

# Trotz Zinswende sind ETF auf Anleihen beliebt

Börsengehandelte Fonds (ETF) gewähren einen liquiden Zugang zu Obligationen.

PHILIPPE BÉGUELIN

Die Worte «Anlagenotstand» und «alternativos» waren am Donnerstag in Zürich oft zu hören. Anlass war der von SIX Swiss Exchange veranstaltete traditionelle Exchange Traded Product Day (ETPD), an dem sich Investoren über passive Anlageinstrumente informieren. Dazu gehören börsengehandelte Fonds (Exchange Traded Funds, ETF) und strukturierte Produkte.

Lamentieren nütze nichts, sagte Christian Gattiker, Chefstratege von Bank Julius Bär. «Man fügt sich drein und muss gewisse Risiken eingehen.» Zudem sei der Realzins positiv – geringe oder negative Zinsen kombiniert mit negativer Teuerung bewirken keinen Kaufkraftverlust. Unter den verschiedentlich empfohlenen Risikoanlagen waren Aktienmärkte mit monetärer Rückendeckung, also etwa Europa mit dem Anleihenkaufprogramm der EZB. Dazu gehöre auch China, wo der Aktienmarkt ähnlich rasant steigen könnte wie der Nikkei in Japan in den 80er-Jahren.

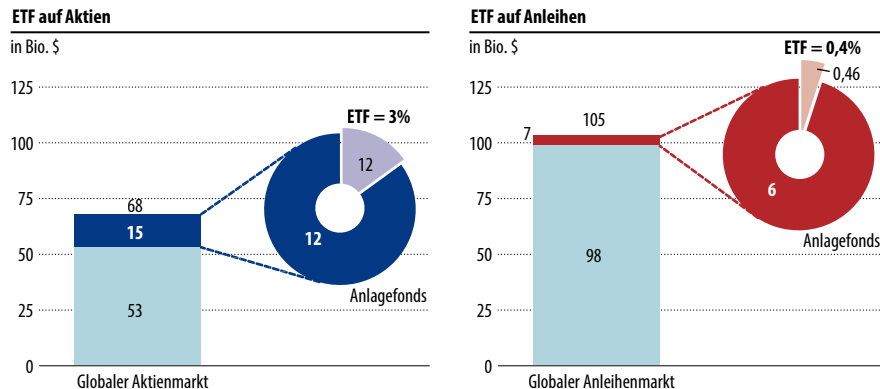
## Vermeintliches Zinstief

Bei den festverzinslichen Anlagen gebe es nicht mehr viel zu holen, wurde proklamiert. Das war allerdings schon Anfang 2014 die einhellige Meinung der Analysten, die sich als völlig falsch erwies. Die nachfolgende Zinserosion brachte den Obligationären schöne Kursgewinne. Derzeit lautet der Konsens erneut, der Zinstiefpunkt sei durchschritten (vgl. Seite 19). Falls die Marktzinsen von nun an steigen, sinken die Kurse der Obligationen.

Dennoch sind ETF auf Anleihen gefragt. Marktführer BlackRock (iShares) registrierte für April weltweit einen wachsenden Kapitalzufluss. Und selbst während der Markturbulzen der vergangenen Wochen legten ETF auf Anleihen zu, meldet die Agentur Bloomberg.

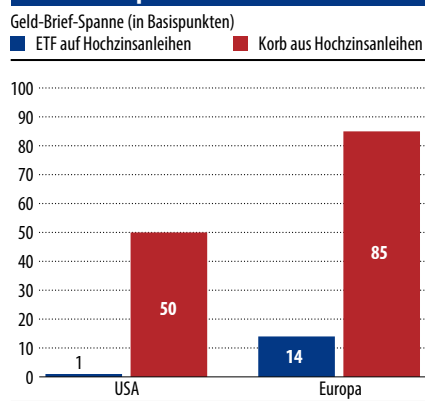
Auch am ETPD in Zürich gab es für Anleihen vereinzelt Zuspruch. Bei 0% Inflation sei eine Rendite von gut 2% auf zehnjährigen US-Treasuries nicht so schlecht, sagte Andreas Homberger von Hinder Asset Management. Raimund Müller von UBS erklärte, bereits in den letzten Jahren habe das Anlagevermögen in Anleihen-ETF kräftig zugenommen, mit Wachstumsraten von 30 bis 40%. Doch ihr Anteil an den gesamten Investments in festver-

Anteil der ETF an den gesamten Investments in Aktien und Anleihen



Quelle: BlackRock / Grafik FuW, phg

ETF auf illiquide Hochzinsanleihen



Quelle: BlackRock / Grafik FuW, phg

zinslichen Instrumenten ist mit 0,4% gering. Zum Vergleich: ETF auf Aktien haben einen Marktanteil von 3% (vgl. Grafik).

