

# Derivate

Gold gegen Inflationsrisiko 37

Palladium profitiert vom Wirtschaftswachstum Chinas

Beachtliche Avancen 37

Nickel steht in der Gunst der Anleger

Kaufdruck der Investoren steigt 39

Risikobereitschaft nimmt zu

**Emittenten**

Sal Oppenheim	36
Société Générale	36

## Jeder Basispunkt zählt

First Movers sind im Vorteil – Erstes ETF-Rating für die Schweiz und Deutschland – Gebührenfreie Indexfonds im Angebot



BILD: KEYSTONE

In den letzten Jahren waren **Gebühren** weniger ein Thema als Kursgewinne. Die Zeiten haben sich geändert: Gegenwärtig wird jeder Basispunkt mit dem **Rechenschieber** gezählt.

**PETER MANHART**

Viele Anleger haben sich enttäuscht von aktiv verwalteten Fonds abgewendet. Die Verwerfungen an den Finanzmärkten haben den Grossteil der Fondsmanager entzaubert. Mit Argwohn schielen diese auf kotierte Indexfonds (Exchange Traded Funds, ETF) – in den letzten Jahren ist viel Vermögen in diese Produktgruppe geflossen. In der Schweiz waren per Ende Juni rund 90 Mrd. Fr. in 175 ETF von zehn Anbietern investiert, in Deutschland sogar mehr als 135 Mrd. Fr. in beinahe 460 Instrumenten von 13 Emittenten. Weltweit dürften bald 850 Mrd. Fr. in mehr als 1700 ETF angelegt sein.

Eigentlich verkaufen Banken Kunden lieber andere Anlagevehikel als ETF, kommen sie doch so nicht in den Genuss von üppigen Kommissionen und Retrozessionen. Doch passive Anlagen erfüllen gegenwärtig die dringendsten Bedürfnisse von Investoren: ETF sind einfach verständlich, transparent, liquide und vor allem kostengünstig. Absolute Rendite ist keine Selbstverständlichkeit mehr, Gebühren sind ein wichtiges Kriterium für den Investitionsentscheid geworden.

### Securities Lending sei Dank

Dabei gilt es, nicht nur auf die in der Kenngrösse Total Expense Ratio (Ter) summierten Kosten zu achten – in der Regel beträgt die Verwaltungsgebühr zwischen 15 und 70 Basispunkte (100 Basispunkte entsprechen 1 Prozentpunkt) pro Jahr. Zusätzlich fallen Courttagen für den Börsenhandel an, und die Spanne zwischen Geld- und Briefkurs muss berücksichtigt werden – besonders im Fall von ETF, die sich auf exotische Basiswerte beziehen oder wenig Assets unter Management aufweisen bzw. mit wenig Kapital unterlegt sind. Der Spread beträgt im Extremfall mehr als 200 Basispunkte.

Gewisse Anbieter, unter anderem Ishares, weisen gegenüber den Mitbewerbern eine verhältnismässig hohe maximale Ter aus. Das bedeutet aber nicht, dass sie zwingend teurer als die Konkurrenz sind. Meist erwirtschaften sie durch den Verleih von Aktien (Securities Lending) aus dem Fondsvermögen einen Zusatzbeitrag, der jeweils Ende Jahr den Anlegern ausgezahlt wird. Während der Ausleihe sind die Aktionärsrechte suspendiert (Stimmrecht, Teilnahme an der GV). Der Verleiher bleibt dividendenberechtigt.

Deutsche Bank stellt sich hierbei geschickt an. Ihr ETF auf den Euro Stoxx 50

hat den zugrundeliegenden Index in den vergangenen drei Jahren jeweils um mindestens 50 Basispunkte übertroffen, weshalb er nun gebührenfrei angeboten wird. Zusatzträge aus dem Securities Lending fließen weiterhin ins Fondsvermögen zurück. Das betrifft sowohl die thesaurierende als auch die ausschüttende Variante. Demnach verdient die Bank nur noch an der Geld-Brief-Spanne. Wie die Bank auf Anfrage mitteilt, ist derzeit aber nicht geplant, weitere ETF kostenlos anzubieten. Es dürfte nicht lange dauern, bis andere Emittenten nachziehen und die Preise ebenfalls senken, zumindest für ETF auf den Euro Stoxx 50.

