

Ein beunruhigendes

Am 24. August, dem «schwarzen Montag», rauschten in den USA die Kurse von 100 ETF in die Tiefe. Die passiven Anlagevehikel verloren weit mehr als die Aktienkörbe, die sie abbilden. Das ist ein Sakrileg für eine Branche, die nur eines will: Verlässlich Indizes replizieren. **Von Sophie Schimansky, New York**

Als die Händler der New Yorker Börse am Morgen des 24. August mit dem Läuten der Börsenglocke ihre Arbeit begannen, war es noch ruhig auf dem Parkett. Doch dieser Tag sollte im Nachhinein als «schwarzer Montag» in die Annalen der Wall Street eingehen. In den ersten fünf Handelsminuten stürzte der Dow Jones, der Index der amerikanischen Schwergewichte wie Coca-Cola, Apple und IBM, um satte 1100 Punkte. Der Schlag war nicht so hart wie der am Black Monday des Jahres 1987, bei dem der Index 22,6% verlor. Doch auch an diesem Montag waren es zum schlimmsten Zeitpunkt immerhin 6,6%.

Vom Crash überdurchschnittlich betroffen waren ausgerechnet jene Fonds, die in den vergangenen Jahren zu Anleger-Favoriten geworden waren: die Exchange-Traded Funds, die eigentlich als besonders geeignet für Kleinanleger gelten. Doch am schwarzen Montag mussten ETF-Anteilseigner starke Nerven haben. So stürzte etwa der «Guggenheim S&P 500 Equal Weight ETF (RSP)» in jenen Chaos-Minuten um 45% auf rund 50 \$ ab. Der Wert der zugrundeliegenden Aktien jedoch fiel nicht unter die 71-Dol-

larskategorie widerspiegeln. Doch der RSP-Kurs lag eine Stunde lang mehrere tausend Punkte unter dem des SPY. Was vielen Anlegern nicht klar ist: Die ETF-Kurse werden mit der Hilfe von Händlern – oft von Grossbanken – im Auftrag der ETF-Herausgeber «gestellt» und an den Wert der unterliegenden Aktien angepasst. Man kann diese speziellen Händler Kurspfleger nennen.

Ist der Kurs eines ETF sehr viel niedriger als jener der zugrundeliegenden Aktien, kaufen sie die günstigeren Fondsanteile und verkaufen die Aktien. Durch die verstärkte Nachfrage nach den ETF-Anteilen steigt dann der Preis und gleicht sich wieder an die unterliegenden Aktien an. Liegt der ETF-Kurs höher als der Kurs der unterliegenden Aktien, kaufen die Kurspfleger die Aktien und verwandeln sie in neue ETF-Anteile – so steigt das ETF-Angebot, und der Kurs fällt. Die Spanne dazwischen ist jeweils der Gewinn der Kurspfleger. So gleichen sich die Kurse meist rasch wieder an. Warum ist das am Black Monday nicht geschehen?

Fehlende Informationen

Darüber sind sich Branchenkenner nicht einig. Fest steht: In der Nacht zum Montag vermeldete die chinesische Börse schlechte Kurswerte. Weil sich in der Folge abzeichnete, dass es auch an der Wall Street Turbulenzen geben könnte, erklärte die Börse den Ausnahmezustand: Der Handel wurde eröffnet, ohne dass vorab – wie sonst üblich – Hinweise auf den wahrscheinlichen Eröffnungskurs für gelistete Aktien geliefert wurden. Diese Notfallregel, die sogenannte Regel 48, soll Investoren und den Kapitalmarkt bei einem volatilen Marktumfeld eigentlich unterstützen. Doch es scheint, als habe sie in diesem Fall die Abwärtsspirale noch verstärkt. Wegen der fehlenden Information hielten sich viele Investoren fern. Bei Hunderten Aktien kam es zum Aussetzen des Kurses. Die Deutsche Bank kommt in einer Analyse zu dem Schluss: «Wenn die New Yorker Börse mit dieser Regel für eine effiziente Börsenöffnung sorgen wollte, so hat sie genau das Gegenteil davon bewirkt.»

