

Rettet unsere (traditionellen) Anlagefonds



Von Prof. Dr. Erwin W. Heri
Professor für Finanztheorie
an der Universität Basel und
Verwaltungsratspräsident der
Valartis Group AG, Baar

Das Anlagefondsgeschäft der Schweizer Banken hat 20 ereignisreiche Jahre hinter sich. Noch früh in den 80er Jahren lebte es eine Art Mauerblümchendasein. Anlagen wurden direkt getätigt. Diversifikation, unsystematische Risiken, Indexierung u.ä. befanden sich am Übergang von den akademischen Zirkeln in die Anlagepraxis. Nicht selten waren die Anlagefonds eine Art «Kübel of last resort» für Positionen, mit denen man sonst nicht wusste, was man machen sollte. Ab Mitte der 80er Jahre hat dies radikal geändert. Die langsam in die Anlagepraxis Eingang findenden Erkenntnisse der Portfoliotheorie machten aus den traditionellen Anlagefonds eine Art Win-Win-Situation für Anleger und Banken. Auf der einen Seite wurden klar spezifizierte Anlageprodukte angeboten, die eine vollständige Diversifikation sicherstellten, unsystematische Risiken vermieden und dadurch eine gezielte und transparente Anlageallokation ermöglichten. Und auf der anderen Seite wurde sichergestellt, dass den Kunden eine Anlageberatung offeriert werden konnte, die kundenge-

rechte Risiko/Ertrags-Konstellationen aufwies. Dank ihrer Transparenz in den Anlagezielen und den Anlageobjekten und mit ihrer Orientierung an einem klar spezifizierten Benchmark wurden Anlagefonds nicht nur zum Aufbau von spezifischen Exposures verwendet (z.B. Schweizer Aktien mit einem Schweizer Aktienfonds mit entsprechendem Benchmark, US-Obligationen mit einem entsprechenden Obligationenfonds etc.), sondern sie fanden auch Eingang in ganze Asset-Allocation-Strategien. Mit zunehmendem Volumen und steigender Effizienz der Wertschriftenmärkte fiel es den aktiven Fonds je länger desto schwerer, ihre jeweiligen Benchmarks zu übertreffen oder auch nur zu erreichen. Mehr und mehr entstanden deswegen indexorientierte Vehikel. Das war per se noch nicht ein Problem; der Investor wusste nach wie vor genau, wo sein Exposure war und wie es aussah.

Mit der steigenden Popularität alternativer Anlagen – und hier vor allem der Hedge Funds – bekamen die traditionellen Anlagefonds Probleme. Auf der einen Seite war es vielen Leuten nicht klar, was der Unterschied war zwischen einem nach Schweizer Anlagefondsgesetz (ziemlich restriktiv) regulierten Vehikel und einem Hedge Fund, der nicht selten in eine (völlig unregulierte) Limited Partnership verpackt in irgendeinem Offshore-Zentrum domiziliert war und alle möglichen wilden Strategien verfolgen durfte. Die Versprechungen der Hedge Funds klangen zu süß, die Kommissionseinnahmen, aber auch die Gier der Anleger, waren zu gross, als dass man die neu entstandenen Möglichkeiten hätte in Frage stellen wollen.

Traditionelle Anleger, die nach klassischem Muster ein transparentes Exposure in spezifischen Märkten aufbauen und damit eine Asset Allocation erreichen wollten, wurden zwar belächelt, konnten dies aber über die traditionellen Anlagefonds (oder die inzwischen entstandenen Exchange Traded Funds oder ETFs) nach wie vor tun. Die Regulierung war – wie konservativ auch immer man sie empfand – derge-

stalt, dass man noch immer transparent wusste, «in was man investiert war».

Mit dem allgemeinen Trend zur Modernität haben nun aber Alternativstrategien auch Eingang in die traditionellen Anlagefonds gefunden. Mit dem neuen Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (KAG) von Mitte 2006 dürfen innerhalb eines (früher traditionellen) Anlagefonds plötzlich Instrumente und Vehikel verwendet werden, die früher nur den unregulierten Hedge Funds vorbehalten waren. Dazu gehören: Einsatz von Derivaten, Leerverkäufe, Verwendung strukturierter Produkte, Aufbau von Leverage. Es braucht nicht betont zu werden, dass genau solche Strategien für einen Teil des Schlamassels verantwortlich sind, durch den wir uns gerade hindurch suchen. In diesem Kontext ist es interessant, dass per Mitte Dezember 2008 (!) die Swisscanto in Zeitungsinseraten bekannt gibt, dass einzelne ihrer traditionellen Anlagefonds «dem KAG angepasst werden sollen». Und zwar dadurch, dass zukünftig «... Derivate (...) und strukturierte Produkte, wie namentlich Zertifikate (...), das Erzielen einer Hebelwirkung (Leverage) wie auch Leerverkäufe» zulässig sein sollen. Im übrigen gibt man sich auch noch das Recht, bis zu 30% in Anlagen, Guthaben und Forderungen desselben Emittenten anzulegen.

Ich habe kein Problem, wenn jemand in Hedge Funds investieren will. Jeder muss selber wissen, wie er sein Glück in der Kapitalanlage finden will. Wenn aber aus früher transparenten Anlagefonds, die ein klar spezifiziertes Exposure darstellten, plötzlich mehr oder weniger intransparente Hedge Funds gemacht werden, dann ist das schon eine relevante Änderung, die gerade in der heutigen Zeit eine etwas breitere Diskussion verdienen würde. Es wäre schade, wenn allenthalben die Transparenz klar strukturierter Fondsvehikel, die vielerorts noch immer als Bausteine einer vernünftigen Asset Allocation verwendet werden, auf dem Altar vermeintlicher Modernität geopfert würde.

www.erwinheri.ch ●