

EXCHANGE TRA



DED FUNDS: QUO VADIS?

Exchange Traded Funds (ETFs) sind börsennotierte Fonds, die sich an einem Index orientieren. Sie bilden zumeist einen Aktien-, Anleihen- oder Rohwarenkorb ab. Als Passivanlagen erzielen sie Anlagerenditen ohne menschliches Zutun, was sie zu konkurrenzlos günstigen Anlagevehikeln macht. Damit gehören sie zum Segment der seit Jahren am stärksten wachsenden Kollektivanlagen in Europa und den USA. Gängige Marktmeinungen bringen vermehrt zum Ausdruck, dass in effizienten Märkten aktiv gemanagte Fonds ausgedient haben sollten. ETFs gleichen sich aber den herkömmlichen Fonds in der Anlageausrichtung und der Wahl der Anlagethemen zunehmend an, wodurch sich zwar neue Chancen, vielleicht aber auch neue Risiken ergeben. B2B wollte wissen, welche Anlegergruppen heute welche Produkte kaufen und worauf beim sinnvollen Einsatz zu achten ist. Im Spannungsfeld zwischen Anbietern, Handel und Käufern diskutiert das Redaktionsteam Fragen rund um die Produktentwicklung und die Wahl von Richtgrößen sowie um die technischen und regulatorischen Voraussetzungen. Wohin soll denn die Reise im Passivinvestment gehen? Gibt es letztlich für jeden Fonds künftig auch ein Pendant als ETF?

Unsere Gesprächspartner sind Markus Hübscher (Barclays Global Investors Schweiz, Zürich), Thorsten Michalik (Deutsche Bank AG, Frankfurt), Alain Picard (SWX Swiss Exchange & virt-x, Zürich) und Roman von Ah (Zürich).

Zu Beginn vielleicht ein Blick auf den Markt: Wie gestaltet sich dieser heute?

Picard: Aktuell sind an der SWX durch zehn Emittenten und 14 Market Maker insgesamt 112 ETFs kotiert. Allein in diesem Jahr wurden schon 51 neue Produkte an die SWX gebracht. Der Umsatz mit ETFs an SWX/virt-x im ersten Halbjahr betrug 14.142 Mia. CHF, was einem Zuwachs von 51% gegenüber der Vorjahresperiode entspricht.

Michalik: Das Wachstum dieser Anlageklasse ist in der Tat beeindruckend: Ende 2003 beispielsweise waren weltweit rund 168 Mia. Euro in ETFs angelegt; per Ende Juni 2007 lag das Volumen bereits bei 490 Mia. Euro.

Picard: Imposant ist neben der Anzahl von Produkten und der Anlagevermögen sicherlich die Auswahl, welche dem Investor heute geboten wird. Neben zahlreichen ETFs auf Aktien verschiedener Länder und Regionen wie auch Immobilien oder Private Equity, zählen wir heute bereits je ein Dutzend Produkte auf Obligationen und Rohwaren. In letzter Zeit wurden an der SWX zahlreiche Spezialitäten zugelassen wie ETFs mit Optionenkomponenten und Produkte, mit welchen man den Index sogar «shorten» kann.

Wie verbreitet sind eigentlich ETFs? Was gilt es über diese Kategorie Besonderes zu berichten?

Michalik: Exchange Traded Funds kombinieren die Vorteile von Aktien und Fonds in einem einzigen Produkt, das analog Einzelaktien jederzeit an der Börse gehandelt werden kann. ETFs wurden 1993 in den USA erfunden und sind wohl das Finanzprodukt mit den grössten Wachstumsraten der letzten zehn Jahre. Dies ist meines Erachtens kaum verwunderlich, investiert ein Anleger doch «eins zu eins» in den zugrunde liegenden Aktienindex, ohne dass hohe Ausgabeaufschläge und Verwaltungsgebühren entrichtet werden müssen. Die Nachbildung von Indizes hat sich in den letzten Jahren als eine sehr erfolgreiche Strategie erwiesen: Schliesslich gelingt es nur den allerwenigsten Managern von aktiv verwalteten Aktienfonds, nach Abzug der Kosten langfristig ihren Vergleichsindex zu schlagen. Besonders Anleger in den USA haben den Trend zum passiven Investieren schon erkannt: Von jedem US-Dollar, der in die dortige Fondsindustrie fliesst, gehen 30 Cent in passive Anlageinstrumente und davon sogar 70 Prozent in klassische Exchange Traded Funds.

Wie sieht das Vorgehen aus, um an der SWX einen ETF aufzusetzen?

Picard: Der Emittent oder ein so genannter anerkannter Vertreter – das können beispielsweise Banken oder Anwälte sein – reicht das Gesuch für eine Kotierung bei der SWX-Zulassungsstelle spätestens einen Monat vor dem geplanten Kotierungstermin ein. Wichtigste Beilage ist eine rechtskräftige Genehmigung des Fondsreglements durch die EBK bzw. eine Bewilligung zum Vertrieb in der Schweiz, sofern es sich um ausländische Fonds handelt. Pro ETF muss zudem mindestens ein Market Maker verpflichtet werden.

Welche Voraussetzungen werden an einen Market Maker gestellt und an welche Vorgaben hat er sich zu richten?

Hübscher: Grundsätzlich sind die Vorgaben an einen Market Maker von Land zu Land unterschiedlich, teilweise gar produktspezifisch formuliert. In der Regel sind die Vorgaben für ein internationales Produkt, das in Märkte investiert, welche teilweise geschlossen sind, weniger restriktiv als für Produkte mit geöffneten Märkten.

Picard: Die Schweizer Market Making-Verträge sind alle von der EBK genehmigt und haben zum Ziel, den Privatanleger zu schützen. Bei ETFs auf europäische Aktien zum Beispiel liegen die Verpflichtungen bei einer Geld-Brief-Spanne von +/- 1% um den indikativen Net Asset Value herum.

