

# Invest

«Wir verkaufen Hoffnung, aber nur wenige von uns können den Handel mit Performance besiegeln.»  
**Bill Gross** Investmentchef von Pimco

## Das Geheimnis der Doppelverdienen

**ETF** Swap-basierte Indexfonds gelten als letzter Schrei für Investments in Schwellenländer. Am meisten verdienen dabei die Banken.

URS AEBERLI

Was auf der Packung steht, muss auch im Produkt stecken. Dieses Konsumentenschutz-Motto gilt bei Nahrungsmitteln. Ganz andere Sitten gelten hingegen im Anlegerbereich. Das zeigt der Blick in die Portfeuille vieler Indexfonds, der sogenannten Exchange Traded Funds (ETF). Nicht eine einzige indische Aktie findet sich zum Beispiel im Portfolio des Indien-ETF von Credit Suisse. Dafür die Werte Deutsche Bank, LVMH, GDF Suez, Michelin oder BNP Paribas. Der Indexfonds schliesst jedoch mit der CS-Investmentbank einen Swap ab, und diese tauscht die Performance des europäischen Ersatzkorbs gegen jene des indischen Referenzindex.

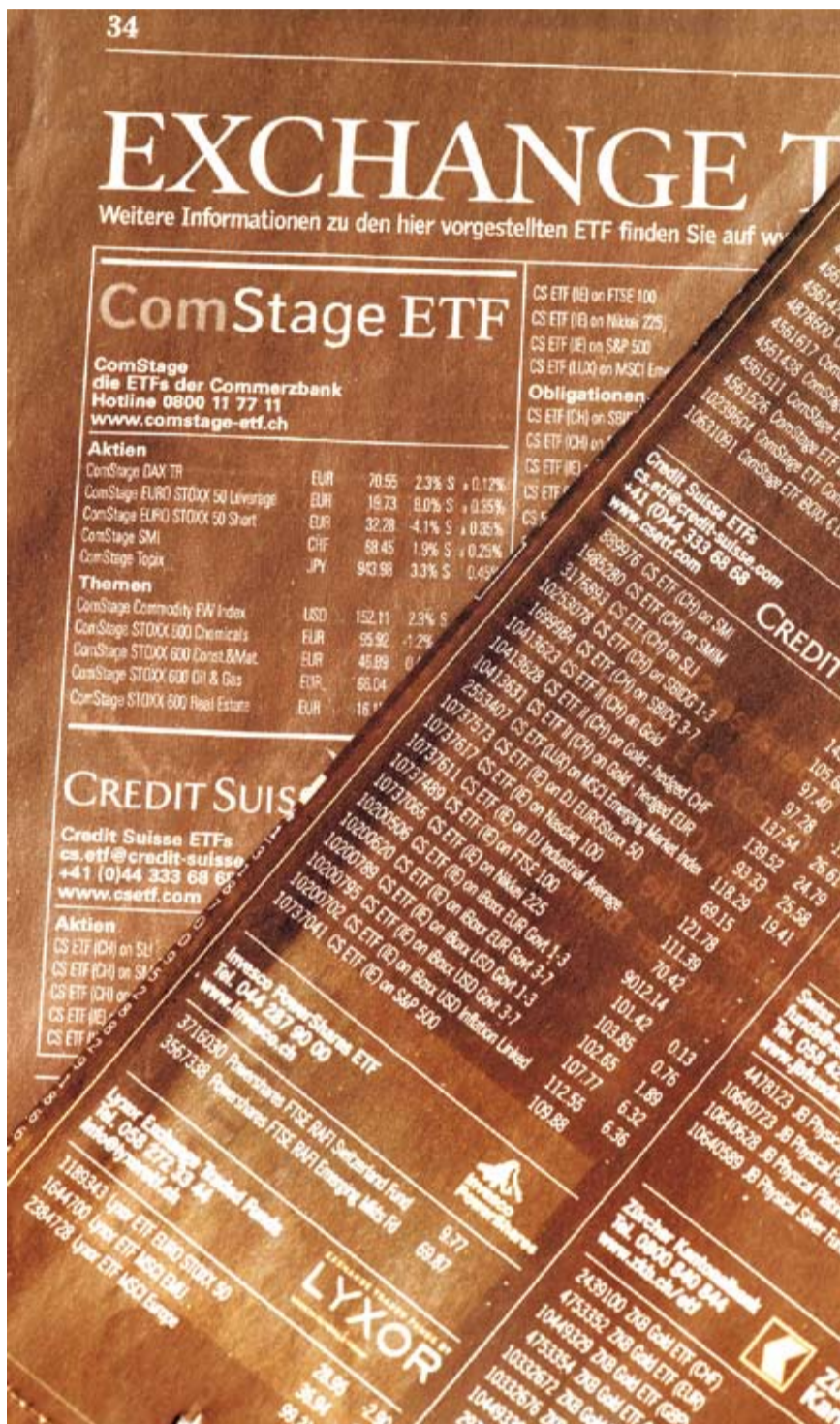
«Diese sogenannte synthetische Replikation macht Sinn in Märkten, in denen sich die Titel eines Index nur mit hohen

