Roundtable

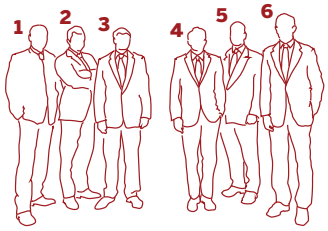
Exchange Traded Funds

SPONSOR

CREDIT SUISSE

TEILNEHMER

1 **Michael Lennert** Financial Times Ltd, Moderator, Chefredaktor spn
2 **Gordon Rose** ETF-Analyst, Morningstar
3 **Thomas Merz** Head ETF Switzerland & Liechtenstein, Credit Suisse
4 **Beat Zaugg** Senior Consultant, Ecofin Investment Consulting
5 **André Kohler** Mitglied der Geschäftsleitung, B+B Vorsorge
6 **Dr. Michael Partin** Geschäftsführer, ifund services AG



spn: Herr Kohler, welche Bedeutung haben für Sie ETFs?

André Kohler: Ich schaue sie aus der Anlegerperspektive an. Auf meiner Seite fallen die Selektions- und die Monitoring-Kosten an. Mein Ziel ist es, den Aufwand klein zu halten. Weiter suche ich Diversifikation und Liquidität für meine Anlagen. Wenn ich nicht alles selber anlegen will, muss ich Anbietern von Finanzprodukten Vertrauen schenken. An diesem Punkt stellt sich die Frage: Welchen Teil des Managements kann ich delegieren? ETFs sind in diesem Kontext eine Option.

spn: Herr Rose, können Sie als Analyst eine Definition für einen ETF geben?

Gordon Rose: Ein ETF ist ein passives Investment, welches sich an einer Benchmark orientiert. Er weist eine sehr günstige Gebühr auf im Vergleich zu aktiven Anlagen, wenn man schnell in einem Markt investieren möchte. Man baut damit rasch Diversifikation auf – einmal abgesehen von Sektor- und Länder-ETFs, die ein Thema fokussieren. Man kann ETFs für jede Art von Asset Allocation eines Portfolios verwenden: als Core- oder Satelliten-Investment und für eine taktische Übergewichtung nach Branchen oder Regionen.

„EIN ETF IST EIN PASSIVES INSTRUMENT, WELCHES SICH AN EINER BENCHMARK ORIENTIERT."
Gordon Rose

Thomas Merz: Für mich sind ETFs in erster Linie – wie es der Name sagt – (Exchange Traded) Fonds. Die Betonung liegt auf dem Wort Anlagefonds. Dies gilt nicht für alle Produkte, die in ihrem Namen den Begriff „Exchange Traded" tragen. In der Schweiz sind die Verhältnisse diesbezüglich etwas abgegrenzter als im restlichen Europa, da die Schweizer Börse verschiedene, klare abgetrennte Segmente für unterschiedliche Produktgruppen wie ETF, ETC und ETN geschaffen hat. An denen können sich Investoren zweifelsfrei orientieren. Für mich ist ein ETF ein Instrument, welches eine passive Anlagestrategie nachbildet, an einer Börse kotiert ist und dementsprechend im Sekundärmarkt flexibel und jederzeit gehandelt werden kann.

spn: Herr Partin, wie beurteilen Sie ETFs?

Michael Partin: Zu unterscheiden sind mehrere Generationen von ETFs. Zuerst gab es die Exchange Traded Funds nur als passiv verwaltete, börsengehandelte Fonds, wie es der Begriff ausdrückt. Danach sind Optimised ETFs aufgekommen, die auf die echte Replikation verzichten. Und schliesslich gibt es heute auch sogenannte synthetische ETFs die – nach meinem Verständnis – sehr wenig mit einem Fonds zu tun haben.

spn: Ist eine solche Entwicklung zu begrüssen? Sehen Sie Fortschritte oder ist das Verständnis erschwert worden?

Partin: Komplexität kann Fortschritt bedeuten – das schliesst sich nicht aus. Mit der Einführung synthetischer ETFs ist das Verständnis erschwert worden. Es ist ein Trend, der nicht aufzuhalten ist. Demnächst wird aber wahrscheinlich der europäische Regulator ordnend eingreifen, um zu klären, was man unter ETFs im Sinne der Ucits-Regelung verstehen darf.

spn: Wie beurteilen Sie synthetische ETFs?

Partin: Mit solchen ETFs können Themen abgebildet werden, die vorher nicht möglich waren. Aber der Anleger weiss weniger, was er bei einem solchen ETF wirklich hat.

spn: Herr Zaugg, wie relevant sind ETFs für Pensionskassen?

Beat Zaugg: ETFs sind verführerisch einfache Instrumente mit vielen versteckten Risiken ...

spn: Erklären Sie das bitte?