Das Problem speziell für die ETF: Die Kurspfleger brauchen die Preise aller in einem Index befindlichen Aktien, wenn sie den Kurs für den entsprechenden ETF festlegen sollen. An diesem Montagmorgen fehlte es den Kurspflegern schlichtweg an diesen Informationen. «Wenn die zugrundeliegenden Werte nicht bekannt sind oder wie verrückt schwanken, werden die Kurspfleger den Kurs der ETF sehr niedrig wählen, um auf jeden Fall noch Gewinn zu machen», erklärt Corey

Sicherheit bei ETF

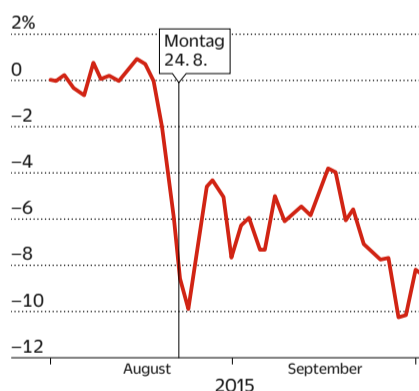
Feine Unterschiede

ETF, Exchange-Traded Funds, sind börsengehandelte Fonds, denen zumeist ein Index zugrunde liegt. Sie gelten als sogenanntes Sondervermögen, unterstehen dem Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (KAG) und sind beim Konkurs des Anbieters geschützt.

Zu den Exchange-Traded Products (ETP) zählen sowohl Exchange-Traded Notes (ETN) als auch Exchange-Traded Commodities (ETC). Diese sind besicherte Inhaberschuldverschreibungen, aber kein Sondervermögen. Exchange-Traded Commodities bilden Rohstoffe ab, deren Basiswerte oft hinterlegt sind. Ihre Besicherung ist nicht einheitlich geregelt. (dst.)

Schwarzer Montag

Kursverlauf des Guggenheim S&P 500 Equal Weight ETF



Quelle: Swissquote

Hoffstein, Gründer des Finanzberaters und ETF-Anbieters Newfound Research. Kritiker gaben den ETF die Schuld an den heftigen Ausschlägen, es gab sogar Forderungen, diese Fonds künftig separat zu handeln. ETF-Analyst Robert Goldsborough von der Fonds-Rating-Agentur Morningstar weist das zurück. «Ich glaube nicht, dass das an den ETF lag.» Die ETF seien Opfer, nicht Ursache gewesen. Auch Peter Tchir von der Investmentbank Brean Capital und früherer Hedge-Funds-Manager, sieht die Schuld nicht in der Struktur der ETF. «Es lag an menschlichem Versagen.» Die Kurspfleger hätten falsch reagiert.

Klar ist jedoch: So simpel, wie die Branche die ETF gerne anpreist, sind die Produkte nicht. Das scheint auch die US-Börsenaufsicht SEC so zu sehen. Vor kurzem hat sie Entwürfe für neue Regeln für ETF vorgelegt. Darin geht es unter anderem darum, sicherzustellen, dass Investoren problemlos aus den Produkten ein- und aussteigen können.

Morningstar-Analyst Goldsborough rät Anlegern, in volatilen Marktsituationen die Kurse der unterliegenden Aktien und Indizes ihres ETF zu prüfen; sähen die weiterhin gut aus, liege die Ursache eher in technischen Problemen.

3000 Mrd. \$

So viel Geld ist weltweit in ETF angelegt. Die grossen Anbieter heissen Blackrock, Vanguard und State Street.

lar-Marke, also längst nicht so stark wie die Fondsanteile. Ähnliches geschah beim «iShares Select Dividend ETF», der innerhalb weniger Schrecksekunden um 35% abrutschte. Der Fonds des Branchenriesen Blackrock hält Aktien von McDonald's und Chevron und spiegelt den Dow-Jones-U.S.-Select-Dividend-Index wider. Auch hier stürzte der 13 Mrd. \$ schwere Indexfonds tiefer als der unterliegende Index. Blackrock arbeitet derzeit an einer ausführlichen Analyse zu den Ereignissen vom 24. August. «Wir sorgen uns um den negativen Einfluss, den diese Ereignisse auf einige unserer Kunden hatte», so das Unternehmen.

Einbrüche bis 30 Prozent

Der grosse Unterschied zwischen ETF-Kurs und Index widerspricht natürlich dem Prinzip der ETF. Denn sie sollen ja den Wert der Aktien, die zu dem Index gehören, genau abbilden. Seit den frühen 2000er Jahren wächst der ETF-Markt stetig. Heute sind weltweit fast 3000 Mrd. \$ in ETF investiert.

