

Editorial: Anlagefonds – ein Thema oder keines?

Zum Thema *Anlagefonds* sei alles schon gesagt, unkte Heinz Zimmermann auf der Zürcher Bahnhofstrasse. Umgehend bestätigte ich dieses apodiktische Urteil (wer möchte denn einem Heinz so mir nichts, dir nichts widersprechen), um kurz darauf mit ihm, Erwin Heri, Peter Meier und Renauld de Planta unter der Leitung von Doris Reffert Schönemann am Panel des diesjährigen *Call for Papers* während gut 2 Stunden zu reden. Worüber? Über *Anlagefonds*. In unserem beruflichen Alltag trachten wir innere Widersprüche in Papers, Diplomarbeiten und Dissertationen tunlichst zu vermeiden. Indem wir am Podium über ein Thema, zu dem alles schon gesagt ist, teilnehmen, gehen wir einen Schritt weiter: Wir schreiben keine inneren Widersprüche – wir leben sie. Das hat seinen Reiz.

Seit je stehe ich zu Anlagefonds in einer Art Hassliebe oder nichtdeklariertes drôle de guerre, die sich insofern zunehmend kompliziert, als ich mittlerweile selber Teil der Fondsindustrie geworden bin. Oder vielmehr Teilchen im Angströmbereich, zugegeben, aber dennoch: mitgegangen/mitgegangen. Die ersten unvergesslichen Lebenserfahrungen zum Thema Anlagefonds absolvierte ich als Trainee einer Schweizer Grossbank. Ich war für ein paar Monate im Research Nordamerika parkiert und bekam Einsicht ins Innere des gleichenorts gemanagten USA-Aktien-Fonds. Anfangs 1981 bestand dieses Vehikel zu deutlich mehr als 50 Prozent aus Schweizer-Franken-

Festgeldern, um, wie der Fondsmanager mir bedeutete, dem Wunsch des Anlageausschusses nach sicherer positiver Rendite nachzukommen. Eine ideale Ausgangslage, um darnach am unentwegten Aufstieg des Dow-Jones-Indexes teilzunehmen, nicht wahr? *Difficile est satiram non scribere*. Für die folgenden zehn Jahre traute ich keinem kollektiven Anlagevehikel mehr über den Weg. Ich fürchtete mich vor Yen-Festgeldern im Goldinvest oder vor Lire-Obligationen in einem US-Dollar Money Market Fund.

Heute ist natürlich alles viel besser geworden. Ja-ja. Wir kommen darauf zurück. Mittlerweile, das heisst anfangs der Neunzigerjahre, war ich dann Teilhaber einer Bank geworden, die aus Überzeugung keine Anlagefonds in ihrem Angebot führte. Die Überzeugung nährte sich hauptsächlich aus dem Umstand, dass die Bank damals ganz einfach zu klein war, um eine Fondsstruktur einigermaßen nachhaltig zu ernähren. Deshalb war man kurzerhand dagegen. Selbstverständlich lieferte ich dazu das geeignete ökonomische Argumentarium.

Diese Anti-Haltung gipfelte in einem Rundumschlag, den ich 1996 in der Höhle des Löwen, d.h. am jährlichen Fonds-Seminar der Zeitung Finanz und Wirtschaft (FuW), führte. Ein Saal voll gläubiger Fondsmanager und Fondsverkäufer mit glänzigen Äuglein und tiefenden Lefzen, vorne der Hauptreferent mit sehr viel Munition gegen Anlagefonds. Ich diskutierte damals vier Argu-

mente, die für Anlagefonds sprechen würden (bzw. müssten) und entkräftete sie (teilweise, möchte ich heute sagen, denn, ja eben, ich bin mittlerweile mit von der Partie):