Hübscher: Ein Market Maker muss also dafür besorgt sein, dass der Spread für Aktien-ETFs offener Märkte maximal 2%, bei geschlossenen Märkten maximal 5% beträgt. Bei Obligationenportfolios muss ein maximaler Spread von 1% eingehalten werden.

Picard: Ausserdem müssen mindestens 50 000 Euro auf beiden Seiten des Orderbuches gestellt sein, was in der Praxis aber um ein Vielfaches übertroffen wird – bei Spreads notabene, die bei sehr liquiden Produkten schon bei fünf Basispunkten starten.

Wie ist die Zusammenarbeit zwischen einem Market Maker und einem ETF-An-





bieter konkret geregelt? Wer bezahlt das Market Making?

Michalik: Handelsaffine Investoren wie Hedge Funds und Daytrader lieben ETFs. Hauptgrund hierfür ist der so genannte «Creation and Redemption»-Prozess. Hierbei können Market Maker direkt bei der Fondsgesellschaft ETFs zum jeweiligen Nettoinventarwert kreieren oder zurückgeben. Somit kann jeder Broker oder jede Bank sich als Market Maker für ETFs verpflichten und Liquidität zur Verfügung stellen.

Hübscher: Genau. iShares arbeitet denn auch mit verschiedenen Market Makern zusammen, deren Aufgabe darin besteht, einen geregelten Handel unserer Produkte sicherzustellen. Dazu gehört im Wesentlichen, jederzeit Kauf- und Verkaufskurse an der Börse anzubieten und für grössere Transaktionen den Eintausch der zugrunde liegenden Wertschriften gegen iShares-Anteile durchzuführen. Neben dem offiziellen Mar-

ket Maker engagiert sich auch eine Vielzahl weiterer Marktteilnehmer in unseren Produkten und sorgt mit ihrem Engagement zusätzlich für eine optimale Liquidität und einen minimalen Bid/Ask-Spread.

Michalik: Durch diese Flexibilität können Market Maker theoretisch unendlich viel Liquidität bereitstellen. Somit ist es nicht verwunderlich, dass für mache ETFs mehr als zehn Market Maker bestehen

«Es gibt auch Emittenten, welche institutionelle ETFs anbieten – zu geringeren Verwaltungsgebühren, aber mit einem hohen Nominalwert pro Anteil.»

Alain Picard

und Hedge Funds sich einfach dort die Produkte ausleihen, falls sie einen Index respektive Markt verkaufen wollen. Dies führt nicht selten dazu, dass ETFs unter den «Top Ten» der meistgehandelten Börsenwerte liegen. Aufgrund der permanenten Liquidität bei ETFs ist das Shortselling kein Problem.

Was haben institutionelle Anleger von dieser Liquidität?

Michalik: Die aufgrund der Börsennotierung fortlaufende Preisfeststellung bei ETFs bringt Managern von Dachfonds bzw. Hedge Funds den entscheidenden Vorteil, flexibel und zeitnah auf Marktschwankungen reagieren zu können. Mit ETFs lässt sich sowohl auf steigende als auch auf fallende Märkte setzen. ETFs können für letzteres entliehen und anschliessend verkauft werden – ich spreche hier vom Shortselling –, um sie dann zu einem



späteren Zeitpunkt günstiger über die Börse zurückzukaufen und an den Verleiher zurückzugeben. Durch die Möglichkeit, Short-Positionen in db x-trackers ETFs einzugehen, eignen sich die Produkte hervorragend zur Absicherung von klassischen Long-Positionen in Aktien, da die Notwendigkeit entfällt, die Anteilscheine zu verkaufen. Zusätzlich entfallen die Transaktionskosten des Verkaufs der Einzeltitel. Ausserdem werden die Kosten der Geld/Brief-Spanne beim Verkauf von Einzeltiteln aufgrund des Markteinflusses grosser Aufträge höher ausfallen als beim Verkauf der liquideren db x-trackers ETFs.

Worin bestehen die Vorteile von ETFs durch die Kotierung an der Börse gegenüber herkömmlichen Fonds?

Picard: Durch den indikativen Net Asset Value weiss jeder Anleger zu jeder Zeit, wie hoch der Wert seines Produkts ist. Zu

diesem Preis kann er seine Anteile während des Handelstages jederzeit kaufen bzw. verkaufen, was bei herkömmlichen Fonds aufgrund des Forward Pricings nicht möglich ist. Zudem können Limiten gesetzt werden wie beim Handel mit Aktien.

Hübscher: In der Tat hat die Kotierung der ETFs diverse Vorteile für den Investor. Bei «normalen» Anlagefonds muss der Anleger teilweise mehrere Tage warten, bis der Ausgabe- resp. Rücknahmepreis einer in Auftrag gegebenen Transaktion berechnet wird – bei einem ETF ist der Ausführungskurs hingegen sofort bekannt. Darüber hinaus kann der Investor «Stop-Loss»- oder «Limit»-Aufträge erteilen – Transaktionsarten, welche bei klassischen Anlagefonds nicht möglich sind.

Haben ETFs dank Börsenkotierung bessere Chancen bezüglich grenzüberschreitendem Vertrieb als klassische Fonds?

Hübscher: Die Börsenkotierung hat sicherlich entscheidende Vorteile für die Käufer in Form von optimaler Verfügbarkeit und einer einmaligen Transparenz. Um jederzeit einen fairen Preis und eine hohe Transparenz zu ermöglichen, wird der Exchange Traded Fund kontinuierlich bewertet und die Zusammensetzung veröffentlicht. Grundsätzlich stellen ETFs jedoch Fonds dar, welche den gleichen Bewilligungsverfahren unterliegen wie andere Anlagefonds auch. In diesem Zusammenhang gibt es keine unmittelbaren Vorteile durch die Börsennotierung. Es ist aber von Vorteil im europäischen Vertrieb, dass die iShares den UCITS III-Richtlinien entsprechen.

