

Hedgefonds 2010 ff. – günstige Bedingungen für neue und alte Produktvarianten?

Die Finanzkrise hat nicht nur die Banklandschaft, sondern auch die Hedgefonds-Industrie nachhaltig verändert. Aus den strukturellen Änderungen der Branche in Kombination mit veränderten externen Rahmenbedingungen lässt sich ein positives Bild für die Zukunft der Hedgefonds ableiten. So sprechen zum einen viele Faktoren dafür, dass die nächsten zwei bis drei Jahre sehr gutes Potenzial für attraktive Hedgefonds-Performance bieten werden. Zum anderen trägt die Entwicklung der Industrie in Bezug auf transparente, sichere und regulierte Produktvarianten den Investorenbedürfnissen Rechnung, was wiederum für eine zunehmende Öffnung der Nachfrageseite sprechen dürfte. Nachfolgend werden diese Aspekte einer näheren Betrachtung unterzogen und insbesondere innovative Produktlösungen für deutsche Investoren im Detail beleuchtet.

Entwicklung der Hedgefonds-Industrie nach der Krise

Nach einem turbulenten Jahr 2008 haben Hedgefonds wieder Tritt gefasst und konnten 2009 die beste Wertentwicklung seit zehn Jahren verzeichnen. In einem Umfeld, das von gestiegenem Risikoappetit der Anleger gekennzeichnet war, betrug die Jahresperformance des HFRI Fund Weighted Composite Index plus 20,14 Prozent. Der Dach-Hedgefonds-Index, HFRI Fund of Fund Composite, wies mit plus 10,65 Prozent die beste Performance seit 2003 auf. Damit sind die Indexstände nicht mehr sehr weit von den Höchstwerten aus dem Jahr 2007 entfernt. Besonders hervorzuheben ist die Entwicklung Anfang 2009. Obwohl die Aktienmärkte in den ersten beiden Monaten des Jahres empfindliche Verluste von minus 18,00 Prozent¹⁾ hinnehmen mussten, konnten Hedgefonds eine leicht positive Performance von plus

0,3 Prozent²⁾ aufweisen und damit ihr Diversifikationspotenzial unter Beweis stellen. Es zeigte sich, dass es keiner steigenden Märkte bedarf, damit Hedgefonds eine positive Wertentwicklung aufweisen können, sondern lediglich „funktionierender“ Märkte.

Auch in Bezug auf das verwaltete Vermögen hat sich das Bild verbessert: Bis im September 2009 verzeichnete die Industrie zwar noch Nettomittelabflüsse, im vierten Quartal konnten jedoch wieder erste Zuflüsse verzeichnet werden (plus 13,8 Billionen US-Dollar.³⁾ Per Ende 2009 verwalteten Hedgefonds damit weltweit zirka 1,6 Billionen US-Dollar.⁴⁾ Dies ist zwar höher als Ende 2006 (1,47 Billionen US-Dollar) aber noch weit unter dem Rekordjahr 2007 (1,87 Billionen US-Dollar).

Rolf Dreiseidler, Head Institutional Clients Germany, und Martin Schweikhart, Deputy Head Product Structuring, beide Man Investments AG, Pfäffikon

Die Wertentwicklung und das verwaltete Vermögen stimmen wieder, und die mangelden Anlagealternativen in den traditionellen Assetklassen führen zu einem zunehmenden Interesse von Seiten institutioneller Investoren. So sehen die Autoren derzeit die Ausgangslage für die Anlageklasse Hedgefonds. Und auf dieser Basis erwarten sie in den kommenden zwei bis drei Jahren eine gute Performance. Unterstützt wird diese Entwicklung ihrer Einschätzung nach durch neue Investitionsmöglichkeiten und Produktvarianten in Anlehnung an das UCTIS-III-Format, die den Bedürfnissen der Investoren nach Liquidität, Sicherheit und Transparenz im besonderen Maße gerecht werden. Ihrem Tenor nach entwerfen sie eine freundliches Bild für Hedgefonds 2010 ff. (Red.)