Wegen des geringen Marktanteils wird oft gefolgert, ETF hätten kaum einen Einfluss auf ihren Basismarkt. Dieser könne somit Zu- und Abflüsse in ETF problemlos absorbieren.

## Liquidität in Junk-Bond-ETF

Kritiker monieren jedoch, gerade bei den in letzter Zeit populären ETF auf hochverzinslichen Anleihen (High Yield oder Junk Bonds) sei die Lage kritisch. Die Liquidität dieser Anleihen sei gering, aber ETF versprechen eine fortwährende Handelbarkeit, wie in Aktien. Das sei jedoch in einer abrupten Baisse nicht gewährleistet, wenn ein Grossteil der ETF-Anleger gleichzeitig verkaufen wolle.

Ein Liquiditätsengpass im Basismarkt übertrage sich auf die ETF, erklärte Stephan Müller von Swiss & Global Asset Ma-

nagement. Das sei kein eigentliches ETF-Problem, aber der ETF reflektiere die Liquiditätsknappheit im Basismarkt. Somit werde auch bei den ETF die Geld-Brief-Spanne ausgeweitet.

In dieser Spanne zeigt sich auch die generell unterschiedliche Liquidität. Gemäss BlackRock betrug im Jahr 2014 die durchschnittliche Geld-Brief-Spanne in ETF auf US Junk Bonds bloss 1 Basispunkt (Bp) respektive 0,01 Prozentpunkte. Auf den unterliegenden Anleihen belief sich die Spanne auf 50 Bp (vgl. Grafik). In Europa ist der High-Yield-Markt weniger weit entwickelt, dort liegt die Geld-Brief-Spanne bei ETF auf 14 und bei den Bonds auf 85 Bp. Das Fazit: In normalen Zeiten bieten ETF eine markant bessere Liquidität als Junk Bonds, doch eine Krise in den Anleihen verschont die ETF nicht. Ein rascher Ausstieg kann teuer sein.

## Das Währungsrisiko tragen?

Ob Anleger mit Bond-ETF das Währungsrisiko absichern sollen, ist umstritten. Stephan Müller weist darauf hin, dass die Absicherung im Verhältnis zum Ertrag teuer sein kann. Der Obligationär gehe grundsätzlich auch ein Investment in die Währung ein. Eine Absicherung sei nur ratsam, falls der Investor zu einem Wechselkurs eine klare Meinung habe.

Andreas Homberger dagegen empfiehlt, bei Anleihen das Wechselkursrisiko stets abzusichern, andernfalls sei die Volatilität zu hoch. Raimund Müller ergänzt, es sei wissenschaftlich erwiesen, dass sich das Eingehen von Währungsrisiken langfristig nicht lohne. Das gilt somit nicht nur im «alternativlosen Anlagenotstand».



## Derivate ohne Sicherheit und wirkungslose Transparenz.

Die Negativzinsen der Schweizerischen Nationalbank (SNB) treiben seltsame Blüten. Nach ihrer Einführung sind die Hypothekenzinsen zuerst deutlich gefallen und dann höher gestiegen als zuvor. Der Grund: Die Banken hatten Mühe, ihr Zinsrisiko abzusichern, weil der Markt für Zinsswaps mit den Negativzinsen nicht zurecht kam. Mittlerweile hat sich die Lage etwas beruhigt.

Stutzig wurde ich am Donnerstag am Exchange Traded Product Day (ETPD) an der Börse, an einem Panel-Gespräch über Regulierung. Die Behörden fordern, dass ausstehende Positionen (Exposures) in Derivaten besichert werden. Das Pfand (Collateral) kann aus Geld bestehen, aber auch aus Wertschriften oder Gold. Das ist sinnvoll, um die Ansteckungsgefahr unter den Marktteilnehmern in einer Krise einzudämmen.

Nun wollen aber gewisse Marktteilnehmer lieber auf das Pfand verzichten, damit sie kein Geld annehmen müssen. Der Negativzins bewirkt also, dass Banken darauf verzichten, Risiken abzusichern. Das sei derzeit noch möglich, weil das Finanzmarktinfrastukturgesetz (Finfrag) erst im Entstehen sei, erklärte die Spezialistin Regula Berger von der Zürcher Kantonalbank.

