

Rutschgefahr bei Indexfonds

Exchange Traded Funds sind einfache Vehikel, mit welchen die Entwicklung eines Index nachvollzogen werden kann. Doch **nicht bei allen ETF ist wirklich drin, was drauf steht**. **VON MARCUS DANKERT**

Sicher, transparent und einfach – mit solch wohlklingenden Schlagworten werben Anbieter von Exchange Traded Funds (ETF) um die Gunst der verunsicherten Anleger. Eine Werbestrategie, die bisher Erfolg hatte: So wuchs 2008 trotz Finanzkrise und Ausverkaufsstimmung an den Börsen das ETF-Vermögen europaweit um rund 20 Prozent auf knapp 113 Milliarden Euro. Die relativ junge Anlagekategorie ist zu einem Auffangbecken für enttäuschte Aktien- und Fondsanleger geworden.

Doch bei genauer Betrachtung werden Investoren in falscher Sicherheit gewiegt. Einfach mögen die Indexfonds zwar auf den ersten Blick sein, doch von sicher und transparent kann bei einer Vielzahl von ETF nicht die Rede sein. Ebenso wie strukturierte Produkte beinhalten viele in der Schweiz angebotene ETF ein Emittentenrisiko – ähnlich wie die viel kritisierten Lehman-Produkte. Der Grund: Viele Anbieter setzen bei der Index-Replikation auf Swaps. Nach Angaben des Informationsanbieters fundexplorer.ch kommen bei 71 der 154 an der SIX Swiss Exchange kotierten

Viele Anbieter setzen auf Swaps.

ETF die Finanzinstrumente zum Einsatz. Dabei ist die Verteilung recht eindeutig. Während Schweizer ETF-Anbieter gänzlich auf den Einsatz von Swaps verzichten, setzen die Deutsche Bank, Société Générale und ABN Amro bei ihrer kompletten Produktpalette auf diese Vehikel (siehe Tabelle unten). Bei Swaps handelt es sich im Grunde um Tauschgeschäfte von Zahlungsströmen in der Zukunft. Diese «synthetische Indexnachbildung» ist demnach eine kombinierte Investition in einen Wertpapierkorb und in einen Index-Swap, wobei der Swap als Differenzergüllungsge- schäft zwischen der Wertentwicklung des Aktienkorbes und der Indexentwicklung fungiert. «Der ETF tauscht also die Performance der im Fonds befindlichen Wertpapiere gegen die Performance des dem ETF zugrundeliegenden Basiswertes (Index)», beschreibt die SIX Swiss Exchange die Funktionsweise.

Bei der synthetischen Nachbildung kommt es demnach zu zwei Besonderheiten: Erstens kann der Aktienkorb des ETF sich grundsätzlich vom Indexaktienfonds unterschei-



BILD: WWW.BILDERBOX.COM

den. So ist es also durchaus vorstellbar, dass ein Swap-basierter ETF auf den Schweizer Blue-Chip-Index SMI auch oder gar nur Aktien deutscher, italienischer, französischer, amerikanischer oder asiatischer Unternehmen enthält.

Nach Angaben der Rating-Agentur Morningstar gegenüber der Neuen Zürcher Zeitung hat beispielsweise der «db x-Trackers DAX ETF» per Ende Juni 2008 komplett aus japanischen Aktienwerten bestanden. Mittlerweile setzt sich der zugrundeliegende Aktienkorb jedoch wieder aus den 30 Dax-Titeln zusammen, wie ein Blick auf die Webpage von db x-Trackers zeigt. Somit kann sich die Performance des Aktienkurses gänzlich von der Indexentwicklung unterscheiden. «Entscheidend für den Investor ist, dass die Performance des zugrundeliegenden Indexes auch wirklich getrackt wird. Und dies ist bei Swap-Lösungen aufgrund des vertraglich zugesicherten Performance-Ausgleiches absolut der Fall», argumentieren Vertreter der SIX Swiss Exchange.