Eine nähere Betrachtung der Auswirkungen der Finanzkrise auf die Hedgefonds-Industrie offenbart signifikante strukturelle Veränderungen. So hat das schwierige Umfeld seit 2007 dazu geführt, dass eine Vielzahl von Hedgefonds ihren Geschäftsbetrieb eingestellt und entsprechende Fonds geschlossen haben. Gemäß Schätzungen von HFR ist davon auszugehen, dass im Zuge der Finanzkrise bereits 2 330 Fonds aus dem Markt ausgeschieden sind. Diese Marktberingung hat den Wettbewerb innerhalb der verschiedenen Alpha-Strategien deutlich reduziert, sodass von einem höheren zukünftigen Performancepotenzial auszugehen ist.

Rückkehr von Risikoprämien und Volatilitäten

Darüber hinaus wird dieser Effekt durch Entwicklungen auf der Bankenseite verstärkt. Die während der Krise im Bankensektor angefallenen Verluste und einhergehenden Stützungsaktionen von Regierungsseite haben das Geschäftsmodell der Investmentbank weitestgehend zu Fall gebracht. Im Zuge dessen wurden die Eigenhandelsaktivitäten der Banken massiv zurückgefahren oder ganz eingestellt. Die Eigenhandelsabteilungen der Investmentbanken waren jedoch schon seit jeher die Hauptkonkurrenten der Hedgefonds, da sie mit enormen Volumina in denselben Alpha-Strategien aktiv waren. Trotz der neuerlichen Erholungen bei den Gewinnen der Banken ist nicht mit einer Rückkehr zu alten Aktivitätsniveaus zu rechnen. Die gegenwärtigen Pläne von Seiten der US-Regierung werden zu einer weiteren Eingrenzung der Eigenhandelsaktivitäten der Banken führen.

Nicht nur die veränderte Marktteilnehmerstruktur wird die Hedgefonds-Industrie in den nächsten Jahren begünstigen, sondern

auch die Rückkehr von Risikoprämien und Volatilitäten. Waren Hedgefonds in den Jahren vor der Krise noch auf den Einsatz von Fremdkapital (Leverage) angewiesen, um insbesondere in Arbitrage-basierten Strategien die minimalistischen Risikoprämien auf ein für Investoren attraktives Niveau anzuheben, hat sich das Bild nun deutlich geändert. Attraktive Risikoprämien und Dispersion erlauben es Hedgefonds im gegenwärtigen Umfeld, ihre Zielrendite ohne oder mit nur sehr geringem Hebel zu erreichen. Aktuell liegt der durchschnittliche Leverage der gesamten Hedgefonds-Industrie bei lediglich 1,2. Die geringe Verfügbarkeit beziehungsweise die hohen Kosten von Fremdkapital stellen die Hedgefonds-Industrie damit vor kein Hindernis.

Neben diesen durchaus positiven Rahmenbedingungen für die gesamte Hedgefonds-Industrie gibt es bestimmte Segmente mit besonders guten Aussichten. Als Beispiel sei hier der Bereich der Kredit-/Distressed-Strategien angeführt. In diesem Bereich ist die Pipeline bis 2013/14 gut gefüllt mit Firmen, die zu Boomzeiten zu viel Kredit aufgenommen haben, der in den kommenden Jahren fällig wird. Da viele dieser Firmen inzwischen mit Schwierigkeiten kämpfen, ist davon auszugehen, dass ein Großteil dieser Schulden restrukturiert werden muss. Auf solche Restrukturierungen spezialisierte Hedgefonds werden von diesem Umfeld im besonderen Maße profitieren können.

Zusammenfassend ergibt sich ein insgesamt sehr positives Bild hinsichtlich des zukünftigen Performancepotenzials für Hedgefonds. Dies ist insbesondere deshalb von hoher Relevanz, da traditionelle Anlagen im gegenwärtigen Umfeld kaum noch attraktive Einstiegsmöglichkeiten bieten, was insbesondere institutionelle Investoren vor große Herausforderungen in ihrer Kapitalanlage stellt.

