Immobilien erreichen wollen, bei dieser Anlageklasse verloren geht. Dies hängt damit zusammen, dass durch die Anlage in Aktien das Aktienmarktrisiko nicht umgangen werden kann. Börsennotierte Immobilienunternehmen unterliegen, wie alle weiteren Aktiengesellschaften auch, den täglichen Schwankungen an der Börse. Doch erhalten Anleger durch Immobilien-ETF einen Zugang zu Immobilieninvestitionen, ohne gleich ganze Liegenschaften kaufen zu müssen.

Impressum

Börsen-Zeitung

Sonderbeilage

Exchange Traded Funds

Am 9. Oktober 2010

Redaktion: Claudia Weippert-Stemmer

Anzeigen: Andrea Kineke

Technik: Tom Maier

Typografische Umsetzung: Josef Welsch

Verlag der Börsen-Zeitung in der Herausberggemeinschaft WERTPAPIER-MITTEILUNGEN Keppler, Lehmann GmbH & Co. KG, Düsseldorf Straße 16, 60329 Frankfurt am Main, Tel.: 069/2732-0, (Anzeigen) Tel.: 069/2732-115, Fax: 069/233702, (Vertrieb) 069/234173.

Geschäftsführer: Ernst Padberg

Druck: Westdeutsche Verlags- und Druckerei GmbH; Kurhessenstraße 4–6, 64546 Mörfelden-Walldorf