Im Sinn der SNB ist dies sicherlich nicht. Im Gegenteil: Sie will das Finanzsystem resistenter machen und fordert dazu mehr Eigenkapital für systemrelevante Banken wie auch für solche mit vielen ausstehenden Hypotheken. Zu diesem Bestreben passen keine Derivate ohne Pfand in der Bankbilanz.

Keine unerwünschten Nebenwirkungen hat eine Richtlinie, die die Bankiervereinigung und der Schweizerische Verband für Strukturierte Produkte

(SVSP) ausgearbeitet haben, und die von der Aufsichtsbehörde Finma abgenommen wurde. Seit Anfang März müssen die Emittenten die Vertriebsgebühr offenlegen, sie wird in der Produktbeschreibung (Termsheet) beziffert. Die erwünschte Wirkung – Kostentransparenz für den Anleger – wird damit aber nicht erzielt.

Die ausgewiesene Vertriebsgebühr ist aber je nach Emittent deutlich höher oder tiefer. Grund dafür ist wohl nicht in erster Linie eine mehr oder weniger effiziente Verkaufsorganisation. Die Unterscheidung zwischen Produktions- und Vertriebskosten scheint schwierig zu sein, die beiden Kostenarten lassen sich nicht klar abgrenzen.

Dazu ein Beispiel: Der Emittent ist eine Tochtergesellschaft, die aus steuerlichen Gründen in Guernsey domiziliert ist. Als Vertriebsstätte für diese Tochter fungiert der Schweizer Hauptsitz der Bank, der die strukturierten Produkte seinen Kunden anbietet. Für diese Verkaufsdienstleistung bezahlt die Tochter (Emittent) der Mutter (Vertriebspartner) eine Gebühr. Welcher Aufwand respektive welche Kosten da wie verbucht werden, ist nicht klar. Banken können die Kosten gemäss einem internen Schlüssel aufteilen, aber dafür gibt es keinen Standard.

Der Investor müsste wissen, wie viel Geld der Verkäufer erhält und welchen monetären Anreiz dieser somit hat, ein bestimmtes strukturiertes Produkt anzubieten. Eine verworrene und uneinheitliche Kennzahl nützt nichts.