Ein weiterer Treiber für Veränderungen in der Hedgefonds-Industrie sind die Investoren selbst. Durch die Erfahrungen aus der Finanzkrise fordern diese heute ein hohes Maß an Transparenz, Sicherheit und Liquidität ihrer Hedgefonds-Anlagen. Die Anbieter haben auf diese Bedürfnisse mit zwei Lösungen geantwortet: Managed Accounts und UCITS III. Im Folgenden wird der Markt für Hedgefonds in Deutschland kurz skizziert, um dann die vorgenannten Strukturen im Kontext der Marktentwick-

lung einer näheren Betrachtung zu unterziehen.

Hedgefonds in Deutschland

Das Angebot von Hedgefonds-Produkten im deutschen Markt konzentrierte sich vor der Finanzkrise im Wesentlichen auf zwei Strukturen. Zum einen lag der Fokus auf den existierenden „Offshore“-Fonds, also Fonds, die an Standorten wie den Kanalinseln, den Cayman Inseln oder Bermuda aufgelegt sind. Da diese Fonds in der Regel für das deutsche Steuerrecht intransparent sind, wurden sie in Deutschland über von Banken emittierte Zertifikate angeboten. Zum anderen gab es in geringerem Umfang nach deutschem oder dem Recht anderer EU-Staaten aufgelegte Dach-Hedgefonds, die in ein kleines Universum von Offshore-Hedgefonds investierten, welche die vom deutschen Steuerrecht geforderte Transparenz erfüllen. Nachteile dieser beiden Strukturen sind eine geringe Transparenz und Kontrolle.

Während der Finanzkrise schränkten viele Produkte das Recht auf Rückgabe ein oder verzögerten die Auszahlung. Bei Zertifikaten trug der Anleger zudem das volle Kreditrisiko der Banken. Insbesondere Anleger in Zertifikaten von Lehman Brothers werden sich schmerzhaft daran erinnern. Die deutschen Dach-Hedgefonds wiederum waren aufgrund des zu kleinen Anlageuniversums nur selten in der Lage, eine marktgerechte Wertentwicklung zu liefern. Im Mittelpunkt des Investoreninteresses stand zu dieser Zeit hauptsächlich der Zugang zur Assetklasse Hedgefonds. Eine tiefer gehende Bedarfsanalyse blieb in der Regel aus.

Beschäftigt sich heute ein Investor mit Anlagen in Hedgefonds, hat er einen einfachen wie gleichzeitig komplexen Anforderungskatalog: er fordert Transparenz, Sicherheit und Liquidität. Prüft man Zertifikate und regulierte Dach-Hedgefonds, die in Offshore-Fonds investieren in Bezug auf diesen Anforderungskatalog, so sieht man schnell, warum diese Produkte heute nur noch ein begrenztes Interesse beim Anleger finden – sie erfüllen schlicht diesen Anforderungskatalog nicht. Die Hedgefonds-Industrie hat auf diese Herausforderungen reagiert, indem sie Produkte entwickelt hat, die diesen berechtigten Bedürfnissen der Investoren Rechnung tragen.

Anstatt nun Mittel in einen Fonds des jeweiligen Hedgefonds-Managers anzulegen und damit die Kontrolle über die Vermögenswerte auf Ansprüche an einem Offshore Fonds zu reduzieren, haben verschiedene große Anbieter ein Konzept weiterentwickelt, das lange Zeit eher ein Schattendasein führte: Managed Accounts.

Hierbei handelt es sich um bei Prime Brokern gehaltene Konten, über die der Hedgefonds-Manager Vollmacht zur Umsetzung seiner Anlagestrategie hat. Der Investor ist Eigentümer des Kontos und damit im Besitz der vom Hedgefonds-Manager ausgewählten Vermögenswerte. Zweifelsohne ist es für einen Hedgefonds-Manager operativ nicht möglich, für jeden einzelnen Investor ein separates Konto aufzulegen, dafür sind die in Hedgefonds umgesetzten Handelstrategien zu komplex und der Aufwand zu hoch. Auch stellt sich die Frage der Haftung für Nachschusspflichten, die aufgrund der komplexen Anlageinstrumente gegen den Eigentümer des Kontos entstehen können.