Werden durch den Bundesgerichts-Entscheid in Sachen «Retrozessionen an Finanzdienstleister» inskünftig ETFs vermehrt auch im Privatkundenbereich Ein-

satz finden – oder ist diese Annahme bloss ein Trugschluss?

von Ah: Retrozessionen werden bezahlt, um die Aufwendungen für die Kundensuche, die Kundenbearbeitung und die Abschlusskosten zu entschädigen. Die gegenwärtig etwas erhitzt geführte Diskussion dreht sich um die Art der Offenlegungspflichten gegenüber den Kunden. Dass transparent informiert werden muss, steht für mich ausser Frage. Ebenfalls muss dem Kunden, d.h. den Auftraggebern gegenüber offen gelegt werden, was mit Provisionen passiert, die beim Auftragnehmer anfallen. Entweder werden sie den Kunden vollumfänglich gutgeschrieben oder sie sind Bestandteile der offen gelegten Gesamtentschädigungen der Auftragnehmer. Wenn der Kunde selber weiss, wie er sein Vermögen optimal anlegen kann, dann kann er auch ETFs einsetzen und damit die Beratungsgebühr einsparen. Ist er hingegen auf Rat angewiesen, was für die überwiegende Mehrheit der Kunden wohl zutreffen dürfte, muss er diese Beratungsleistung in irgendeiner Weise auch entschädigen.

Hübscher: Der Bundesgerichts-Entscheid hatte ja nicht zum Ziel, dem Anleger die Beratung unentgeltlich zur Verfügung zu stellen, sondern mehr Transparenz zu erzielen. In einigen Fällen empfiehlt der Berater dem Kunden Produkte, weil die Bank dabei am meisten verdient und nicht weil es das geeignetste Produkt für den Kunden darstellt – und dies trotz der fiduziarischen Verantwortung des Beraters. In vielen Fällen wird eine Bank deshalb ihren Kunden erst kostengünstige ETFs anbieten, wenn diese konkret danach fragen. Wir erwarten jedoch, dass sich die Modelle in der Vermögensverwaltung künftig hin zur direkten Entschädigung der Beratungsleistung entwickeln werden, wie sich dies in den USA seit einiger Zeit beobachten lässt. In diesem Modell hat der Berater keine finanziellen Anreize für die Wahl spezifischer Produkte und wird somit stets die aus seiner Optik besten wählen. In vielen Fällen werden das ETFs sein. Dieser Modellwechsel wird unserer Meinung nach natürlich aufgrund des Bundesgerichts-Entscheids beschleunigt.

Sind die Spreads zu gewissen Zeiten im Grundsatz kleiner als in anderen (beispielsweise während die relevanten Börsen geschlossen sind)?

Picard: Die Spreads reflektieren das Risiko, welches der Market Maker eingeht. Bei geschlossenen US-Märkten ist zu beobachten, dass ETFs auf amerikanische Aktien breitere Spreads aufweisen als bei geöffneten US-Börsen. Ein ETF auf den MSCI World wird nie den gleichen Spread haben wie ein Produkt auf den SMI oder den Euro STOXX 50, da der Market Maker sich in verschiedenen Märkten und Zeitzonen absichern muss. In den letzten Jahren sind aber die Spreads in vielen Produkten enger geworden, was auch damit zu tun hat, dass – wie vorhin erwähnt – mehrere Parteien Preise stellen und generell mehr gehandelt wird. Einige ETFs sind heute schon ähnlich liquide wie Bluechip-Aktien.

«Wir vermuten, dass es in den USA nur noch eine Frage der Zeit ist, bis der erste richtig aktiv verwaltete ETF auf den Markt kommt.»

Thorsten Michalik

Wie erklären Sie einem Kunden, dass voll replizierte ETFs trotzdem einen Tracking Error aufweisen? Wie gross sind diese in der Praxis?

von Ah: Unter einem voll replizierten ETF verstehen wir ein Wertschriftenportfolio, dessen einzelne Positionen die exakt gleichen Gewichte der Pendants im Index aufweisen. Für vernünftig breit diversifizierte Indizes braucht es enorme Kapitalsummen, um ein völlig identisches Abbild des Indexes zu erzeugen. Selbst im sehr liquiden US-Markt dürfte es nicht möglich sein, mit einem Vermögen von beispielsweise 10 Mio. US-Dollar den S&P500 exakt nachzubauen; Rundungsprobleme sind programmiert. Immer wenn nicht



«eins zu eins» nachgebaut werden kann, entsteht ein Abweichungsfehler – eben der Tracking Error bzw. die annualisierte Renditedifferenz zwischen dem Portfolio und dem entsprechenden Index. Neben der Rundungsproblematik sind Sand im Getriebe der Abbildung Dividendenzahlungen, Wechselkurse, Zeitpunkte und Art der Preisbestimmung der Wertschriften sowie Ein- und Ausflüsse von Kapital. Sie führen zu mehr oder weniger grossen Differenzen zwischen ETF und Index. Für praktische Zwecke handelt es sich hier meistens eher um technische Details.

Muss ein ETF neu zugeflossenes Geld zwingend in die entsprechenden Wertschriften investieren oder bestehen dazu gewisse reglementarische Freiheiten, z.B. hohe Cash-Quoten, grosse erlaubte Zeitspannen vom Eingang bis zur Anlage oder gar die Möglichkeit für Wertschriftenkäufe ausserhalb des Index?

Hübscher: Der Prozess des Kapitalzuflusses unterscheidet sich zwischen ETFs und traditionellen Fonds auf grundsätzliche Weise. Bei einem traditionellen Fonds hat jede Zeichnung bzw. Rücknahme einen Geldzufluss resp. -abfluss zur Folge. Bei ETFs hingegen finden Transaktionen ausschliesslich an der Börse statt. Dabei fliesst einem ETF nicht Kapital zu oder ab, sondern die dem Index zugrunde liegenden Wertschriften. Dabei wird ein Market Maker durch den bereits früher beschriebenen «Creation-Redemption»-Prozess neue ETF-Anteile kreieren bzw. vernichten. Weil das Ziel eines Exchange Traded Fund in der möglichst genauen Abbildung des Indexes liegt, d.h. in einem möglichst kleinen Tracking Error, wird auch die Liquidität als Folge von Dividendenzahlungen rasch wieder reinvestiert. Eine hohe Cash-Quote würde mit dieser Zielsetzung im Konflikt stehen.

