

# Derivate

**Kann Gold noch höher klettern?** 45

Weitere Avancen dank Zentralbankkäufen möglich

**Knoblauch besser als Metalle** 45

Der Preis für das Lauchgewächs hat sich verdreifacht

**Volatilitäten steigen sprunghaft** 47

Dubai macht die Anleger nervös

Emittenten	
Julius Bär	44
Société Générale	44
Sal. Oppenheim	45



## SMI ist als Basiswert beliebt

ETF auf identische Indizes sorgfältig vergleichen – Einfluss von Geld-Briefkurs-Spanne und Tracking-Error auf Gebühren beachten

PETER MANHART

Soll ein Portfolio aktiv oder passiv verwaltet werden? Die Wissenschaft hat lange die Markteffizienzhypothese (MEH) von Eugene Fama hochgehalten. Gemäss MEH lohnt es sich nicht, eigene Anlageentscheide zu fällen, weil kein Akteur dauerhaft den Markt übertrifft. Passive Anlagen, dazu zählen kotierte Indexfonds (Exchange Traded Funds, ETF), wurden entwickelt. Spätestens die Nullerjahre haben den Ansatz jedoch relativiert – innerhalb der vergangenen neun Jahre waren die Kursschwankungen an den Aktienmärkten höher, als es die Finanzmarkttheorie bzw. die Wahrscheinlichkeitsrechnung prognostiziert. Wer Kostolans Tipp «Standardwerte kaufen, Valium nehmen und sich schlafen legen» Anfang 2000 beherzigte, reibt sich nun verwundert die Augen.

Die versprochenen Avancen sind ausgeblieben. Der Index MSCI Welt, der die grösstkapitalisierten Aktien von 24 Märkten umfasst, fiel bis Ende November 2009 19%, der amerikanische S&P 500 24%. Der europäische Referenzindex Stoxx 50 verlor 49% und das Schweizer Pendant SMI 17%. Ein Blick auf die Kursgrafiken genügt, um festzustellen, dass es geschickter gewesen wäre, sich zeitweise abzuschirmen oder auszusteiern als zu kaufen und halten.

### Aktiv mit passiven Anlagen

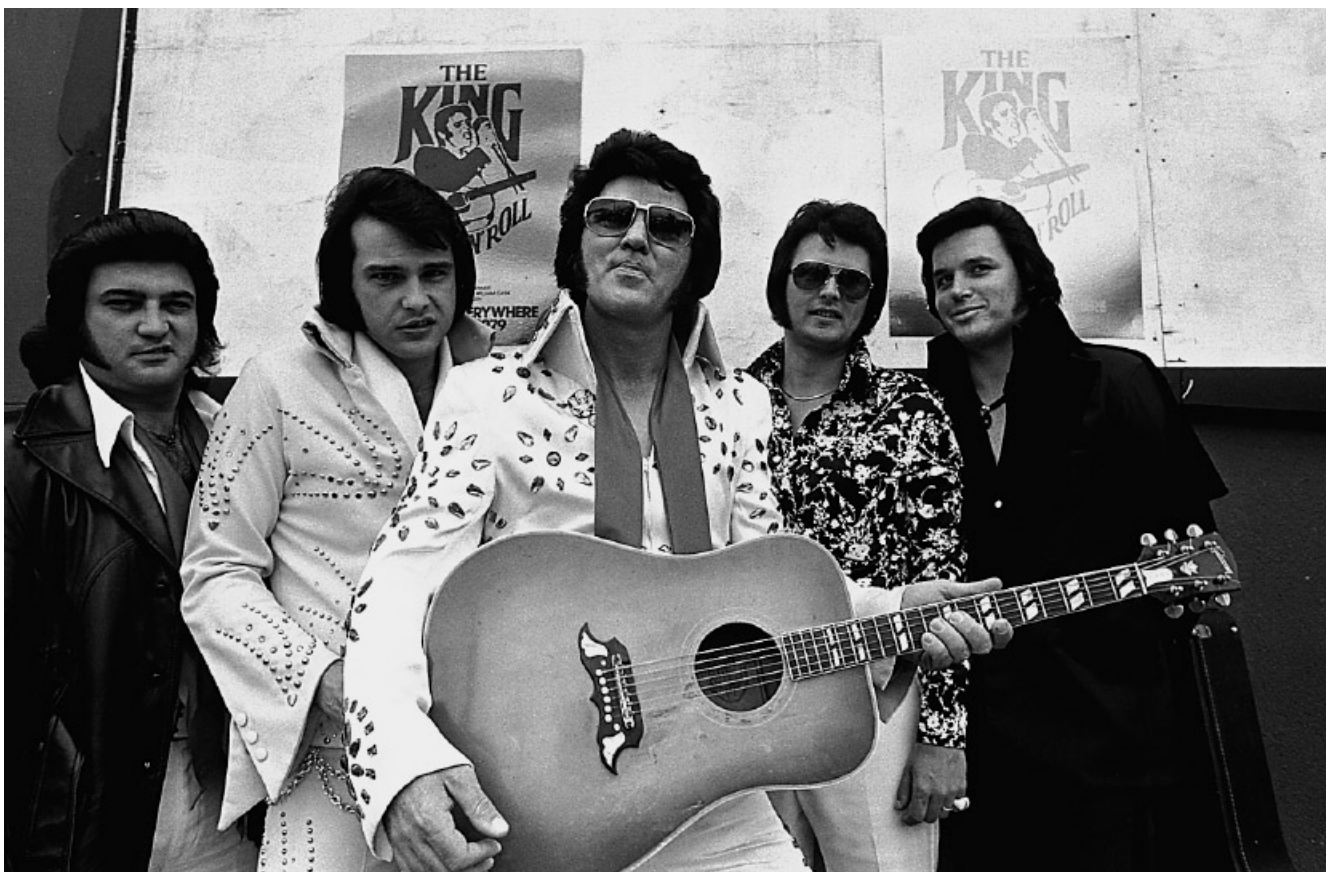
Viele Marktteilnehmer bevorzugen denn auch einen aktiveren Ansatz und sind von «Security Analysis» inspiriert, der Bibel der Fundamentalanalyse, die 1934 von Graham und Dodd verfasst wurde. Die Autoren propagieren, den «fairen» Wert von Aktien, Sektoren und Ländern zu ermitteln, mit dem aktuellen Preis zu vergleichen und Unter- und Überbewertungen auszunutzen, weil eine Konvergenz von Preis und Wert antizipiert wird.

