

Heikle Einordnung von Zertifikate-Fonds

Grenze zu strukturierten und traditionellen Fonds verwischt

Von Heinz R. Kubli*

Worin unterscheidet sich ein strukturierter Fonds von einem Zertifikate-Fonds? Wie ist ein traditioneller Anlagefonds, der das Marktrisiko absichern kann, einzustufen? Und was ist von Fonds zu halten, die Zusatzerträge mit dem Schreiben von Optionen auf Beständen erwirtschaften?

Die Idee, Zertifikate und Warrants in Anlagefonds zu packen, ist nicht neu. Bereits in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre des letzten Jahrhunderts gab es einen Warrants-Fonds. Dieser musste leider geschlossen werden, denn er durfte fast ausschliesslich Call-Warrants kaufen. Diese Limitierung hat wegen der damals hohen Volatilitäten und der Aktienbaisse zur Schliessung des Fonds geführt.

Rad der Innovation dreht

In der Zwischenzeit wurden verschiedenste Produkte entwickelt, die in Zertifikate investieren beziehungsweise für einen Zertifikate-Fonds gehalten werden könnten. Das Bestreben vor allem von Vermögensverwaltern, für ihre Investoren eine absolute Rendite zu erwirtschaften oder die Risiken von deren Investitionen zu minimieren, dreht unablässig am Rad der Innovation. Das macht die Wahl eines geeigneten Produkts schwierig. Im Wesentlichen müssen zwei Fragen beantwortet werden, erstens über den Inhalt und die Zielsetzung des Fonds und zweitens zur Verpackung und zur Kaufbarkeit für die Investoren.

Begrifflich sind einige dieser Innovationen jedoch beschreibungsbedürftig. So wurden jüngst von der Bank Vontobel Exchange-Traded Structured Funds (ETSF) aufgelegt. Diese Fonds sind als Fonds verpackte strukturierte Produkte und nicht etwa Fonds auf strukturierte Produkte. Für den Laien mag die Differenzierung strukturierte Produkte als Fonds contra Fonds auf strukturierte Produkte etwas eigenartig sein. In der Umsetzung gibt es aber riesige konzeptionelle Unterschiede.

In den ETSF werden strukturierte Produkte als Fonds dargestellt, um das Emittentenrisiko des Produkts auszuschliessen. Strukturierte Produkte sind Schuldverschreibungen der emittierenden Bank. Werden nun die gleichen Auszahlungsstrukturen in einen Fonds verpackt, dann gelten die investierten Gelder als Sondervermögen.

Verpackung passt sich an

Ebenfalls anfällig für eine Verwechslung sind strukturierte Produkte auf Fonds. Diese Produkte ändern die Risiko-Rendite-Struktur eines Fonds, zum Beispiel mittels Kapitalschutzes. Der Fond selbst braucht aber nicht in strukturierten Produkten investiert zu sein – im Gegenteil. Fonds als Basiswerte solcher Strukturen sind meist klassische Fonds oder Hedge-Fonds, in die ohnehin investiert würde. Die Verpackung passt nur das Profil der Auszahlungsstruktur an.

Als effektive Zertifikate-Fonds gelten jedoch Fonds, die gemäss Anlagereglement in Warrants und Zertifikate investieren. Dabei sind alle zulässigen Anlageklassen als Basiswert dienlich. Bis jetzt gibt es erst wenige Fonds, die dies tun. Die meisten davon wurden noch unter dem bisherigen Anlagefondsgesetz implementiert und ver-

suchen, mit geringer Volatilität eine Rendite über dem Geld- oder Obligationenmarkt zu erzielen. Eine Spekulation à la baisse war unter dem Anlagefondsgesetz fast unmöglich. Mit dem neuen Kapitalanlagegesetz besteht nun die Möglichkeit, zusätzliche Flexibilisierung in die Anlagestrategien der Zertifikate-Fonds zu bringen. Voraussetzung dazu sind jedoch eine geeignete Organisation des Verwalters, ein adäquates Risikomanagement und dass die betrauten Personen die Wirkungsweise der eingesetzten Derivate jederzeit verstehen und nachvollziehen können (KAG Art. 56, 1b und 1c).

Vielschichtige Effekte

Will man einen traditionellen «Long only»-Fonds und dessen Wirkungsweise verstehen und nachvollziehen, werden häufig die folgenden Rendite-Effekte analysiert: als Erstes der Strategieeffekt, der die Abhängigkeit der Grundstrategie gegenüber Gesamtmarktrenditen darstellt (zum Beispiel eine Substanzwert-Strategie). Der Selektionseffekt bestimmt den Einfluss der Titelauswahl und der Allokationseffekt deren Gewichtung. Der Interaktionseffekt stellt den Einfluss des von den übrigen Faktoren nicht messbaren Effekts dar und ist somit als Residualeffekt zu verstehen. Zu diesen bereits nicht ganz trivialen Effekten stossen weitere hinzu, die bei strukturierten Produkten berücksichtigt werden müssen. Dazu gehören unter anderem der Effekt der Volatilitätsveränderung, der Zinsveränderung und des Zeitablaufs. Während die Funktionsweisen strukturierter Produkte auf Verfall oft einfach darstellbar sind, sind die Darstellungen der genannten Sensitivitäten nicht mehr ohne eine entsprechende Infrastruktur zu bewältigen.

Zusätzliche Ertragsquelle

Für das Portfoliomanagement der Zertifikate-Fonds ergeben sich wegen der zusätzlich zu beherrschenden Effekte auch Dimensionen, die richtig vorhergesagt werden müssen. Namentlich die Entwicklung der Volatilitäten der Basiswerte und der Zinsen gehört dazu.

Die schlechte Nachricht ist, dass durch die zusätzlichen Dimensionen sich die mögliche Fehlerquote für enttäuschende Renditen gegenüber den traditionellen «Long only»-Fonds potenziert. Die positive Nachricht ist, dass sich durch die neuen Dimensionen auch zusätzliche Ertragsquellen ergeben, die bereits vom Einsatz von einzelnen Zertifikaten her bekannt sind.

* Heinz R. Kubli ist Principal der Fundabilis GmbH in Zürich.