

Warum es in der Schweiz zur Schliessung von ABS-Fonds gekommen ist – Illiquid gewordene Märkte – Unter Zugzwang

Nicht alle Asset-Backed-Securities-Fonds gleich betroffen

Von Thomas Züttel

Seit geraumer Zeit wird von einer Blasenbildung im amerikanischen Immobilienmarkt gesprochen. Die rückläufigen Immobilienpreise kamen deshalb nicht ganz unerwartet. Umso erstaunlicher sind die markanten Bewegungen an den Finanzmärkten in den letzten Tagen. In der Folge kamen nun vermehrt Hedge Funds in Bedrängnis, bei denen die Marktkorrekturen aufgrund der gehebelten Geschäfte am schnellsten durchgeschlagen hatten. Die Krise erfasste jedoch auch eine neue Fondskategorie: Die Asset Backed Securities (ABS) bzw. die ABS-Fonds. Einige dieser Fondsprodukte sind auch in der Schweiz zum Vertrieb zugelassen.

Durch die tiefen Erträge im Geldmarktsegment wurden zahlreiche Anleger und insbesondere Institutionelle dazu verleitet, mit ABS-Produkten ihre Rendite aufzubessern. Diese Produkte versprechen einen etwas höheren Ertrag bei gleichzeitig hoher Sicherheit, da ihre Anlagen in der Regel eine sehr tiefe Duration und eine hohe Schuldnerbonität aufweisen. Einige Investoren hatten in der Folge ihre Geldmarktpositionen zugunsten von ABS-Fonds umgeschichtet. Die meisten dieser strukturierten Kreditprodukte sind jedoch relativ undurchsichtig und viele Fondsgesellschaften deklarieren nur vage, in welche Positionen die Fonds investiert sind. Anleger können somit nur schwer beurteilen, ob es neben dem praktisch nicht vorhandenen Zinsänderungsrisiko und einem sehr tiefen Kreditrisiko noch weitere Risiken im ABS-Fonds gibt.

Überstürzter Abzug der Gelder

Einige Anlagefonds, die in ABS und speziell in Mortgage Backed Securities (MBS) investierten, wurden offensichtlich von den Marktentwicklungen am US-Immobilienmarkt überrascht. Als Anleger begannen, überstürzt ihr Geld abzugeben, konnten einzelne Fonds ihre Positionen aufgrund mangelnder Liquidität am Markt nicht im erforderlichen Ausmass abbauen und sahen sich gezwungen, die Rücknahme von Anteilen auszusetzen. In einem solchen Fall, einer Fondsschliessung, kann der Anleger sein Geld nicht aus dem

Fonds abziehen und ist damit weiteren Marktrisiken ausgesetzt.

Weil viele ABS-Positionen zurzeit nur illiquide, nicht jedoch ausgefallen sind, bleibt das Vermögen des Anlegers im Falle einer Markterholung gesichert. Prominenteste Beispiele von vorübergehend geschlossenem, im deutschsprachigen Raum zugelassenen ABS-Fonds sind der AXA, BNP Paribas, Frankfurt-Trust, Hypo KAG/Sal. Oppenheim und West LB Mellon.

Wieso kam es zu den Fondsschliessungen: Die Schliessung von ABS-Fonds hat viele Investoren, insbesondere die institutionellen Anleger, verunsichert. Nach den ersten Meldungen sind diese panikartig aus den ABS-Fonds ausgestiegen, um ei-

ner möglichen Schliessung zuvorzukommen. Die Positionierung der einzelnen Fonds sowie die Bonität der gehaltenen Titel spielte keine Rolle, aber die nicht sehr liquiden Investments brachten die Fondsgesellschaften in starke Bedrängnis.

