

# Exchange Traded Funds kommen nach Europa



«Exchange Traded Funds» (ETFs) sind eine neue Art von Fonds. In den USA haben sich diese Anlageinstrumente bereits erfolgreich etabliert und erfreuen sich reger Nachfrage. In Europa und der Schweiz sind seit kurzem die ersten ETFs kotiert worden. Sie stellen vor allem für professionelle Investoren interessante Anlagelösungen bereit und sind gleichzeitig auch für private Anleger sehr attraktiv.

*Von Albert Gnad  
Managing Director  
UBS Asset Management*

Der Name «Exchange Traded Fund» (ETF) sagt bereits das Wesentliche über dieses neuartige Finanzprodukt. ETFs sind eine spezielle Art von Fonds, welche wie Aktien an der Börse gehandelt werden und somit die Vorteile von Anlagefonds mit jenen von Aktien in sich vereinen. Diese neuen Produkte sind wie traditionelle Fonds dem Anlagefondsgesetz unterstellt und bieten dem Anleger daher besonderen Schutz und eine breite Risikodiversifi-

kation. Gleichzeitig sind ETFs so einfach und effizient handelbar wie börsenkotierte Aktien. Die Mehrzahl der bisher vor allem in den USA gehandelten ETFs sind Aktien-Indexfonds, d.h., sie spiegeln die Entwicklung eines Aktienmarktindex wider und werden nicht durch aktive Markteinschätzungen der Portfolio Manager geprägt.

## Erfolgsstory in den USA

Diese innovativen Anlageinstrumente haben sich bereits seit einigen Jahren in den USA bewährt. So verdreifachte sich das Anlagevermögen der amerikanischen ETFs von 1998 bis ins Jahr 2000. Allein im Laufe des vergangenen Jahres hat sich deren Anlagevolumen auf über 70 Milliarden Dollar verdoppelt.

Der erste «Exchange Traded Fund» wurde 1993 an der American Exchange (Amex) in New York kotiert. Dieser sogenannte «Spider» (SPDR) bildet den viel beachteten S&P 500 Composite Index ab. 1998 folgten weitere Lancierungen von ETFs, die auf dem Dow Jones Industrial Average, diversen MSCI Länderindizes und dem Nasdaq 100 basieren. An der Amex sind zur Zeit etwa 100 ETFs kotiert, welche allesamt indexorientierte Aktienfonds sind. Die Amex gilt als bisher einziger amerikanischer Börsenplatz mit einem liquiden ETF-Markt, jedoch ist zu erwarten, dass weitere Börsen folgen werden.

## ETFs in Europa

ETFs sind neu für Europa. An der Schweizer Börse sind bisher drei ETFs registriert. Dabei handelt es sich um Indexfonds auf den Stoxx 50, den Euro Stoxx 50 und den SMI. An der deutschen Börse – mit rund 70% Marktanteil der führende ETF-Markt in Europa – sind momentan 16 indexbasierte ETFs kotiert. Zudem wurden im Frühjahr elf aktiv gemanagte Produkte lan-

ciert, die allerdings nicht die hohe Transparenz aufweisen, die bei indexbasierten Produkten besteht und die generell ein wesentliches Merkmal von ETFs darstellt. Das Handelsvolumen der in Deutschland kotierten ETFs betrug im April 2001 dank starkem Wachstum bereits stattliche 2,1 Milliarden Euro.

UBS bringt in den kommenden Monaten ein ETF-Sortiment auf den Markt, das auf unterschiedliche Kundenbedürfnisse zugeschnitten ist, eine globale Anlagestrategie zulässt und an diversen Börsen kotiert sein wird. Lanciert wird in mehreren Schritten. Zunächst wird eine erste Tranche börsengehandelter Fonds offeriert, die eine hohe globale Marktdeckung ermöglichen. Bis Ende Jahr soll die Palette an Aktienprodukten auf weitere Regionen, Länder und Branchen ausgeweitet sowie mit ETFs im festverzinslichen Bereich abgerundet werden.

## ETFs und herkömmliche Anlagefonds

Wesentliche Unterschiede zwischen ETFs und konventionellen Anlagefonds gibt es unter anderem bei der Preisberechnung der Fondsanteile. Für herkömmliche Fonds wird einmal täglich ein sogenannter Nettoinventarwert berechnet. Dabei wird der Wert aller Wertpapiere und sonstigen Anlagen eines Fonds bestimmt. Dieses Vermögen minus aller Verbindlichkeiten wird anschliessend durch die Anzahl ausstehender Anteile dividiert. Der erhaltene Quotient ist dann der sogenannte «Nettoinventarwert» oder «Net Asset Value».

ETFs gewähren – im Gegensatz zu gängigen kotierten Fonds – einen effizienten Sekundärmarkthandel. Eine wichtige Voraussetzung dafür ist, dass der Wert der ETFs ständig berechnet wird und für den Anleger sofort ersichtlich ist. Deshalb wird ein indikati-

ver innerer Wert als Richtgrösse für die Kursstellung an der Börse in der Regel alle 15 Sekunden ermittelt.