Zaugg: Zu beachten sind mögliche versteckte Risiken und Gebühren, die man prüfen sollte, bevor man investiert. Ein ETF ist ein sehr nützliches Instrument für Privatinvestoren, denn es ermöglicht eine kostengünstigere Anlage im Vergleich zum direkten Aktien-Investment. Bei institutionellen Anlegern, insbesondere Pensionskassen, sehe ich dieses Instrument aber selten im Portfolio. Es gibt ganz spezifische Anwendungsbereiche, etwa im Rahmen des Rebalancings, des Übergangsmanagements (Transition) oder wenn eine taktische Exposition in einem Markt erwünscht ist, die mit konventionellen Mitteln nicht einfach abzubilden ist. Für mich konkurrieren ETFs mit Futures, institutionellen Fonds und Anlagestiftungen, die primär im Blickwinkel von Institutionellen stehen.

spn: Herr Merz, Sie sind ein Anbieter. Wie sehen Sie die Eignung von ETFs für Pensionskassen?

Merz: Es gibt mehrere Gründe, warum institutionelle Investoren hin und wieder ETFs einsetzen. Erstens gibt es nicht nur strategische, sondern auch taktische Positionen, die als Folge einer geänderten Asset Allocation flexibel abgebildet werden sollten. Diese Änderungen wollen Investoren bei Bedarf jeweils möglichst schnell umgesetzt haben. So verlangt beispielsweise die Anlagestrategie, dass möglichst rasch ein Emerging Markets Exposure aufzubauen ist. Hier bietet der entsprechende ETF eine Lösung an.

Zweitens: Wenn Zu- oder Abflüsse zu koordinieren sind, bieten sich ETFs oft als ideale Lösung für eine entsprechende Überbrückung an. Hier gibt es sicherlich auch andere Produkte, wie beispielsweise Futures oder Index-Swaps. Derzeit decken solche Instrumente jedoch noch nicht ein vergleichbares Universum von unterschiedlichsten Indizes ab. ETFs hingegen decken bereits ein grosses Spektrum möglicher Marktzugänge ab. Ein dritter Grund für den Einsatz dieses Finanzinstruments ist die Sicherheit. Ein ETF stellt von der rechtlichen Struktur her gesehen ein Sondervermögen dar. Man arbeitet nicht im Over-the-Counter-Geschäft wie bei Index-Swaps, wo entsprechende Gegenparteirisiken zu berücksichtigen sind. Dies ist für gewisse Investoren ein zusätzlicher Grund, um in ETFs zu investieren.

Dr. Michael Partin, Geschäftsführer bei ifund services, unterstreicht, dass es trotz einer gewissen Sättigung bei Mainstream-Produkten Raum für Innovationen gebe, beispielsweise währungsbesicherte ETFs in Schweizer Franken. Dies entspreche einem realen Bedürfnis der Anleger. Partin plädiert in Sachen Transparenz bei ETFs für eine verhältnisgerechte Betrachtung. Solange der Anbieter seriös sei und dies im täglichen Geschäft durch Offenheit dokumentiere, solle der Investor Vertrauen schenken und nicht zu sehr auf Details herumreiten. Sonst werde es unsinnig und unwirtschaftlich.

Zaugg: Wenn wir von synthetischen ETFs reden, sind Gegenparteirisiken aber sehr wohl vorhanden ...

Merz: Auf diese Art von ETFs kommen wir sicherlich noch zu sprechen.

Partin: Genau da orte ich ein Problem. ETF ist nicht mehr ETF, wie das früher der Fall war. Sie sprechen von ETF, meinen aber nur einen bestimmten, nämlich voll replizierten ETF, der als relativ sicher gilt. Es gibt aber auch andere Arten. Das Etikett stimmte früher, heute nicht mehr: Wo ETF draufsteht, ist nicht immer ETF im Sinne einer Fondslösung drin. Das ist eine gewisse Gefahr für den Anleger. Es gibt schwarze Schafe im Markt, die das Instrument so weit ausgereizt haben, dass in naher Zukunft ein Schadensfall auftreten könnte, der die ganze Branche in Verruf bringt. Erst dann wird wohl geklärt werden, ob ein ETF verpflichtend Sondervermögen sein muss.

„WIR NUTZEN SIE DURCHAUS, UM MARKT-EXPOSURE AUFZUBAUEN ODER ZU REDUZIEREN, ETWA ALS ALTERNATIVE ZU FUTURES."
André Kohler

spn: Herr Kohler, nutzen Sie ETFs als Investor?