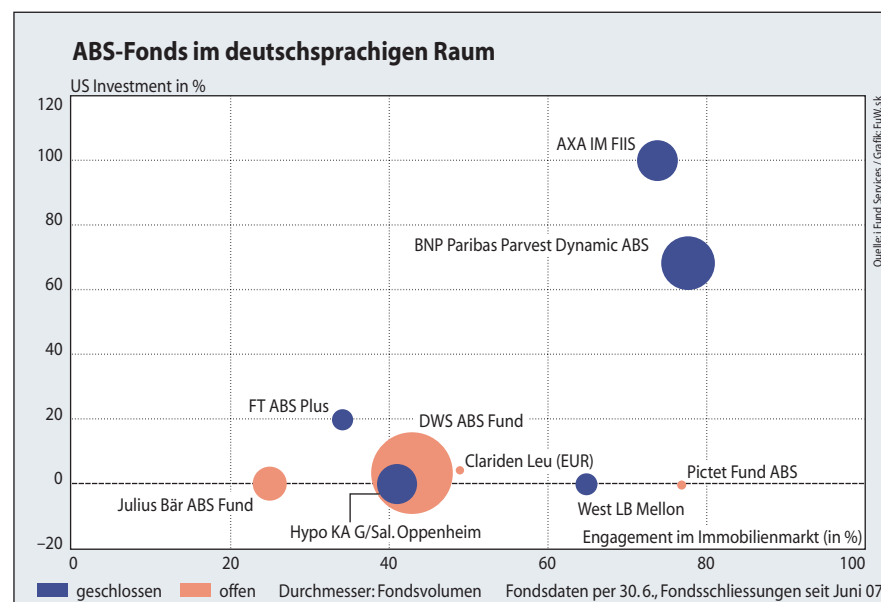
Schutz der Anleger

Durch die Abflüsse wurden sie gezwungen, ihrerseits Positionen zu verkaufen, die keiner haben wollte. Dies machte sich sofort im Kurs der Investments bemerkbar. So ist auch die Aussage einiger Fondsgesellschaften zu interpretieren, dass sie mit der Schliessung, letztlich den Anleger schützen wollen.

ABS, CDO, CLO und CMBS

ABS ist ein Sammelbegriff für mit Vermögenswerten abgesicherte Kredite. Bei einer Collateralized Debt Obligation (CDO) werden Vermögenswerte in ein rechtlich selbständiges Special Purpose Vehicle (SPV) eingebracht, die in strukturierten Tranchen unterschiedlicher Bonität am Kapitalmarkt plazierte werden. Handelt es sich bei den zugrundeliegenden Aktiven um Bankkredite, spricht man von Collateralized Loan Obligation (CLO), im Falle

von Unternehmenskrediten von Collateralized Bond Obligation (CBO). Werden Hypotheken als Sicherheiten eingebracht, so handelt es sich um Mortgage Backed Securities (MBS). Häufig wird dabei zwischen Commercial (CMBS) und Residential (RMBS) unterschieden. Home Equity Loans sind Privatkredite, welche durch den Eigenkapitalanteil am Eigenheim besichert werden und damit relativ risikoreich sind. **TK**



Betrachtet man das ABS-Segment genauer, zeichnen sich in den geschlossenen Fonds zwei Muster ab: Ein hoher Anteil an MBS in Verbindung mit einem hohen Exposure im US-Markt bot das grösste Risiko für einen Performancerückschlag in Verbindung mit der Schliessung des Fonds. Die zwei Vehikel von AXA sowie BNP Paribas – beide wiesen ein Exposure von über 50% im amerikanischen Markt und in Immobilien-Positionen aus – wurden von der Krise stark in Mitleidenschaft gezogen.

Die Probleme stammen dabei klar aus der Illiquidität des Marktes, die Bonität der einzelnen Produkte ist faktisch irrelevant. So hielt der Fonds von BNP Paribas zu 90% Titel mit einem Rating von A oder besser, die Illiquidität der Positionen verunmöglichte jedoch ein Abbau zu fairen Marktpreisen.

