

## US-Handelsgesetz mit Russland gebilligt

Magnitski-Zusatz erzürnt Moskau

Washington · Der US-Senat hat am Donnerstag mit 92 zu 4 beschlossen, mit Russland «permanente und normale» Handelsbeziehungen aufzunehmen. Er hob damit ein Gesetz von 1974 auf, das Ländern normale Handelsbeziehungen verwehrte, die die Ausreise ihrer Bürger beschränkten. Im Visier hatten die USA damals die Sowjetunion, die Juden nicht nach Israel auswandern liess. Dank dem Gesetz können auch amerikanische Firmen vom Beitritt Russlands zur Welthandelsorganisation WTO profitieren. So hat sich Russland mit dem Beitritt verpflichtet, Zölle zu senken, Märkte zu öffnen und die Rechte geistigen Eigentums zu respektieren. Unter dem alten Gesetz hätten die USA zudem nicht den Streitschlichtungsmechanismus der WTO aktivieren können, sollte Moskau aus der Sicht Washingtons eine unfaire Handelspraxis verfolgen.

Das Gesetz verlangt ferner, dass die US-Regierung eine Liste mit Namen russischer Staatsangehöriger publiziert, die für den Tod des Anwaltes Sergei Magnitski verantwortlich sind. Magnitski, der einen Korruptionsfall aufgedeckt hatte, war 2009 wegen verweigerter medizinischer Hilfe in einem russischen Gefängnis gestorben. Leuten auf der Liste und allgemein Personen, die in Russland Menschenrechtsverletzungen begehen, sind laut dem Gesetz Visa zu verwehren und deren Vermögenswerte einzufrieren. Moskau hatte Washington schon im Vorfeld der Abstimmung mit Retorsionsmassnahmen gedroht. Das Repräsentantenhaus hatte dem Gesetz schon im November zugestimmt. Präsident Obama hat bereits signalisiert, dass er das Gesetz unterzeichnen wird.

## Mehr Rückgrat für die Schweiz

Ein Manifest für den «industriellen Mittelstand»

hus. · Rückgrat? Das findet man in der Politik laut bösen Zungen kaum, was wohl in der Natur des zuweilen unappetitlichen Geschäfts im Markt der politischen Meinungen liegt. Die Wirtschaft hat dagegen ein schon fast sprichwörtliches Rückgrat – die Klein- und Mittelbetriebe (KMU). Diese sind typischerweise definiert als Firmen mit nicht mehr als 250 Mitarbeitern. In Sonntagsreden findet jeder lobende Worte für KMU, ebenso wie jeder den «Mittelstand» gut findet. Somit scheint das am Donnerstag in Bern publizierte «Manifest für den industriellen Mittelstand» weit offene Türen einzurennen. Initiator des 140-seitigen Buches war der Verband der Schweizerischen Lack- und Farbenindustrie, bei der Präsentation sekundierten der Gewerbeverband und gewerbefreundliche Parlamentarier.

Inhaltlich ist das Manifest nicht bahnbrechend. Die KMU-Sorgen wie Regulierungsaufwand und Mangel an qualifiziertem Personal sind Dauerbrenner im politischen Diskurs. Auch die Forderungen an die Politik sind altbekannt – von der Senkung der administrativen Belastungen für KMU über die Förderung technischer Berufe und Studiengänge und die Stärkung des dualen Bildungssystems bis zur besseren Kommunikation über die Bedeutung der Industrie.

Das Problem liegt im Sprung von den hehren Worten in die Niederungen der praktischen Politik – in welcher oft andere Überlegungen dominieren, wie etwa die Sicherung der Mehrheitsfähigkeit von Vorlagen im Volk. Zudem sind Zielkonflikte unvermeidlich: Was für den einen zum Beispiel unnötiger Aufwand für das Ausfüllen von Statistik-

bögen darstellt, ist für den anderen eine notwendige Datengrundlage für kluge Politik. Immerhin hat die Industrie derzeit mit Johann Schneider-Ammann einen hohen Lobbyisten im Bundeshaus. Der Wirtschaftsminister warnt oft vor den Gefahren einer «Deindustrialisierung». Allzu schlecht ist die Lage bis jetzt nicht. Laut einer Studie des Instituts der deutschen Wirtschaft von diesem Herbst stellt die Schweiz den viertstärksten Industriestandort unter 45 Ländern. Wertschöpfung, Infrastruktur, Sozialpartnerschaft und die noch relativ liberale Marktordnung sind demnach wichtige Schweizer Erfolgsfaktoren. Die Kosten sind dagegen ein bedeutendes Problem.