Diese Strategie können Anleger auch mit ETF umsetzen. Das hat den Vorteil, dass Engagements breit gestreut sind, weil Indizes als Basiswerte dienen. Zwar mussten auch diversifizierte Portfolios in der jüngsten Krise Federn lassen, dennoch sollten Klumpenrisiken weiterhin vermieden werden. Investoren kommen aber nicht umhin, eine spezifische Markterwartung zu formulieren und diese anzupassen, wenn es die Situation erfordert. Früher überliessen das viele lieber einem Fondsmanager. Doch wegen der unterdurchschnittlichen Kursentwicklung wandten sich Anleger enttäuscht von aktiv verwalteten Fonds ab.

### Vergleichsdienst nutzen

Die Palette an neuen ETF wächst ständig: Mittlerweile sind auf alle möglichen Länder – auch exotische – Produkte im Angebot. Die Emittenten erschliessen zudem immer neue Anlagekategorien und -stile. Es gibt sie auch in den Varianten Short und Leverage, um auf fallende Märkte zu setzen oder mit Hebelwirkung zu spekulieren. Die Gefahr besteht für Anleger, den Wald vor lauter Bäumen nicht mehr zu sehen. Abhilfe schaffen Vergleichsdienste wie die Internetseite etfexplorer.com.

Derzeit sind an der SIX Swiss Exchange fünf ETF auf den Schweizer Blue-Chip-Index SMI von verschiedenen Anbietern kotiert und an der Deutschen Börse vier. In der Schweiz ist der SMI als Basiswert weiterhin sehr beliebt, auch wenn Gold ihm zeitweise den Rang abgelassen hat. Die Tabelle (rechts) stellt die einzelnen SMI-Produkte im Detail vor. Die Höhe der Gebühren sollte besonders sorgfältig geprüft werden. Die Kennzahl TER (Total Expense Ratio), die Verwaltungs- und Administrationskosten umfasst, weist näm-



Elvis-Imitatoren: Alle gleichen dem King, haben aber auch Ecken und Kanten, wie kotierte Indexfonds, die einen Referenzindex abbilden.

BILD: AP PHOTO/AF/BRICH

lich nicht alle Kosten aus, auch wenn der Name das suggeriert. Die Spanne zwischen Kauf- und Verkaufspreis muss ebenfalls berappt werden, und die Abweichung vom Basiswert (Tracking-Error) schlägt zusätzlich (positiv oder negativ) zu Buche.

So wird der SMI-ETF von Comstage plötzlich teuer. Die TER von 25 Basispunkten (100 = 1 Prozentpunkt) ist im Quervergleich zwar günstig, und auch die durchschnittliche Geld-Brief-Spanne ist mit 24 Bp besser bzw. kleiner als die der Konkurrenz an der Deutschen Börse, doch die Kursentwicklung (Performance) der letzten zwölf Monate ist 380 Bp schlechter als die des SMI-ETF der Deutschen Bank. Kein Wunder, dass in das Comstage-Produkt kaum jemand investiert und etfexplorer.com kein Rating erteilt.

