

# «Anleger oft von der Komplexität überfordert»

Herr Weber, bis vor wenigen Monaten konnten Anleger ohne Bedenken Geldmarktfonds kaufen. Wie nun die letzten Wochen gezeigt haben, kann man auch mit diesen angeblich stets sicheren Vehikeln unangenehme Überraschungen erleben. Müssten infolge der Finanzmarktkrise nun auch Geldmarktfonds vor dem Kauf einer Prüfung unterzogen werden?

Die meisten Franken-Geldmarktfonds werden mit traditionellen Anlagen verwaltet und erzielten 2007 marktübliche Renditen um 2%. Ein dem Namen nach harmloser Geldmarktfonds einer renommierten Bank brach jedoch im August 1,6% ein und beendete das Jahr mit Verlust. Es bestehen also durchaus Unterschiede, und eine detaillierte Analyse ist unerlässlich.

Nicht nur private, auch viele institutionelle Investoren dürften da überfordert sein. Eröffnet sich dem Fondsresearch ein neues Betätigungsfeld?

Viele Finanzinnovationen der letzten Jahre sind strukturierte derivative Produkte wie CDO, ABS und CDS mit Anleihen und Krediten als Basisanlage. Mit dieser zunehmenden Komplexität wird die Analyse entsprechender Fonds weiter an Bedeutung gewinnen. Auf monatlichen Factsheets werden meist nur grobe Angaben zu Laufzeit und Portfolioaufteilung nach Ratingklassen publiziert. Mit diesen Angaben allein ist eine detaillierte Risikoeinschätzung nicht möglich.

Wo liegt das Problem bei den Geldmarktfonds? Gingen die Fondsmanager um der Performance willen zu hohe Risiken ein und erwarben Papiere, die normalerweise nicht in einen Geldmarktfonds gehören?

Anleger, die in Geldmarktfonds investieren, möchten ein möglichst geringes Zinsänderungs- und Kreditrisiko eingehen. Die Mehrheit der Fondsmanager hat sich an diese Vorgabe gehalten. Als problematisch haben sich, insbesondere im

**Jeder wusste, dass der Worst Case wirklich schlimm ausfallen würde – kaum einer hat aber geglaubt, dass er eintritt.**

Euroraum, Enhanced- oder Plus-Fonds erwiesen, die mit gleichem Risiko eine höhere Rendite versprochen. Viele Investoren waren im Glauben, ein risikoloses Engagement zu halten. Tatsächlich waren sie aber investiert in Fonds gefüllt mit strukturierten Krediten und komplexen Derivaten. Manch ein Anleger dürfte Ende Jahr mit Erstaunen festgestellt haben, dass sein vermeintlich sicherer Fonds fast 10% verloren hat.

Mit Geldmarkt- und Obligationenfonds ist es schwierig, sich von der Konkurrenz abzuheben. Hätte eine überdurchschnittliche Performance nicht zur Vorsicht mahnen müssen?

Bis vor wenigen Jahren galt: Je tiefer die Kosten, desto besser die Performance. Die Risiken hingegen waren bei allen Fonds ähnlich und beschränkten sich auf die Duration der Anlagen. Inzwischen gehen viele Fonds zusätzliche Risiken ein. Diese sind nur schwer an der vergangenen Performance abzulesen: Fonds, die im Laufe des letzten Halbjahres einen deutlichen Renditerückschlag hinnehmen mussten, hatten zuvor keine markante Überrendite ausgewiesen.

Wann gehen Geldmarkt- oder Obligationenfonds zu viel Risiko ein?