a) das *Diversifikationsargument*, wohl die stärkste und durch die Portfoliotheorie fast axiomatisch belegte Begründung für den Sinn des Einsatzes von Anlagefonds. Zu entkräften gab es da an sich nichts. Ich wies lediglich darauf hin, dass es mittlerweile sehr günstige und auch für Kleinstvermögen absolut geeignete Alternativen aus der derivativen Küche gibt. Indexzertifikate, strukturierte Produkte auf Baskets, Tracking-Aktien und dergleichen. Und dass solche modernen Alternativen oft klarer, eindeutiger, kostengünstiger das effektive Bedürfnis des Anlegers nach Diversifikation abzudecken vermögen, da man im Gegensatz zu manchem Fonds haargenau weiss, ob und inwieweit tatsächlich diversifiziert wird. Ich wies darauf hin, dass die Existenz von valablen Alternativen zu Anlagefonds selbstverständlich nicht implikationslos ist. Denn sie entkräftet die von verschiedenen vornehmlich im Retailgeschäft tätigen Banken forcierte Anlagestrategie für sogenannte Kleinanleger, denen man die Depots mit (haus-eigenen) Fonds vollbuttert. Es gäbe günstige Alternativen (günstig für den Kunden, wohlverstanden), vorausgesetzt, man könnte sie anwenden. (Im Hinblick auf die Wahlmöglichkeit zwischen Anlagefonds und derivativen Instrumenten ist vielleicht doch noch nicht ganz alles gesagt, oder vielleicht nur in der Theorie. Vielleicht auch dort noch nicht ganz.)

b) das *Performance-Argument*. Der Diskussion über die Frage der Überlegenheit aktiven oder passiven Managements gibt es nicht viel hinzuzufügen. Sie bleibt vermutlich unentschieden, weil, erstens, es insofern gar keine passive Strategie gibt, als bereits der Entscheid, eine passive Strategie zu wählen, ein aktiver ist, und weil, zweitens, es immer Zeiträume gibt, innerhalb derer sich die eine oder die an-

dere Vorgehensweise als überlegen erweist und eine generelle Aussage deshalb wenig Sinn macht, da der Anleger selber auch in spezifischen Zeiträumen und keineswegs generell denkt. Wie auch immer: das Argument besserer Performance, vor allem wenn sie korrekterweise als Rendite- und Risikobetrachtung definiert ist und nicht lediglich den Übernamen „Performance“ trägt, aber effektiv „Rendite“ heissen müsste, – das Argument ist kein starkes. Immer wieder erweisen sich Anlagefonds als Index- bzw. Benchmark-Underperformer. Und wenn man der Argumentation von Heinz Zimmermann zum Survivorship Bias in der letzten Ausgabe dieser geschätzten Publikation folgt, dann dürfte das durchschnittliche Resultat noch dürftiger ausfallen. (Insofern wäre zum Thema Anlagefonds doch noch etwas zu sagen. Oder nicht?)

c) das *Organisationsargument*. Selbstverständlich musste ich damals auch auf die Vorteile kollektiver Anlageformen, namentlich im Hinblick auf die Kostenseite, eingehen. Es stimmt, in der Organisationsstruktur eines Anlagefonds können Vermögen kostengünstig bewirtschaftet werden. Interessant ist allerdings die empirisch unterlegte Vermutung, dass die Kostenvorteile kaum weitergegeben werden. Die generell feststellbare Bevorzugung von Inhouse-Fonds gegenüber allenfalls kostengünstigeren, sonst aber gleichwertigen Alternativen muss handfeste Gründe haben. Überhaupt: Produktion und Vertrieb von Anlagefonds unter einem Dach – was gäbe es da nicht alles zu sagen über Anreizstrukturen, über „chinese walls“, über Synergien vielleicht, über kartellrechtliche Überlegungen möglicherweise. Wie auch immer: Den übrigen, unverkennbaren und unleugbaren institutionellen Vorteilen von Anlagefonds, die im klar definierten rechtlichen Setup und im Durchgriff des Anlegers auf die diversifizierten Gegenparteiisiken liegen, stehen auch einige happige Nachteile aus dem weiten Bereich des „Agency-Problems“ gegenüber. (Insofern wäre al-

lenfalls zum Thema Anlagefonds doch noch etwas beizufügen. Oder nicht?)