**Nur die Hälfte des Ertrags auf ETF fliesst den Anlegern zu.**

Kosten physisch erwerben lassen – also vor allem Schwellenländerbörsen», erklärt Thomas Merz, zuständig für das Schweizer ETF-Geschäft der Credit Suisse. Andere ETF-Anbieter aber setzen Swaps konsequent auch in Märkten ein, die problemlos physisch abbildbar wären. «Das ist vor dem Hintergrund zu sehen, dass einige ETF-Anbieter im Investment Banking von Grossbanken angesiedelt sind», erklärt Heinz Rothacher, Länderchef Schweiz des US-Fondsriesen BlackRock, zu dem der weltgrösste ETF-Anbieter iShares gehört.

### Hohe Zusatzverdienste

Was Rothacher antönt: Für Investmentbanken sind hauseigene ETF ein sehr lukratives Geschäft. Das fängt beim Market Making an – die Bank stellt die ETF-Kurse und verdient durch die Spanne zwischen Kauf- und Verkaufspreisen. Bei Swap-basierten ETF kommen hohe Zusatzverdienste hinzu, indem die Bank die Erträge aus der Bewirtschaftung des ETF-Ersatzkorbs für sich behalten kann. Und das ist



Fonds-Listen: Viele Indexfonds sind ganz anders investiert, als ihr Name nahelegt.

in aller Regel deutlich mehr als die Performance, die sie mit ihrem Swap für den Referenzindex garantieren muss.

Wie viel mehr, wird nicht offengelegt. Anhaltspunkte geben aber ETF, die auf Swaps verzichten und damit diese Zusatzverträge selber kassieren. iShares-Daten

von 2009 zeigen, dass zum Beispiel je nach Aktienmarkt ein ETF durch das Verleihen von Wertpapieren 0,05 Prozentpunkte (Japan) bis fast 1,5 Prozentpunkte (Türkei) verdient. Wohlgeachtet: Der tatsächlich erwirtschaftete Betrag war doppelt so hoch, ging doch 2009 nur die Hälfte ans Fonds-

### HINTERGRUND

#### Lukrativer Aktien-Verleih

**Swap-basierte ETF** Die Anbieter db x-trackers, Lyxor oder ComStage setzen bei ihren Indexfonds konsequent auf Swaps. Die ETF von iShares und CS dagegen sind in der Regel physisch mit Wertpapieren hinterlegt. Doch auch sie müssen immer stärker Swaps nutzen, je mehr sie Exotenmärkte abdecken.

**Wertpapierleihe** ETF generieren Zusatzverträge, indem sie ihre Wertschriften gegen eine Gebühr ausleihen, zum Beispiel an Short-Seller. Bei Swap-basierten ETF gehören diese Erträge der Investmentbank, die den Swap anbietet.

**Dividend Enhancement** ETF haben ihr Domizil in einem einzigen Land, was die Rückforderung von Quellensteuern erschwert. Die Swap-gebende Bank hat Handelsbücher in diversen Ländern und gilt dort als Steuerinländerin. So kann sie international Steuern zurückfordern.

**Nettoeffekt** Die Swap-gebende Bank reichert die Gewinne aus Wertpapierleihe und Dividendenoptimierung zum Teil an den ETF weiter. Wie viel das ist, legt iShares offen: Beim Indien-ETF 0,2, beim Russland-ETF 0,7 Prozent pro Jahr.

vermögen, der Rest ans Fondsmanagement von iShares. Neu fliessen 60 Prozent an den Fonds und seine Anleger.