Deutsche Bank hat zudem angekündigt, den Net Asset Value (NAV) von beinahe allen ETF zu mindestens 108% abzusichern. Als Pfand (Collateral) werden Wertpapiere hinterlegt. Doch weshalb ist das notwendig? ETF sind doch rechtlich gesehen geschützte Sondervermögen? Das trifft zwar zu – werden ETF aber syn-

thetisch mit einem Swap konstruiert, besteht ein auf maximal 10% der Investitionssumme beschränktes Ausfallrisiko. Diese Limite schreiben die europäischen Ucits-III-Regeln vor. Sicherheit ist nach wie vor eine der grössten Sorgen von Privatanlegern, viele Anbieter beschränken sich daher bewusst auf eins zu eins aus Basiswerten replizierte ETF, die kein Gegenparteirisiko aufweisen.

### Schweinebäuche in Zürich?

Apropos Sicherheit: Dem Vernehmen nach ist Credit Suisse (CS) dabei, physisch hinterlegte Rohwaren-ETF zu lancieren. Das Angebot soll Metalle, aber auch Lebens- und Genussmittel umfassen. Die Basiswerte, etwa Schweinebäuche, werden wohl nicht an der Bahnhofstrasse gelagert, auch wenn der Paradeplatz im 17. Jahrhundert ein Tiermarkt war, genauer ein «Saumart». Für die Lagerung ist eine kreative Lösung gefragt, die partner-

schaftlich mit dem Zuger Rohstoffhändler Glencore erarbeitet wird. Wann die Produkte emittiert werden und was sie kosten, ist noch nicht bestimmt. Credit Suisse ist Marktführer in der Schweiz und will in Europa näher zu den Top drei der Industrie – Ishares, Lyxor (Société Générale) und Deutsche Bank – aufrücken. Mit Blick auf die verwalteten Vermögen ist das ein ambitioniertes Ziel. Die drittplatzierte Deutsche Bank hat in Form von ETF rund 23,5 Mrd. Fr. mehr verwaltete Vermögen als die CS. Bislang beziehen sich ETF der CS nur auf Schweizer Aktien und Obligationen. Um Neugeld zu akquirieren, wurde die Palette jüngst durch einen ETF-Baukasten erweitert, der es ermöglicht, in diverse Anlageklassen und Regionen zu investieren.

Zwar buhlt eine Vielzahl von Anbietern um die Anlegergunst, der Wettbewerb im ETF-Markt spielt indes erst teilweise. In vielen Fällen hat der sogenannte First Mover einen entscheidenden Vorteil gegenüber Nachzüglern, auch wenn sie bessere Konditionen bieten. Das trifft beispielsweise auf die gemessenen an den verwalteten Vermögen gewichtigsten ETF an der SIX Swiss Exchange zu: den Xmtch von Credit Suisse auf den SMI und den mit physischem Gold hinterlegten ETF der Zürcher Kantonalbank ZKB.

### Ratings zurate ziehen

Obwohl der ETF auf Gold keine Währungsabsicherung im engeren Sinn aufweist – im Gegensatz zum später lancierten Konkurrenzprodukt von Julius Bär –, findet das Angebot der ZKB gemessen an den verwalteten Vermögen wesentlich grösseren Anklang. Das erstaunt, denn während der in Franken denominierte Gold-ETF der ZKB in den vergangenen drei Monaten 1,8% verloren hat, rückte der währungsbesicherte Gold-ETF von Julius Bär im selben Zeitraum 4% vor.

