HEDGE FONDS-STUDIE 2006

„Hedge Fonds in Deutschland und deren Entwicklungspotential aus Sicht der Asset Manager“

(unter Einbeziehung einer Befragung bei institutionellen Anlegern)

Textbeiträge renommierter Fachleute aus der Hedge Fonds-Branche

mit freundlicher Unterstützung durch

ABN·AMRO Asset Management

CREDIT SUISSE

COMMERZBANK
CORPORATES & MARKETS

DWS
INVESTMENTS

GAM

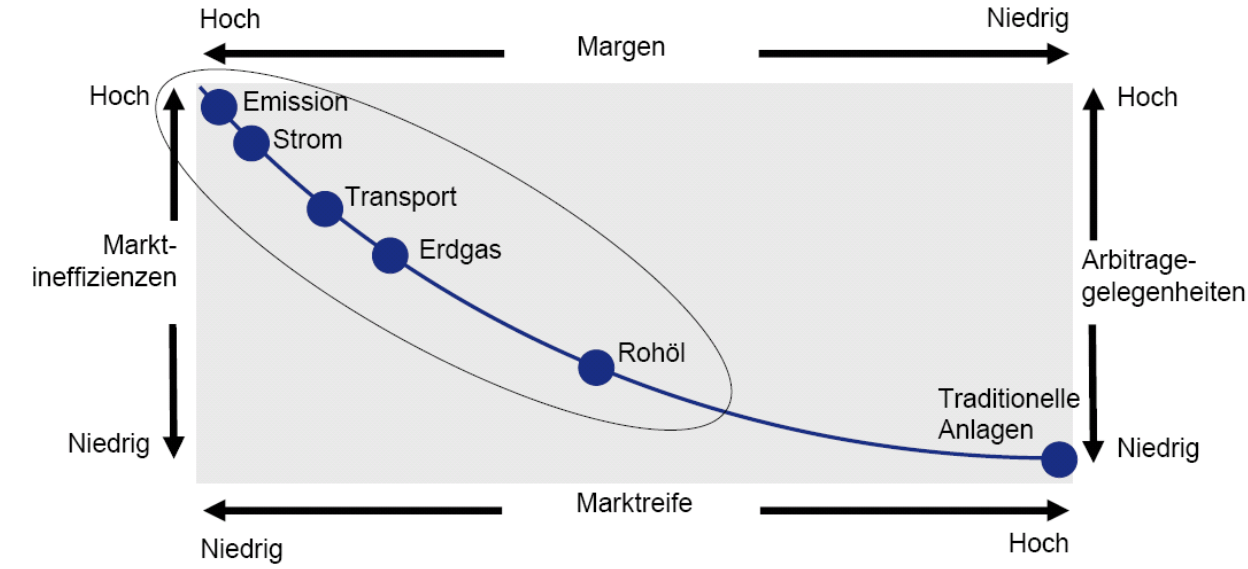
Man Investments

Sal. Oppenheim
OPPENHEIM KAPITALANLAGEGESELLSCHAFT MBH

UBS Global Asset Management

Beim Stichwort “Energie” denkt man zuerst an Öl oder Erdgas. Für Hedge-Fund-Manager umfasst der Energiemarkt jedoch noch weitere, eher unbekannte Märkte. Dazu gehören der Transportbereich, aber auch neue Nischenmärkte wie z.B. Strom- und Emissionsmärkte sowie Wetterderivate (siehe Grafik).

Geringe Marktpenetration bietet Chancen



➔ Hohe Margen und grosse Marktineffizienzen bieten gute Alpha-Möglichkeiten

Quelle: PricewaterhouseCoopers, 'Energy trading – Re-establishing sound foundations, 2002'. Von RMF angepasst. Schematische Darstellung.

Für Investoren sind Energiemärkte daher eine viel versprechende Anlageklasse. Energiemärkte bieten neben dem zu erwartenden weiteren Preisanstieg interessante Eigenschaften, die sich positiv auf ein traditionelles Portfolio – bestehend aus Aktien und Anleihen – auswirken können. Da die Preisentwicklung der Energiemärkte von Angebot und Nachfrage abhängt, korreliert ihre Entwicklung nur gering mit der von Aktien und Anleihen, wodurch sie sich zur Diversifizierung eines Portfolios gut eignen. Energiemärkte können sich auch in einem Umfeld mit steigender Inflation, wie z.B. in den 70er Jahren, positiv entwickeln, so dass sie darüber hinaus zur Absicherung von Inflationsrisiken genutzt werden können.

