

ETFs – Mit der Welt in Bewegung



Von Tibor I. Mueller
Director Schweiz / Liechtenstein
Source, London

Die Welt um uns kann sich rasend schnell verändern – das haben die jüngsten Ereignisse eindrucksvoll bewiesen. In Tunesien und Ägypten wurden autokratische Regime durch die Macht des Volkes gestürzt und auch der Rest des Nahen Ostens ist in Aufruhr.

Aufsehenerregende Entwicklungen erlebt derzeit auch die Finanzwelt, beispielsweise in Form der jüngsten Konsolidierungswelle bei den Börsenbetreibern: Nyse Euronext und Deutsche Börse haben ihre Fusion angekündigt, während die London Stock Exchange den Zusammenschluss mit der TMX of Canada bestätigte.

Gleichzeitig kann an den Investmentmärkten selbst nicht gerade von Langeweile die Rede sein. Die Sorgen um eine drohende Inflation in China nehmen zu. Einige entwickelte Industrienationen erleben eine wirtschaftliche Erholung, während andere nach wie vor einen schwachen Eindruck erwecken. Und auch die Schuldenproble-

matik in Teilen Europas hält die Märkte weiter in Atem.

Wenn es also jemals eine Zeit gab, um alte Denkweisen über Bord zu werfen und den schnellen und unaufhaltsamen Wandel zu akzeptieren, dann ist sie jetzt. Das gilt auch für die Welt der Exchange Traded Funds (ETFs), speziell in Europa. Auf dem Alten Kontinent tauchen gerade neue Arten von ETFs auf dem Markt auf. Diese Produkte umfassen zum einen Bestandteile mit einem aktiven Management. Zum anderen stehen die für die Qualität eines ETFs massgeblichen Komponenten Liquidität und Kontrahentenrisiko auf dem Prüfstand.

Mittlerweile gibt es seit annähernd 20 Jahren ETFs. Dabei galt und gilt meist eine einfache Einteilung: Neben Produkten, die einen Index beispielsweise mit Hilfe eines Aktienkorbes physisch replizieren, stehen ETFs, welche die synthetische Replikation mittels derivativer Instrumente wie Swaps anwenden. Jede Methode hat ihre Vorzüge und jeder ETF-Anbieter argumentiert naturgemäss für den von ihm eingesetzten Ansatz.

Kontrahentenrisiko, physische und synthetische Replikation

Heute wissen wir, dass es so einfach nicht ist. Das während der globalen Finanzkrise 2008/09 plötzlich zum realen Problem werdende Kontrahentenrisiko kann beide ETF-Ansätze beeinflussen. Bei der physischen Replikation werden für gewöhnlich Aktien gegen Gebühr verliehen, um die Kosten für den Handel und das Management der zugrunde liegenden Papiere zu kompensieren. Dabei entsteht ein Kontrahentenrisiko gegenüber dem Entleiher. Die in diesem Zusammenhang erforderliche Besicherung bringt ihrerseits einen Verwaltungsaufwand mit sich. Noch offensichtlicher ist das Kontrahentenrisiko

bei der synthetischen Replikation, da es aus der Gegenpartei heraus besteht, die verspricht, den Ertrag eines bestimmten Index zu zahlen. In jedem Fall ist die Annahme falsch, ein bestimmter ETF-Typ würde das Kontrahentenrisiko ausschliessen. Vielmehr gilt es, die Produktstruktur zu durchleuchten und herauszufinden, wo die Risiken liegen und wie mit ihnen umgegangen wird.

ETFs in Europa im Rückstand gegenüber den USA

Die eingangs erwähnte Konsolidierungswelle unter den Börsenbetreibern verdeutlicht einmal mehr die Fragmentierung des europäischen Aktienmarktes. Ein Umstand, der auch für den grossen Rückstand des europäischen ETF-Marktes gegenüber demjenigen der USA bezeichnend ist. Europa wartet weiter auf eine Vereinheitlichung, die stets die beste Order-Ausführung gewährleistet und dabei hilft, Markttransparenz und Handelsliquidität zu verbessern.

Heute verteilt sich der Handel in Europa auf viele Stellen und es ist schwer, einen Gesamtmarkt für ETFs zu erkennen. In den USA stehen ETFs für einen Viertel des täglichen Handelsvolumens, während sie in Europa gerade einmal rund 5% beisteuern. Eine deutliche Sprache spricht auch die Tatsache, dass europäische ETFs auf täglicher Basis lediglich 1% ihrer gesamten Assets unter Management umsetzen, während es in den USA rund 10% sind. Die Botschaft dieser Zahlen liegt auf der Hand: Angesichts eines geringeren Volumens und insofern auch weniger Liquidität sollten Investoren auf Veränderungen pochen, damit Europa zum ETF-Markt der USA aufschliessen kann.

Liquidität und Leerverkäufe

Um die Liquidität zu verbessern und die Probleme der Marktfragmentierung

zu lösen, müssen ETF-Händler den Markt mit bedeutenden Summen an Handelskapital hinterlegen. Eine Möglichkeit, die Liquidität voranzubringen, bietet der Leerverkauf von ETFs. Indem Market Maker beispielsweise leihefähige ETFs schaffen, bei denen ein Leerverkauf möglich ist, kann der Handel deutlich angeschoben werden.