- d) das *Transparenzargument*. Zugegebenermaßen noch etwas verfrüht, aber in der längerfristigen Tendenz wohl richtig, beschäftigte ich mich 1996 mit der Frage, ob Anlagefonds allenfalls Vorteile gegenüber anderen kollektiven Anlageformen aufweisen könnten, insofern sich die Fondsleitung auf klar kommunizierbare Rendite-/Risiko-Charakteristiken verpflichtet und auch in der Lage ist, das Fondsmanagement auf diese Weise durchzuführen. Ich bejahte damals die diesbezüglichen Chancen der Fondsindustrie für die Zukunft, wohl wissend, dass erhöhte Transparenz den diskretionären Spielraum der Anbieter einschränkt und deshalb wenig beliebt sein dürfte. Seit 1996 sind einige Jahre und eine Anzahl brisanter Entwicklungen an den Finanzmärkten ins Land gegangen. Emerging Market-Funds und Biogenetik-Funds haben den Anlegern Milliardenbeträge eingespielt und auch wieder vernichtet. Und ernüchtert muss der Transparenz-Fetischist feststellen, dass im Publikum offenbar eine Nachfrage besteht nach intransparenten Vehikeln mit hoher Verlustwahrscheinlichkeit. Den psycho-ökonomischen Hintergrund zu diskutieren wäre sehr verlockend. (Und insoweit gäbe es in der Thematika Anlagefonds vielleicht doch noch ein, zwei Dinge zu diskutieren. Oder etwa nicht?)

Soweit der Rundumschlag anlässlich der FuW-Tagung von 1996. Und dann, im April 2000, also dieses Panel in Zürich. So Fonds-kritisch wie vor vier Jahren durfte ich mich aus Eigeninteresse nicht mehr aufführen. Mein Bankhaus bietet zwischenzeitlich zwei Anlagefonds an. Der eine konzentriert sich auf die Verwendung von Strukturierten Produkten, richtet sich rendite- wie risikomässig nach dem Swiss Bond-Index und darf bei besserer Performance (risikobereinigte Rendite) eine Fee einstreichen. Ziemlich innovativ, absolut transparent und selbstverständlich allen anderen Fonds der Welt überlegen. Das zweite Vehikel

bildet den künftigen Konsum des vorsorgesparenden Anlegers ab, indem er die heutige Zusammensetzung des Konsumteils in der volkswirtschaftlichen Rechnung als Grundlage für die strategische Asset Allocation anwendet und auf diese Art unbeabsichtigte Bilanzrisiken der vorsorgeorientierten Kunden zu vermeiden trachtet. Auch dies ein zukunftsweisendes Modell, und man zählt sich zu den Schönsten und Besten der Welt, genau wie alle andern das auch tun.

Vorsichtshalber wartete ich am Panel zum Thema, über das es nichts mehr zu sagen gebe, nicht mehr mit Kritik, sondern nur noch mit einer Phänomenologie zum Thema Anlagefonds auf. Wer im Glashaus sitzt, sollte keine Steine werfen. Mitspieler Maul halten. Meine Lehre über die Existenz und das Wirken von Anlagefonds besteht im Wesentlichen aus einer Einteilung der Fonds in drei Kategorien, nämlich