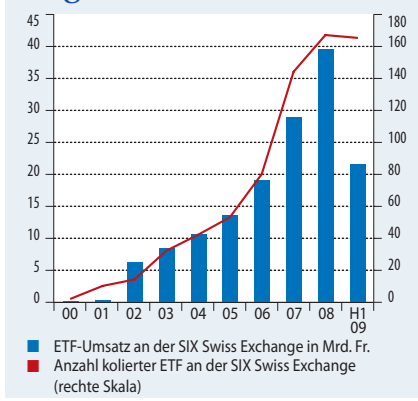
Der Aufklärungsbedarf ist auch im Fall der vermeintlich simplen ETF nach wie vor gross. Wertvolle Dienste erweisen dabei die neuen Ratings von Fundexplorer. In die Bewertung fließen rund fünfzehn Kennzahlen ein, die in die Kategorien Kursentwicklung, Liquidität und Kosten/Risiken zusammengefasst sind. Ratings werden aber nur für ETF vergeben, die seit zwölf Monaten existieren und eine genügend grosse Vergleichsgruppe aufweisen. Die Bewertungen sind ein Schritt in die richtige Richtung, die Aussagekraft darf aber nicht überbewertet werden. Der Einfluss des Securities Lending auf die Gebühren wird u. a. nicht berücksichtigt.

### Teure Exoten

ETF-Kategorie	Total Expense Ratio (Ter) in Basispunkten
Alternative Anlagen	65
Rohstoffe	45
Aktien Europa	28
Aktien USA	38
Währungen	19
Festverzinsliche	16
Aktien weltweit	49
Aktien Schwellenländer	63
Short	41
Hebel	55
Short-Hebel	61
Mix (Aktien, Festverzinsliche)	72
<b>Durchschnitt Aktien</b>	<b>37</b>
<b>Durchschnitt Festverzinsliche</b>	<b>16</b>
<b>Durchschnitt aller Kategorien</b>	<b>31</b>

Quelle: Barclays

### Ungebremstes Wachstum



Quelle: SIX Swiss Exchange / Grafik: W&A

### Details offenbaren Unterschiede

Eigenschaft	Exchange Traded Funds	Exchange Traded Structured Funds	Index-zertifikate	Nicht kotierte Anlagefonds	Futures	Aktien
Preisfeststellung	Fortlaufend	Fortlaufend	Fortlaufend	(Forward Pricing)	Fortlaufend	Fortlaufend
Liquidität	Sehr hoch	Hoch	Hoch	Kein Börsenhandel	Hoch	Niedrig bis hoch
Laufzeitbegrenzung	Nein	Im Regelfall begrenzt	Im Regelfall begrenzt	Nein	Begrenzt	Nein
Wiederanlagerisiko	Nein	Ja <sup>1</sup>	Ja <sup>1</sup>	Nein	Ja	Nein
Leerverkäufe	Ja	Nein	Nein	Nein	Ja	Ja
Minimale Auftragsgrösse	1 ETF	1 ETSF	1 Zertifikat	Kein Minimum	10 Fr. x Index	1 Aktie
Kauf- resp. Verkaufskosten	Börsen-gebühren	Börsen-gebühren	Börsen-gebühren	Ausgabeaufschlag von bis zu 5%	Eingepreist	Ja
Rollrisiko	Nein	Nein	Nein	Nein	Ja	Nein
Finanzierung	Keine Nachschusspflicht	Keine Nachschusspflicht	Keine Nachschusspflicht	Keine Nachschusspflicht	Sicherheits-hinterlegung Zentrale	Keine Nachschusspflicht
Kreditrisiko	Nein <sup>2</sup>	Nein <sup>2</sup>	Gegenpartei	Nein	Gegenpartei	Ja
Management-gebühr	Ja	Ja	Ja/Nein	Ja	Nein	Nein