### Primär- und Sekundärmarkt

Für «Exchange Traded Funds» existieren ein Primär- und ein Sekundärmarkt. Auf ersterem treffen sich Fondsgesellschaft, professionelle Market Maker und institutionelle Anleger. Hier werden Anteile von ETFs in grossen Stückzahlen kreiert (s. Kasten), wobei dies immer dann der Fall ist, wenn eine genügende Nachfrage nach zusätzlichen Fondsanteilen besteht. Diese werden anschliessend am Sekundärmarkt, der Börse, gehandelt, wo sie Privatanleger und institutionelle Anleger in kleineren Mengen erwerben können. Auch diesbezüglich unterscheiden sich ETFs von herkömmlichen Anlagefonds, deren Anteile in der Regel direkt vom Fondsanbieter ausgegeben beziehungsweise zurückgenommen werden.

Das beschriebene Prozedere der Ausgabe neuer ETFs auf dem Primärmarkt (bei der Rücknahme von Anteilen läuft ein analoger umgekehrter Prozess ab) bietet den grossen Vorteil, dass die entsprechenden Transaktionen sehr kostengünstig abgewickelt werden können. Die professionellen Market Maker liefern dem Fonds nämlich exakt die Portfolios in Form von physischen Titeln ab, welche er benötigt, um den jeweiligen Index zu replizieren. Dadurch entfallen Kauf- und Verkaufsspesen, die bei üblichen Fonds anfallen, wenn das zufließende Bargeld in Wertschriften investiert werden muss.

### Unterschiedliche Kostenstruktur

ETFs und konventionelle Anlagefonds unterscheiden sich auch bezüglich Kosten bei Kauf und Verkauf der Anteile sowie in der Höhe der Verwaltungsgebühren. Bei traditionellen Anlagefonds fallen Ausgabekommissionen an, welche z.B. bei einem UBS Indexfonds bei 0,5% und bei einem aktiv gemanagten UBS Fonds in der Regel bei 1,5% liegen. Rücknahmekommissionen sind bei UBS Fonds nicht zu entrichten. Bei ETFs dagegen fallen sowohl beim Kauf als auch beim Verkauf die üblichen Börsencourtagen an.

ETFs eignen sich aufgrund ihrer Konzeption zum regelmässigen Handeln. Kleinstransaktionen kommen den Anleger allerdings wegen den üblichen Mindestcourtagen für Börsentransaktionen relativ teuer zu stehen. ETFs sind somit für Fondssparpläne, bei denen regelmässig kleinere Beträge investiert werden, aus Kostensicht weniger gut geeignet als traditionelle Fonds, bei denen eine prozentuale Ausgabekommission ohne Mindestbetrag zu entrichten ist. Anders sieht es bei den Verwaltungsgebühren aus, die dem Fonds direkt belastet werden. Diese sind bei ETFs grundsätzlich tie-

fer als bei herkömmlichen Fonds. Dies gilt sowohl für Indexprodukte als auch für aktiv gemanagte Fonds.

### Hohe Flexibilität

ETFs werden zwar wie Aktien gehandelt, jedoch kann mit einem einzigen ETF ein ganzer Aktienmarkt gekauft werden. Eine solche Transaktion ist natürlich bedeutend günstiger als der Kauf aller einzelnen Titel.

ETFs ermöglichen unter anderem flexible und schnelle Umschichtungen zwischen diversen Anlagekategorien. Dies bietet zum Beispiel Vorteile im Rahmen der taktischen Vermögens-

## Effizienter Markt für Exchange Traded Funds

Sobald an der Börse, also am Sekundärmarkt, ETFs gekauft werden, wird – vereinfacht dargestellt – folgender Prozess in Gang gesetzt: Professionelle Market Maker befriedigen die Nachfrage, indem sie entweder bereits bestehende ETFs aus eigenen Beständen veräussern oder neue ETFs schaffen, indem sie diese leer verkaufen, d.h. ohne die entsprechenden Anteile zu besitzen. Beim Leerverkauf entsteht eine Shortposition, die abgesichert werden muss. Dazu werden am Aktienmarkt genau dieselben Aktienbestände erworben, welche im Index (welcher dem ETF zugrunde liegt) enthalten sind.

Dieser Aktienkorb wird – unter Berücksichtigung des erforderlichen Mindestvolumens – an den Fonds geliefert. Im Gegenzug erhält der Market Maker ETFs, mit denen er seine ursprüngliche Shortposition eindecken kann. Der Rücknahmeprozess verläuft entsprechend umgekehrt.