- a) die *Glaube- und Hoffnungsfonds*, das heisst in der Regel intransparente Anlagevehikel, bei denen sowohl deren Manager wie deren Vertreter wie auch das Anlegerpublikum davon ausgehen, dass, auf welche Weise auch immer, systematisch Überrenditen erzielt werden können. Wichtig ist in dieser Kategorie selbstverständlich das Marketing und der Aufbau eindeutig erkennbarer Brands. Für Backtesting werden statistische Handstände absolviert und die Möglichkeiten von Grafik-Software bis ins Letzte ausgeschöpft. Die Intransparenz leitet sich aus dem notwendigen Spielraum ab, den das Fondsmanagement braucht, um neben einem allfälligen Benchmark vorbei zu investieren.
- b) die *Labyrinth-in-Knossos-Fonds*, also vorsätzlich intransparente Anlageinstrumente, deren Zweck darin besteht, hohe Management- und Vertriebskosten auf möglichst phantasiereiche Weise zu verstecken. Oft entstehen dabei Unterrenditen bei vergleichsweise zu hoher Risikonahme, was aber nicht weiter schlimm ist, da man diese ja gar nicht richtig einschätzen kann. Besonders attraktiv sind dabei Investitionen in Länder oder Sektoren, die wäh-

rend einer gewissen Zeit „in“ sind und deren Kursverlauf genügend lang nach oben weist. Beim zumeist vorprogrammierten Absturz wird niemand dem Fondsmanager Vorwürfe machen. Denn man hätte ja wissen können, worauf man sich einlässt. Bei Labyrinth-in-Knossos-Fonds beziehen sich im übrigen allfällige Management Fees auf absolute Renditewerte (z.B. „10% von einer 5% übersteigenden Rendite“ und dergleichen). Das Domizil der Labyrinth-in-Knossos-Fonds ist häufig offshore.

- c) *Bausteine-Fonds*, das heisst transparente Anlagevehikel mit prognostizierbarer Rendite- und Risiko-Charakteristik, eindeutig gesetzten Benchmarks und in der Regel tiefen Managementkosten. Sie sind aufgrund ihrer Transparenz geeignet zum Einsatz im modernen Portfoliomanagement. Ob in-house oder extern produziert, ist nicht so belangreich, Hauptsache, sie erfüllen ihren Anlagezweck. Bausteine-Fonds eignen sich hervorragend für den bankenübergreifenden Vertrieb wie das Fund Lab der CS Group.

In dieser Phänomenologie entscheidend ist das Kriterium der Transparenz, weshalb es am Panel auch noch genauer definiert werden musste. Im Fondsgeschäft bedeutet Transparenz

- Klarheit bezüglich der *Auswahl von Anlageobjekten*, was einer kommunizierten Einschränkung bzw. Spezifizierung des Titeluniversums entspricht
- Gewissheit über die zur Anwendung gelangenden *Anlageverfahren* – was wird aktiv, was wird passiv getan, inwieweit wird quantitativ, inwieweit qualitativ vorgegangen?
- explizite *Anlagevorschriften* mit klar definierten Bandbreiten, Limiten für Gegenpartei-risiken und dergleichen
- *definierte Anlageziele*, am besten wohl durch Bezugnahme auf einen indexfähigen Benchmark
- *offengelegte Anreizsituationen*, insbesondere was allfällige „Synergien“ zwischen Investment-

banking, Fondsmanagement und Vertrieb betrifft.

Ich prognostizierte dann noch das höchste Wachstum in der Kategorie c), weil sie im Inter-netvertrieb am bestem einsetzbar ist. Den Untergang der Kategorie b) in diesem Zusammenhang vorauszusagen, wäre vermutlich überaus unwissenschaftlich, weil dies eher dem „wishful thinking“ zuzuordnen wäre und empirisch bislang absolut unbelegt geblieben ist.

Soweit mein Panel-Beitrag vom Monat April 2000 zum Thema Anlagefonds, zu denen es offenbar nichts mehr zu sagen gibt. Ich kann nichts dafür, dass ich darüber schreiben musste. Die Redaktion, mithin auch unser lieber Heinz Zimmermann, hat mich dazu verdonnert.

Bleibt zusammenfassend noch zu sagen – nein, jetzt gibt es wirklich nichts mehr zu sagen!