Kohler: Wir nutzen sie durchaus, um Markt-Exposure aufzubauen oder zu reduzieren, etwa als Alternative zu Futures. Uns ist es wichtig, einfach zu bleiben und das Exposure zu verstehen. Wir machen darum einen grossen Unterschied zwischen physischen und derivatbasierten ETFs, wobei uns bewusst ist, dass nur mit letzteren in gewisse Anlagethemen hineinzukommen ist. Ich habe vor mir eine Broschüre liegen, die „Managing Risks in ETFs" heisst. Man beachte: Es geht um die Risiken des Instruments selber, nicht etwa um jene des damit eingegangenen Markt-Exposures. Dass der Absatz über physische ETFs ein paar Sätze, jener über derivatbasierte vier Seiten lang ist, finde ich bemerkenswert.

Rose: Selbst was die physischen ETFs betrifft, gibt es Einschränkungen zu machen. Es gibt zahlreiche Exchange Traded Funds, die zu 100 Prozent Wertpapiere ausleihen. Da sehe ich bezüglich des Gegenparteirisikos keinen grossen Unterschied zum synthetischen ETF. Man betont bei ETFs immer das Gegenparteirisiko, man sollte aber auch das Gesamtbild im Auge behalten. Richtig ist, dass synthetische ETFs Swap-basiert sind und damit derivative Instrumente beinhalten. Aber vergleicht man sie etwa mit Mutual Funds, kann nicht abschliessend beurteilt werden, wer sicherer ist. Bei Mutual Funds weiss man nur am Stichtag alle drei Monate, was wirklich drinsteckt. Auch mit diesen Fonds betreiben die Anbieter oft Wertpapierleihe. Sie nutzen dafür Derivate und Futures, die nicht sichtbar sind. In einen ETF kann man wenigstens „hineinsehen".

Kohler: Dieses Votum zeigt, dass selbst bei physischen ETFs aufgepasst werden muss ...

Rose: Es gibt ETFs, die zu 100 Prozent Wertpapiere ausleihen.

Merz: Wertpapierleihe kann ein Risiko beinhalten. Die Frage ist, wie dies im jeweiligen Fall bei der Fondsgesellschaft umgesetzt wird. In Bezug auf die Risikobeurteilung stellt sich den Investoren die Schwierigkeit, dass in Europa diverse Richtlinien existieren und diese von Land zu Land unterschiedlich sein können, so dass eine allgemeingültige Aussage schwierig ist.

„WERTPAPIERLEIHE KANN EIN RISIKO BEINHALTEN. DIE FRAGE IST, WIE DIES IM JEWEILIGEN FALL UMGESETZT WIRD."
Thomas Merz

spn: Wenn Sie ETFs kaufen wollen, wie gehen Sie da vor? Sie brachten den Begriff Due Diligence ...

Partin: Es geht um sehr viel Geld, das in sehr kurzer Zeit allokiert wird. Die erste Frage an ein solches Produkt ist: In welche Kategorie gehört der Fonds? Physisch, optimised oder synthetisch? Die zweite Frage ist: Von welchem Anbieter? Die dritte, etwas untergeordnete Frage ist, wie gross ein Fonds ist. Zu kleine ETFs sollte man meiden. Die vierte Frage betrifft die Steuern. Wo wird der Fonds eingesetzt? Für welchen Kunden? Worin investiert der Fonds? Es geht dabei um die Vermeidung von Doppelbesteuerung. Es sind Fragen, die mit einer Due Diligence weniger zu tun haben als mit dem Durchgehen einer Checkliste. Bei synthetischen Fonds kommen weitere Prüfkriterien dazu. Dann wird es erst richtig kompliziert. Eine solche Zusatzfrage ist der Umfang des Securities Lending. Eigene Umfragen haben ergeben, dass viele Fonds keine Auskunft über die Leihnehmer geben wollen. Den Anbietern von synthetischen ETFs muss man die Wahrheit aus der Nase ziehen. Oft werden Gründe wie das Bankgeheimnis vorgeschoben. So stelle ich fest, dass es im Markt noch einigen Aufklärungsbedarf gibt.

Thomas Merz, Head ETF Switzerland & Liechtenstein, Credit Suisse AG, beobachtet unter Investoren eine intensive Suche nach neuen Indexkonzepten. Die Frage stehe im Raum, ob Indizes anders als nach der herkömmlichen Marktkapitalisierung gewichtet werden sollten. Gerade im Fixed-Income-Bereich sei der Wunsch nach neuen Indexprodukten gross.

spn: Verspüren Sie dennoch eine grosse Nachfrage nach synthetischen ETFs?

Partin: Die vollständig replizierten ETFs stammen aus der traditionellen Fondsbranche, was die Identifizierung einfach macht. Synthetische ETFs kommen eher aus dem Investmentbanking. Diese Angebote werden sehr schnell lanciert. Sobald sich ein neues Thema auftut, findet man rasch einen dazu passenden synthetischen ETF. Das hat auch Vorteile: Bis Anbieter von replizierten Fonds auf ein solches Angebot einsteigen, vergeht oft viel Zeit. Die Schnelligkeit spricht also für synthetische ETFs.