Daneben gibt es eine zweite Gruppe von geschlossenen Fonds, welche ein deutlich geringeres Exposure in den beiden zuvor genannten Kategorien hatten. Die Fonds von Hypo-KAG/Sal. Oppenheim, Frankfurt-Trust sowie West LB Mellon hielten offensichtlich nur schwer liquidierbare Titel. Zudem scheint das Vertrauen der Investoren in die Fondsgesellschaft ein weiterer wichtiger Punkt zu sein. So kam es bei WestLB im Juli zu einem Umbruch im Vorstand und einiger Unruhe. Dies dürfte das Anlegervertrauen zusätzlich belastet haben. Der Fonds der Hypo KAG/Sal. Oppenheim richtete sich nur an institutionelle Anleger und die Schliessung wurde mit den Anlegern abgestimmt. Der Frankfurt-Trust ABS-Fonds war einem hohen Verkaufsdruck ausgesetzt, die gehaltenen Positionen verloren daher rasch an Wert und es fanden sich keine Abnehmer mehr.

Hohe Mittelabflüsse

Noch immer gibt es geöffnete ABS-Fonds, welche zwar hohe Abflüsse verzeichnen mussten, jedoch nach wie vor Preise stellen und Anteile zurücknehmen. DWS musste bei ihrem ABS-Fonds in den letzten sechs Wochen einen Abfluss der Hälfte des Fondsvermögens, rund 1,5 Mrd. €, hinnehmen. Trotzdem konnte DWS zu jeder Zeit am Markt ihre Positionen liquidieren. Pictet informierte relativ

früh, dass der Fonds keine Anlagen im US-Subprime-Bereich getätigt habe und Auswirkungen daher gering ausfallen würden. Fast 40% des Vermögens sind zudem im RMBS-Prime-Bereich angelegt. Dieses Segment ist bis jetzt nur marginal betroffen; solange sich die Krise nicht auf diesen Bereich ausweitet, dürfte der Fonds keine Liquiditäts-Probleme erhalten.

Der ABS-Fonds der Clariden Leu in Euro wies einen relativ hohen Anteil im Immobiliensegment auf, die Positionen waren aber fast ausschliesslich in Europa. Zudem waren im Fonds verhältnismässig wenig institutionelle investiert, was den Verkaufsdruck gedämpft haben dürfte. Der Fonds von Julius Bär konnte von seiner defensiven Ausrichtung profitieren. Im gezeigten Überblick ist er klar der defensivste Fonds. Die verhältnismässig geringen Abflüsse konnte dieser bis jetzt gut verkraften. Aber es gibt auch Gewinner in der Krise: Fonds, die rechtzeitig «short» gegangen sind in ABS-Produkten, konnten im Juli sehr gute Performancezahlen ausweisen.

Die Risiken besser kennen

Sofern die Liquidität für ABS-Papiere nicht weiter sinkt, dürften keine weiteren grossen Rückschläge in solchen Fonds erwartet werden. Die Anleger müssen sich aber bewusst werden, in was für Produkte sie investieren und mit welchen (potenziellen) Risiken solche Anlagen verbunden sind. Bei neuen innovativen Produkten, die einen zusätzlichen Ertrag ohne entsprechendes Risiko versprechen, ist grundsätzlich Vorsicht angebracht. Dass es neben den klassischen Risiken, wie Zinsänderungs- oder Kreditrisiken, weitere Risiken, wie das Illiquiditätsrisiko, Abwicklungsrisiken etc. gibt, wurde sehr deutlich. Mit zunehmendem Finanzengineering werden immer mehr Risiken verlagert und neu gebündelt. Der Anleger weiss so immer weniger, was für Risiken er sich ins Depot legt.

Thomas Züttel, Fonds-Analyst, IFund Services, Zürich. Die im Jahr 2000 gegründete IFund Services ist unabhängiger Fonds-Research-Dienstleister für Banken, Vermögensverwalter, Pensionskassen und Versicherungen.