Im gleichen Kontext ist der Arbitrageprozess zu verstehen, der sicherstellt, dass ETFs zu ihrem inneren Wert (dem sogenannten Net Asset Value oder NAV) gehandelt werden. Werden ETFs beispielsweise an der Börse mit einem Disagio, also unter ihrem NAV, gehandelt, besteht für einen Arbitrageur bzw. Market Maker ein Anreiz, diese zu erwerben. Die mit einem Abschlag zum NAV erworbenen ETFs können dann an den Fonds geliefert werden, um im Gegenzug einen entsprechenden Aktienkorb zu erhalten. Die so erworbenen Aktien kann der Arbitrageur schliesslich am Aktienmarkt verkaufen und auf diese Weise einen Gewinn realisieren. In diesem Beispiel reduziert der Arbitragemechanismus die Zahl ausstehender ETFs. Das knappere Angebot sorgt dafür, dass der Preis des ETF tendenziell steigt und das Disagio abgebaut wird. Der Kauf von ETFs und deren Tausch in Aktien lohnt sich für den Arbitrageur solange, bis der ETF-Preis wieder in Einklang mit dem NAV ist. Wenn der Börsenkurs des ETF über dem NAV liegt (Agio), verläuft der Arbitrageprozess umgekehrt.

umschichtung, um die Gewichtungen von Ländern oder Sektoren zu ändern, ohne jeweils Basiswerte aus dem Portfolio verkaufen zu müssen. In diesem Zusammenhang ermöglichen ETFs auch eine schnelle und effiziente Umsetzung von speziellen Investmentstrategien, wie Sektor- und Stilrotationsstrategien. Die aktuelle Angebotspalette an ETFs ist dazu zwar noch beschränkt. Sie wird jedoch stetig ausgebaut. So wurden in Europa zuerst nur ETFs auf bekannte «Large-Cap»-Indizes wie den Dow Jones Euro Stoxx 50 zur Verfügung gestellt. Allmählich wird das Angebot auch auf globale, regionale, länder-, branchen- und themenbezogene Indizes sowie auf Anlagestile wie Growth und Value ausgedehnt.

**Interessant auch für professionelle Anleger**

Grundsätzlich eignen sich ETFs vor allem für professionelle und proaktive Investoren, die eine breite Diversifikation und umfassende Möglichkeiten im Handel schätzen. Die wichtigsten ETF-Kunden sind (mit Blick auf die in den USA gemachten Erfahrungen) unter anderem Vermögensverwalter, Finanzinstitute, Pensionskassen, Versicherungen, Stiftungen und Fondsmanager sowie Privatinvestoren, die aktiv am Markt tätig sind.

Professionelle Investoren können ETFs zum Beispiel im täglichen Cash-Management als Alternative zu Futures einsetzen. ETFs können – ohne Vorgabe von Mindestkontraktgrössen und ohne dass ein Anschlussgeschäft nötig wird – leer verkauft werden. Überschussliquidität oder Neugeldzuflüsse können sofort, während der gesamten Börsenzeit, zu aktuellen Kursen investiert werden. Damit wird das Risiko, in steigenden Märkten nicht vollständig investiert zu sein, ausgeschaltet. Im Risikomanagement dienen die ETFs dazu, bestehende Aktienpositionen abzusichern. All diese Strategien lassen sich mit vergleichbaren Produkten wie traditionellen Indexfonds, Indexzertifikaten sowie konventionellen, aktiv gemanagten Fonds nicht realisieren.

**Ergänzung zu aktiv verwalteten Fonds**

ETFs bilden eine solide Portfoliobasis, aber auch eine gute Ergänzung zu konventionellen, aktiv gemanagten Fonds. Die breite Auswahl an aktiv verwalteten Fonds ist ein wichtiger Vorteil. Sie decken somit ein grösseres Investitionsspektrum ab als das derzeitige Angebot an ETFs.

Herkömmliche Anlagefonds eignen sich ausserdem hervorragend für den langfristigen, sukzessiven Vermögensaufbau mit Fondssparplänen oder den Vermögensverzehr mit Fondsentnahmeplänen. Da bei den Ausgabe-kommissionen kein betragsmässiges Minimum festgelegt ist, lohnt sich auch der Kauf beziehungsweise der Verkauf von kleinen Anlagebeträgen.

**Alles aus einer Hand**

ETFs sind deshalb nicht als Konkurrenz zu konventionellen Fonds zu betrachten. In diesem veränderten Geschäftsumfeld müssen sich die Fondsanbieter neu positionieren. Im Vorteil sind diejenigen Häuser, welche sowohl konventionelle Anlagefonds als auch ETFs anbieten können. Denn damit gewähren sie ihren Kunden Zugang zum gesamten Produktespektrum und ermöglichen die professionelle Umsetzung aller wichtigen Investmentstrategien.

In den nächsten Jahren dürfte das ETF-Universum mit weiteren interessanten Produkten und Dienstleistungen aufwarten. Das weltweit noch magerere Angebot auf Obligationenindizes wird sukzessive aufgebaut. Im Aktien-segment werden zunehmend Schwellenmärkte und diverse aufstrebende Länder erschlossen. Eine andere Herausforderung sind aktiv gemanagte ETFs. Probleme ergeben sich hier aber vor allem, weil diese Instrumente eine hohe Transparenz erfordern. Trittbrettfahrer können sich die Taktik der Fondsmanager zunutze machen.

Die vielen Vorteile der ETFs stimmen uns sehr zuversichtlich. Wir gehen davon aus, dass sich nach dem Vorbild der USA auch in Europa ein bedeutender und erfolgreicher ETF-Markt bilden wird.

WWW.  
private-magazin.ch

Das  
Anlagefondsarchiv