Kohler: Diese Schnelligkeit bezahlt man aber mit einer zusätzlichen Unsicherheit.

Partin: Das kann man so sagen, ja.

Kohler: Was ich nicht gar mag, ist ein knausriger Umgang mit Informationen. Eigentlich müsste es umgekehrt sein: Je komplexer ein Instrument, desto grösser der Informationsbedarf. Es beschleicht einen das Gefühl, dass die Branche einem nicht reinen Wein einschenkt.

Partin: Diese ETFs sind so komplex, dass es oft auch für den Verkauf nicht einfach ist, sie zu erklären – ähnlich wie bei strukturieren Produkten: Sie verkaufen sich gut, aber man muss nicht das hinterletzte Detail erklärt haben. Die Informationen würden die Kunden vermutlich verunsichern, wenn nicht gar überfordern.

spn: Haben ETFs etwas zu verbergen?

Merz: Nein, im Gegenteil. ETFs sind äusserst transparente Produkte. Ich teile aber die Meinung, dass Informationen bezüglich potenzieller Risiken noch einfacher zugänglich gemacht werden sollten. Ich gebe ein Beispiel: Wir haben im August 2010 einige synthetisch replizierende ETFs aufgelegt. Für uns war klar: Wir wollen die exakt gleiche Transparenz, wie wir dies auch bei unseren physisch replizierenden ETFs bereits bieten. Deshalb haben wir von Anfang an die Titel im Besicherungskorb (Substitute Basket) der synthetischen ETFs auf täglicher Basis auf der Webseite öffentlich einsehbar gemacht. Das Swap-Gegenparteirisiko haben wir auf ein Minimum reduziert, indem wir den Swap täglich glattstellen. So schaffen wir Transparenz auf Tagesbasis.

spn: Herr Partin, hat Sie Herr Merz überzeugt?

Partin: Man könnte da beliebig weit graben, was die Transparenz angeht. Die Frage stellt sich tatsächlich.

spn: Im Vergleich zu Hedgefonds scheinen doch die ETFs relativ transparent zu sein ...

Partin: Da haben Sie recht. Doch Hedgefonds tragen ein Etikett, das heisst: „Fragen Sie mich nicht, was ich tue, und bezahlen Sie bloss die Gebühren ...“(Gelächter in der Runde). Anleger haben da wenige Möglichkeiten, Details zu erfahren. Mit dem Etikett der ETFs wird aber Transparenz vermittelt. Der Umgang damit ist letztlich eine Frage des Anspruchs.

Zaugg: Gerne würde ich den Aspekt Kosten aufgreifen, die für einen ETF relevant sind. Die Kennziffer der Total Expense Ratio deckt bei weitem nicht alle Faktoren ab. Erstens gibt es Handelskosten, wo aber ein ETF im Vergleich zu institutionellen Fonds oft besser abschneidet, so beispielsweise in Schwellenländern. Die Einstiegs- und Ausgabekosten von Fonds sind oft höher. Zweitens gibt es Abweichungen des Net Asset Value (NAV) vom Indexwert zu beachten. So wurden beispielsweise Japan-ETFs während der Fukushima-Krise an der Börse zeitweise um bis zu 7 Prozent tiefer als der NAV gehandelt. Bei besonderen Ereignissen kommt es also offenbar vor, dass man keinen fairen Preis erhält. Drittens gibt es Börsennotierungs- und Indexgebühren, wenn diese auch nicht wesentlich sind. Viertens gibt es bei gewissen Fonds einen Abschlag beim Ertrag aus dem Securities Lending. Und fünftens spielt die steuerrechtliche Behandlung von Dividenden eine Rolle.

spn: ETFs kaufen heisst Vertrauen haben. Wie finde ich einen guten Anbieter?

Partin: Anbieter haben oft eine klare Herkunft. Sie stammen aus der Fondsecke (Long-Short) oder aus der Ecke der synthetischen Produkte. Die Herkunft weist auf eine gewisse Spezialisierung hin, die eine Stärke sein kann. Ein weiteres Kriterium ist die Grösse, ein drittes Kriterium die Dauer im Geschäft. Es gibt Fonds, die stellen keinen langjährigen NAV-Verlauf zur Verfügung. Das ist ärgerlich. Wir hatten Fälle, wo wir entweder selber nachrechnen mussten oder auf entsprechende Basisdaten keinen Zugriff erhielten, weil – wie uns beschieden wurde – die Berechnungsmethode gewechselt hatte. Solche Missstände aufzudecken, ist hilfreich, denn sie spiegeln den Zustand der Anbieter wider. Es gibt auch solche, die eine zeitliche Verschiebung in der Darstellung praktizieren.

spn: Gibt es weitere Selektionskriterien?

