

# FINANZ und WIRTSCHAFT

## Inhalt

**Basismetalle:** Tieferer Goldpreis lockt Anleger **49**  
**Edelmetalle:** Schwächer **49**  
**Warrants:** Zertifikate von Kudelski sind begehrt **51**  
**Implizite Volatilitäten:** Zurück auf Feld eins **51**  
**Neue derivative Produkte** **53**

## Emittenten

ABN Amro **49**  
 Bank Julius Bär **50**  
 Bank Sarasin **50**  
 BCV **52**  
 EFG **48**  
 Sal. Oppenheim **48**  
 Société Générale **52**

**Keine Zeichnungsfrist mehr verpassen:**

**Alle Zertifikate-Neuemissionen ab sofort unter [www.fuw.ch/neuemissionen](http://www.fuw.ch/neuemissionen)**

Instrumente zur unkomplizierten Absicherung – Verlustrisiko ist begrenzt – Innovation aus Europa

# Short ETF überzeugen in der Baisse

Von Alex Hinder

Der Schweizer Aktienmarkt hat seit dem Juni 2007 mehr als 20% eingebüsst. Kein Wunder, gehören kotierte Indexfonds (Exchange Traded Funds, ETF), die auf fallende Kurse setzen, seit Jahresbeginn zu den Gewinnern. An europäischen Börsen sind derzeit achtzehn sogenannte Short ETF kotiert (vgl. Tabelle), und für einmal waren die Europäer den Amerikanern voraus: Der weltweit erste Short ETF wurde von Xact Fonder, einer Tochter der Svenska Handelsbanken, bereits im Februar 2005 lanciert. Proshares emittierte in den USA den ersten Short ETF im Sommer 2006.

Europäische Anbieter wie Deutsche Bank (DB), Société Générale (SGAM) und Lyxor, eine Tochter der französischen Grossbank, bieten erst seit 2007 Short ETF an. Die beiden X-Trackers der DB auf den Dax und den Euro Stoxx 50 vereinen jeweils bereits mehr als 250 Mio. € Neugeld auf sich. Alle grossen Emittenten haben mindestens einen Short ETF auf den französischen Aktienindex Cac40 im Angebot. Auch auf den Euro Stoxx 50 gibt es mehrere Short ETF.

## Aktiv verwaltete ETF nicht ideal

SGAM bietet auf die jeweiligen Indizes Short ETF mit unterschiedlichen Partizipationsraten an: Der SGAM ETF Bear weist eine Rate zwischen 50 und 100% auf, der SGAM XBear eine zwischen 150 und 200%. Sie werden quartalsweise festgelegt. Quasi aktiv verwaltete Short ETF sind weniger geeignet zur Portfolioabsicherung, da sich das Short-Exposure von Quartal zu Quartal markant verändern kann.

Short ETF ohne Leverage (Fremdfinanzierung) reflektieren in der Regel die inverse Tagesveränderung des zugrundeliegenden Index. Sinkt der Index 1,5%,

Kotierter Indexfonds	Referenzindex	Symbol	Börsenplatz	Isin-Nummer	Ter <sup>1</sup> in %	Marktkap. in Mio. €
SGAM ETF XBear Cac-40	Cac-40	BX4	F	FR0010411884	0,6	200
SGAM ETF Bear Cac-40	Cac-40	B40	F	FR0010411876	0,6	29
Lyxor ETF Short Cac-40	Cac-40	SHC	F	FR0010591362	0,4	17
DB X-Trackers Cac-40 Short ETF	Cac-40	X45	F	LU0322251280	0,4	0
DB X-Trackers Shortdax ETF	Dax	XSDX	CH, D, F, I	LU0292106241	0,4	372
DB X-Trackers EURO STOXX 50 Short ETF	Euro Stoxx 50	XSX	CH, D, F, I	LU0292106753	0,4	263
SGAM ETF XBear Euro Stoxx 50	Euro Stoxx 50	BXX	D, F	FR0010424143	0,6	104
SGAM ETF Bear Euro Stoxx 50	Euro Stoxx 50	BSX	D, F	FR0010424135	0,6	23
DB X-Trackers Stoxx 600 Banks Short ETF	Stoxx 600 Bank	X575	D, UK, I	LU0322249037	0,5	38
DB X-Trackers Stoxx 600 Healthcare Short ETF	Stoxx 600 Healthcare	XSD5	D, UK, I	LU0322249466	0,5	4
DB X-Trackers Stoxx 600 Oil & Gas Short ETF	Stoxx 600 Oil & Gas	XSES	D, UK, I	LU0322249623	0,5	8
DB X-Trackers Stoxx 600 Technology Short ETF	Stoxx 600 Technology	X585	D, UK, I	LU0322250043	0,5	5
DB X-Trackers Stoxx 600 Telecoms Short ETF	Stoxx 600 Telecom	XSKS	D, UK, I	LU0322250126	0,5	5
DB X-Trackers FTSE-100 Short ETF	FTSE-100	XUKS	D, UK	LU0328473581	0,5	0
Xact - Bear	OMX 30	XACBEAR	S	SE0001342387	0,6	294
DB X-Trackers S&P-500 TR Short ETF	S&P-500	XSP5	D, UK, I	LU0322251520	0,5	33
SGAM ETF XBear S&P/MIB	S&P-MIB	XBRMIB	I	FR0010446666	0,6	0
SGAM ETF Bear S&P/MIB	S&P-MIB	BERMIB	I	FR0010446146	0,6	0

