

## Exchange traded funds

# Schneller – besser – billiger?

Vergangenes Jahr wurde den Exchange traded funds (ETF) an dieser Stelle ein weiterhin äusserst reges Wachstum vorhergesagt. Die letzten Monate haben dies mehr als bestätigt. Waren es Ende September 2003 noch knapp 177 Mrd. \$, sind es fünfzehn Monate später, per Ende 2004, bereits 310 Mrd. \$ oder 75% mehr. Davon stellen die amerikanischen Gefässe mit 228 Mrd. \$ noch immer den Löwenanteil, gefolgt von den europäischen (34 Mrd. \$) und den japanischen (30 Mrd. \$).

Beinahe noch interessanter als das Wachstum der letzten Monate ist die Zunahme in den Jahren 2000, 2001 und 2002, also in einer Zeit, in der die Fondsindustrie, besonders die Aktienfonds, mit herben Einbussen zu kämpfen hatte. Auch hier konnten die ETF beinahe 50% zulegen, wie die Grafik zeigt.

## Laufende Kursfeststellung

Ein Exchange traded fund ist ein Fonds, der einen Aktien-, Obligationen- oder sonstigen Index nachbildet und wie eine Aktie an der Börse gehandelt werden kann. Er ähnelt damit einem passiv gemanagten Indexfonds, nur findet die Kursfeststellung nicht einmal pro Tag, sondern ständig an der Börse statt. Die dem Index zu Grunde liegenden Titel werden im Exchange traded fund gehalten. Zur Finanzierung emittiert er ETF-Aktien, die in einem Sekundärmarkt gehandelt werden können.

Wie andere Fonds weisen auch ETF einen Net asset value (NAV) auf. Da sie während der Börsenzeiten gehandelt werden, wird er permanent, an der Deutschen Börse beispielsweise einmal pro Minute, aus den Kursen der im Fonds enthaltenen Papiere ermittelt. Dieser Wert wird als Intraday-NAV, kurz iNAV, bezeichnet. Ausser Aktien oder Obligationen umfasst ein Exchange traded fund auch eine Cash-Komponente. Der iNAV berechnet sich daher aus dem Wert der Einzeltitel zuzüglich der Cash-Komponente. Letztere wiederum besteht aus den erhaltenen Dividenden

und Zinsen abzüglich der täglich belasteten Gebühren.

Exchange traded funds und andere Fonds haben zahlreiche Gemeinsamkeiten, aber auch Unterschiede. Obwohl das theoretisch nicht zwingend ist, sind ETF so gut wie immer Indexfonds. Sie weisen jedoch eine tiefere Management fee von meist unter 0,6% und eine Total expense ratio (Ter) von gerade mal 0,1 bis 0,75% auf (vgl. Tabelle). Ihre rechtliche Struktur fügt sich in die nationalen Anlagefondsgesetze ein: In den USA werden sie als Mutual fund oder Unit investment trust lanciert, während sie in Luxembourg als FCP und Sicav, in der Schweiz und in

(EBK) in der Schweiz beziehungsweise der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Bafin) in Deutschland.

## Leerverkäufe möglich

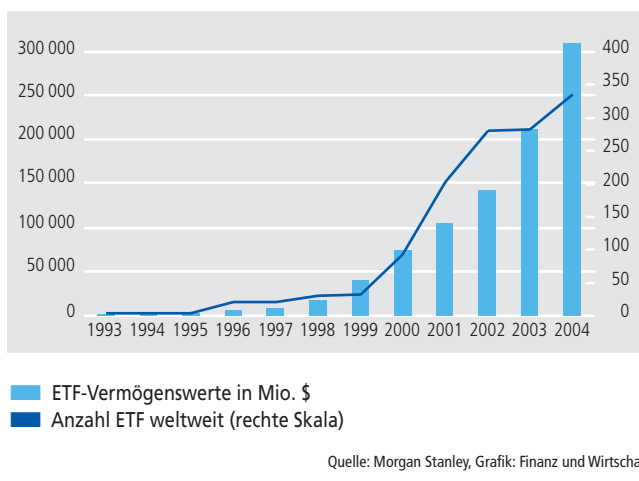
Im Unterschied zu den klassischen Indexfonds kann der Investor ETF über die Börse handeln oder, für grössere Transaktionen, direkt zum Market maker gehen. Die Geld-Brief-Kurse sind in beiden Fällen meist sehr eng, hinzu kommen jedoch die üblichen Transaktionsgebühren für den Aktienkauf. Ebenfalls von Vorteil ist die Möglichkeit, limitierte Orders aufzugeben oder gar Leerverkäufe vorzunehmen. Da ETF

erlauben, short zu gehen, ähneln sie Index-Futures. Sie weisen aber eine quasi-permanente Laufzeit auf, da es keine Settlement dates gibt. Mehr eine Kuriosität denn ein Vorteil: Wer einen ETF leer verkauft, erhält die Managementgebühr, da sie den Wert des Produkts über die Zeit ja verringert.