Partin: Die Servicequalität und die Transparenz. Unterschieden werden kann auch, ob der Anbieter im Heimmarkt anbietet oder von aussen kommt. Es kann nämlich passieren, dass im Markt neu angebotene ETFs nach einem bis zwei Jahren schliessen, weil sie nicht rentieren. Zwar kommt der Anleger dabei nicht zu Schaden, aber für mich spielt die Reputation eine wichtige Rolle. Ist die Selektion des Anbieters einmal abgeschlossen, analysiert man seine Produkte und vergleicht sie mit der Konkurrenz.

„BEI ÜBER 1 600 ETFS IN EUROPA IST ES UNMÖGLICH, JEDEN EINZELNEN ETF ZU ANALYSIEREN.“
Gordon Rose

Rose: Wir publizierten im Sommer eine Studie, in der wir die Anbieter aller synthetischen ETFs durchleuchteten. Wir kamen zum Schluss, dass es unmöglich sei, die Anbieter und ihre Produkte in einem Rating darzustellen. Es ist sehr schwierig, zu sagen, welcher Anbieter insgesamt der bessere ist. Die Abweichungen finden in Detailaspekten statt.

Kohler: Wo liegt der Nutzen der Analyse?

Rose: Bei über 1 600 ETFs in Europa ist es unmöglich, jeden einzelnen ETF zu analysieren. Da ETFs aber meist ein passives Instrument darstellen, ist es wichtig, zu verstehen, wie die einzelnen Anbieter ihre Produkte strukturieren und wo die Risiken liegen. Bei rund 19 000 Indizes ist es aber auch sehr entscheidend, den richtigen Index für Ihr Portfolio auszuwählen. Ein Beispiel: Es macht einen Unterschied, ob man einen Immobilienindex auf EU-Länder oder die Euroländer als Benchmark nimmt. Der eine enthält Grossbritannien und die Schweiz, der andere nicht.

Zaugg: Ich kann das Votum unterstützen, bei den Rohstoffen ist es ähnlich. Es ist enorm wichtig, bei Commodity-Produkten sinnvolle Indizes zu wählen. Für viele Anlageklassen favorisieren wir passive kosteneffiziente Lösungen. Bei Rohstoffanlagen empfehlen wir aber regelbasierte oder aktive Produkte. Der Zyklus der Innovationen, gerade bei Rohstoffen, ist zudem recht kurz. Die Vorteile optimierter Fonds verschwinden per Arbitrage recht schnell.

spn: Kommen wir zurück auf die Kosten und Zusatzerträge ...

Rose: Wenn man übers Risiko redet, sollte man die Wertpapierleihe mit anschauen. Ein solcher Zusatzertrag ist mit Zusatzrisiken verbunden. Diese sind nicht per se gut oder schlecht, sondern sind eine Frage der Ausrichtung.

Merz: Dem kann ich nur beipflichten. Wichtig zu verstehen ist, wie im Detail die Fondsgesellschaft die Wertpapierleihe betreibt. Hier gibt es mitunter grosse Unterschiede. Wir sehen in den Zusatzerträgen aus der Wertpapierleihe einen Mehrwert für den Investor, denn sie helfen uns, die Kosten der Nachbildung für ihn zu senken. Geschieht dies unter der Prämisse, möglichst wenig Risiko hinzuzunehmen, und dafür einige

André Kohler ist Mitglied der Geschäftsleitung von B+B Vorsorge. ETFs einzusetzen, sieht er dann als sinnvoll an, wenn rasch ein Market Exposure aufgebaut oder reduziert werden muss und andere Instrumente wie Futures nicht vorhanden sind. Wichtig ist der Unterschied zwischen physischen und derivativbasierten ETFs, die wesentlich mehr Risiken bergen als voll replizierte. Mit gewissen Arten von ETFs, sagt Kohler, könne man sich im Portfolio Probleme aufhalsen, die man so nicht erwartet hat.

Basispunkte für die Senkung der Gesamtkostenquote einzusetzen, haben wir einen entsprechenden Mehrwert für das Produkt geschaffen. Dabei ist wichtig, dass Investoren genau verstehen, wie dies im Detail umgesetzt wird, so dass die Nutzen-Risiko-Relation beurteilt werden kann.

Kohler: Das ist in der Tat ein Argument. Natürlich kann es ein unnützes Zuviel an Information geben. Genau diese Beurteilung ist aber der Knackpunkt. Ich würde ja nur zu gerne Kontrolle durch Vertrauen ersetzen und daran glauben, dass das Collateral nicht genau in dem Moment, wo der Garantiefall eintritt, in sich zusammenfällt oder nicht liquidierbar ist. Leider ist aber genau das bei „besten" Adressen immer wieder vorgekommen.

spn: Prüfen Sie jedes Produkt gleich detailliert wie die ETFs?