Skandinavien führend im europäischen Strommarkt

Der Strommarkt weist zurzeit im Vergleich zu Rohöl und Erdgas die größten Marktineffizienzen auf, da in diesem Markt die Marktdurchdringung am geringsten ist:

Stromderivate sind erst seit den 90er Jahren auf dem Markt erhältlich. Die Handelsaktivitäten im Strommarkt wurden durch dessen Liberalisierung möglich, die in den frühern 90er

Jahren in Europa begann, wobei in den skandinavischen Ländern die Deregulierung derzeit am weitesten fortgeschritten ist.

Deregulierung bedeutet, dass Staatsmonopole aufgebrochen werden und somit Produktion und Handel den freien Marktkräften überlassen werden. Dieser Prozess hat bis heute zu einem weitgehend deregulierten physischen Spotmarkt sowie einem Finanzmarkt für den Handel mit Strom-Futures, -Forwards und –Optionen geführt. Das Clearing-Haus 'Nord Pool Clearing' fungiert als Gegenpartei von Finanzderivaten, was das Gegenpartei-Risiko auf ein Minimum reduziert. Das Settlement für Strom-Derivate erfolgt bei Verfall durch Barausgleich, ohne Strom physisch liefern zu müssen.

Elektrizitätsmarkt USA: überregionale Organisationen
Die Gründe für eine Marktliberalisierung in den USA waren vergleichbar mit denen in Europa. Die Liberalisierung begann ebenfalls in den 90er Jahren, dezentral in einzelnen Bundesstaaten und Regionen des Landes.

Diese Entwicklung ist heute so weit fortgeschritten, dass sich Elektrizitätsmärkte überregional innerhalb von so genannten ISOs (Independent System Operators) und RTOs (Regional Transmission Organizations) organisieren (siehe Grafik).

Neben technischen Infrastrukturen und Kontrolleinrichtungen, bieten ISOs/RTOs den Marktteilnehmern standardisierte Handelsplattformen für Stromderivate. Die gehandelten Produkte reichen von Forwards, Futures, Options, Virtual Biddings über Financial Transmission Rights bis hin zu Capacity Credits. Das Settlement erfolgt durch Barausgleich und bietet Investoren handelbare Risiken mit interessantem Renditepotenzial. Der Markt ist aber durch erhebliche Liquiditätsrisiken gekennzeichnet.

Nach dem Zusammenbruch von Enron im Jahr 2001 sind die Handelsvolumina vorübergehend massiv zurückgegangen. In der Zwischenzeit hat sich der Markt jedoch erholt, und eine Vielzahl von kleineren Marktteilnehmern hat sich neu im amerikanischen Stromhandel etabliert.

Vergleicht man Elektrizitätsmärkte mit bereits etablierten Märkten wie zum Beispiel Erdgas oder Rohölmärkte, wird deutlich, dass sie sich noch in einem frühen Entwicklungsstadium befinden. Dies bedeutet, dass spezialisierte Hedge-Fund-Manager eine Vielzahl von Marktineffizienzen und Arbitragemöglichkeiten mit sehr hohen Margen nutzen können. Mit der Möglichkeit, Long- und Shortpositionen in Stromderivaten einzugehen, eröffnet sich für Hedge Funds ein grosses Potenzial zur Generierung von Alpha.

Noch jünger als der Strommarkt ist der Handel mit Emissionszertifikaten.

Insgesamt haben bisher 41 Staaten das Kyoto Protokoll unterschrieben, welches zum Ziel hat, die Kohlenstoffdioxid- Ausstösse bis zum Jahr 2010 um 5% unter das Niveau von 1990 zu verringern. Dabei wird jedem Land pro Jahr eine bestimmte Anzahl „Ausstoss-Bewilligungen" in Form von Zertifikaten zugeteilt. Diese Zertifikate sind handelbar. Sollte ein Land zu wenig Zertifikate haben, d.h. stösst es mehr CO_2 aus als ihm erlaubt ist, kann es zusätzlichen Zertifikate auf dem OTC-Markt (außerbörslich) kaufen. Das gleiche gilt für ein Land, das über mehr Zertifikate verfügt als benötigt. Diese können auf dem OTC- Markt

verkauft werden. Zurzeit werden ca. 80% der EU-Transaktionen auf dem OTC-Markt gehandelt. Ein geringerer Teil etwa im Volumen von 1,4 Milliarden Euro wird börslich gehandelt. Obwohl ein interessanter Markt, darf nicht vergessen werden, dass dieser Markt noch relativ illiquide ist und noch in den Kinderschuhen steckt.