Ebenso wie Deutsche Bank konstruiert Comstage Produkte mit einem Swap-Partner und bildet den Referenzindex nicht mit den zugrundeliegenden Aktien ab, wie

es die Mitbewerber tun. Das hat zweierlei zur Folge: Erstens besteht dadurch für den Anleger ein auf maximal 10% der Investitionssumme beschränktes Ausfallrisiko, obwohl ETF rechtlich gesehen geschützte Sondervermögen sind. Diese Limite schreiben die europäischen Ucits-III-Regeln vor (vgl. FuW Nr. 58 vom 25. Juli). Deutsche Bank sichert deshalb den Net Asset Value (NAV) von beinahe allen ETF zu mindestens 108% ab. Als Pfand (Collateral) werden Wertpapiere hinterlegt.

### Besser mehrere Makler

Zweitens bilden Börsenmakler (Market Maker) lieber vollreplizierte ETF nach als synthetische, wie Nizam Hamid, Chef Verkaufsstrategie von Ishares, auf Anfrage erklärt. Je mehr Market Maker Geld- und Briefkurse stellen, desto tiefer sind die entsprechenden Spannen. Davon profitieren wiederum die Anleger. Insgesamt

überzeugt das Produkt von Credit Suisse am meisten. Die Grossbank lancierte als erste einen ETF auf den SMI und gab seit her den sogenannten First-Mover-Advantage nicht mehr aus der Hand. Anlass zu Kritik gibt höchstens die geringe Anzahl Market Maker an der Deutschen Börse. Die Konditionen der UBS sind vergleichbar, es fehlt allerdings die Kotierung im grossen Kanton.

Etwas unter Wert wird der ETF des Weltmarktführers Ishares geschlagen. Gegenüber den Mitbewerbern wird eine hohe maximale TER ausgewiesen. Das bedeutet aber nicht, dass der ETF zwingend teurer als die der Konkurrenz ist. Ishares, wie auch andere Anbieter, erwirtschaftet durch den Verleih von Aktien (Securities Lending) aus dem Fondsvermögen einen Zusatzertrag, der jeweils Ende Jahr den Anlegern ausgezahlt wird, wobei der Verleiher dividendenberechtigt bleibt. Das wird von etfexplorer.com nicht berücksichtigt.



### Credit Suisse schwingt obenauf

Name	Xmtch (CH) on SMI	UBS-ETF SMI	Ishares SMI (DE)	db x-trackers SMI	Comstage ETF SMI
Rating	*****	****	**	***	●
<b>Allgemein</b>					
Anbieter	Credit Suisse	UBS	Ishares	Deutsche Bank	Commerzbank
Währung	Fr.	Fr.	Fr.	Fr.	€
Replikation	volle Replikation	volle Replikation	volle Replikation	Swap	Swap
TER <sup>1</sup> in %	0,38	0,35	0,52	0,30	0,25
<b>Dividenden</b>					
Distribution	ausschüttend	ausschüttend	ausschüttend	ausschüttend	thesaurierend
Periode	jährlich	jährlich	jährlich	jährlich	
<b>Assets under Management in Mio. Fr.</b>					
Verwaltete Vermögen	4115,5	746,8	93,0	259,8	52,6
Neugeld 1 Monat	-8,8	0	-6,4	0	0
Neugeld 3 Monate	-216,6	51,3	-6,7	25,2	0
Neugeld 1 Jahr	-229,7	150,6	13,6	43,3	0
<b>Performance in % (Fr.)</b>					
1 Monat	1,50	0,40	0,40	0,50	0,30
3 Monate	3,50	3,60	4,00	3,70	3,10
6 Monate	18,10	19,50	17,60	17,20	19,40
1 Jahr	13,50	13,70	13,40	14,30	10,50
2 Jahre	-14,20	-14,00	-14,40	-14,00	n. v.
3 Jahre	-8,90	-9,00	-8,90	n. v.	n. v.
<b>Risiko</b>					
Volatilität 3 Monate in %	6,30	6,40	6,40	6,50	6,20
Volatilität 1 Jahr in %	21,40	21,60	21,30	21,70	21,20
Sharpe Ratio 1 Jahr (Riskfree Rate = 2,5%)	0,51	0,52	0,51	0,54	0,47
Value at Risk 3 Monate in % (α = 5%)	14,40	14,30	14,20	14,30	14,40
<b>Kotierung an der SIX Swiss Exchange</b>					
Emission	15.3.2001	5.12.2003	29.8.2001	15.5.2007	4.11.2009
Durchschn. Geld-Brief-Spanne in %	0,10	0,20	0,35	0,36	n. v.
Handelswährung	Fr.	Fr.	Fr.	Fr.	Fr.
Market Maker	3	3	2	1	1
<b>Kotierung an der Deutschen Börse</b>					
Emission	6.10.1999	nicht kotiert	4.4.2001	29.1.2007	18.12.2008
Durchschn. Geld-Brief-Spanne in %	n. v.	nicht kotiert	0,27	0,41	0,24
Handelswährung	€	nicht kotiert	€	€	€
Market Maker	2	nicht kotiert	4	3	1