Managed Accounts als Lösung für veränderte Kundenbedürfnisse

Aus diesen Gründen ist es mittlerweile üblich, dass Anbieter von Managed-Accounts-Anlagevehikeln mit beschränkter Haftung aufliegen, welche das Konto halten. Diese sind zwar in der Regel ebenfalls Offshore angesiedelt, befinden sich aber unter einer vom Hedgefonds-Manager völlig unabhängigen Kontrolle. Die Überwachungsfunktion übt hier der Plattformanbieter oder unabhängige Direktoren als Repräsentant der Investoren aus. Der Hedgefonds-Manager hat lediglich einen Vertrag als Investment Manager mit dem Anlagevehikel, er hat aber keine Entscheidungsgewalt über Rückgabebedingungen oder Anlagepolitik des Vehikels. Zudem hat der Hedgefonds-Manager je nach Struktur der Plattform weitere Einschränkungen, er kann zum Beispiel weder Bargeld transferieren noch Verträge für das Anlagevehikel abschließen oder eine neue Handelsbeziehung eingehen. Für alle diese Geschäfte benötigt er die Zustimmung des Plattform-sponsors oder der Direktoren.

Sollte es zu einem Problem mit dem Hedgefonds-Manager oder in der Anlagestrategie kommen, können die Direktoren des Vehikels den Vertrag mit dem Manager

kündigen und die Vermögenswerte verkaufen. Ein solches Vorgehen ist grundsätzlich möglich, aufgrund der Komplexität und Heterogenität der Hedgefonds-Anlagestrategien aber nicht immer ganz einfach umzusetzen. Hier kommt ein weiterer Vorteil der Plattformanbieter zum Tragen: Aufgrund der umfangreichen Erfahrung mit einer Vielzahl von Hedgefonds-Managern kann ein Plattformanbieter einen Manager austauschen und einen anderen, geeigneten Hedgefonds-Manager mit der Abwicklung oder Umstrukturierung des komplexen Portfolios beauftragen.

Unabhängigkeit vom Hedgefonds-Manager

Zudem garantieren weitere Mechanismen die Unabhängigkeit vom Hedgefonds-Manager. So wird die Bewertung, die Buchprüfung und die Führung des Anteilsregisters von entsprechend spezialisierten Unternehmen und dadurch unabhängig vom Hedgefonds-Manager vorgenommen. Besonderes Augenmerk ist auf die Auswahl von und die Verträge mit den Prime Brokern zu legen. Da ein Hedgefonds üblicherweise keine Depotbank hat, kommt dem Prime Broker als Verwahrer der Vermögenswerte, aber auch als Anbieter der Infrastruktur zur Umsetzung der Anlagestrategie besondere Bedeutung zu. So war bei den großen Betrugsfällen im Bereich Hedgefonds die Unabhängigkeit des Prime Brokers nicht gewährleistet. Eine unabhängige Auswahl und Überwachung ist daher essenziell, um sich gegen derartige Risiken abzusichern.

Da der Fonds gegenüber dem Prime Broker ein erhebliches Kreditrisiko aufweisen kann, ist es wichtig darauf zu achten, dass eine entsprechende Aussonderung der Vermögenswerte des Fonds von den Vermögenswerten des Prime Broker soweit möglich gewährleistet wird. Eine Verteilung der Vermögenswerte auf mehrere Prime Broker stellt eine weitere Sicherheitsmaßnahme dar. Aufgabe des Plattformanbieters sollte es daher unbedingt sein, entsprechende Verträge mit den Prime Brokern zu verhandeln und Letztere fortlaufend zu überwachen. Auf diese Weise bewahrte ein rechtzeitiger Abzug von Vermögenswerten im Fall Lehman viele Managed-Account-Plattformen vor großen finanziellen Verlusten. Ein frühzeitiges Handeln aufgrund entsprechender Indikatoren wie CDS Spread oder Aktienpreis des Prime Brokers kann hier hilfreich sein. Es ist aber zu beachten,

dass ein Wechsel des Prime Brokers eine erhebliche logistische Aufgabe darstellt, die ein Hedgefonds-Manager in der Regel nur mit Hilfe des Plattformanbieters leisten kann.