Der Emissionsmarkt ist zwar reich an Handelsmöglichkeiten, aber auch sehr schwierig zu beurteilen. Am 12. Mai diesen Jahres fielen die Preise für Emissionszertifikate auf 9 Euro, nachdem sie 2005 durchschnittlich bei 18 Euro gehandelt wurden. Die Ursache lag darin, dass es ein deutliches Überangebot an Zertifikaten gab, da einige Länder, darunter Spanien und Frankreich, zu viele CO_2 Zertifikate hielten, die sie nicht benötigten, da viel weniger CO_2 als erwartet ausgestossen wurde. Per 30. Juni diesen Jahres notierten die Zertifikate aber bereits wieder bei 15,88 Euro. Dieses Beispiel zeigt, wie volatil der Emissionsmarkt ist. Ähnlich volatil ist auch der Markt für Erdgas, dessen Preis im Juli massiv sank, nachdem bekannt wurde, dass ein Hurrikan die USA nicht treffen wird und somit die Erdgas-Pipelines nicht gefährdet werden.

Ein weiterer Nischenmarkt mit grossem Alphapotential für Hedge Funds ist der Transport- und Schifffahrtsbereich.

Die Schifffahrtsindustrie hat sich in den letzten Jahren zu einem interessanten Markt für Investoren entwickelt. Die globalen Frachtschiffe sind relativ alt und die wachsende Nachfrage nach Gütern von Emerging Markets wie China oder Indien hat die Kapazität dieser Frachtschiffe an ihre Grenzen gebracht.

2004 wurde zu einem Höhepunkt dieser wachsenden Problematik, als der Hurrikan Ivan die Ölpipelines im Golf von Mexiko zerstörte, so dass Öl über See transportiert werden musste. Der Hurrikan Katrina im Jahr 2005 verschimmerte diese Situation nur noch, mit dem Resultat, dass Frachtkosten neue Höchststände erreichten. Als Folge davon stiegen Frachtderivate wie z.B. Forward Freight Agreements (FFA), zusammen mit der gestiegenen Volatilität und Liquidität in diesen Märkten.

Frachtderivate sind finanzielle Instrumente, welche den Handel von zukünftigen Frachtpreisen ermöglichen. Sie sind hauptsächlich für Tanker gedacht, welche liquide Frachten wie z.B. Öl, aber auch Trockengüter wie z.B. Getreide transportieren. Zu diesen Instrumenten gehören börsengehandelte Futureskontrakte, Optionen auf Futureskontrakte sowie Fracht Forward Kontrakte wie z.B. Forward Freight Agreements (FFA), Swaps und Swaptions.

Frachtderivate werden hauptsächlich von Schiffsbesitzern und Betreibern benutzt, aber auch Ölfirmen, Handelsfirmen und Getreidehäuser brauchen diese Finanzinstrumente zur Absicherung ihrer Marktrisiken im Frachtbereich. So können z.B. die Schiffskosten einen erheblichen Teil des gelieferten Preises für Rohöl ausmachen und stellen somit ein Risiko dar, da die Frachtpreise dem Wettbewerb und den Marktgegebenheiten ausgesetzt sind und somit volatil sein können.

Hedge-Fund-Manager sind in der Lage, in diesen Märkten sowohl Long- als auch Short-Positionen einzugehen, indem sie in Aktien und Derivate investieren.

Wetterderivate

Im Entstehen begriffen ist ferner der Markt mit Wetterderivaten. Die unten abgebildete Tabelle zeigt nur eine Auswahl der Industrien, welche vom Wetter abhängig sind.