Welche Methoden stehen heute zur Verfügung, um Indizes nachzubilden?

Hübscher: Uns steht heute eine Vielzahl verschiedener Methoden zur Verfügung, die wir je nach der Eignung für einen bestimmten Fonds einsetzen. Zu optimieren gelten immer zuerst die Ziele «Minimierung des Tracking Error» auf der einen und «Minimierung von Kosten und Komplexität» auf der anderen Seite. So setzen wir beispielsweise für den iShares DJ Euro STOXX 50 auf volle Replikation während beim iShares MSCI World der Index optimiert nachgebildet wird. Die Methode der Nachbildung mittels direkter Investition in einzelne Wertschriften gewährleistet ebenfalls eine hohe Transparenz, da die im ETF enthaltenen Positionen jederzeit bekannt sind.

Wie muss ein Index beschaffen sein, damit er sich als Basis für einen ETF eignet?

Picard: Das Wichtigste ist sicherlich, dass die so genannten «Underlyings» liquide sind und der Market Maker sich absichern kann. Aus diesem Grund ist es praktisch unmöglich, einen ETF auf Swiss Small Caps auszugeben. Der Markteinfluss wäre in diesem Bereich schlicht zu gross.

Wie breit sollte der Index gestreut sein – Anzahl Titel, Gewichtung –, damit die Risiken eines ETF optimal diversifiziert sind? Macht ein ETF auf zehn Aktienwerte Sinn; ein Beispiel gibt es für Russland?

von Ah: Das Thema der Diversifikation kann nicht genügend stark hervorgehoben werden. Nicht alle Eier in denselben Korb zu legen ist eine Binsenwahrheit, die eigentlich jeder kennt. Betrachtet man allerdings die Vermögensstrukturierung in der Praxis, so ist erschreckend, wie wenig oder wie unüberlegt diversifiziert wird. Ein Portfolio ist nicht deswegen gut diversifiziert, weil es in gleiche oder sehr ähnliche Produkte von zehn verschiedenen Anbietern investiert ist.

Hübscher: Diese Frage ist in der Tat berechtigt, allerdings kann man hier kaum eine Faustregel verwenden. Schliesslich ist es genau das Merkmal einiger Märk-



te, dass sie durch wenige zum Teil hoch gewichtete Titel dominiert werden. Die Schweiz ist eines von vielen Beispielen – hier dominieren eine handvoll Wertschriften den Aktienmarkt und somit die entsprechenden Indizes.

von Ah: Ich meine schon, dass die Schweiz mit dem SMI alleine viel zu wenig breit diversifiziert ist: die Segmente Finanz, Pharma und Nahrung dominieren zu stark. Der Anfang Juli neu eingeführte Swiss Leader Index SLI schafft immerhin etwas Abhilfe. In den USA stellt der S&P500 sicherlich ein breit diversifiziertes Portfolio dar, der Dow Jones mit seinen 30 Titeln hingegen nicht.

«Neuste Trends zeigen auf, dass ETFs zunehmend auch für die Satellitenanlagen eingesetzt werden.»

Markus Hübscher

Hübscher: Die EU versucht mit Hilfe von UCITS III eine gewisse Regulierung zu erreichen. So hat ein UCITS III-regulierter ETF auf einem allgemein akzeptierten Index zu basieren, der eine adäquate Bezugsgrundlage zum entsprechenden Markt darstellt. Die Indexkomponenten müssen auf einfache Weise öffentlich verfügbar sein und der Fonds muss den UCITS III-Regeln bezüglich maximaler Gewichtungen folgen: für Indexfonds bedeutet dies, dass die maximale Gewichtung einzelner Titel 20% beträgt; eine einzelne Position darf sogar 35% aufweisen.

von Ah: Noch kurz zum angesprochenen russischen ETF: Dieses Produkt mit rund 10 Titeln ist natürlich noch immer besser als der Kauf einer einzigen Aktie. Sofern dieser ETF in einem Portefeuille das Gewicht von einem halben oder ganzen Prozent einnimmt, ist das noch akzeptabel.

Konkret gefragt: Welcher Index ist der richtige für den US-Aktienmarkt? Worauf muss ein Investor achten, implizit auch beim Kauf des entsprechenden ETF?



von Ah: Der S&P500 ist ein guter, da relativ breit diversifizierter Index. Wer auf Bluechips setzen will, der hat damit eine sinnvolle Abdeckung. Wer die Tatsache berücksichtigen will, dass langfristig kleinere Firmen stärker wachsen können als grössere, der investiert entweder direkt in ein breites Universum von kleinen Titeln oder er kombiniert Bluechips mit mittel- und kleinkapitalisierten Firmen. Hierzu geeignet sind

breite Universa von den Russell-Indizes bis hin zum Wilshire 5000. Wichtig bei ETFs scheinen mir im Weiteren ein gewisses Minimalvolumen zu sein, sagen wir ab 50 Mio. aufwärts, sowie im Quervergleich attraktive Kosten.

Welchen Einfluss hat Securities Lending auf die Kosten? Wird dieses bei allen ETFs heute standardmässig umgesetzt?



Hübscher: Wir setzen Securities Lending aktiv ein, um die Kosten, d.h. die TER unserer Produkte möglichst gering zu halten. Unsere Investoren profitieren davon, dass wir in vielen iShares die Wertschriften des entsprechenden ETF ausleihen. Je nach Produkt können wir dadurch die TER um 30 und mehr Basispunkte senken. Häufig wird die Tatsache übersehen, dass ETF-Anteile selber ebenfalls ausgeliehen werden können, was die Kosten zusätzlich reduzieren kann.

Spielen bei ETFs die so genannten «economies of scale»? Sind in der Tendenz grössere ETFs billiger als kleinere?