Neue Marktteilnehmer wie Hedge Funds, die einen aktiven Handel sowohl auf der Long- als auch auf der Short-Seite einfordern, können der Liquidität am europäischen ETF-Markt merklich auf die Sprünge helfen. Liquidität zieht schliesslich Liquidität an. Eine Erkenntnis, die sich mit den Source Sektor-ETFs gut belegen lässt. Diese Produkte – sie ermöglichen Investoren innerhalb eines breiten Indexes die Positionierung in einem bestimmten Sektor – zählen zu den am aktivsten gehandelten ETFs in Europa. Dabei ist es gelungen, gerade Hedge Funds zu überzeugen und ihnen eine Alternative zum OTC-Swap zu bieten. ETFs sind besicherte Vehikel, während OTC-Swaps zu 100% das Risiko einer einzelnen Gegenpartei mit sich bringen. Darüber hinaus ist die Verwaltung einfacher, und Börsenmakler sowie Banken können auch im ETF-Handel mit ihren Kunden aus dem Hedge-Fund-Bereich zusammenarbeiten.

ETFs erschliessen neue Märkte und Investmentformen

Ein weiterer Pluspunkt der ETFs ist die Möglichkeit, neue Märkte und neue Arten von Investments zu erschliessen. Beispielsweise konnte Source zuletzt innovative ETFs in Zusammenarbeit mit dem Fixed-Income-Vordenker Pimco sowie der Man Group, einem der grössten Hedge-Fund-Manager, lancieren.

Die lange Zeit gängige Meinung, dass aktive ETFs ein Widerspruch in sich seien, ist dabei, sich zu ändern. Es kann sinnvoll sein, einem Manager die Freiheit zu geben, unter Einsatz eines Benchmarks Mehrwert zu generieren. In manchen Märkten, beispielsweise bei Fixed Income, kann die simple Bindung an einen Index die Risiken sogar erhöhen. Nicht umsonst eilt manchen Anleihenindizes der Ruf voraus, «Index der Verdammten» zu sein. Der Grund:

Schwächere Mitglieder neigen dazu, grössere Volumen am Rentenmarkt zu emittieren, wodurch sie einen übermässigen Anteil am Index erreichen. Als Möglichkeit, Märkte mit Hilfe eines aktiven Managers und zugleich auf eine transparente und kontrollierte Art zu betreten, sind ETFs die Lösung schlechthin.

Verbessertes Cash-Management dank ETFs

Ein gutes Beispiel für die Vorzüge, die der Einsatz aktiver Strategien im ETF-Mantel mit sich bringt, ist auch das Cash-Management. Der Euro Overnight Index Average (Eonia), der gängige Benchmark für den Geldmarkt, bewegte sich in den vergangenen Jahren auf einem sehr niedrigen und für Investoren schmerzhaften Niveau. Ergänzt man nun den Index mit aktiven Elementen, ist es möglich, die Gesamterträge für Investoren auf eine konsistente und konservative Art zu erhöhen. Entscheidend ist dabei, dass sich die zusätzliche Rendite in einer bekannten Bandbreite bewegt und nicht zu stark variiert. Gerade für Investoren, die geldmarktähnliche Anlagen mit höheren Renditen suchen, sind solche ETFs eine willkommene Ergänzung zur gängigen Produktpalette.

Exchange Traded Products und Exchange Traded Commodities

Rapides Wachstum erleben Exchange Traded Products (ETPs) auch auf dem Gebiet der Rohstoffe. Noch vor 10 Jahren war diese Anlageklasse den Spezialisten vorbehalten. Heute ist es gängige Meinung, dass institutionelle Investoren zur Diversifikation und als mögli-

cher Inflationsschutz zwischen 5 und 10% des Portfolios in Rohstoffen anlegen sollten. Ähnlich den einem ETF zugrunde liegenden Assets, darf das Kontrahentenrisiko auch bei den Exchange Traded Commodities (ETCs) nicht vernachlässigt werden. Investoren sollten bei Rohstoff-ETCs genau auf die Struktur achten und analysieren, wie und wo ein Gegenparteirisiko entstehen kann. Abmildern lässt sich das Kontrahentenrisiko durch den Einsatz qualitativ hochwertiger Sicherheiten, beispielsweise US-Schatzanweisungen, oder durch ein Investment in physische Rohstoffe.

Mit ETFs am Puls der Zeit

Aus der Perspektive der frühen 1990er Jahre, als die ETF-Revolution startete, ist die Welt heute nicht wieder zu erkennen. Ein Beobachter aus der damaligen Zeit wäre erstaunt über die vielen Möglichkeiten von Produkten wie ETFs. Heute kann der Einzelne ohne weiteres und in einem kostengünstigen und flexiblen Rahmen in die unterschiedlichsten Märkte investieren. Egal, ob Aktien, Anleihen, Rohstoffe, Hedge Funds oder andere Alternative Investments – mit den Möglichkeiten der modernen Kommunikationstechnik ist ein Investment beinahe zu jeder Zeit und von jedem beliebigen Ort aus möglich. Da sich die Welt um uns stetig verändert, ist es entscheidend, auf dem Laufenden zu bleiben. Das gilt sowohl für den möglichen Aufbruch des Nahen Ostens in die Demokratie als auch für die im europäischen Markt neu auftauchenden Investmentprodukte.

tibor.mueller@source.info
www.source.info

Wenn es jemals eine Zeit gab, um alte Denkweisen über Bord zu werfen und den schnellen und unaufhaltsamen Wandel zu akzeptieren, dann ist sie jetzt. Das gilt für die Politik genauso wie für die Welt der ETFs.