Wetterderivate

Wetterderivate versichern verschiedene Risiken

Branche	Produkt/Dienstleistung	Risikoereignis	Folgen
Strom	Elektrizität	Hitze oder Kälte	Hitze führt zu steigendem Energiebedarf durch Klimaanlagen, bei Kälte erhöht sich der Bedarf an Heizenergie
Baugewerbe	Hochbau	Hitze, Kälte, Schnee, Regen, Wind	Bauverzögerungen
Landwirtschaft	Ernte	Hitze, Kälte, Schnee, Regen, Wind	Einnahmeeinbussen wegen schlechterer Ernten
Wintertourismus	Bergbahnen, Skilifte, Restaurants	Schnee	Einnahmeeinbussen wegen Schneemangel
Unterhaltung	Veranstaltungen im Freien	Hitze, Kälte, Schnee, Regen, Wind	Abgesagte Veranstaltungen oder weniger Besucher

Quelle: RMF Investment Management.

Die Liste der vom Wetter beeinflussten Wirtschaftszweige lässt sich beliebig fortsetzen. Schätzungsweise 5% des Bruttosozialprodukts aller westeuropäischen Industrieländer sind vom Wetter abhängig. Dies entspricht einem Betrag von ca. 250 Mrd. Euro. Im Vergleich zu Katastrophen beeinflussen Wetterbedingungen das Volumen und den Verbrauch der Endprodukte. Als weitere Merkmale sind Wetterrisiken sehr lokal, können nicht kontrolliert werden und zuverlässige Vorhersagen können nur über die nächsten paar Tage erstellt werden.

Die meisten Wetterderivate sind eher kurzfristiger Natur und werden für eine Saison (Sommer oder Winter) abgeschlossen. Sie können aber auch für eine längere Zeit vereinbart werden. Wetterderivate (Futures/Optionen) sind an der Chicago Mercantile Exchange notiert. Dadurch wird das Kreditrisiko eliminiert. Es besteht aber auch ein OTC-Markt (Over the Counter, ausserbörslicher Handel). Diese Instrumente werden weniger gehandelt, Kontrakte werden meist bis zum Settlement gehalten. Während das von Wetterderivaten gehandelte Volumen im Jahr 2004 2,2 Milliarden US-Dollar betrug, stieg diese Zahl auf 22 Milliarden per September 2005, was einem Volumen von 630.000 gehandelten Kontrakten entspricht.

Fazit

Energiemärkte sind eine vielversprechende Anlageklasse. Die derzeitigen Fundamentaldaten weisen darauf hin, dass der begonnene Zyklus noch einige Jahre anhalten wird. Erfahrene Hedge-Fund-Manager sollten aber auch in der Lage sein, in einem Baissemarkt positive Renditen zu generieren. Dabei darf man aber nicht vergessen, dass Energiemärkte von starken Volatilitätsschwankungen geprägt sind. Investitionen in Energiemärkte sollten daher immer mit traditionellen Anlagen kombiniert werden.

Ansprechpartner:

Domenico Truncellito
Communications

Man Investments
Huobstrasse 3
8808 Pfäffikon SZ
Switzerland
Direkt Tel.: +41 (0)55 417 62 76
Direkt Fax: +41 (0)55 417 62 61

Hart am Wind Segeln: Die Anforderungen an einen Hedgefonds Manager

Leverage, Liquidität und Konzentration

Das ganze Jahr hindurch treffen sich Segler auf Regattarennen zu einem Kräftemessen, um denjenigen auszumachen, der sein Boot bei allen Wind- und Wetterbedingen am besten beherrscht und als Erster ins Ziel bringt. Entscheidend für den Rennverlauf ist die Fähigkeit des Kapitäns, die Kräfte der See optimal für sich auszunutzen, ohne jedoch das Boot durch waghalsige Manöver zum Kentern zu bringen. Diese Gratwanderung setzt voraus, seine Stärken und die Belastbarkeit seiner Ressourcen genau zu kennen.

Die Anforderungen an den Kapitän eines Regatta-Rennens lassen sich mit denen eines Hedgefonds Managers vergleichen. Auch er muss wissen, wie viel Risiko er eingehen kann, um sein Ziel, sprich: seine Performance, zu erreichen. Folgende Instrumente helfen ihm, sein Investment erfolgreich durch die raue See der Kapitalmärkte zu navigieren: Leverage (Anzahl der Segel), Liquidität (Schnitt und Größe der Segel) und Konzentration (Anzahl der Segelmaste). Dem Manager eines Dachhedgefonds stellt sich erschwerend die Aufgabe, aus den einzelnen Zielfonds die herauszufinden, die als „Team“ am besten zusammen harmonieren.