Kohler: Wir gehen eine Checkliste durch und verlassen uns, je komplexer ein Produkt ist, auf Referenzen des Anbieters oder des Produkts: die Grösse, der Name, die Leute, die man kennt, um nur einige zu nennen. Müsste man bei jedem Kauf eine Analyseabteilung einsetzen, wäre der Zeitvorteil weg, den man mit diesem Anlageinstrument gewinnt. ETFs sind nicht besonders problematisch. Aber wenn der Unterbau von ETFs nicht stimmt, geraten sie in die Kategorie Hedgefonds, die viel strenger zu beurteilen ist. ETFs sollten standardisiert bleiben, damit sie schnell anwendbar sind.

„SOLANGE DER ANBIETER SERIÖS IST UND DIES DOKUMENTIERT, WÜRDE ICH IHM VERTRAUEN SCHENKEN." **Dr. Michael Partin**

Partin: Es gibt eine Analogie im Long-Only-Mutual-Fund-Bereich. Es gibt Investoren, die wünschen jede Position einzeln erklärt zu haben. Das ist nicht wirtschaftlich. Hat man einen Anbieter ausgewählt, gehört ein gewisses Vertrauen dazu, solange der Fondsmanager bei seiner Strategie bleibt. Bei ETFs ist die Sache ähnlich. Solange der Anbieter seriös ist und dies im täglichen Geschäft durch Offenheit dokumentiert, würde ich ihm Vertrauen schenken und nicht so sehr auf Details herumreiten. Irgendwann muss man aufhören zu bohren, sonst wird das Ganze unsinnig und unwirtschaftlich.

spn: Wie hat sich der Einsatz von ETFs bei Schweizer Institutionellen entwickelt?

Merz: Professionelle Investoren haben früh in ETFs investiert. Zum Teil halten sie noch heute grosse Positionen eines einzigen ETFs, was historisch bedingt ist, denn früher gab es häufig nur einen einzigen Anbieter

pro Index. Wenn man ein kurzfristiges SMI-Exposure wollte, kaufte man den entsprechenden ETF auf den SMI. Heute ist die Zahl der Mitbewerber gross. ETFs werden vermehrt taktisch eingesetzt. Dafür eignen sie sich auch, sind sie doch flexibel und auch in grossen Mengen jederzeit handelbar.

spn: Können Sie einen Mittelwert in Prozente nennen, zu dem ETFs in Schweizer Portfolios liegen?

Merz: Die ganz genaue Zahl kenne ich nicht. Der Anteil der passiven im Vergleich zu aktiven Anlagen beträgt laut Schätzungen in Europa circa 10 bis 15 Prozent. ETFs machen ungefähr einen Anteil von 4 Prozent aus. Diese Zahlen werden in etwa auch für die Schweiz zutreffen.

spn: Was wäre ein idealer oder Durchschnittswert von ETFs in einem Pensionskassenportfolio, Herr Zaugg?

Zaugg: Ich habe keine Zahlen präsent, aber schätze sie auf unter ein Prozent bei Institutionellen.

spn: Mich erstaunt die Angabe von Herrn Merz, dass fast 90 Prozent in aktive Anlagen investiert sind. Warum so viel?

Kohler: Das liegt in den menschlichen Neuronen und wird nicht so schnell verschwinden, denke ich. Der Mensch will wetten und gewinnen.

spn: Wo wendet man ETFs an? Im Core- oder im Satellite-Teil des Portfolios?

Kohler: Sowohl als auch. Es gibt mittlerweile im ETF- und ETN-Bereich Produkte für jede Konzeption. Es wäre sogar denkbar, dass man Core-Satellite-Konzepte eines Portfolios allein mit ETFs abbildet.

spn: Welche Trends bei ETFs sind gerade angesagt? Man sprach in den letzten Jahren beispielsweise von Gold-ETFs? Und heute?

Merz: Vor drei, vier Jahren war die Erfolgsrate von neuen ETFs hoch. Heute ist noch einer von vier ETFs ein Erfolg in Bezug auf die Möglichkeit, nach einem Jahr ein verwaltetes Vermögen von über 100 Millionen Schweizer Franken auszuweisen. Bei Innovationen ist ein Wandel im Gange, das Tempo bei Neulancierungen wird sich vermutlich etwas verlangsamen. Einen Fonds zu gründen, kostet viel Geld und bindet in der Regel auch viele Ressourcen. Ein grosses Thema ist momentan die Suche nach neuen Indexkonzepten. Häufig wird die Frage diskutiert, ob Indizes anders als nach der herkömmlichen Marktkapitalisierung gewichtet werden sollten. Gerade im Fixed-Income-Bereich ist der Wunsch nach neuen Indexkonzepten gross.