Die Plattformanbieter nehmen zudem die Aufgabe des Risikocontrollings für den Fonds wahr. Das bedeutet, dass sie zum einen die Anlagebeschränkungen und Risikoparameter festsetzen und kontrollieren, zum anderen die Einhaltung dieser auf täglicher Basis überwachen. Dieser Aufwand – es handelt sich üblicherweise bei einem diversifizierten Portfolio von Hedgefonds um mehrere zehntausend Positionen – hat für den Investor einen entscheidenden Vorteil: Ein transparentes Reporting auf Basis der aggregierten Einzelpositionen kann ohne Weiteres bereitgestellt werden. Managed Accounts erfüllen also die Bedürfnisse nach Sicherheit und Transparenz mehr als jedes andere Hedgefonds-Produkt.

Auch in Bezug auf Liquidität bieten Managed Accounts Vorteile. Aufgrund der fehlenden Kontrolle über das Anlagevehikel sind Hedgefonds-Manager nicht mehr in der Lage, sogenannte „Gates“ oder andere, liquiditätseinschränkende Maßnahmen auszuüben. Auch gehört es zu den Aufgaben der Plattformanbieter, strenge Liquiditätsgrenzen in den Handelsstrategien zu definieren und diese zu überwachen. Das heißt allerdings nicht, dass es nicht auch bei Managed Accounts zu Liquiditätseinschränkungen kommen kann. Dies wäre unter Umständen dann der Fall, wenn sich die Liquidität in einem bisher liquiden Marktsegment rapide verschlechtert. Allerdings ist die Wahrscheinlichkeit eines solchen Ereignisses gering, und selbst im schwierigen Jahr 2008 kam es hier zu keinerlei Liquiditätsproblemen.

Steuertransparente Dachfonds gefragt

Mit Managed-Account-Anlagevehikeln ist auch das Interesse an steuertransparenten Dachfonds gestiegen, die direkt in solche Vehikel investieren. Dieser Trend erstaunt nicht, setzt er doch mit erstaunlicher Einfachheit die Grundregeln der Sicherheit, Transparenz und Liquidität auf jeder Strukturebene um. In anderen Ländern, die weniger mit regulatorischen und steuerlichen Einschränkungen zu kämpfen hatten als Deutschland, wie zum Beispiel der Schweiz, haben institutionelle Kunden schon vor

Jahren die Vorteile dieser einfachen Struktur erkannt. Insbesondere das große Problem des Steuerreportings hat sich durch den Einsatz der Managed Accounts relativiert, da der Plattformanbieter diese administrative Bürde übernimmt.

Managed-Account-Plattformen gibt es schon seit vielen Jahren, allerdings war es bisher für die Anbieter immer schwierig, gute Manager davon zu überzeugen, ein Managed Account bei einer Plattform zu betreiben. Schließlich bedeutet es erheblichen Mehraufwand für den Manager. Die Entwicklungen der Finanzkrise haben aber dazu geführt, dass nun die meisten Manager bereit sind, Managed Accounts zu akzeptieren. In der Regel tun sie dies allerdings nur bei einigen wenigen, großen Plattformanbietern, um so den Mehraufwand einzuschränken und von höheren Anlagevolumina zu profitieren.