<sup>1</sup> Ter = Total Expense Ratio

Quelle: Bloomberg, Hinder Asset Management

steigt der Short ETF 1,5%. Durch den Kauf eines Short ETF werden mit einer einzigen Transaktion die Titel des Referenzindex leer verkauft. Investoren können so das Marktrisiko des Portfolios unkompliziert absichern oder auf eine Baisse wetten.

Privatanleger bevorzugen Short ETF gegenüber dem Einsatz von Derivaten oder dem Leerverkauf von Aktien. Das hängt

mit dem begrenzten Verlustrisiko zusammen. Werden Aktien leer verkauft, sind die Verluste theoretisch unlimitiert.

Ein weiterer Vorzug der Instrumente ist, dass ihr Preis – im Gegensatz zu Optionsstrategien, die ebenfalls auf eine Portfolioabsicherung oder auf fallende Märkte zielen – nicht von der Volatilität und dem Zeitwert abhängig ist. Zudem ist die Laufzeit

## Kotierte Indexfonds immer beliebter

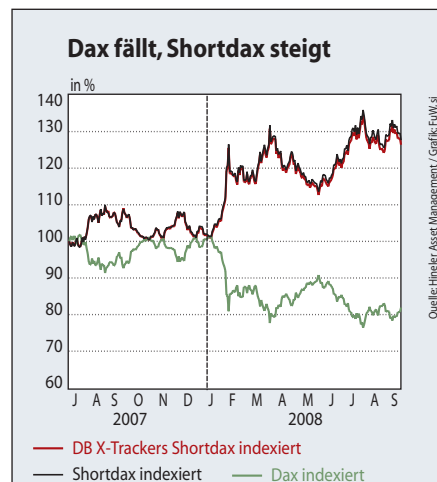
In der Schweiz sind mittlerweile 135 ETF diverser Anbietern kotiert. An der SWX Swiss Exchange sind ETF das Segment mit dem höchsten Zuwachs. Doch welche Instrumente haben gemessen an der Kursentwicklung im laufenden Jahr die Nase vorn? Die Mehrheit der ETF wird in Fremdwährungen kotiert, weshalb die Vergleichbarkeit eingeschränkt ist. Wir haben daher die Performance aller Produkte in Franken umgerechnet. Zudem sind ETF, die per 31. Dezember 2007 noch nicht kotiert waren, nicht berücksichtigt.

Der beste ETF im laufenden Jahr war bislang ein Short-ETF auf den Euro Stoxx 50 mit einem Anstieg von 23,2%. Auf Platz zwei folgt ebenfalls ein Short-ETF. Er bezieht sich auf den Dax. Der Kurseinbruch an den Aktienmärkten spiegelt sich in vielen Aktien-ETF. Die grössten Verluste hatten ETF auf indische und koreanische Aktienindizes zu verkaufen. Unter die Räder gerieten auch europäische ETF mit Dividendenstrategie. Der Referenzindex gewichtet Finanzwerte (Banken und Versicherungen) überdurchschnittlich hoch. **AH**