Gordon Rose ist ETF-Analyst bei Morningstar. Er hat in einer kürzlich erstellten Studie europäische Anbieter synthetischer ETFs verglichen. Er stellt fest, dass bei neuen ETFs der Kreativität kaum Grenzen gesetzt sind. So gibt es beispielsweise einen ETF auf den Strompreis. Eine solche Entwicklung zu exotischen ETFs erschwere das Verständnis, was ein geeigneter ETF sei. Auch stellt er fest, dass immer mehr ETFs einem Index zugrunde liegen, der aktiv bewirtschaftet ist. Wenn ein Produkt ETF heisst, sei es nicht notwendigerweise ein passives Instrument.

„DIE ZUNEHMENDE LANCIERUNG EXOTISCHER PRODUKTE KÖNNTE EIN INDIZ SEIN, DASS DER ‚PEAK' ERREICHT IST."
Beat Zaugg

spn: Herr Rose, was tut sich an der Innovationsfront?

Rose: ETF-Emissionen der letzten Wochen zeigen, dass es kaum mehr Plain Vanilla im Angebot gibt, also ETFs auf bekannte, breite Indizes. Dieser Markt ist gesättigt. Allein auf den Börsenindex Euro Stoxx 50 gibt es heutzutage etwa 30 ETFs. Es werden auch neue, aktive Indizes kreiert. Dem Erfindungsreichtum sind dabei kaum Grenzen gesetzt. Kürzlich kam ein ETF auf den Markt, der den Strompreis abbildet – wenn das nicht erfinderisch ist. Es kommen eben institutionelle Anleger, die sagen, wir wollen in diesen Bereich investieren. Wenn das Mandat gross genug ist, legen Anbieter solche neuartigen Indizes auf.

Merz: Schade an dieser Tendenz ist, dass dadurch der ETF-Branche nochmals Komplexität aufgeladen wird. Das Beispiel zeigt, dass sich ein seriöser Investor nicht nur mit dem ETF, sondern auch mit dem Index – in diesem Fall mit den Charakteristik des Strompreises – auseinandersetzen muss, um das Rendite-Risiko-Profil des Produkts vollständig zu verstehen. Dies ist aufwendig und bedingt Spezialwissen. Alternative Konzepte sind interessant, aber meist schwieriger zu verstehen als die herkömmliche Marktkapitalisierung. Gemäss meiner Erfahrung haben institutionelle Investoren ein sehr gutes Verständnis, wie sie marktkapitalisierungsgewichtete Indizes beurteilen müssen. Was Neuemissionen betrifft, stimmt die Beobachtung: weniger Plain Vanilla und mehr exotische Konzepte.

Rose: Zu ergänzen ist, dass viele neue Indizes leider immer häufiger nicht passiv, sondern aktiv gestaltet sind. Wenn ein Produkt ETF heisst, muss es sich dabei nicht notwendigerweise um ein passives Instrument handeln.

Zaugg: Die zunehmende Lancierung exotischer Produkte könnte ein Indiz sein, dass die ETF-Industrie den „Peak" erreicht hat. In den USA sind in den letzten Monaten rund sieben Milliarden Dollar aus synthetischen ETFs herausgeflossen. Sechs Milliarden Dollar sind dafür in physische ETFs geflossen. Insgesamt stelle ich bei ETFs einen gewissen Reputationsschaden fest. Stichworte sind „die Rolle bei Flash Crashs" und durch ETF-Transaktionen mitverursachte hohe Volatilitäten, etwa im Silbermarkt. Mit dem Einsatz von physisch hinterlegten Rohstoff-ETFs werden zudem dem Markt wertvolle Industrieme-

talle entzogen und bremsen damit möglicherweise die Realwirtschaft. Hier muss nicht einmal die Ethik bemüht werden: Aus volkswirtschaftlichen Gründen sollte man solche Produkte schlichtweg nicht kaufen.

Kohler: Die Entwicklung zeigt, dass die Nachfrage der ETFs den Preis des zugrunde liegenden Rohstoffs beeinflusst. Rohstoff-ETFs werden meist mit dem Argument der Diversifikation beworben. Mit der versprochenen Schwankungseigenschaft lassen sich uninformierte Investoren noch immer gerne überzeugen. Die notorische Unzuverlässigkeit dieses Ansatzes kann noch gesteigert werden, wenn der Rohstoffmarkt durch grosse Produktvolumina gestresst wird. Die bekannten Volatilitätswerte beinhalten natürlich solche Vorkommnisse nicht. Resultat: Der erhoffte Diversifikationseffekt bleibt ein frommer Wunsch.

Partin: Es gibt Innovationen, die nicht so exotisch sind und dennoch nachgefragt werden: Währungsbesicherte ETFs in Schweizer Franken beispielsweise sind ein Bedürfnis der Anleger. Auch banale Neuerungen haben Raum für Innovationen.

spn: Gibt es einen ETF, den Sie im Markt vermissen?