Picard: Grundsätzlich sind ETFs aufgrund der geringen Gebühren für ein Massengeschäft gemacht. Deshalb sind grosse Fondsvolumen letztlich wichtig. Aufgrund der grossen Konkurrenzsituation mit vielen Anbietern, welche zum Teil auf die gleichen Indizes setzen, unterscheiden sich die Gebühren aber nur in geringem Ausmass. Es gibt auch Emittenten, welche institutio-

nelle ETFs anbieten – zu geringeren Verwaltungsgebühren, aber mit einem hohen Nominalwert pro Anteil.

Michalik: Vielleicht an dieser Stelle noch ein Wort zur Kennzahl TER, welche Kosten für Management, Verwaltung und anderes – zum Beispiel für Depot- und Lizenzgebühren oder auch die Wirtschaftsprüfung – beinhalten, allerdings das beim Fondskauf für aktive Fonds üblicherweise zu bezahlende Agio nicht mit einrechnen: Momentan liegen in Europa die TER-Werte für ETFs bei 0.47 Prozent, für aktive Aktienfonds sind sie bei rund 1.50 Prozent.

Welche Kostenarten lassen sich im Interesse der Investoren bei ETFs noch einsparen?

«Eine aggressive Anlagestrategie alleine hat nichts mit einer besonders hohen Wahrscheinlichkeit zu tun, das entsprechende Ziel auch zu erreichen.»

Roman von Ah

Michalik: Ich denke, auf der Kostenseite haben wir den Boden wohl erreicht. Aber Kosten widerspiegeln für den Anleger nicht nur die Verwaltungsgebühr, sondern auch die Genauigkeit der Indexnachbildung. Steigt ein Index im Jahr um 20% und ein ETF auf diesen erreicht nur eine Wertentwicklung von 19%, so ist das schlecht. Durch die neue EU-Richtlinie UCITS III können ETFs nun auch teilweise innovative Finanzinstrumente nutzen und somit effektiver Indizes replizieren als bisher. Die Deutsche Bank beispielsweise setzt bei ihren db x-trackers ETFs solche Instrumente bereits ein und erzielt dadurch eine noch nie erreichte Genauigkeit in der Abbildung von Indizes. Von Mitte Januar 2007 bis Ende Juni 2007 hat sich unser ETF auf den DJ EURO STOXX 50 schon um 50 Basispunkte besser entwickelt als der Index selbst. Normalerweise

se müsste der ETF aufgrund der Verwaltungsgebühr dem Index ja bisschen nachhängen; hier zeigt sich eine der Stärken unseres Hauses.

Mit wem müssen sich ETFs im Wettbewerb messen?

Hübscher: ETFs sind äusserst flexible Instrumente, die von verschiedensten Investorentypen inklusive den Hedge Fund Managern auf sehr unterschiedliche Art und Weise eingesetzt werden. Folglich müssen sie sich, je nach Anwendungsbereich, an einer Vielzahl von Finanzprodukten messen, die Investoren zur Verfügung stehen. Dies können sowohl Anlagefonds sein, aber auch Zertifikate oder Derivate. Ein Vergleich ist daher schwer.

Wie positionieren sich ETFs in einem Umfeld, wo Absolute Return-Produkte zunehmend an Bedeutung gewinnen?

Hübscher: Natürlich sind ETFs selbst keine Absolute Return-Produkte. Im Gegenteil: Sie sind sehr flexible Finanzinstrumente, die gerade auch von Absolute Return-Produkten oft eingesetzt werden. Weil sie kostengünstige Beta-Exposures erlauben und leer verkauft werden können, nutzen viele Hedge Funds die ETFs äusserst kreativ im Portfoliokontext, um absolute Renditeziele zu erreichen.

Worauf sollten Investoren bei Produktvergleichen achten? Aufgrund welcher Analyse-Kriterien sollen Investoren entsprechende ETFs auswählen?

von Ah: Folgende Fragen sollten vor dem Kauf geklärt werden: 1. Auf welches Titel-Universum bezieht sich der ETF? Hier würde ich auf bekannte Indizes wie MSCI und FT im Aktienbereich respektive JP Morgan, Citigroup oder Lehman im Bondbereich setzen. Die in Frage kommenden Indizes sollten ausserdem Dividenden reinvestiert berechnen. In der Schweiz sind nach wie vor der SMI und der SPI die Referenzgrößen für Aktien, der SBI für Obligationen. Eine 2. Frage bezieht sich auf die Höhe der belasteten Kosten – und dies auch im Vergleich mit der jeweiligen Konkurrenz. Als 3. Punkt scheint mir die Renditedif-

ferenz zwischen ETF und Index seit der Einführung von Interesse. Insbesondere interessiert natürlich, ob der ETF im Rahmen der angegebenen Kosten vom Index abweicht, oder ob höhere Differenzen vorhanden sind, die vom Anbieter unbedingt erklärt werden müssten. Schliesslich ist als 4. Frage zu klären, wie teuer der Kauf/Verkauf eines ETF über die Bank ist und wie viel es kostet, die Produkte im Wertschriftendepot zu halten.



In diesem Zusammenhang vielleicht die Frage für die SWX Swiss Exchange als neutrale Partei: Worin unterscheiden sich die verschiedenen Anbieter hierzulande?

Picard: Von den Anbietern werden natürlich verschiedene Strategien verfolgt. Die grössten Emittenten in Europa, iShares und Lyxor, bieten eine sehr breite Palette von Produkten an, um damit möglichst viele Bedürfnisse abzudecken. Andere Anbieter wie die ZKB konzentrieren sich bewusst auf Nischen wie zum Beispiel Metalle, und die Credit Suisse als weiteres Beispiel konzentriert sich mit ihren XMTCH-ETF vorwiegend auf Schweizer Aktien und Obligationen. In den USA sind in den letzten zwei Jahren viele Nischenanbieter aufgetaucht, welche sich nur auf gewisse Sektoren, zum Beispiel den Finanzbereich oder das Gesundheitswesen konzentrieren oder andere Arten von Indizes – Fundamentalewerte, Angebote mit Leverage etc. – replizieren.