<sup>1</sup> falls Laufzeitbegrenzung vorhanden <sup>2</sup> Innerhalb des Finanzinstruments kann es im Fall swapbasierter Replikation zu einem Gegenparteirisiko von max. 10% kommen. Quelle: SIX Swiss Exchange

## Lieber Anlegen

### Wann kommt die Pfandbesicherung?

Mit grossem Tamtam wurde die Pfandbesicherung von Zertifikaten vom Schweizerischen Verband für Strukturierte Produkte SVSP und der Derivatbörse Scoach im Februar angekündigt. Eine feine Sache, die mich nach wie vor überzeugt und der ich gutes Gelingen wünsche. Damals hiess es, der Service stehe ab dem zweiten Quartal zur Verfügung. Die Zeit verging, passiert ist nichts. Auf meine Nachfragen hin wurde ich beschwichtigt. Nun heisst es vonseiten der Börse, es sei bald so weit. Auf den Tag genau könne das noch nicht bestimmt werden, aber die Lancierung komme bestimmt im dritten Quartal. Die Worte höre ich wohl.

Und was wird der Dienst kosten? Im Februar sprach der SVSP von rund 20 Basispunkten, also 0,2% pro Jahr. Bald kamen jedoch Zweifel auf, ob diese Konditionen gewährleistet werden können. Die Ausfallversicherung dürfte deutlich teurer werden, die Rede ist nun von 50 bis 100 Basispunkten. Emittenten können je nach hinterlegten Sicherheiten Kosten optimieren, aber diese kaum darunter drücken.

### Wer zu spät kommt

Die Betreiber stecken im Dilemma. Einerseits soll der Service für die Börse lukrativ sein – auch wenn das Segment wohl nicht zur Cashcow avanciert –, andererseits sinkt die Bereitschaft, für besicherte Zertifikate zusätzliche Gebühren zu berappen, mit jedem Tag, an dem die Erholung an den Börsen anhält. Der Lehman-Kollaps war ein Schock, keine Frage, doch seither ist kein gewichtiger Emittent mehr ausgefallen, und es besteht Konsens darüber, dass es falsch war, Lehman in Konkurs gehen zu lassen. Heute würde alles unternommen, eine systemrelevante Bank zu retten.

Einige Anbieter haben bereits besicherte Zertifikate im Angebot. Reissen den Absatz finden sie aber nicht, im Gegenteil, sie sind eigentliche Ladenhüter. Die Pfandbesicherung an der Scoach kommt also reichlich spät. Ich hoffe, dass das Projekt trotz der personellen Änderungen im Management der Derivatbörse und der damit verbundenen Einarbeitungszeit nun zügig abgeschlossen wird – erst recht im Sommerloch. Denn die Erfolgsaussichten werden durch die Verzögerung nicht besser.

### Marchzins von Zertifikaten

Kürzlich besuchte ich die Webseite des SVSP und stellte mit Freude fest: Die neu eingeführte Risikokennzahl steht nun für viele Produkte bereits ab dem ersten Handelstag zur Verfügung und nicht erst 24 Stunden später, wie es zu Beginn der Fall war. Mir wurde erklärt, grundsätzlich sei das für jedes Produkt möglich, ein Garantie darauf gebe es allerdings nicht. Das sei abhängig von den Daten, die an Derivative Partners übermittelt würden.

Letzten Samstag habe ich mich kurz zum Marchzins von Strukis geäussert, ich komme darauf zurück, weil einige Leser nach einer Klärung in der Unterscheidung von Clean und Dirty Pricing fragten. Besitzer von Zertifikaten mit einem Coupon haben so oder so Anspruch auf Marchzins, wenn sie das Produkt während der Laufzeit verkaufen. Im Dirty Pricing ist der aufgelaufene Zins in den Briefkurs bereits eingerechnet, während er im Clean Pricing separat ausgewiesen und abgerechnet wird.

Ihr Derivatler