### Short-ETF belegen Spitzenplätze

Beste Kursentwicklung 2008			Schlechteste Kursentwicklung 2008		
ETF	Handelswährung	Perf. 2008 in Fr. und %	ETF	Handelswährung	Perf. 2008 in Fr. und %
DB X-Trackers Euro Stoxx 50 Short	Fr.	23,2	Lyxor ETF India	\$	-39,5
DB X-Trackers Shortdax	Fr.	22,5	Ishares MSCI Korea	\$	-38,5
Easy ETF S&P GSCI	\$	9,1	Lyxor ETF Stoxx Sltc Dvd 30	€	-38,8
Lyxor ETF Commodities CRB	\$	6,1	DB X-Trackers MSCI Korea	\$	-38,4
Ishares TIPS	\$	2,9	DB X-Trackers S&P-CNIX-NIFTY	\$	-37,4

Quelle: Bloomberg, Hinder Asset Management



Sfoa-Bürgenstock-Konferenz: CBOE will Optionen auf Credit Default Swaps für schwache Schuldner lancieren

# Sind Kreditderivate an Börse besser aufgehoben?

Zuerst sah es aus, als ob sich die beiden Konkurrenten einig wären. Terminbörsen und ausserbörsliche Derivathändler wollen das Geschäft mit Kreditderivaten in geordnete Bahnen lenken. Wie das geschehen soll, ist aber umstritten. Das zeigten die Diskussionen an der Konferenz der Swiss Futures and Options Association (Sfoa), dem jährlichen Stelldehner der internationalen Derivatindustrie – sie hat diese Woche nicht wie traditionell auf dem Bürgenstock stattgefunden, sondern, weil dort renoviert wird, in Interlaken.

Die Terminbörsen wollen sich ein Stück vom Kuchen des Kreditderivatmarkts abschneiden. Bisher findet der Handel ausserbörslich statt und wird von einem Dutzend Investmentbanken und Brokern dominiert. Diese wollen das Geschäft – trotz Kreditkrise – nicht teilen. Nun lanciert Chicago Board Options Exchange (CBOE) Op-

tionen, mit denen sich Obligationäre und Gläubiger gegen eine Zunahme des Risikoaufschlags (Spread) absichern können. Basiswert sind Credit Default Swaps (CDS). Die CDS-Optionen sollen im laufenden Quartal auf den Markt kommen, sobald die US-Aufsichtsbehörde SEC die Bewilligung erteilt. «Wir wissen, dass der Bedarf besteht, und angesichts der Kreditkrise könnte der Zeitpunkt für die Lancierung nicht besser sein», erklärte William Brodsky, Chef der CBOE. «Wir starten mit Optionen auf einzelne Schuldner, die in Schieflage geraten sind, da dort der Absicherungsbedarf am grössten ist.» Möglicherweise würden später auch Derivate auf Kreditderivatindizes angeboten.

Der Erfolg ist nicht garantiert. Die deutsch-schweizerische Eurex lancierte 2007 Credit Futures auf Itraxx-CDS-Indizes. Der Handel ist nicht in Gang gekom-

men. Auch Futures von US-Terminbörsen, die sich auf einzelne Schuldner oder auf den CDX-Kreditderivatindex beziehen, haben sich nicht durchgesetzt. «Für die CDS-Optionen wird es nicht einfach, viele Marktteilnehmer sind zurückhaltend», räumte Brodsky ein.

Die Börsen standardisieren die Derivate und wollen einen liquiden, transparenten Handel bieten. Zudem übernimmt das Clearinghaus, das den Handel abwickelt, das Gegenpartierisiko. Das ist ein stichhaltiges Argument, denn Kreditderivate sind Verträge. Geht eine Vertragspartei Konkurs, hat die andere das Nachsehen. Seit Ausbruch der Kreditkrise befürchtet jeder den Bankrott des Geschäftspartners. Das Misstrauen hat dazu beigetragen, dass der Markt für komplexe Kreditderivate wie Collateralized Debt Obligations (CDO) ausgetrocknet ist. Wer dagegen an der Börse

handelt, braucht sich nicht um die Gegenpartei zu kümmern. Nicht alle Clearinghäuser gehören allerdings den Börsen.

Ausserdem: Es gebe keinen eindeutigen Zusammenhang zwischen Clearing und Standardisierung, erklärte Mark Yallop, Chief Operating Officer des Brokers Icap. Broker bevorzugen unabhängige Clearinghäuser, an denen sie überdies teilweise beteiligt sind. Diese könnten das Gegenpartierisiko für ausserbörslich gehandelte Kreditderivate übernehmen.