Kotierte Zertifikate									
Valor	Bank	Produkt	Coupon / Basiswert	Schutz	Verfall	Lib.	Ausgabepreis <sup>1</sup>	Insertat auf	
27568193	VT	Multi Defender Vonti	6.59%	Syngenta/UBS/Swatch	06.05.16	18.05.15	1000	Fr.	
27568194	VT	Multi Defender Vonti	5.12%	Syngenta/UBS/Swatch	06.05.16	18.05.15	1000	Fr.	
27480364	LEON	Bar. Rev. Conv.	5.7%	ABB	09.05.16	18.05.15	1000	Fr.	
27480365	LEON	Bar. Rev. Conv.	5.5%	Actelion	09.05.16	18.05.15	1000	Fr.	
27480363	LEON	Bar. Rev. Conv.	7%	Schmolz+Bickenbach	09.05.16	18.05.15	1000	Fr.	
27886435	UBS	Kick-In GOAL	2%	Euro Stoxx 50	14.05.18	19.05.15	1000	Fr.	
27036538	BAER	Multi Bar. Rev. Conv.	7%	Actelion/Adecco/UBS	13.05.16	20.05.15	1000	Fr.	
27480263	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	3%	Aktien Basket Schweiz	13.05.19	20.05.15	1000	Fr.	
27945182	UBS	Kick-In GOAL	7.5%	ABB/OC Oerlikon/Sulzer	13.05.16	21.05.15	1000	Fr.	
27945184	UBS	Kick-In GOAL	12%	LinkedIn/Twitter/Yelp	13.05.16	21.05.15	1000	Fr.	
27945192	UBS	Kick-In GOAL	4.25%	DAX/SMI/NDX	15.05.17	21.05.15	1000	Fr.	
27945186	UBS	Kick-In GOAL	5.5%	Bäloise/Helvetia/Swiss Life	15.05.17	21.05.15	1000	Fr.	
27945183	UBS	Kick-In GOAL	5.5%	BP/Royal Dutch Shell/Total	13.05.16	21.05.15	1000	Fr.	
27945185	UBS	Kick-In GOAL	10.5%	Celgene/Gilead/Vertex	13.05.16	21.05.15	1000	Fr.	
27945189	UBS	Kick-In GOAL	7%	Nestlé/Novartis/Roche	15.05.17	21.05.15	1000	Fr.	
27945191	UBS	Kick-In GOAL	4%	Nestlé/Novartis/Roche	15.05.17	21.05.15	1000	Fr.	
24244405	ZKB	Bar. Rev. Conv.	7%	Actelion/Novartis/Roche	14.11.16	21.05.15	1000	Fr.	
24244403	ZKB	Bar. Rev. Conv.	9%	BMW/Daimler/Volkswagen	14.11.16	21.05.15	1000	Fr.	
24244404	ZKB	Bar. Rev. Conv.	9%	Clariant/Sika/Lonza	14.11.16	21.05.15	5000	Fr.	
27036559	BAER	Bar. Rev. Conv.	4.2%	Galenica	12.05.16	22.05.15	1000	Fr.	
27036558	BAER	Bar. Rev. Conv.	4.5%	Roche	12.05.16	22.05.15	1000	Fr.	
27036555	BAER	Bar. Rev. Conv.	5.1%	Swisscom	12.05.16	22.05.15	1000	Fr.	
27036557	BAER	Bar. Rev. Conv.	5.5%	UBS	12.05.16	22.05.15	1000	Fr.	
27568453	VT	Multi Defender Vonti	5.64%	ABB/Nestlé/Zurich Insurance	18.11.16	22.05.15	1000	Fr.	
27568449	VT	Multi Defender Vonti	6.98%	Actelion/Clariant/SGS	13.05.16	22.05.15	1000	Fr.	
27568452	VT	Multi Defender Vonti	5.01%	Credit Suisse/UBS	18.11.16	22.05.15	1000	Fr.	
24173444	VT	Multi Defender Vonti	5.25%	Nestlé/Novartis/Roche	15.05.17	22.05.15	1000	Fr.	
27568450	VT	Multi Defender Vonti	5.2%	Richemont/Nestlé/Syngenta	18.11.16	22.05.15	1000	Fr.	
26671323	NP	Multi Bar. Rev. Conv.	7.5%	Clariant/Lonza/Givaudan	15.11.16	22.05.15	1000	Fr.	
26671328	NP	Multi Bar. Rev. Conv.	5.8%	Nestlé/Novartis/Roche	15.05.17	22.05.15	1000	Fr.	
24036701	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	6.8%	Nestlé/Novartis/Roche	16.11.15	23.05.15	1000	Fr.	
<b>26249126 CS Tracker Zertifikat</b>		<b>Batterie-Basket</b>			<b>29.05.18</b>	<b>27.05.15</b>	<b>100 \$</b>	<b>Seite 22</b>	
24173434	VT	Multi Defender Vonti	6.75%	Nestlé/Novartis/Roche	21.11.16	28.05.15	1000	Fr.	
23996008	CS	Bar. Rev. Conv.	6%	Nestlé/Heineken/Carrefour	25.05.16	28.05.15	1000	Fr.	
28004428	UBS	Kick-In GOAL	7.5%	ABB/Geberit/Lonza	21.11.16	28.05.15	1000	Fr.	
28004421	UBS	Kick-In GOAL	5%	Actelion/Basilea/Clariant	23.05.16	28.05.15	1000	Fr.	
28004423	UBS	Kick-In GOAL	5.25%	DAX/S&P 500/Hang Seng	19.05.17	28.05.15	1000	Fr.	
28004302	UBS	Kick-In GOAL	6%	Autoneum	23.05.16	28.05.15	1000	Fr.	
28004418	UBS	Kick-In GOAL	7.5%	Kaba/Meyer Burger/OC Oerlikon	23.05.16	28.05.15	1000	Fr.	
28004427	UBS	Kick-In GOAL	7.5%	Apple/Google/Twitter	23.05.16	28.05.15	1000	Fr.	
28004301	UBS	Kick-In GOAL	6.5%	Basilea	23.05.16	28.05.15	1000	Fr.	
28004420	UBS	Kick-In GOAL	6.25%	BHP Billiton/Glencore/Rio Tinto	23.05.16	28.05.15	1000	Fr.	
28004419	UBS	Kick-In GOAL	5.25%	BP/Royal Dutch/Total	23.05.16	28.05.15	1000	Fr.	
28154186	LEON	Bar. Rev. Conv.	3%	ABB/Novartis/Roche/Swiss Re	22.05.18	29.05.15	1000	Fr.	
28154222	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	5.2%	ABB/Richemont/Zurich Ins.	22.05.19	29.05.15	1000	Fr.	
<b>28154218 LEON Multi Bonus Zertifikat</b>		<b>SMI/Euro Stoxx 50/S&amp;P 500</b>			<b>01.06.18</b>	<b>29.05.15</b>	<b>1000 Fr.</b>	<b>Seite 4</b>	
<b>26671338 NP Multi Bar. Rev. Conv.</b>	<b>4.2%</b>	<b>ABB/Adecco/Novartis/Roche</b>			<b>22.05.18</b>	<b>29.05.15</b>	<b>1000 Fr.</b>	<b>Seite 18</b>	
26671347	NP	Multi Bar. Rev. Conv.	4%	ABB/Adecco/Novartis/Roche	22.05.17	29.05.15	1000	Fr.	
26671339	NP	Multi Bar. Rev. Conv.	7.4%	Actelion/Geberit/SGS	22.11.16	29.05.15	1000	Fr.	
26671349	NP	Multi Bar. Rev. Conv.	5.5%	Nestlé/Novartis/Roche	23.05.16	29.05.15	1000	Fr.	
26671344	NP	Multi Bar. Rev. Conv.	5.8%	Swiss Life/Swiss Re/Zurich Ins.	22.05.17	29.05.15	1000	Fr.	
26671348	NP	Multi Bar. Rev. Conv.	5.6%	Swiss Life/Swiss Re/Zurich Ins.	22.11.16	29.05.15	1000	Fr.	
28154209	LEON	Bar. Rev. Conv.	6.7%	UBS	23.05.16	01.06.15	1000	Fr.	
28154205	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	8.75%	ABB/Ems-Chemie/Holcim	23.05.16	01.06.15	1000	Fr.	
28111639	UBS	Kick-In GOAL	7.5%	CS Group/Deutsche Bank/ING	27.05.16	03.06.15	1000	Fr.	
28111647	UBS	Kick-In GOAL	5.75%	Nestlé/Novartis/Roche	29.05.17	03.06.15	1000	Fr.	
28111638	UBS	Kick-In GOAL	9.5%	Novartis/Roche/Vertex	27.05.16	03.06.15	1000	Fr.	
28111640	UBS	Kick-In GOAL	10%	Richemont/Transocean/Zurich Ins.	27.05.16	03.06.15	1000	Fr.	
26671309	NP	Floater mit Referenzanleihe		Aktien Basket Ausland	20.06.21	05.06.15	1000	Fr.	
<b>24173455 VT Multi Vonti</b>	<b>3%</b>	<b>Act/Adecco/Nestlé/Nov/Zurich Ins.</b>	<b>06.06.18</b>	<b>12.06.15</b>	<b>1000 Fr.</b>	<b>Seite 38</b>			
24036116	LQ	Bar. Rev. Conv.	8.4%	ABB/Richemont/CS	11.08.16	19.08.15	1000	Fr.	
27480291	LEON	Participation Certificate	3%	ABB/Novartis/Roche/Swiss Re	18.04.17	18.04.17	1000	Fr.	