Firmen und Arbeitsplätze in der Industrie sind jedoch nicht inhärent «besser» als im Dienstleistungssektor – abgesehen davon, dass die Grenzen oft fließend sind. Entscheidend ist nicht der Sektor als solcher, sondern die Produktivität: Je höher die Pro-Kopf-Wertschöpfung, desto höher ist das Wohlstandsniveau. Gemäss historischer Tendenz lag die Produktivitätssteigerung in der Industrie allerdings über jener im Dienstleistungssektor – was einen Teil der Arbeitsplatzverlagerung in die Dienstleistungen erklärt. In der Schweiz trug die Industrie im vergangenen Jahr laut den Angaben des Manifests gut 18% zum Bruttoinlandsprodukt bei, der globale Durchschnitt lag bei 17%.

Einen «idealen» Industrieanteil gibt es nicht. Die «Förderung» eines bestimmten Wirtschaftszweigs zulasten aller anderen (fast jede Förderung geht zulasten von anderen) liegt denn auch nicht nahe. Die Rahmenbedingungen für alle Sektoren sollten stimmen.

## Schaffner wird ambitionierter

Leistungselektronik-Hersteller peilt höhere Margen an

gvm. · Schaffner, der kleine, international tätige Hersteller von Komponenten, die der elektromagnetischen Sicherheit dienen («Stromfilter»), will wieder an die lukrativen Jahre vor 2000 anknüpfen. Damals waren zweistellige Betriebsgewinn-Margen der Normalfall gewesen. Innerhalb von drei Jahren solle die Ebit-Marge wieder bei 9% bis 12% liegen, sagte Konzernchef Alexander Hagemann anlässlich der Vorstellung der neuen Mittelfristprognosen. Im Ende September abgeschlossenen Geschäftsjahr 2011/12 schmolz die Marge wegen einer sehr schwachen ersten Hälfte auf 4,1%, denn die kleineren Segmente Power Magnetics und Automotive leisteten keinen beziehungsweise erst einen bescheidenen Beitrag zum Ertrag. Belastend wirkte ausserdem vor allem der Umsatzrückgang im hochmargigen Kerngeschäft, was zu einer Unterauslastung der Werke in Ungarn und China führte. Dazu kam der wachsende Lohndruck in den asiatischen Ländern.

Während Schaffner vor fünf Jahren noch 70% der Einnahmen in Europa generiert hatte, waren es in der zweiten Hälfte 2011/12 nur noch gut 45%. Ohne die laut Hagemann «problemlos» integrierte MTC Transformers wäre der Umsatz um über 12% unter jenem des Vorjahres ausgefallen. In den nächsten drei Jahren will Schaffner den Erlös organisch um jährlich mindestens 8% steigern. Vom angepeilten Umsatzniveau von 250 Mio. bis 280 Mio. Fr. will man rund 50 Mio. Fr. über Akquisitionen erwerben. Dabei sei eine zwingende Bedingung, dass sich ein Zukauf in einer Steigerung des Gewinns pro Aktie auswirke, erklärte Hagemann.

### Schaffner in Zahlen

Geldwerte in Mio. Fr. (IFRS)

Oktober bis September	2010/11	2011/12	± %
Umsatz	183	177	-3
Betriebsgewinn Ebit	12,8	7,2	-43
Ebit-Marge (%)	7,0	4,1	
Konzerngewinn	10,2	3,9	-61
Cashflow aus Geschäftstätigkeit	17,8	4,6	-74
Eigenkapitalquote (%)	41,6	42,8	
Personalbestand	2702	2569	-5

### Angaben zur Aktie

Gewinn (Fr.)	16,03	6,17	-62
Dividende (Fr.)	4,50	2,00 <sup>1</sup>	-56
Börsenkapitalisierung (Mrd. Fr.)	0,15	0,15	unv.
Höchst-/Tiefstkurs (Fr.)	230/220	235/204	
Kurs: 225 Fr.	KGV 12/13: <sup>3</sup> 13		

Bedeutende Aktionäre: Alpine Select (21,4%), Sarasin Investmentfonds (10%), Buru Holding (8,6%), UBS (4,8%), Suva (3,6%)

### Segmentinformationen

	Umsatz		Oper. Marge (%)	
	10/11	11/12	10/11	11/12
Elektromag. Verträglichk.	129	106	15,6	11,9
Power Quality	36	46	-0,9	-0,6
Automotive	18	25	-2,2	2,3

<sup>1</sup> Antrag an die Gemeindeversammlung am 14. 1. 13, Ausschüttung aus Agio-Reserve; <sup>2</sup> Schlusskurs am Tag der Berichterstattung; <sup>3</sup> Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), basierend auf dem erwarteten Jahresgewinn gemäss Konsensschätzung der Analytiker. Quelle: Bloomberg

Trotz diesen als ambitiös einzustufenden Zielen müssen sich die Aktionäre mit einer halbierten Dividende für das abgelaufene Geschäftsjahr zufriedengeben. Der Verwaltungsrat beantragt der Generalversammlung, pro Aktie lediglich Fr. 2.00 auszuschütten. Für das laufende Geschäftsjahr hat Schaffner mehr Umsatz und einen höheren Betriebsgewinn budgetiert; wie es hiess, hat das Jahr in den ersten beiden Monaten mit einer positiven Note begonnen.