Kohler: Das Angebot ist breit genug, mir fehlt nichts.

spn: Wo stehen ETFs im Lebenszyklus?

Partin: Eine schwierige Frage. Ich denke, dass wir am Anfang sind. Die Krise 2008/2009 brachte Anleger dazu, mehr in passive Instrumente zu investieren. Aktive Manager haben damals versagt. Die laufende Krise dürfte ein ähnliches Ergebnis zutage fördern, nämlich dass sich aktive Mandate in der Krise als falsches Versprechen herausstellen. Umso mehr werden ETFs nachgefragt werden.

„DIE LAUFENDE KRISE DÜRFTE ZUTAGE FÖRDERN, DASS SICH AKTIVE MANDATE ALS FALSCHES VERSPRECHEN HERAUSSTELLEN. UMSO MEHR WERDEN ETFS NACHGEFRAGT WERDEN." **Dr. Michael Partin**

spn: Hat es in der Schweiz noch Platz für Anbieter? Die ZKB bietet ebenfalls ETFs an.

Partin: Die Schweiz ist ein toller Markt, weil er sehr gross ist.

Beat Zaugg, Senior Consultant, Ecofin Investment Consulting, sieht nur wenige, spezifische Anwendungsbereiche für den ETF als Anlageinstrument, etwa im Rahmen des Rebalancings, des Transition Managements oder wenn eine taktisch gewünschte Exposition erwünscht ist, die mit konventionellen Mitteln nicht einfach abzubilden sei. Für Zaugg konkurrieren ETFs mit Futures, institutionellen Fonds und Anlagestiftungen, die primär im Blickwinkel von Institutionellen stünden.

spn: Gibt es Produkte mit Alleinstellungsmerkmalen, die fehlen?

Partin: Wir haben kürzlich einen voll replizierenden Russland-Fonds angeschaut. Wenn man in der Schweiz etwas Neues lanciert, stellt sich der Erfolg schnell ein. Einzelne Produkte haben es einfach. Mit einer eigenen Palette einzusteigen, ist aber sehr viel schwieriger. In der Schweiz hat es drei Grosse: die Credit Suisse, UBS und Swisscanto. Wenn man sich die Abschlüsse anschaut, haben die Heimmarktanbieter viel profitiert von Neuzuflüssen. Investoren, vor allem aus dem Euroraum, haben offenbar bewusst ihr Geld den Schweizer Anbietern überantwortet. Die Rolle des sicheren Hafens spielt dabei eine wichtige Rolle. Der Gold-ETF der ZKB ist beispielsweise einer der grössten ETFs in Europa überhaupt. Hinzu kommt, dass durch den starken Schweizer Franken dieser Wert noch gestiegen ist. Vergleicht man die Kursentwicklung des US-Dollar-Gold-ETFs im Vergleich zum CHF-Gold-ETF, betrug der Unterschied im letzten Jahr 15 Prozent.

spn: Wie steht es um Aktionärsrechte im ETF-Investment?

Zaugg: In der Schweiz gibt es zunehmend Investoren, die eine Stimminstruktion zu geben wünschen. Ich kenne keinen ETF, bei dem ich als Anleger meine Stimm- und Wahlrechte ausüben könnte. Das Aktionärs-Engagement fehlt mir bei ETFs.

Merz: Ich kann nur für unsere ETFs sprechen. Für die CS-ETFs existiert ein Proxy-Voting-Prozess, denn dies entspricht dem Wunsch einer zunehmenden Anzahl von professionellen Anlegern, die passive Produktlösungen halten. Bei uns nimmt die Fondsleitung schriftlich Anträge für das Stimmverhalten an Generalversammlungen entgegen. Ein Komitee entscheidet dann, über welche Anträge wie abgestimmt wird, so dass die Interessen aller Anteilsinhaber bestmöglich wahrgenommen werden. Diesen Service vermarkten wir derzeit noch nicht gross.

Zaugg: Besteht dieses Komitee aus CS-internen Personen und wird das Abstimmungsverhalten auf Anfrage offengelegt?

Merz: Das weiss ich nicht auswendig. Sollten Investoren Anpassungen wünschen, würden wir diese Anregungen gerne entgegennehmen und schauen, wie diese umgesetzt werden können. Bei einem herkömmlichen Anlagefonds können sämtliche Investoren identifiziert und entsprechend dazu befragt werden. Das ist bei einem ETF, der im Sekundärmarkt handelt, nicht möglich. Dies erklärt, warum wir von uns aus nicht direkt an sämtliche Investoren gelangen können.

spn: Sehr geehrte Herren, recht herzlichen Dank für dieses konstruktive Gespräch. ■