Doch genau das ist an jenem Montag passiert: Die Kurse von rund 100 verschiedenen ETF brachen um bis zu 30% ein. Dabei wichen sie stark von dem Wert der ihnen zugrundeliegenden Aktien ab – sowohl nach unten als auch nach oben. Und auch ETF, die denselben Aktienkorb widerspiegeln, unterschieden sich erheblich voneinander: Die Kurse des «SPDR S&P 500 ETF (SPY)» und des «RSP» sind normalerweise stark miteinander korreliert, weil sie den gleichen



So simpel, wie die Branche die ETF gerne anpreist, sind die Produkte nicht. Das sieht auch die US-Börsenaufsicht so.



Günstig in Obligationen investieren

Mit diesen neuen ETF lassen sich Risiken umgehen

Lombard Odier ist ein klingender Name im Private Banking. Nur wenige wissen, dass die Genfer Bank auch über einen Vermögensverwaltungs-Arm verfügt. Erst recht, dass dieser vor kurzem zusammen mit einem Partner eine Reihe von ETF an der Schweizer Börse kotiert hat. Passt das? Günstige, börsengehandelte Anlagevehikel aus einem Haus wie Lombard Odier?

Ja, finden die beiden Firmen. Lombard Odier und ETF Securities nehmen für sich in Anspruch, als erste Anbieter in Europa eine Reihe von ETF auf fundamental gewichtete Anleiheindizes lanciert zu haben.

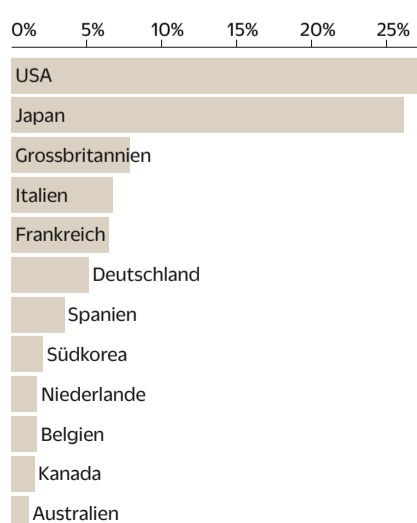
Was bedeutet fundamental gewichtet? Dafür muss man sich vor Augen führen, wie heute ein klassischer Obligationen-Index aufgebaut ist: Jene Schuldner mit den höchsten Ausständen haben dort das grösste Gewicht. Bei Staatsanleihen also die USA, Japan, Grossbritannien, Italien und Frankreich. Diese hochverschuldeten Länder machen zusammen 80% eines herkömmlichen Anleihen-Indexes aus

der Unfall



Klumpenrisiken vermeiden

Das Gewicht verschiedener Staatsanleihen im globalen Index von Barclays



Quelle: Lombard Odier, ETF Securities

(siehe Grafik). Doch will man sich als Anleger wirklich so stark in französischen Staatsanleihen engagieren, im Wissen, dass dieses Land letztmals 1974 ein ausgeglichenes Budget erzielte? Will man ein Klumpenrisiko an japanischen Staatsanleihen in Kauf nehmen, von einem Schuldner, dessen Ausstände sich bereits auf 246% der jährlichen Wirtschaftsleistung belaufen? Wenn man die Frage so stellt, kommen den meisten Investoren Zweifel an der Art und Weise, wie viele Bond-Portfolios heute zusammengesetzt sind.

Das gleiche Phänomen lässt sich auch bei Indizes auf Unternehmensanleihen beobachten. Dort sind es Finanzwerte, die mit rund 40% ein Klumpenrisiko darstellen.

Bond-Indizes, die das Gewicht der grössten Schuldner beschränken, üblicherweise auf maximal 10%, sind besser, aber trotzdem nicht ideal zusammengesetzt. Bei einem Schwellenländer-Index etwa wird zwar das Gewicht von Brasilien, das ohne Begrenzung einen Drittel im Index aus-

machen würde, herunterschraubt. Trotzdem bleibt eine ungesunde Verzerrung: So sind die Regionen Lateinamerika und Osteuropa überrepräsentiert, während China und Indien gar nicht vorkommen. Nun steuern diese beiden asiatischen Schwergewichte zusammen aber rund die Hälfte zum Bruttoinlandsprodukt aller Schwellenländer bei. Es ist absurd, dass sie im Index fehlen.

Bei dieser Fehlkonstruktion also setzen Lombard Odier und ETF Securities an. Sie stellen die Indizes quasi vom Kopf auf die Füße, indem sie überlegen, welche Schuldner denn aus Gläubigersicht ideal wären. Wohl nicht jene, die sich die grössten Beträge ausgeliehen haben.