Wenn die Bank bei Swap-basierten ETF die Titel bewirtschaftet, verdient sie nicht nur an der Wertpapierleihe, sondern auch am sogenannten Dividend Enhancement (siehe Textbox). Während sie nämlich die Ausschüttungen auf dem Ersatzkorb praktisch vollständig einkassieren kann, sind die von der Bank zu garantierenden Referenzindizes unter Abzug der Quellensteuern gerechnet.

#### Knapp über dem Index

Für die Anleger bleibt genug für eine schmale Outperformance übrig. «In aller Regel schaffen Swaps Zusatzverträge für den ETF», erklärt Thorsten Michalik, Leiter von db x-trackers, der ETF-Tochter der Deutschen Bank.

Er verweist dabei auf den EuroStoxx 50 Index: «Früher haben wir bei jenem ETF eine Management Fee von 0,15 Prozentpunkten erhoben. Selbst nach deren Ab-

zug übertraf der ETF seinen Vergleichsindex regelmässig um jährlich rund 0,5 Prozentpunkte. Wir haben uns daher entschlossen, das Produkt seit Juli 2009 ohne Management Fee anzubieten.» Und der ETF übertrifft auch weiterhin den Vergleichsindex. Von September 2008 bis Ende Januar 2011 betrug die Durchschnittsperformance des ausschüttenden ETF 0,15 Prozent pro Jahr, während der EuroStoxx 50 knapp 0,5 Prozent im Minus lag. Zum Vergleich: Der physisch replizierende ETF von iShares kam in derselben Phase auf minus 0,1 Prozent. Ein wichtiger Grund, weshalb der Swap-basierte besser abschneidet, ist das erwähnte Dividend Enhancement.

#### Abschreckende Ausfallrisiken

Doch gerade die versierten institutionellen Anleger lassen sich dadurch nicht zu einem Investment verleiten. «Viele Pensionskassen ziehen physisch replizierte ETF vor, selbst wenn sie pro Jahr vielleicht 0,1 bis 0,4 Prozent schlechter abschneiden als Swap-basierte», weiss ETF-Experte Jakob Baur vom Research-Dienstleister etfexplorer.com. Ein Grund sei, dass ETF mit einem Swap-Partner ein Gegenparteiennisiko und damit ein potenzielles Ausfallrisiko beinhalten – Lehman Brothers lassen grüssen.

Immerhin darf bei EU-konformen ETF der Swap wertmässig nur maximal 10 Prozent des Netto-Fondsvermögens betragen. iShares mindert dieses Risiko weiter, indem pro ETF mehrere Swap-Partner engagiert sind und der Swap bis zu 120 Prozent besichert ist. Klar ist, dass diese zusätzliche Besicherung tendenziell die Gebühren wieder erhöht. Einen anderen Weg wählt daher die Credit Suisse, wie Merz erklärt: «Bei unseren Swap-basierten ETF stimmen wir den Wert des Fondsvermögens nicht erst beim Erreichen einer bestimmten Schwelle, sondern täglich auf den Referenzindex ab. Der Anleger trägt somit nur das Intra-Day-Risiko.»

Letztlich sei es aber gar nicht so sehr die Frage der Sicherheit, die ihn am Swap-basierten ETF missfalle, erklärt Alex Hinder, Spezialist für ETF-basierte Vermögensverwaltung. «Mich stört», so Hinder, «dass diese Produkte dem Gedanken der Indexnachbildung komplett widersprechen.» Wer ein Indexprodukt auf den EuroStoxx 50 kauft, will die entsprechenden europäischen Blue-Chip-Aktien im Depot und nicht amerikanische, japanische und australische Titel, wie das zum Beispiel beim Ersatzportfolio des db x-tracker EuroStoxx 50 der Fall ist. Was drauf steht, soll eben auch drin sein.

### GELDFRAGE DAVID KOSTIN

## «US-Aktienmarkt schlägt die Schwellenländer»

David Kostin, Chief US Equity Strategist von **Goldman Sachs**, ist für das Börsenjahr 2011 sehr optimistisch: Für den amerikanischen Aktienindex S&P 500 sieht er ein zweistelliges Kurspotenzial. Zudem würden sich die US-Börsen in der ersten Jahreshälfte besser entwickeln als die Aktienmärkte in den boomenden Schwellenländern, sagt Kostin.