Dank Exchange traded funds lässt sich die Asset allocation auf ideale

Weise kostengünstig und zeitnah mit liquiden Instrumenten umsetzen. Vor allem auf der Aktienseite ist die Auswahl bereits beachtlich; sie umfasst nicht nur regionale Aktienindizes, sondern auch nach Sektoren ausgerichtete Produkte. Im Bereich der Zinsinstrumente stehen derzeit hingegen noch nicht viele zur Verfügung: Weltweit sind es etwas über zwanzig, was für eine Core-satellite-Strategie, in der die Hauptteile mit ETF abgebildet werden, aber vollkommen ausreicht.

## Weltweit kräftiges ETF-Wachstum



Deutschland gemäss den geltenden Bestimmungen als Sondervermögen aufgelegt werden. Die meisten der in Europa gegebenen Produkte sind Ucit-konform.

Da es sich bei ETF um Fonds und damit um eigenständige Vermögen handelt, setzt sich der Anleger nicht – wie beispielsweise mit Indexzertifikaten – einem Gegenparteirisiko aus. Zudem durchlaufen diese Instrumente für den öffentlichen Vertrieb ein Genehmigungsverfahren vor den Aufsichtsbehörden, also der Eidgenössischen Bankenkommission

Wenn es um Aktien geht, ist für institutionelle Investoren das Kriterium oft die Liquidität. Mit ETF sollte das nicht der Fall sein, denn sie unterliegen einem einzigartigen Creation-redemption-Prozess. Er ergänzt den Sekundärmarkt und bewirkt, dass die Liquidität nicht etwa durch dessen Grösse beschränkt wird, sondern allenfalls durch die Liquidität der dem Instrument zu Grunde liegenden Titel.

### Mehr als ein Dutzend Anbieter

Der Creation-Prozess spielt sich wie folgt ab: Ein dem Exchange traded fund entsprechender Aktien-, Obligationen- oder sonstiger Basket wird an die Depotbank des Fonds geliefert. Das darf nur über autorisierte Teilnehmer, so genannte Authorized participants, gesche-

hen. Zusätzlich muss der Authorized participant die oben beschriebene Cash-Komponente an die Depotbank verbuchen. Im Gegenzug erhält er Fondsan-teile, die er seinen Kunden verkaufen kann. Der Redemption-Prozess verläuft analog, der autorisierte Teilnehmer erhält für die gelieferten ETF die zu Grunde liegenden Einzeltitel.

Der mit Abstand grösste Anbieter von Exchange traded funds ist Barclays Global Investors mit ihren Ishares, die über 129 Mrd. \$ in 127 ETF halten. Das entspricht einem Marktanteil von beinahe 42%. State Street Global Advisors verwaltet 82 Mrd. \$ oder gut 26% des weltweit auf solche Produkte entfallenden Vermögens. In Europa gibt es etwas mehr als ein Dutzend Anbieter; der grösste ist Lyxor Asset Management, eine Tochter

der Société Générale. In der Schweiz sind heute sechs Emittenten am Markt.

Die Gebühren für ETF dürften in Europa weiter sinken. Indexchange hat die Managementgebühr für ihren Dax Ex und den Dow Jones Eurostoxx 50 Ex ETF per Ende Januar 2005 auf 15 Basispunkte heruntersetzt, ebenso Barclays (per 22. Januar) für ihren Ishares DJ Eurostoxx 50.

Man muss kein Hellseher sein, um zu wissen, dass ETF auch im Jahr 2005 ein markantes Wachstum erleben werden. Allerdings ist das Angebot jetzt schon attraktiv und die Anzahl noch verfügbarer Indexlizenzen beschränkt. Mit einer neuen Welle von ETF-Lancierungen ist deshalb kaum zu rechnen.

Derzeit werden ETF vor allem von institutionellen Investoren wie Pensionskassen, Versicherungen, Asset managern etc. eingesetzt. Mittlerweile fangen aber immer mehr Banken an, sie im Rahmen ihrer Open-architecture-Fondspalette zu berücksichtigen. Es dürfte also nur eine Frage der Zeit sein, bis auch der Privat-anleger Geschmack daran findet.

### Aktiv oder passiv?

Das Research solcher Banken wird sich vermehrt fragen müssen, in welchen Märkten aktives Fondsmanagement sinnvoll ist und wo es vorteilhafter erscheint, passiv den Markt abzubilden. Der passive Ansatz ist allerdings nicht so simpel, wie man dies auf den ersten Blick vermuten könnte. Denn für jeden Markt gibt es eine Vielzahl von Indizes, die sich in der Performance und der Volatilität deutlich unterscheiden, obwohl sie alle denselben Markt abdecken. So zeigt die Tabelle allein für den Gesamtmarkt Europa sechs Indizes, hinzu kommen weitere vier für verschiedene Sektoren. Vor dem direkten Vergleich zweier oder mehrerer ETF sind daher immer die zu Grunde liegenden Indizes zu analysieren, da in der Grösse der Unternehmen (Small, Mid und Large caps) und im Stil (Value oder Growth) beträchtliche Unterschiede bestehen.

