

Fonds & Co.

Bergen Anlagefonds Systemrisiken?

Editorial von Dr. Matthäus Den Otter, Geschäftsführer Swiss Funds Association SFA



Als Folge der Finanzkrise schenken weltweit die Zentralbanken und Aufsichtsbehörden nebst dem Anlegerschutz und den individuellen Risiken einzelner Finanzinstitute neu den Systemrisiken viel mehr Aufmerksamkeit als früher. Dabei geht es um die Gefahr, dass der Ausfall (Insolvenz, Illiquidität) eines wichtigen Institutes und/oder Segmentes des Finanzsystems auf den gesamten Sektor durchschlagen und damit auch die Volkswirtschaft in Mitleidenschaft ziehen könnte. In solche Überlegungen miteinbezogen werden zunehmend als sogenannte «Schattenbanken» bezeichnete Finanzintermediäre wie Hedge Funds, traditionelle Anlagefonds und börsengehandelte Indexfonds (Exchange Traded Funds, ETFs).

Es ist unter Praktikern und Wissenschaftlern unbestritten, dass bei herkömmlichen Anlagefonds (long only, d.h. die Fonds dürfen nur das Geld einsetzen, das sie von den Anlegern erhalten haben und nicht à la Baisse spekulieren) die Insolvenz- und Illiquiditätsgefahr und damit auch die Systemrisiken gering sind. Dies aus folgenden Gründen: Traditionelle Anlagefonds können selbst in einem Crash kaum je insolvent werden und einen negativen Nettoinventarwert (NAV) ausweisen, da sie ihre Anlagen nicht oder nur sehr limitiert mit Krediten finanzieren dürfen und auch das Leverage beim Einsatz von Derivaten stark limitiert ist. Das gilt grundsätzlich auch für die ETFs, welche ja ebenfalls als Anlagefonds reguliert sind. Es gibt kaum Gegenpartei Risiken – ausgenommen beim Einsatz von Swaps, deren Einsatz allerdings durch die Gesetzgebung eingeschränkt respektive pro Gegenpartei limitiert ist. So bleibt bei einem Konkurs das Geld

den Anlegern als Sondervermögen erhalten. Auch Illiquidität kann nur dann eintreten, wenn die Anlagen, in welche der Fonds investiert, nicht aus börsenkotierten oder sonst wie leicht handelbaren Effekten bestehen.

Nur bei Anlagefonds mit komplexen Strukturen oder weniger liquiden Anlagen kann es zu einem «Stau beim Ausgang» kommen, wenn alle Anleger ihre Anteile gleichzeitig in Bares verwandeln möchten und es deshalb zu einem Run kommt. Dies war aber auch während der Finanzkrise bei den wenigsten Fonds der Fall. Das Kollektivanlagengesetz sieht sogar vor, dass bei erheblichen Marktstörungen die Rücknahme der Anteile aufgeschoben werden kann, was bei einem Crash eine Art Stossdämpfer darstellen würde. Bei den meisten Fonds ist dies jedoch nur theoretischer Natur, weil sie genügend liquide Anlagen aufweisen, die sofort verkauft werden können. Bei ETFs ist das entsprechende Risiko noch geringer, weil sie einen anderen Handelsmechanismus aufweisen. Während Fondsmanager «normaler» Fonds gezwungen sind, bei grossen Rücknahmewellen Anlagen aus dem Fondsvermögen (bei fallenden Kursen) zu verkaufen, handeln Retailanleger von ETFs diese effizienter über die Börse. Dabei müssen Market Maker jederzeit einen ordentlichen Markt gewährleisten und dafür sorgen, dass der Börsenkurs nicht erheblich vom NAV des ETFs abweicht. Nur wenn auch institutionelle Anleger, welche physische Wertpapierbestände in ETFs einbringen können, in grossem Ausmass die Rücknahme ihrer Bestände verlangen würden, könnte dies einen Verkaufsdruck erzeugen, weil der ETF dann die eingelieferten Wertpapierbestände auflösen und verkaufen müsste.

Trotz des enormen Wachstums – 2'747 Produkte verwalten weltweit ca. 1'447 Mrd. US\$ (per Ende Mai 2011; Quelle: Marktreport Blackrock) – machen ETFs erst 5% des globalen Anlagefondsmarktes und somit einen geringen Teil der weltweiten Marktkapitalisierung aus. Achtung Verwechslungsgefahr: Exchange Traded Products (ETP als Oberbegriff für Exchange Traded Certificates ETCs, Notes ETNs und Vehicles ETVs) heissen zwar fast gleich, sind aber keine ETFs. «Exchange-traded» bedeutet eben *nicht*, dass auch ein Sondervermögen vorliegt. Und last but not least: Im Bereich synthetischer ETFs – z.B. Swap-basierte ETFs – ist Aufklärung nötig, damit die Anleger Produkt und Risiko verstehen.

Sicher ist, dass das Thema Systemrisiken neu auch im Bereich der Asset Manager Einzug gehalten hat.

matthaeus.denotter@sfa.ch