Welche Fragen müssen sich zum Beispiel Pensionskassen stellen vor dem Einsatz von ETFs?

von Ah: Wie immer gilt: zuerst die Strategie und dann die Frage nach der optimalen Umsetzung. Die wichtigste Aufgabe einer Pensionskasse besteht in der Erarbeitung einer Anlagestrategie, welche die Anlagen und die zukünftigen Verpflichtungen optimal aufeinander abstimmt. Die Strategieermittlung bestimmt bekanntlich etwa 90 Prozent des zukünftigen Erfolgs. Bei der Umsetzung muss geklärt werden, ob die Vermögensverwaltung selber erbracht oder an ein Finanzinstitut delegiert wird und ob die Anlagestrategie passiv oder aktiv umgesetzt werden soll. In Abhängigkeit davon werden indexorientierte oder aktive Mandate vergeben – oder es wird eine Umsetzung mit ETFs angestrebt.

Michalik: Eine intelligente Asset Allokation mit mehreren Engagements in unterschiedlichen Branchen, Ländern oder Anlageklassen zum Zweck der Diversifikation kann übrigens schon heute mit dem ausschliesslichen Einsatz von ETFs realisiert werden.

facts

Firmenmeinung über Exchange Traded Funds

Barclays Global Investors

Barclays Global Investors ist einer der weltweit grössten Vermögensverwalter¹ sowie einer der führenden Anbieter von Investmentprodukten und -dienstleistungen. BGI ist eine Tochtergesellschaft von Barclays Bank PLC und betreut insgesamt 2900 Kunden. Per 30. Dezember 2006 wurde ein verwaltetes Vermögen von 1.8 Trillionen USD ausgewiesen. Mit iShares[®] ist BGI der globale ETF-Marktführer sowohl hinsichtlich verwalteter Vermögen – 300 Mia. USD zum 22. Februar 2007 – als auch bezüglich der Zahl an Produkten. iShares vertreibt weltweit 190 ETFs.

¹ «P&I / Watson Wyatt World 500» Pensions & Investment, 04.09.06

BARCLAYS GLOBAL INVESTORS

Deutsche Bank

Die Deutsche Bank ist eine weltweit führende Investmentbank mit einem starken und erfolgreichen Privatkundengeschäft. Der Geschäftsbereich Global Markets vereint sämtliche Handels-, Verkaufs- und Analyseaktivitäten und beherbergt auch die Exchange Traded Funds. Seit Anfang Januar 2007 offeriert das Haus über db x-trackers in der Schweiz zahlreiche interessante ETFs auf Indizes unterschiedlicher Anlageklassen (Aktien, Schuldverschreibungen, Geldmarkt- und Kreditprodukte sowie Rohstoffe). Die Produkte sind Subfonds des Luxemburger Umbrella db x-trackers SICAV und entsprechen den UCITS III-Bestimmungen.

db x-trackers
Deutsche Bank Exchange Traded Funds

SWX Swiss Exchange

Die SWX Swiss Exchange verfolgt konsequent eine auf Internationalität ausgerichtete Strategie basierend auf dem starken Finanzplatz Schweiz. In grenzüberschreitender Zusammenarbeit mit Partnerorganisationen erbringt sie erstklassige Börsendienstleistungen für sämtliche Beteiligten. Die in London basierte virt-x ist der Heimatmarkt für alle im SMI enthaltenen Titel. Sie ist eine «Recognised Investment Exchange» gemäss FSA. ETFs werden an der SWX seit dem Jahr 2000 und an der virt-x seit 2002 gehandelt. Sie bilden eine Erfolgsgeschichte; diese Segmente sind jährlich zwischen 30 und 40 Prozent gewachsen.

SWX Group companies



Roman von Ah

Auch als überzeugter aktiver Vermögensverwalter mit einem erfolgreichen Leistungsausweis von zwei Jahrzehnten zollt Dr. von Ah den ETFs einen hohen Respekt. Es ist eine nicht bestreitbare Tatsache, dass der Durchschnitt der aktiven Vermögensverwalter die Indizes unmöglich schlagen kann. Deshalb ist es nur folgerichtig, wenn ETFs eine systematische Rolle in der Vermögensverwaltung spielen – über kurzfristige taktische Positionierungen hinaus. ETFs werden das Denken und Handeln von Vermögensverwaltern stark disziplinieren und letztlich zur Effizienz im Preisfindungsprozess an den Kapitalmärkten beitragen.

von Ah: Ist das Titeluniversum der in Frage kommenden ETFs ausreichend gross, sind die entsprechenden Volumina hoch genug und die Kosten im Vergleich zu Mandaten attraktiv? Diese Fragen stehen im Zentrum, natürlich auch wie das Reporting gelöst wird und ob es Möglichkeiten für individuelle Wünsche gibt.

Michalik: Gerade institutionelle Investoren, also Vorsorgeeinrichtungen, Versicherungen, Dachfonds oder Vermögensverwalter, schätzen ETFs für ihre Indexanlagen, da diese ein Sondervermögen darstellen. Oft dürfen Institutionelle gar keine Futures handeln, weil dies Schuldverschreibungen sind. ETFs werden somit in der Asset Allokation, im Cash Management, bei Core/Satellite-Strategien oder zur Portfolioabsicherung verwendet.

Ein Wort vielleicht zum Cash Management?

Michalik: Gerne. Die durch Market Maker stets garantierte Liquidität ermöglicht es institutionellen Anlegern beispielsweise, kurzfristige Barbestände in ETFs zu tauschen. Die schnelle Investition in die Benchmark kann verhindern, dass kurzfristige markante Kursentwicklungen verpasst werden und ein so genannter «Cash Drag» entsteht. Barbestände werden daher von Fondsmanagern oft solange in ETFs «geparkt», bis eine langfristige Anlageentscheidung für sie getroffen ist bzw. in andere Wertpapiere oder Wertpapierkörbe investiert werden kann. In Aufschwungphasen können Zuflüsse dadurch schnell und marktschonend angelegt werden, ohne dass die Struktur des Portfolios verändert werden muss oder viele Einzeltitel gehandelt werden müssen. Umgekehrt können Portfoliomanager in Abschwungphasen ihren Liquiditätsbedarf durch die Veräusserung von ETFs sofort decken, ohne risikoreich mit Einzeltiteln im Markt agieren oder die Portfoliostruktur angreifen zu müssen.