In den sogenannten LOIM-Indizes verringern folglich hohe Ausstände eines Schuldners dessen Gewicht im Index. Dafür sind Staaten mit einem höheren Bruttoinlandsprodukt stärker im Index vertreten. Im Detail gehen die beiden Firmen beim Staatsanleihen-Index so vor: Ökonomische Kriterien

wie die Höhe der Staatsverschuldung, die Verschuldung von Firmen und Konsumenten, Budgetdefizite oder wie viel der Schulden von ausländischen Investoren gehalten werden, machen 60% der Gewichtung aus. Auch die Armut, die politische Stabilität oder das Verhältnis zwischen Rentnern und Aktien fließen ein.

Diese ökonomischen Kriterien werden mit 40% sogenannten Marktfaktoren ergänzt. Konkret: wie liquide die entsprechenden Bonds sind und wie viel Rendite sie abwerfen.

So verändert sich die Gewichtung stark: Im LOIM-Global-Government-Index sind zum Beispiel deutsche, mexikanische und koreanische Staatsanleihen stärker vertreten als japanische, italienische, britische oder französische Papiere.

Derzeit sind fünf Indizes von Lombard Odier und ETF Securities als ETF erhältlich, insbesondere auch Firmenbonds-Produkte. Informationen dazu gibt es auf www.etsfloim.com.
Markus Städeli

ETF in der Schweiz

Kein Ende des Booms in Sicht

Januar 1993. 18 Jahre nach der Lancierung des ersten Indexfonds in den USA erhält der US-Vermögensverwalter State Street die Bewilligung für einen börsenkotierten Fonds für Privatanleger. Der Aufstieg der Exchange-Traded Funds beginnt. Der erste ETF namens «Spyder» bildet den S&P-500-Index ab.

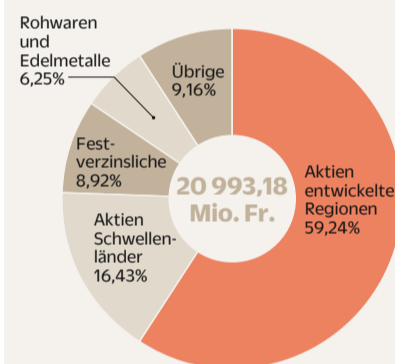
September 2000. Die Schweizer Börse SIX lanciert ein eigenes Segment für ETF.

März 2001. Die Credit Suisse lanciert den ersten ETF auf den Leitindex Swiss-Market-Index (SMI). Bis heute zählen ETF auf den SMI zu den beliebtesten Produkten in diesem Bereich.

September 2004. Erstmals bildet ein ETF an der Schweizer Börse einen Index nur noch synthetisch ab, die im Index enthaltenen Titel werden für den Fonds nicht hinterlegt.

Aktien sind populär

ETF an der Schweizer Börse nach Umsatz per Ende Juni



Quelle: SIX

Mai 2005. Lancierung des ersten Fonds auf Rohstoffe.

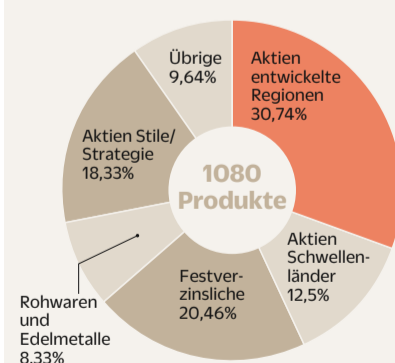
März 2006. Die Zürcher Kantonalbank lanciert einen ETF auf physisches Gold und lagert dafür grosse Mengen an Goldbarren unter dem Paradeplatz ein.

Juni 2010. Einführung des Mehrwährungshandels.

Oktober 2012. Kotierung des ersten ETF mit Währungsabsicherung.

Schon über 1000 Produkte

ETF an der Schweizer Börse nach Anzahl Produkten per Ende Juni



Quelle: SIX

Ende 2012. Das Segment erreicht einen Umsatz von über 100 Mrd. Fr. Dieses Allzeithoch könnte im Jahr 2015 sogar übertroffen werden.

März 2014. Lancierung des ersten aktiv verwalteten ETF.

März 2015. An der SIX wird der 1000. ETF kotiert. Mittlerweile sind sogar mehr als 1100 Produkte von insgesamt 20 Anbietern auf dem Markt, ein Ende des Booms ist nicht in Sicht. (dst.)