Ein Beispiel: Ein ETF-Anbieter investiert das komplette Fondsvermögen in Höhe von 100 Franken in einen «beliebigen» Aktienkorb. Der Nettoinventarwert (NAV) beträgt zu diesem Zeitpunkt 100 Franken und der Wert des Swap ist null Franken. Im Lauf des Handelstages gewinnt der «nachgebildete» Index vier Prozent, der Aktienkorb des ETF aber nur zwei Prozent, was einem Gesamtwert von 102 Franken entspricht. Der Swap hat am Ende des Handelstages entsprechend einen Wert von zwei Franken – also die Differenz zwi-

Quelle: www.fundexplorer.ch / Stocks

Anbieter und ihre Replikationsmethode

ETF-Anbieter	Swap-Produkte	Methode
Credit Suisse	Nein / Produkte 8 / Swapbasiert 0	Vollständige Indexnachbildung und Sampling-Methode
db x-Trackers (Deutsche Bank)	Ja / 28 / 28	Vollständig synthetische Indexnachbildung
EasyETF (AXA IM/BNP Paribas)	Ja / 2 / 1	Synthetische Indexnachbildung bei Rohwaren-ETF
iShares (Barclays Global Investors)	Nein / 48 / 0	Vollständige Indexnachbildung und Sampling-Methode
Julius Bär	Nein / 6 / 0	Vollständige Indexnachbildung; physisch unterlegt
Lyxor (Société Générale)	Ja / 32 / 32	Vollständig synthetische Indexnachbildung
Market Access (ABN Amro)	Ja / 10 / 10	Vollständig synthetische Indexnachbildung
Powershares (Invesco)	Nein / 2 / 0	Vollständige Indexnachbildung
UBS	Nein / 10 / 0	Vollständige Indexnachbildung
Zürcher Kantonalbank	Nein / 8 / 0	Vollständige Indexnachbildung; physisch unterlegt

Die Angaben beziehen sich auf in der Schweiz zugelassene Exchange Traded Funds.

Schleuderkurs Auch der Einsatz von ETF birgt Risiken abseits der Marktentwicklung.

Das Schlimmste ist wohl überstanden

Branchenvertreter blicken optimistischer in die Zukunft der Hedge-Funds-Industrie. Es heisst, **zurück zur Normalität**. VON MARCUS DANKERT

Der Höhepunkt der Krise ist überschritten. «Wir sind zurück in der Realität eines Bärenmarktes», äusserte Hans-Jörg Baumann, CEO der Swiss Capital Group, an einer Veranstaltung der Swiss Funds Association (SFA). «Das heisst aber nicht, dass die Krise schon vorbei ist», fügte er an. Dennoch: Erste Indikatoren sprechen dafür, dass sich die Lage normalisiert und die politischen Massnahmen zur Finanzkrisenbewältigung greifen. Der «TED Spread» beispielsweise, ein Indikator für das Sicherheitsbedürfnis der Anleger (Nachfrage nach Treasury Bills), hat sich seit seinem historischen Hoch 2008 wieder massiv zurückgebildet; zudem konnten viele Hedge Funds den Januar trotz der weiter miesen Stimmung an den Börsen wieder mit einem Plus beenden. Klassische Instrumente, die in der Krise im vergangenen Herbst gnadenlos versagt haben, scheinen wieder zu funktionieren. Entsprechend positiv blickt die Branche wieder in die Zukunft. Nimmt man historische Daten zu Hilfe, so scheint der Optimismus berechtigt. In der Krise 1994/1995, die im Februar 1995 ihr Tief erreichte, legten Hedge Funds in den ersten zwölf