Stehen die Händler abseits, ist es fraglich, ob die CDS-Optionen der CBOE den Durchbruch schaffen. Brian Daly, Direktor von Morgan Stanley, brachte es auf den Punkt: «OTC-Markt und Börsen sind verheiratet, doch die Rechte und Pflichten sind nicht schwarz oder weiss, sondern weisen sämtliche Grauschattierungen auf.» **Beg**, Interlaken

## Die grosse Barriere-Diskussion

# Lehren

Die Frage, ob Emittenten Kurse in Basiswerten manipulieren, um damit die Barrieren ihrer strukturierten Produkte zu erreichen, erhitze die Gemüter weiterhin. Ein Leser, der als routinierter Barriere-Reverse-Convertibles-Investor bezeichnet werden darf, kann mit den Ausführungen eines Spezialisten in der letzten Samstagausgabe wenig anfangen.

Es sei doch sonnenklar, dass die Emittenten profitierten, wenn ein Produkt die Barriere unterschreite. Denn die Bank müsse auf dem Weg dorthin Aktien kaufen – und diese könne sie, falls die Barriere touchiert werde, zu einem stolzen Preis (der meist dem Kurs bei Emission entspricht) dem Investor ausliefern. Werde die Barriere aber nicht berührt, sitze der Emittent auf einem Haufen im Wert deutlich gesunkener Aktien. Der Verkaufserlös reiche nicht, um dem Anleger das Nominal zurückzuzahlen. Und wer daran glaube, dass die auffälligen Ausflüge vieler Basiswerten unter ihre Barrieren nur Zufall seien, müsse schon ziemlich blauäugig sein.

## Was gegen Manipulation spricht

Dennoch bin ich weiterhin nicht der Meinung, dass Emittenten die Aktienkurse systematisch manipulieren, um auf Kosten des Anlegers Gewinne einzufahren. Dabei verzichte ich auf die technischen Details und versuche, mehr intuitiv zu argumentieren. Erstens wird ein Anleger mit Barriere-Ergebnis zögern, die Aktien zu verkaufen und damit den Verlust zu realisieren. Damit sinkt die Wahrscheinlichkeit, dass der Investor neue strukturierte Produkte dieser Bank erwirbt. Selbst wenn er seinem Emittenten die Treue hält, vermindert sich zweitens seine Anlagesumme wegen des Barriere-Ereignisses deutlich. Drittens müssten, wenn sich die Emittenten exakt genau so absicherten, wie der Leser beschreibt, einige Derivatteilungen in den vergangenen Monaten steinreich geworden sein. Dem ist aber nicht so – Emittenten verdienen dann üppig, wenn sie möglichst viele frische Produkte verkaufen können.

Das alles heisst nicht, dass ein Händler nicht versucht sein kann, eine Barriere auszulösen. Denn die Absicherung in der Nähe der Barriere ist knifflig und tückisch – was ja ein Faktor für die komplexen Rückkoppelungseffekte ist. Aus Händlersicht ist es dann wirklich einiges einfacher, wenn die Barriere durchbrochen wird. Würde dieser Händler nun bewusst die Barriere ausvisieren, wäre das Motiv aber nicht Gewinnmaximierung, sondern Minimierung der eigenen Risikoposition. Langfristig schnitte sich eine solche Bank jedoch aus obengenannten Gründen ins eigene Fleisch.

## Transparenz und Disziplin

Die Branche dürfte indes das Thema durchaus offensiv angehen. Um zu zeigen, dass der Generalverdacht unbegründet ist, könnte der Schweizerische Verband für Strukturierte Produkte (SVSP) unabhängige Wissenschaftler damit beauftragen, eine gründliche Untersuchung vorzunehmen. Daten, um die Modelle zu füttern, wären – den zahlreichen Barriere-Ereignissen sei Dank – wohl im Überfluss vorhanden.

Nicht nur die Branche, auch die Anleger sollten ihre Lehren ziehen. Eine Regel könnte sein, sich prinzipiell von den Produkten zeitig zu trennen – bevor der kritische Bereich ganz nahe der Barriere, wo Absicherungstransaktionen den Basiswert verzerren, erreicht ist.

Ihr Derivat