*Gerade US-Aktien sind gut ins neue Jahr gestartet. Hält die Hausse an?*

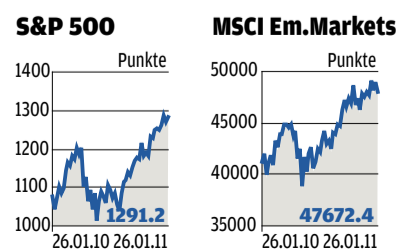
**David Kostin:** Der Hauptgrund sind die hohen Unternehmensgewinne. Die Margen der amerikanischen Firmen haben mittlerweile neue Höchststände erreicht. Bei den jetzt anstehenden Jahreszahlen werden wir deshalb Rekordgewinne sehen. Zudem gibt es nach wie vor viel Liquidität, die investiert werden muss: Mangels Alternativen fliesst diese in die Aktienmärkte. Daher rechne ich für den S&P 500 Index in diesem Jahr mit einer Kurssteigerung von 19 Prozent.

*Wenn sich schon die US-Aktien so gut entwickeln, müssten die Börsen in den Schwellenländern dieses Jahr erst recht zulegen?*



**David Kostin**  
Aktienstrategie, Goldman Sachs

**«Im 4. Quartal sehen wir Rekordgewinne bei den Unternehmen.»**



Kostin: Nein, das erwarte ich nicht. Im Gegenteil: In der ersten Jahreshälfte wird sich der US-Aktienmarkt besser entwickeln als die Börsen in den Schwellenländern.

#### Warum?

Kostin: In verschiedenen Schwellenmärkten müssen die Notenbanken im Kampf gegen die Inflation direkt oder indirekt ihre Geldpolitik straffen. Dies hemmt die Aktienmärkte. In der zweiten Jahreshälfte könnte der Trend jedoch drehen. Dann haben die Börsen in den Schwellenländern die Nase vorn.

*Denn dann muss die US-Notenbank endlich nachziehen und die Zinsen erhöhen?*

Kostin: Das US-Volkswirte-Team von Goldman Sachs erwartet, dass die amerikanische Notenbank in diesem und im nächsten Jahr die Zinsen noch unverändert belassen dürfte. Die Arbeitslosigkeit in den USA ist weiterhin hoch und die Inflationsraten bleiben tief. Deshalb gibt es derzeit für die Fed keinen Grund für eine Abkehr von der expansiven Geldpolitik.

*Sie haben 2010 mit Ihrer optimistischen Prognose eine Punktlandung geschafft. Seien Sie einmal Pessimist: Wo sehen Sie das grösste Risiko für Aktien?*

Kostin: Die grösste Gefahr besteht darin, dass die öffentliche Hand in den USA zu stark auf die Spardremse treten könnte. Damit würde der wirtschaftliche Aufschwung abgewürgt werden – dies wäre negativ für die Aktienmärkte.

*Auch Europa kämpft gegen seine Schulden. Könnte die Euro-Krise den Anlegern weltweit noch einen Strich durch die Rechnung machen?*

Kostin: Die Euro-Krise wird 2011 keinen grossen Einfluss auf die US-Aktienmärkte haben. Dies liegt vor allem daran, weil die amerikanischen Unternehmen nicht so stark vom europäischen Markt abhängig sind. Sie erwirtschaften rund 70 Prozent ihrer Umsätze im Heimatmarkt.

*Welche Titel versprechen derzeit die grössten Renditen?*

Kostin: Wir schätzen die ökonomische Entwicklung positiver ein als viele ande-

re Experten. Um von diesem Wirtschaftsaufschwung zu profitieren, bieten sich vor allem zyklische Werte an. Wir favorisieren Titel aus den Sektoren Informationstechnologie, Energie sowie Finanzwerte.

*Warum Finanzwerte? Noch immer gehen in den USA Banken pleite.*

Kostin: Die amerikanischen Banken haben in den letzten Monaten sehr viel Kapital aufgebaut und erfüllen bereits die neuen Bestimmungen für die Eigenmittel. Die US-Banken sind also gut gerüstet für die Zukunft und werden 2011 auch wieder Dividenden ausschütten können.

*Welche Aktien sollten von den Anlegern gemieden werden?*

Kostin: Wir raten, bei den Branchen Gesundheit, Versorger oder Konsumgüter defensiver zu agieren. Denn in diesen Sektoren sind die Umsätze der Unternehmen derzeit rückläufig.

INTERVIEW: NATALIE GRATWOHL