Anzeige

## Eine falsche ETF Handelsstrategie kostet im Portfolio unnötig Performance

Thomas Merz, Leiter UBS ETF Vertrieb Schweiz & Liechtenstein



**Aus der empirischen Kapitalmarktforschung wissen wir, dass für den Anlageerfolg zwei Faktoren entscheidend sind: Die strategische Aufteilung des Vermögens auf die verschiedenen Anlageklassen und die regelmässige Anpassung der Gewichtungen (Rebalancing) der entsprechenden Anlagen. Zu diesem provokativen wie einfachen Schluss kommen einige der bedeutendsten wissenschaftlichen Arbeiten der letzten vierzig Jahre.**

Gemäss wissenschaftlichen Studienresultaten sind bei aktiven Anlagestrategien keine oder nur statistisch insignifikante Beiträge aus der Einzeltitelselektion oder der Wahl des richtigen «Markttimings» festzustellen. Deswegen sind vermehrt indexbasierte Anlagestrategien ins Zentrum der Diskussion um die optimale Anlagestrategie gerückt.

Viele Anleger vertreten heute noch die Ansicht, dass passive Anlagestrategien nur in Marktphasen mit gleichgerichteten Aufwärtsbewegungen den gewünschten Anlageerfolg bringen. Sie sind häufig der Meinung, dass passive Strategien – per Definition – ein Verlustgeschäft seien, da sie lediglich die Markttrendite abzüglich Implementierungskosten erzielen. Die Argumentation, dass eine aktive Anlagestrategie in der Lage ist, bei sich verschlechternden Marktaussichten gegen fallende Kurse abzusichern oder gar für kurze Zeit aus dem Markt zu verabschieden, greift meiner Meinung nach zu kurz. Beide Argumente zusammengenommen würden in schwierigen Marktsituationen eindeutig für eine aktive Anlagestrategie sprechen. Nicht vergessen werden darf, dass der verpasste oder zumindest ungünstig gewählte Markt- bzw. -ausstieg, kombiniert mit höheren Transaktionskosten, einen womöglich grösseren Performanceschaden verursacht als die rein passive Umsetzung der Anlagestrategie. Sämtliche Studien überblicken mehrere Marktzyklen. Damit wird klar, dass die indexbasierte Strategie keineswegs nur während gleichgerichteten Marktphasen besser abschneidet. Dies aus verschiedenen Gründen: eine breite Diversifikation und grosse Kostenvorteile bei der Umsetzung der Strategie. Hinzu kommt, dass das äusserst geringe Strategierisiko bei passiven Anlagen positiv ins Gewicht fällt, denn die Gefahr einer deutlichen Unterschreitung der Markttrendite ist bei passiven Anlagen kaum gegeben. Dies ist besonders interessant, wenn es darum geht, in der Erholungsphase möglichst vollumfänglich an der Aufwärtsbewegung zu partizipieren.

### Die Popularität von ETFs steigt kontinuierlich

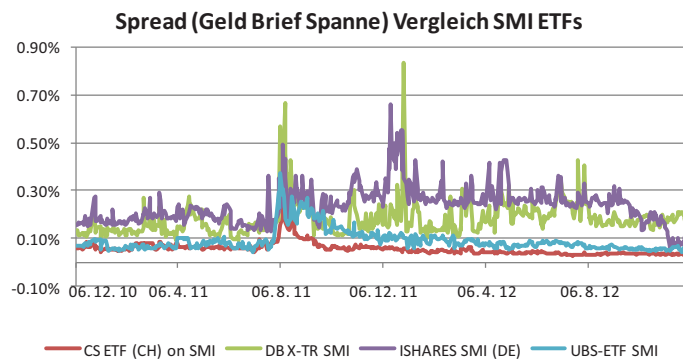
Vielen Anlegern sind die Vorteile von ETFs längst bekannt: Sie ermöglichen einen einfachen und kosteneffizienten Zugang zu zahlreichen Kapitalmärkten der Welt. Der Grundgedanke dieser Anlageprodukte ist die Abbildung der Wertentwicklung eines Indexes, welcher möglichst ohne Abweichung repliziert werden soll. Ein weiterer Punkt, den Investoren beachten sollten, ist die Handelsspanne, welche als Liquiditätsmasszahl zu interpretieren ist. Denn die Liquidität eines ETF wird nicht wie bei herkömmlichen Aktien rein durch Kauf- und Verkaufsaufträge von Marktteilnehmern an der Börse getrieben. Sie wird von einem oder – im besseren Fall – von mehreren Market Makern «on-exchange» oder «off-exchange» durch verbindliche Geld- und Brief-Kurse festgelegt. Hierbei fallen implizite Handelskosten an, die es unbedingt zu beachten gilt.