Sobald der Manager eine Überrendite erzielt, ist er von seiner Benchmark abgewichen und entsprechende Risiken eingegangen. Ebenfalls zur Vorsicht mahnen Namenszusätze wie Turbo, Plus, Optimum oder Enhanced. Wichtig ist, dass Anleger sich der Risiken bewusst sind. Wie sich gezeigt hat, ist ausser auf die Zinsänderungsrisiken auch auf Liquiditäts-, Kredit- und Komplexitätsrisiken zu achten. Treten am Markt Liquiditätsprobleme auf, kommt dem Abfluss aus den Fonds grosse Bedeutung zu: Leicht liquidier-



Matthias Weber, Ifund Services: «Sobald ein Fondsmanager eine Überrendite erzielt, ist er von seiner Benchmark abgewichen.» BILD: IRIS C. RITTER

## Zur Person

Matthias Weber studierte Betriebswirtschaft an der Universität St. Gallen und war bis 2006 für eine der Schweizer Privatbanken tätig, zuletzt als Managing Director des Investment Research & Consulting. Seit 2006 ist er Partner und CIO der Ifund Services, Zürich. Die Ifund Services wurde im Jahr 2000 gegründet und ist in der Schweiz der führende unabhängige Fondsresearch-Dienstleister für institutionelle Kunden.

bare Positionen werden zuerst veräussert, die restlichen Anleger bleiben auf den illiquiden Positionen sitzen.

Manager von Geldmarkt- und Obligationenfonds gehen auf einem schmalen Grat zwischen zu viel Risikofreude und zu defensivem Anlegen. Entweder drohen Wertebussen oder Mittelabfluss. Lohnt sich das Risiko, vom Index abzuweichen?

Das hängt davon ab, wie gut das Risiko entschädigt wird. Von 2003 bis Mitte 2007 schrumpften die Risikoprämien auf historische Tiefstwerte. Nur mit dem Aufbau von zum Teil erheblichen Risiken konnte überhaupt eine Zusatzrendite verdient werden. Nach dem Kollaps sind die Prämien nun wieder deutlich höher. In einigen Monaten werden sich Einstiegschancen bieten, jedoch dürften viele den Appetit auf solche Produkte verloren haben.

Hätten Fondsmanager überhaupt in Kreditderivate – CDO und Ähnliches – investieren dürfen, oder müssten solche Anlagen den Hedge Funds vorbehalten sein?

Wir erleben heute eine rasche Konvergenz von klassischen Fonds und Hedge Funds. Das ist eine interessante Entwicklung: Der Anleger profitiert von einer breite-

ren Palette und kann neue Performancequellen erschliessen – oft zu tieferen Kosten als mit Hedge Funds. Allerdings bringt das Probleme mit sich: Erstens entspricht die tägliche Liquidität klassischer Fonds oft nicht der Liquidität dieser Derivate, was sich in Krisenzeiten als verheerend erweist. Zweitens ist der Anleger mit der Komplexität dieser Produkte überfordert. Deshalb sollte er nur investieren, wenn eine unabhängige Analyse des Fonds vorliegt.

Lange erwiesen sich diese Anlagen als attraktiv. Wer nicht dabei war, landete punkto Performance im Hintertreffen. Waren sich die Manager der Risiken bewusst?

Diverse Regulatoren und Institutionen wiesen angesichts der immensen Gröszenordnung der Anlagen in CDO und Kreditderivate auf systemische Risiken hin. Jeder wusste also, dass der Worst Case wirklich schlimm ausfallen würde. Kaum einer hat aber geglaubt, dass er eintritt. Wie in der Tech-Bubble sprangen viele noch auf den Zug auf, obwohl die Risikoprämien längst nicht mehr interessant waren. Auf strukturierte Produkte spezialisierte Manager waren sich der Risiken sicher bewusst. Fahrlässiger handelten Manager, die ohne spezifische Kenntnisse ein paar Prozent CDO beimischten, um ihre Performance aufzubessern.

Hätten die Aufsichtsbehörden intervenieren müssen?

Gemäss Fondsprospekt dürfen viele Geldmarkt- und Obligationenfonds in der ordentlichen Verwaltung strukturierte Produkte einsetzen. Ob im Einzelfall genügend Fachkenntnisse vorhanden sind, ist für die Aufsichtsbehörde vor allem bei grösseren Anbietern schwer abzuschätzen. Dass in Krisenzeiten komplexe Produkte keinen Markt mehr haben und die Bewertungsmodelle unbrauchbar werden, ist bekannt. Das gilt aber ähnlich für Hochzins- und Wandelanleihen oder

Small Caps. Solche Anlagen zu verbieten, ist nicht sinnvoll und behindert die Wettbewerbsfähigkeit des Marktes.