Passivanlagen für den Kernbereich, aktive Anlagen für die Satelliten. So steht's überall. Ist es deshalb (noch) korrekt oder sind gerade deswegen Zweifel angebracht?

von Ah: Die Core/Satellite-Strategie kombiniert ja einen passiven Anlagekern mit sehr aktiven Satelliten, dies in der Hoffnung, dadurch Mehrwerte zu erzielen. Wegen der hervorragenden Informationsverarbeitungsqualität der Märkte ist es heute aber ausserordentlich schwierig, nachhaltig Überrenditen zu erzielen. Eine aggressive Anlagestrategie alleine hat nichts mit einer besonders hohen Wahrscheinlichkeit zu tun, das entsprechende Ziel auch zu erreichen. Es kann sogar gezeigt werden, dass aktive Manager mit einer kontrollierten Abweichung von der passiven Strategie langfristig eher erfolgreich sind.

Hübscher: Grundsätzlich ist diese Aussage korrekt. Allerdings zeigen die neuesten Trends auf, dass ETFs zunehmend auch für die Satellitenanlagen eingesetzt werden. In den letzten Monaten wurden viele Produkte gerade auf traditio-

nelle Satellitenthemata lanciert, so etwa Infrastruktur, Immobilien oder Rohstoffe. Diese ETFs sind auf die relativ kurze Frist zumindest in vielen Fällen ihren aktiven Gegenparts überlegen.

Besteht heute nicht die Gefahr, dass immer aussergewöhnlichere Indizes bzw. ETFs kreiert werden und Anleger langsam die Übersicht verlieren?

von Ah: Es ist in der Tat so, dass heute von einer unübersichtlichen Vielfalt der Produkte gesprochen werden muss. Die Schweiz ist ein Finanzplatz mit ausgesprochener Produktorientierung. Immer weniger wird das Anlageproblem des Kunden effektiv analysiert; massgeschneiderte Lösungen werden schon gar nicht erarbeitet. Auch wenn die Vielfalt der Produktinnovationen beeindruckend ist, so darf doch behauptet werden, dass viele Anleger mit ein paar wenigen, richtig kombi-

nierten Grundbausteinen der Vermögensverwaltung viel besser fahren würden.

Es scheint, dass sich Lancierungen von ETFs immer mehr an Trends orientieren. Wie sieht der Kurations- bzw. Evaluationsprozess auf Anbieterseite aus?

Picard: Im Gegensatz zu den strukturierten Produkten ist technisch betrachtet der ganze Aufsetzungsprozess von ETFs inklusive der Bewilligung seitens EBK viel langwieriger und kostenintensiver. Dies wird sich bei den Emittenten mit Sicherheit auf die Planung auswirken und sie davon abhalten, jedem kurzfristigen Trend nachzujagen.

Hübscher: Ihre Beobachtung ist richtig. Nachdem zu Beginn die grossen nationalen und internationalen Benchmarks im Zentrum des Interesses standen, geht die Entwicklung von neuen Produkten vermehrt in Richtung Themen. Bei iShares

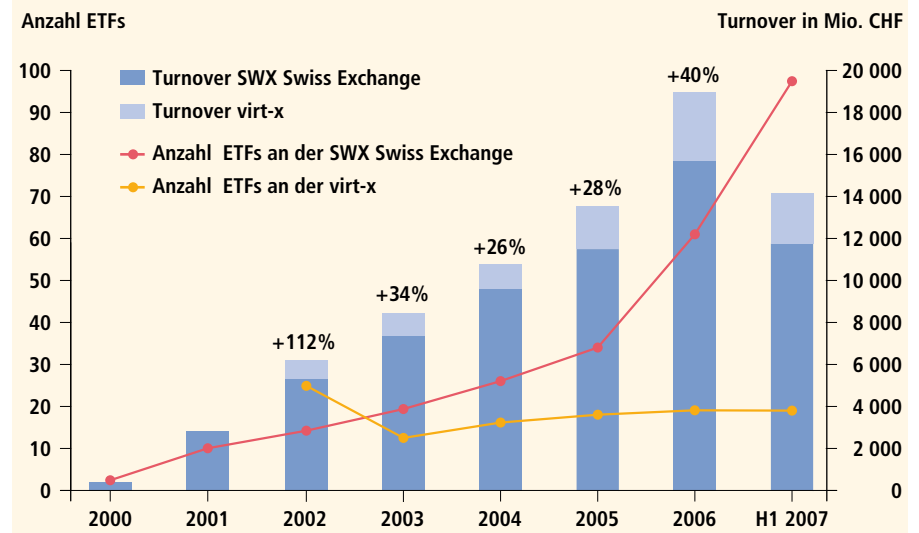
sind wir diesbezüglich regelmässig mit unseren Kunden in Kontakt und orientieren uns an deren Wünschen. Im Vordergrund stehen heute Anlagethemen, welche für die allermeisten Investoren schwierig mit Direktanlagen oder anderen Instrumenten abzudecken sind.

Was geschieht derzeit im ETF-Bondsegment?

Picard: Derzeit sind an der SWX immerhin schon zwölf ETFs auf europäische, amerikanische und Schweizer Obligationen kotiert. Die Umsätze in diesen Produkten sind allerdings noch relativ klein. Dies hängt aber auch mit dem Zins-Umfeld und den während der letzten Jahre boomenden Aktienmärkten zusammen. Ausserdem sind die ETFs auf Bonds vorwiegend Anlageprodukte und werden daher weniger für kurzfristige Handelspositionen genutzt.