### Cleverer Arbitrage-Mechanismus

ETFs vereinen die Vorteile geschlossener und offener Investmentfonds: Wie bei geschlossenen Fonds können die Fondsanteile an einer Börse gehandelt werden. Der Anleger kauft die Einheiten nicht von der Fondsmanagementgesellschaft, sondern auf dem Sekundärmarkt (Börse). Ein Kauf- und Rücknahmemechanismus verhindert jedoch, dass der Preis der Fondsanteile vom Nettoinventarwert abweicht, wie dies bei geschlossenen Fonds der Fall sein kann. Wenn der Preis des ETF höher ist als der Nettoinventarwert, können autorisierte Teilnehmer Aktien zurückgeben oder dem Fonds Liquidität zuführen und die neu geschaffenen Anteile am Markt verkaufen. Dadurch wird der Preis wieder am Nettoinventarwert ausgerichtet. Wenn der ETF unter seinem Nettoinventarwert notiert, wird die Arbitrage in entgegengesetzter Richtung durchgeführt. Die autorisierten Teilnehmer kaufen Anteile am Sekundärmarkt und lösen sie von dem Fonds gegen Wertpapiere oder Liquidität ein, wodurch der Preis wieder auf den Nettoinventarwert gebracht wird. Dieser Mechanismus verhindert, dass der ETF einen Auf- oder Abschlag in Bezug auf seinen Nettoinventarwert aufbaut. Der Anleger kann daher sicher sein, den ETF zu einem Preis zu kaufen oder zu verkaufen, der seinem Nettoinventarwert sehr nahe kommt.

### Ein ungünstig gewählter Transaktionszeitpunkt kann unter Umständen unnötige Kosten im Portfolio entstehen lassen

Je nach Haltedauer einer ETF Position und der gewählten Handelsstrategie fallen die beim Handel entstehenden Kosten (Spread) mehr oder weniger ins Gewicht. Als Beispiel: Der durchschnittliche Spread der beiden liquiden ETFs auf den SMI (UBS und Credit Suisse) beträgt rund 8 Basispunkte. Hingegen belaufen sich die Handelskosten für die übrigen SMI ETFs auf bis zu 25,2 Basispunkte, was rund das Dreifache bedeutet (vgl. Graphik).



Graphik 1: Spreads verschiedener ETFs auf den SMI Index über einen Zeitraum von 6.12.2010 bis 6.12.2012. Quelle: UBS, SIX MQM; Die vergangene Performance ist kein Indikator für künftige Ergebnisse.

Noch eindeutiger ist die Situation, wenn der Zeitpunkt der Transaktion exakt im ungünstigsten Fall erfolgen würde (vgl. Grafik). Hier können dann gegenüber den liquiden ETFs Mehrkosten von über ein Prozent entstehen, welche letztlich zu ungunsten der Portfoliorendite gehen. Um dies möglichst zu verhindern, ist es wichtig, über die Einzelheiten des ETF Handels informiert zu sein, um daraus die optimale ETF Handelsstrategie abzuleiten. Gerade bei grösseren Portfoliumschichtungen ist es wichtig, dass die Handelstrategie jeweils mit dem für die Ausführung betrauten Handelsteam eng abgesprochen wird. Denn in der Regel können Transaktionsbeträge, die über der Grenze von 50'000 ETF Anteilen liegen, oft kosteneffizienter über so genannte OTC (over-the-counter) Aufträge direkt mit einem Market Maker abgewickelt werden. Nach eignen Berechnungen können mit einer gut geplanten und sauber ausgeführten ETF Handelsstrategie bis zu 50 Basispunkte (je nach Marktverfassung und Liquidität des ausgewählten ETFs) eingespart werden.

### Aufklärung ist wichtig

Obschon ETFs in den meisten professionell verwalteten Portfolios einen festen Platz einnehmen und teilweise bereits grossflächig eingesetzt werden, ist das Wissen um die Bedeutung einer guten ETF Handelsstrategie noch kaum vorhanden. Gemäss eigenen Erfahrungen wird ein grosser Teil der an der SIX Swiss Exchange rapportierten ETF Transaktionen immer noch ohne Berücksichtigung einer optimalen Handelsstrategie gespektive verkauft. Das UBS ETF Team hat diese Wissenslücke erkannt und unterstützt ihre professionellen ETF Investoren bei der Umsetzung ihrer ETF Positionen aktiv. Dabei kann auf eine langjährige Erfahrung in Bezug auf den Handel von ETFs zurückgegriffen werden.

[www.ubs.com/etf](http://www.ubs.com/etf)