Die publizierten Neuemissionen wurden der «Finanz und Wirtschaft» direkt vom Emittenten mitgeteilt. Alle Angaben ohne Gewähr. <sup>1</sup> Indikativ

Alle Konditionen der neu lancierten Zertifikate finden Sie unter [www.fuw.ch/zertifikate-neuemissionen](http://www.fuw.ch/zertifikate-neuemissionen)



## Eurex-Optionen auf die zehn wichtigsten Schweizer Basiswerte

Calls			Puts			Calls			Puts			Calls			Puts			Calls			Puts						
o.K.	Strike	o.K.	o.K.	Strike	o.K.	o.K.	Strike	o.K.	o.K.	Strike	o.K.	o.K.	Strike	o.K.	o.K.	Strike	o.K.	o.K.	Strike	o.K.	o.K.	Strike	o.K.				
<b>ABB N</b> 20.51			1076	JUL5	28	225	5402	JUN5	73	12530	0	AUG5	92	1	888	SEPS	320	2127	0	AUG5	19	0	2683	JUN5	9400	393	
0	JUN5	18.5	366	0	AUG5	22	0	22928	JUN5	74	24029	0	AUG5	94	10	0	AUG5	19	5	558	JUN5	9450	162	58	JUN5	9450	162
1400	JUN5	19	21251	0	AUG5	23	202	1057	JUN5	75	81	0	AUG5	96	0	47	JUN5	84.25	240	240	AUG5	20	3	4631	JUN5	9500	1120
100	JUN5	19.5	3867	2500	AUG5	24	150	81341	JUN5	76	49111	5	AUG5	98	0	3751	JUN5	85	1200	0	AUG5	21	0	317	JUN5	9550	0
24077	JUN5	20	31382	552	AUG5	25	0	20066	JUN5	78	20450	129	AUG5	100	0	106											