n. v. = nicht verfügbar <sup>1</sup> Total Expense Ratio

Quelle: etfexplorer.com

## Lieber Anleger

Goldbugs, Zinsdialog und DP Invest AG

Dass ich gerne Veranstaltungen besuche, um den Organisatoren und dem Publikum den Puls zu fühlen, erwähne ich an dieser Stelle nicht zum ersten Mal. Der persönliche Kontakt liefert oft wichtige Mosaiksteinchen zu meinem Bild der Branche und des Marktes. Nicht immer kann ich selbst vor Ort sein – dann lasse ich mich von Redaktoren unterrichten, die zugegen waren.

Die «1. Gold-Konferenz» von letzter Woche in Zürich wurde vom Online-Finanznachrichtendienst Finews.ch organisiert. Mit James Turk und Robert Landis, der den Schweizer Goldreservenverfechter Ferdinand Lips seinen Freund nannte, traten vor vollen Rängen zwei Referenten auf, die zum Urgestein der Goldbugs-Szene in den Vereinigten Staaten gehören.

### Wasser auf die Goldmühlen

Dass die in den meisten Industriestaaten rasant steigende Verschuldung und das lauter werdende Knirschen im Währungsgefüge viel Wasser auf die Mühlen der Goldbugs leiten, ist nicht überraschend. Entsprechend apodiktisch bis apokalyptisch waren denn auch die Kernaussagen: Der Dollar wird kollabieren, und bald gibt es in den USA eine hohe Inflation, weil die Regierung viel zu viel Geld ausgibt. International verliert der Dollar laufend Vertrauen (deshalb ist der Wechselkurs so schwach), im Inland ist es (noch) intakt. «Notenbankchef Ben Bernanke versucht, die Wirtschaft zu retten, riskiert aber eine Entwertung des Dollars», konstatierte Turk. Noch radikaler war Landis: «Das Papiergeldsystem lässt sich nicht reformieren, wir brauchen eine neue Währungsordnung.»

Selbstverständlich soll dieses auf Gold basieren, weil das die Macht der Regierung beschneidet und Geld dann privat statt staatlich produziert werden könnte (vgl. Leitartikel vom Mittwoch). Gold sei aktuell nicht teuer, wenn es nicht kurzfristig als Anlage in Dollar, sondern langfristig als Geld in Relation zu anderen Anlagen betrachtet werde.

Ob das Währungssystem wie von den Goldbugs ersehnt oder prognostiziert bald zusammenbricht? Ich hoffe, dass es nicht soweit kommt, weil dieser Kollaps Finanzmärkte, Wirtschaft und Gesellschaft tiefest erschüttern würde. Bisher immerhin hat sich das moderne Papiergeldsystem, das von Goldbugs schon oft totgesagt worden ist, als Überlebenskünstler ausgezeichnet – aber was meinen Sie dazu, liebe Leserin, lieber Leser (derivatus@fuw.ch)?

### DP mit neuem Spross

Für all jene, die nicht damit rechnen, dass das Ende des Finanzsystems nahe ist, könnte eine andere Veranstaltung gewinnbringender sein. Financial Media organisiert den «Zinsdialog» am Montag, 7. Dezember (FuW ist Medienpartner). Die Themenpalette ist breit: Schweizer Konjunktur, Anlageausblick, Zinsprodukte, Emotional Finance usw. Programm und Anmeldung unter [www.zinsdialog.ch](http://www.zinsdialog.ch).

Dass auch Lektüre lohnend sein kann, muss ich Ihnen eigentlich nicht sagen. Im Handelsamtsblatt habe ich einen Eintrag entdeckt, wonach eine Derivative Partners Invest AG gegründet worden ist – der jüngste Spross der DP-Familie. Zweck der Gesellschaft: Finanzanalyse, Beratung und Ausbildung im Bereich Kapitalmarkt, Vermögensverwaltung und Anlageberatung.

Ihr Derivat