Hedgefonds im UCITS-III-Format

Neben den Entwicklungen im klassischen, alternativen Anlagebereich dürfte es für das Jahr 2010 ff vermehrt Produkte geben, bei denen Hedgefonds-Manager ihre Strategien im bewährten UCITS-III-Format anbieten. Dies ist erstaunlich, da doch über Jahre Experten immer wieder betonten, dass Hedgefonds, die systematische Fremdfinanzierung als Teil ihrer Anlagestrategie nutzen oder in Instrumente wie Rohstoff-futures investieren, hierzu nicht geeignet wären. Tatsache ist aber, dass einige Hedgefonds-Strategien in einem UCITS-III-Format umgesetzt werden können. Hierzu gehören insbesondere liquide Strategien wie Managed Futures oder Long Short Equity. Der Einsatz von Derivaten im UCITS III erlaubt eine große Gestaltungsmöglichkeit. Ein großer Teil der Anlagestrategie eines Managed Futures Fonds zum Beispiel ist UCITS fähig. Schwierig wird es aber im Bereich Rohstoffe, da die UCITS-Regeln Derivate auf Rohstoffe nicht erlauben. Lediglich Derivate auf Rohstoffindices sind zulässig. Entsprechend passen Manager ihre Programme an diese Regelungen an, was jedoch zu einem Abweichen des UCITS Fonds gegenüber dem Offshore Fonds des Managers führen kann.

Alternativ werden Zertifikate auf Offshore Hedgefonds eingesetzt. Diese sind, bei entsprechender Ausgestaltung, zulässige Anlageinstrumente. Das Kreditrisiko des Emittenten ist durch das UCITS-Reglement breit

gestreut und die Anlage muss die 5/10/40-Regelung beachten. Das bedeutet, dass der UCITS Fonds nicht mehr als zehn Prozent pro Emittent halten darf. Die Zehn-Prozent-Grenze gilt nur für 40 Prozent des Fondsvermögens, darüber hinaus sind nur noch fünf Prozent pro Emittent erlaubt. Es bleibt aber ein strukturelles Kreditrisiko und natürlich die Frage der Skalierbarkeit bei einer derartigen Vielzahl von eigens hierzu emittierten Zertifikaten.

Eine dritte Möglichkeit besteht darin, ähnlich wie bei den ETF Fonds, über ein Derivat die Wertentwicklung eines Hedgefonds-Index im UCITS abzubilden. Hedgefonds-Indizes sind auf Offshore Fonds oder Managed Accounts möglich, aber auch einige Single-Hedgefonds-Strategien, sofern die Anlagepolitik regelbasiert ist, qualifizieren durchaus unter den Regeln für Finanzmarktindizes. Vorteil hierbei ist, dass das eigentliche Programm des Hedgefonds-Managers uneingeschränkt im UCITS Fonds zu finden ist, da der Index auch Anlagen wie Rohstoffe enthalten kann. Auch das strukturelle Kreditrisiko wird, wie bei den ETFs, mittels Besicherung des Derivates praktisch ausgeschlossen.

Die Umwandlung eines Hedgefonds in ein UCITS-III-Vehikel erfüllt ebenfalls im hohen Maße die Bedürfnisse nach Sicherheit, Transparenz und Liquidität. Es entmystifiziert aber auch Hedgefonds als Anlageklasse und bringt sie in den Kreis „anerkannter“ Anlagen. Die Vorteile eines Hedgefonds werden also mit der Einfachheit des UCITS Fonds kombiniert. Es verwundert somit nicht, dass diese Form der Produktentwicklung besonderes Interesse bei deutschen Anlegern findet.

Gute Performanceaussichten für Hedgefonds und mangelnde Anlagealternativen in den traditionellen Anlageklassen führen zu einem zunehmenden Interesse von Seiten institutioneller Investoren. Diese Entwicklung wird unterstützt durch neue Investitionsmöglichkeiten und Produktvarianten, die den Bedürfnissen der Investoren nach Liquidität, Sicherheit und Transparenz im besonderen Maße gerecht werden. Zusammengenommen ergibt sich damit ein sehr positives Bild für Hedgefonds 2010 ff.

Fußnoten

¹⁾ MSCI World Index, Total Return, abgesichert in USD.

²⁾ HFRI Fund of Funds Composite Index.

³⁾ Quelle: HFR.

⁴⁾ Quelle: HFR.