Viele Investoren dürften es nicht einmal bemerkt haben, wenn ihre Fonds Verluste erlitten haben, denn Ende Jahr waren diese Positionen glattgestellt. Kann nur das Fondsresearch solche Unfälle aufdecken?

Aufgabe des Researchs ist, bereits präventiv auf die Risiken aufmerksam zu machen und nur Fonds zu empfehlen, deren Risiken nach Abzug aller Kosten angemessen entschädigt werden. Ebenso wichtig ist die laufende Überwachung: Zeichnen sich in einem Segment Probleme ab, kann das Research auf die erhöhten Risiken hinweisen und einen Fondswechsel empfehlen. Ist der Unfall passiert, muss das Fondsresearch die Konsequenzen analysieren; gerade bei illiquiden Anlagen ist ein rascher Ausstieg angezeigt.

Müssten solche Verluste im Jahresbericht erwähnt werden?

Grundsätzlich müssen Transaktionen mit materiellen Verlusten selbstverständlich im Bericht des Managers erwähnt werden. Tatsächlich sind diese Kommentare aber oft sehr mager. Nicht selten handelt es sich um reine Marktberichte ohne Bezug auf Aktivitäten und Positionierung des Fonds. Aufschluss könnte die Übersicht des Wertschriftenbestands geben. Sie lässt sich allerdings durch Verkäufe vor dem Stichtag manipulieren. Für Kenner interessant sind die Wertschriftentransaktionen. Sie sind aber nur bei den Fonds mit Domizil Schweiz vollständig aufgeführt, bei Domizil Guernsey teilweise und Luxemburg überhaupt nicht.

In der Schweiz ist es anders als anderswo kaum zur Schliessung oder gar zur Liquidation von Fonds gekommen. Sind bei uns die Vorschriften strikter oder die Manager verantwortungsbewusster?

Das ist eher eine Frage des Marktanteils. Es gibt nur ganz wenige Fonds mit Schweizer Domizil, die hauptsächlich in ABS oder CDO investieren, und sie waren entweder wenig im US-Markt engagiert oder schützten sich durch vierteljährliche Liquidität in den Rücknahmen.

Werden wegen der Krise und der damit verbundenen Einbussen erneut Forderungen nach mehr Transparenz laut?

Mit der Verarbeitung der jüngsten Ereignisse wird das sicher zum Thema.

Wären sie gerechtfertigt?

Verbesserungen sind immer möglich. Allerdings muss der Aufwand in einem gesunden Verhältnis zum Nutzen stehen. Ein Schweizer Alleingang ist zudem heikel: Grosse Anbieter lassen ihre Fonds oft in Dutzenden von Ländern zu und sind nicht bereit, nur wegen der Schweiz Prospekte oder interne Prozesse abzuändern.

Wie beurteilen Sie als Analyst die Fondstransparenz in der Schweiz?

Im Vergleich zu der von strukturierten Produkten, Beteiligungsgesellschaften oder Hedge Funds ist die Transparenz ausgezeichnet. Das Problem liegt in der wachsenden Komplexität von Fixed-Income- und Absolute-Return-Produkten, die eher auf konservativere Anleger abzielen. Aufsichtsbehörde oder Selbstregulator sollten sich um eine praxisnähere Risikoaufklärung bemühen: Prospekte und Anlagereglemente kommen, was Komplexität, Umfang und Layout betrifft, wenig anlegerfreundlich daher. Ein zweiseitiges Factsheet, das den Fonds und seine Risiken gemäss Standards charakterisiert, bringt mehr. Was die zum Teil völlig unbrauchbaren Managerkommentare betrifft, sollte sich der Markt selbst regulieren können. Auf fundinfo.com stellen wir eine grosse Nachfrage nach Factsheets mit fundierten Managerkommentaren fest. Es lohnt sich für die Anbieter, sich in der Qualität der Kommentare zu steigern.

Sie bieten ebenfalls Research an.