Michalik: Die Deutsche Bank bietet ETFs auf den EONIA-sowie den Global Inflation-linked Index an und ist somit als erste Bank in den Geldmarkt vorgedrungen. Ferner hat unser Haus zehn ETFs auf iBoxx-Indizes der Eurozone eingeführt und offeriert dadurch die breiteste Produktpalette auf europäische Staatspapiere. In Kür-

Turnover und Anzahl von ETFs 2000–2007



Quelle: SWX Swiss Exchange/virt-x

ze werden wir unter unserer db x-trackers Plattform für ETFs neue Produkte auf drei iTraxx-Indizes anbieten können, nachdem wir jüngst eine Lizenz dafür erhalten haben. Die drei Indizes werden sein iTraxx Europe, iTraxx Europe HiVol und iTraxx Europe Crossover. Mit der Einführung dieser Angebote können europäische

Kunden erstmalig mit ETFs auf CDS-Indizes handeln. Es wird allgemein davon ausgegangen, dass die iTraxx ETFs insbesondere bei Unternehmen, Versicherungen und Vermögensverwaltern sehr gefragt sein werden.

In welche Richtung wird sich die Angebotspalette der ETFs in Zukunft entwickeln? Wie sieht die nächste Generation von ETFs aus?

Hübscher: Das Angebot an ETFs wird sich weiter verbreitern, wodurch Anleger alle ihre Anlagebedürfnisse immer besser mittels ETFs abdecken können. Dazu gehören gerade auch die vorhin angesprochenen ETFs auf Bond-Indizes, die auch bei unseren Kunden auf zunehmendes Interesse stossen. Schliesslich ermöglichen diese Produkte ein Engagement in Obligationen zu absolut attraktiven Preisen. Für viele Investoren ist es kaum möglich, unter Berücksichtigung der Transaktionskosten für die Reinvestition von Coupons und auslaufenden Obligationen, kostengünstiger in diese Anlageklasse zu investieren.

Michalik: Mit db x-trackers werden wir in der zweiten Jahreshälfte ETFs auflegen, welche Investmentstile, Strategien oder



Strukturen abbilden. Wir sehen ausserdem, dass immer mehr ETFs auf speziellen Investmentthemen wie zum Beispiel Biotechnologie oder Wasser entstehen.

Erlaubt UCITS III auch bei ETFs Möglichkeiten für Innovationen?

Michalik: Ich hatte vorhin erwähnt, dass die neue EU-Richtlinie UCITS III den ETFs nun auch erlaubt, teilweise innovative Finanzinstrumente zu nutzen und somit auf effektivere Weise Indizes zu replizieren als bisher. Neu können aber auch Indizes nachgebildet werden, für die bisher keine Anlagemöglichkeiten über Fonds bestanden. Ich denke da beispielsweise an den im Juni emittierten ETF auf den ShortDAX der Deutschen Börse, womit Käufer entweder auf fallende Märkte setzen oder ihre Portfolios absichern können.

Hübscher: Wie jeder klassische Anlagefonds auch, sind die ETFs ebenfalls von UCITS III betroffen. Die erweiterten Möglichkeiten analysieren wir sehr genau.

Werden wir eine Parallelwelt erleben, in der letztlich quasi jeder Fonds sein Pendant in einem ETF findet?

Michalik: Generell glaube ich, dass Europa erst am Anfang eines richtigen ETF-Booms steht. Ich wäre nicht erstaunt, wenn sich zum Jahresende 2007 die Anzahl der weltweit kotierten ETFs gegenüber Ende 2006 verdoppelt. Wir vermuten, dass es in den USA nur noch eine Frage der Zeit ist, bis der erste richtig aktiv verwaltete ETF auf den Markt kommt. Sollte dies geschehen, betreten ETFs komplettes Neuland, nämlich das Terrain der 5.4 Billionen Euro, die Ende 2006 von über 500 aktiven Vermögensverwaltern in den USA betreut wurden. Auch dieser Trend wird vor Europa nicht halt machen.

Hübscher: Ich persönlich würde es nicht gerade Parallelwelt nennen. Aber ja, ich bin davon überzeugt, dass letztlich jeder klassische Fonds sein ETF-Pendant haben wird.

Picard: Auf jeden Fall werden wir noch manche Innovationen sehen und der Anleger kann sich freuen, dass er immer zahlreichere Anlagemöglichkeiten durch ein

derart günstiges Instrument abdecken kann.

von Ah: Ich sehe die Zukunft etwas differenzierter. Indexorientiertes Anlegen gibt es in den USA seit den siebziger Jahren; ETFs bilden dabei mechanisch bestimmte Marktsegmente ab. Es wird geschätzt, dass etwa ein Drittel der Anlagen passiv, d.h. indexiert erfolgen. Ein Bonmot besagt, dass Anleger grundlegend schwanken zwischen Gier, Neid und Angst. Wer mit dem oft zitierten «Rückspiegel» sein Geld anlegt, wird immer Produkte finden, welche noch besser gewesen wären als die gewählten Investments. Neid und Gier sorgen dafür, dass erfolgreiche Strategien des Nachbarn kopiert werden, auch wenn sie völlig zufällig zustande kamen. Dies ist der beste Nährboden für aktives Anlegen, welches mit ETFs meines Erachtens so gar nicht nachgebildet werden kann. Die Erfahrung übrigens zeigt, dass das Interesse an aktiven oder passiven Strategien immer Mal wieder in die eine oder andere Richtung ausschlägt. Dies wird wohl auch in Zukunft so bleiben.

Markus Hübscher

Leiter Barclays Global Investors Schweiz, Zürich.



Thorsten Michalik

Head of Exchange Traded Funds bei Deutsche Bank AG, Frankfurt.



Alain Picard

Product Manager ETFs and other Financial Products bei der SWX Swiss Exchange & virt-x, Zürich.



Dr. Roman von Ah

VR-Delegierter und designierter Geschäftsführer einer sich derzeit in Gründung befindenden Fondsleitung mit Sitz in Zürich.