Ein weiterer Vorteil der Exchange traded funds ist die Transparenz. Der Anleger kann täglich prüfen, in welchen Titeln der Fonds investiert ist, und auch das Internet bietet aktuelle und aussagekräftige Informationen. Empfehlenswert sind die Links der SWX und der Deutschen Börse.

Ob ein aktiv gemanagter Fonds oder ein ETF zum Einsatz kommen soll, ist im

## In der Schweiz wird das ETF-Angebot immer reichhaltiger

ETF mit Schweizer Zulassung	Handels-währung	Zu Grunde liegender Index	Gebühren in %		Volumen in Mio.
			Management	Ter	
<b>Aktien Euroland</b>					
DJ Eurostoxx Master Unit	€	DJ Eurostoxx 50	0,35	0,35	2795 €
DJ Eurostoxx 50 Ex	€	DJ Eurostoxx 50	0,15	0,42	2193 €
Ishares DJ Eurostoxx 50	€	DJ Eurostoxx 50	0,15	0,35	509 €
UBS-ETF DJ Eurostoxx 50	€	DJ Eurostoxx 50	0,50	0,56	253 €
UBS-ETF DJ Eurostoxx 50 I	€	DJ Eurostoxx 50	0,24	0,30	29 €
<b>Aktien Europa</b>					
Ishares DJ Stoxx 50	€	DJ Stoxx 50	0,35	0,35	509 €
DJ Stoxx 50 EX	€	DJ Stoxx 50	0,50	0,52	241 €
Ishares FTSEurofirst 100	€	FTSEurofirst 100	0,40	0,40	56 €
Ishares FTSEurofirst 80	€	FTSEurofirst 80	0,40	0,40	10 €
XMTCH (Lux) on MSCI Euro	€	MSCI Euro Index	0,40	0,59	650 €
<b>Aktien Japan</b>					
UBS-ETF DJ Japan Titans 100	Fr.	DJ Japan Titans 100	0,70	0,75	33 325 Yen
<b>Aktien Schweiz</b>					
XMTCH on SMI	Fr.	SMI	0,35	0,39	2558 €
UBS-ETF SMI	Fr.	SMI	0,35	0,35	153 Fr.
SMI EX	Fr.	SMI	0,50	0,52	32 €
XMTCH on SMIM	Fr.	SMIM	0,45	0,45	41 Fr.
<b>Aktien UK</b>					
UBS-ETF DJ UK Titans 50	Fr.	DJ UK Titans 50	0,50	0,55	8 €
<b>Aktien USA</b>					
DJ Industrial Average Master Unit	€	DJ Industrial Average	0,50	0,50	199 €
UBS-ETF DJ Industrial Average	Fr.	DJ Industrial Average	0,50	0,56	145 \$
UBS-ETF DJ US (Large Cap)	Fr.	DJ US Large Cap	0,50	0,55	51 \$
Ishares S&P 500	\$	S&P 500	0,40	0,40	937 €
Nasdaq-100 European Tracker	\$	Nasdaq-100	0,20	k. A.	160 \$
<b>Aktien USA – Sektoren</b>					
UBS-ETF DJ US Technology	Fr.	DJ US Large Cap Technology	0,60	0,66	26 \$
<b>Aktien Welt</b>					
DJ Global Titans 50 Master Unit	€	DJ Global Titans 50	0,40	0,40	2587 €
<b>Obligationen Europäische Unternehmen</b>					
Iboxx € Liquid Corporates	€	Iboxx E Liquid Corporates	0,20	0,20	404 €
<b>Obligationen Schweiz</b>					
XMTCH on Swiss Bond Index Dom. Gov. 3-7	Fr.	SBI Dom. Gov. 3-7 P	0,08	0,15	109 Fr.
XMTCH on Swiss Bond Index Dom. Gov. 7+	Fr.	SBI Dom. Gov. 7+ P	0,08	0,15	17 Fr.

Quelle: ifund Services

Rahmen der Anlagestrategie zu entscheiden. Wer einen Vertreter für einen Markt sucht, der durch einen Index gut abgedeckt wird und in dem es keine Manager zu geben scheint, die diesen Index nachhaltig schlagen, für den ist ein Exchange traded fund auf diesen Index allein schon

wegen seiner Liquidität, seiner Flexibilität im Handel und seiner geringen Kosten die erste Wahl. In speziellen Märkten oder in solchen, in denen einzelne Manager auch längerfristig besser abschneiden als der Index, werden diese Instrumente die aktiv gemanagten Fonds nicht verdrängen.

In vielen grossen und wichtigen Märkten jedoch wird das rasante Wachstum der ETF zu Lasten der teuren und weniger transparenten aktiv gemanagten Vehikel gehen: Hier sind Exchange traded funds eindeutig besser, schneller und billiger.

**Michael Partin**, ifund Services