Ifund Services betreibt Fondsresearch ausschliesslich für institutionelle Kunden – Banken, Vermögensverwalter, Family Offices, Pensionskassen und Versicherungen. Das Leistungsspektrum umfasst quantitative und qualitative Analysen. Wir decken das Universum der Long-only-Fonds wie auch das der Funds of Hedge Funds ab. Kunden erhalten für jede Kategorie eine Empfehlung und für jeden empfohlenen Fonds eine Dokumentation in Form von Factsheets.

Was dürfen Anleger vom Fondsresearch erwarten?

Es bietet ein Menü von hundert attraktiven Anlageideen. Das Research empfiehlt Fonds, die dank ihres Ansatzes, ihres Managements und ihres Leistungsausweises gute Chancen haben, besser abzuschneiden als ein rein passives Investment. Andererseits geht es um die kritische Beurteilung von Fonds in neuen Themen: Entspricht der Inhalt den Angaben auf der Verpackung, oder handelt es sich nur um einen Marketing-Hype? Die quantitative Analyse untersucht Performance, Risiko und Portfoliozusammensetzung, während die qualitative Analyse den Fonds und das Management charakterisiert und die Stärken und Schwächen aufzeigt.

Ist das Rating eine Alternative zum Fondsresearch, auf die sich private Anleger verlassen können?

Es gilt, zwischen Ratings und Rankings zu unterscheiden: Rankings basieren einzig auf einer statistischen Auswertung der historischen Performance und werden von Lipper, Morningstar oder Citywire publiziert. Fonds mit schlechtem Ranking schneiden oft auch in der Zukunft schlecht ab. Ob Fonds mit gutem Ranking auch künftig eine gute Performance liefern, ist hingegen umstritten. Ratings beziehen sich auf die qualitative Analyse von Fondsanbietern, Management, Anlage- und Risikokontrollprozessen sowie Fondsstruktur mit ein. Gewisse Ratings sind zwar öffentlich zugänglich, werden indes meist vom Fondsanbieter bezahlt. **Interview: Franz Schneider**

## Was es beim Fondskauf zu beachten gilt

Die Selektion von Fonds ist entscheidend. Folgende Punkte gilt es beim Kauf zu beachten:

**Fondsgesellschaft:** Die beste Performance erreichen im Schnitt Anbieter, die sich einzig auf das Fondsmanagement konzentrieren, die Fonds extern absetzen müssen und nicht kotiert, sondern im Besitz der Mitarbeiter sind.

**Flaggschifffonds:** Die grössten Fondsprodukte sind für eine Fondsgesellschaft meist auch die ertragsstärksten. Dementsprechend ordnen sie ihnen ihre besten Ressourcen zu. Sofern das Volumen nicht allzu gross ist, sind diese Vehikel zu bevorzugen.

**Volumen:** Fonds mit einem zu kleinen Volumen haben zu hohe Kosten,

ein zu grosses Volumen hat hingegen eine Verwässerung der Anlageideen zur Folge. Die optimale Grösse eines Fonds steigt grundsätzlich mit der Grösse und der Liquidität des jeweiligen Marktes und bewegt sich zwischen 100 Mio. und 1 Mrd. Fr.

**Benchmark:** Die Wahl der Benchmark bzw. des Referenzindex sagt meist mehr über die Ausrichtung eines Fonds aus als jede Verkaufsbroschüre. Die Benchmark sollte deshalb den Bedürfnissen des Investors entsprechen.

**Tracking Error:** Ist der Tracking Error (Risiko, dass die Performance von der des Referenzindex abweicht) sehr klein, ist die Chance auf Outperformance gering, und die Kosten sind nicht gerechtfertigt.

**Kosten:** Je aktiver der Fonds verwaltet wird und je grösser das Vertrauen in die Fähigkeiten des Managers ist, desto höhere Kosten können toleriert werden. Arbeitet der Anlagefonds mit einer performanceabhängigen Gebühr, notiert der Kurs im Idealfall 15 bis 25% unter dem Höchst, was die Kosten tief hält und für die Motivation des Fondsmanagers gerade noch tragbar ist.

**Vergangene Performance:** Verlierer bleiben Verlierer. Fonds, die über die vergangenen Jahre konstant schlechte Resultate erzielt haben, sind zu meiden. Entsprechend gilt dies für Gefässe mit schlechtem Ranking von Lipper oder Morningstar. **MW**