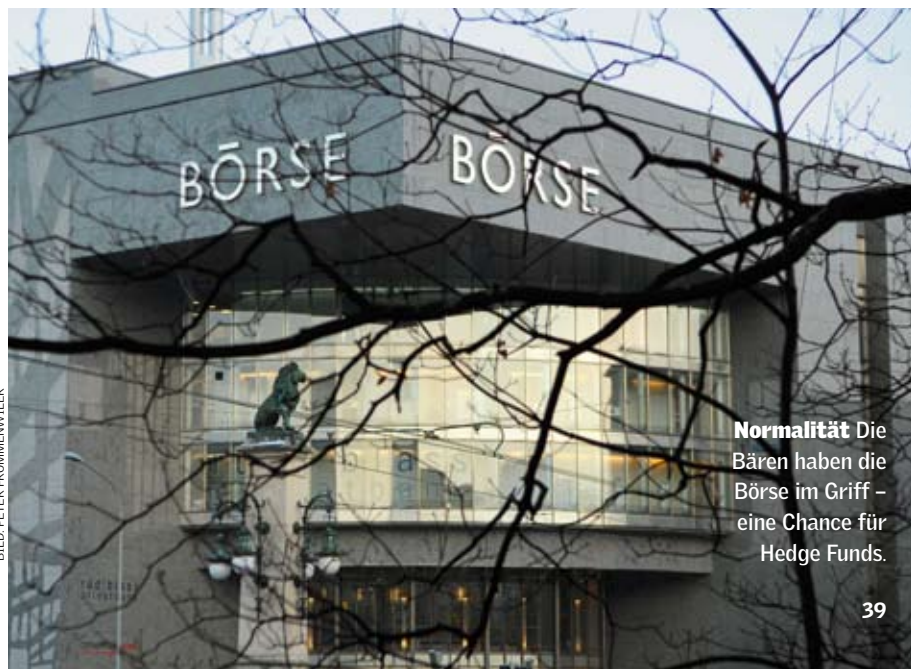
Monaten nach dem Tief um 15 Prozent zu; nach dem Krisentief im Oktober 1998 stiegen die Preise für die Produkte gar um 16 Prozent. Und 2009? Eine Performance von acht bis zwölf Prozent sei eine realistische Zielgrösse, so Baumann.

Vielversprechend erscheinen CTA/Global-Macro-Strategien, die bereits 2008 zu den Gewinnern zählten – der «HSBC Trading Advant Edge Fund USD» etwa verzeichnete in den letzten zwölf Monaten ein Plus von über zwölf Prozent. Auch Long/Short- und Distressed-Managers-Strategien sind aussichtsreich. Dennoch: Eitel Sonnenschein herrscht nicht. Die Branche steht vor einer tiefgreifenden Konsolidierung, die verwalteten Vermögen sinken unvermindert weiter. Verwalteten Hedge Funds Anfang 2008 noch 1,8 Billionen Dollar, so hat sich dies im Januar 2009 auf 1,2 Billionen reduziert. Ende Jahr, so Baumann, könnten es gar nur noch 800 bis 600 Milliarden sein. Entsprechend stark wird auch die Zahl der Manager sinken. Zudem erscheint die Liquiditätsbeschaffung der Hedge Funds weiter ungewiss, wodurch einige Strategien vor dem Aus stehen. Private sollten Vorsicht walten lassen. ■

schen Index- und ETF-Aktienwertentwicklung. Der veröffentlichte Nettoinventarwert des ETF beträgt 104 Franken. Der Anteil des Swaps am Fondsvermögen beträgt zu diesem Zeitpunkt 1,92 Prozent.

Beliebig hoch kann der Swap-Anteil am Fondsvermögen jedoch nicht getrieben werden. Gemäss internationalen Bestimmungen ist der Anteil auf zehn Prozent limitiert. Daraus leitet sich für den Anleger ein Emittentenrisiko von maximal zehn Prozent ab, obwohl ETF wie normale Anlagefonds rechtlich als Sondervermögen behandelt werden. Denn die Gegenpartei des ETF ist in nahezu allen Fällen die zugehörige Investmentbank der Fondsgesellschaft. Im Klartext: Geht die entsprechende Investmentbank pleite, ist der vertraglich gesicherte Performance-Ausgleich zwischen Aktien- und Indexentwicklung – also der Swap – nicht mehr das Papierwert, auf dem er geschrieben steht. Das heisst: Im schlimmsten Fall verlieren Investoren zehn Prozent des betreffenden Anlagevolumens. Ob die betreffenden ETF-Anbieter wie db x-Trackers oder Lyxor dabei letztlich auch wirklich auf Swaps setzen oder sich nur die Option dazu offenhalten, bleibt ihnen überlassen.

Anleger sollten sich der Risiken eines möglichen Emittentenausfalls bei ETF bewusst sein, dem aber nicht allzu grosse Bedeutung beimessen. Denn wie die Finanzkrise im Allgemeinen und die Lehman-Pleite im Speziellen gezeigt haben, werden die Staaten künftig keine Investmentbank mehr vor die Hunde gehen lassen. ■



Normalität Die Bären haben die Börse im Griff – eine Chance für Hedge Funds.