Leverage – wie viele Segel soll das Boot haben?

Im Zusammenhang mit Hedgefonds versteht man unter Leverage den Einsatz von Hebelinstrumenten, wie z.B. Futures und Options, die Aufnahme von Fremdkapital, das Eingehen von Short-Positionen. Dadurch lassen sich Ertragschancen spürbar erhöhen, allerdings erhöht sich auch das Verlustrisiko und der Leverage-Effekt kann zu einem Bumerang werden. Anschaulich lässt sich dies am Segeln darstellen. Je mehr Segel (d.h. je mehr Hebeleinsatz) das Boot hat, umso mehr Geschwindigkeit kann es aufnehmen. Bei zu hoher Geschwindigkeit kann das Boot jedoch Kentern oder bei Sturm Mastbruch erleiden.

Die Kompetenz des Hedgefonds Managers

Da etliche Hedgefonds Leverage einsetzen, muss der Dachfondsmanager bei der Auswahl seiner Fonds sich ein Bild davon machen, wie diese Hebelwirkung gesteuert wird. Der überwiegende Teil der Hedgefonds verfügt über ein strenges Risikomanagement, das den Leverage mit einbezieht. Das alleine reicht jedoch nicht aus. Wichtig ist darüber hinaus ein Verständnis, wie der Leverage wirkt und welches Ausmaß er erreichen kann. Ebenso muss das Fondsmanagement offen legen, wie der Leverage kalkuliert und dokumentiert wird.

Es zahlt sich außerdem aus, wenn der Dachfonds-Manager die Analysen und Auswertungen der Wertentwicklung, der Peer-Group und der Strategie verantwortet, um Performance-Leistungen der Zielfonds zu verstehen und zu interpretieren. Nicht dokumentierte (oder sogar versteckte) Leverage-Risiken sind so eher zu entdecken.

Liquidität – wie schnell können die Segel gehisst und wieder eingeholt werden?

Schnelles Hissen oder Einholen der Segel erlauben dem Skipper, schnell auf wechselnde Winde zu reagieren. Die gleiche Bedeutung hat die Liquidität für den Hedgefonds Manager, wenn er sich schnell auf Marktschwankungen oder neue Kundenanforderungen einstellen muss.

Konsequenter Weise investieren Hedgefonds lieber in öffentliche Schuldverschreibungen als in langfristig bindende Engagements wie Immobilien oder Private Equity-Beteiligungen. Bei monatlichen und vierteljährlichen Fälligkeiten wird ein hohes Liquiditätsniveau gehalten. Ein Dachhedgefonds erreicht einen durchschnittlichen, jährlichen Turnover von 15-20% seiner Zielfonds.

Konzentration oder Diversifizierung – wie viele Masten und Segel soll das Boot haben?

Ein großer Mast oder mehrere kleine Masten oder anders gefragt: in wie viele Positionen soll ein Hedgefonds investieren? Je weniger Positionen oder je stärker die Konzentration auf ein einziges Investment, desto höher das Risiko. Es besteht darin, dass nur wenige Positionen für die Performance sorgen müssen, ganz gleich, wie turbulent der Markt ist. Eine Streuung über mehrere Positionen verringert das Risiko, aber dafür muss das Fondsmanagement mehrere Hedgefonds beobachten und auswerten. Leverage kann bewirken, dass die Erträge des Dachfonds erhöht werden, ohne die Zusammensetzung des Portfolios zu ändern.

Ganz gleich, ob man nun einen Dachhedgefonds managt oder eine Segelyacht steuert: Der Kapitän hat die Verantwortung, alle Risiken zu überwachen und zu steuern. Betrachten Sie das Profil ihres Hedgefonds, so sollten sie auf den Leverage, die Liquidität und die Diversifizierung des Portfolios achten. Alles drei sind wichtige Eigenschaften für überdurchschnittliche Erträge bei vertretbarem Risiko.

Hedgefonds-Lösungen für den deutschen Markt

- Hedgefonds-Lösungen bietet ABN AMRO Asset Management über IAM International Asset Management an, einem britischen Investmenthaus, das seit 1989 Dachhedgefonds managt und seit 2006 zum Konzern gehört.

- IAM hat einen mehr als 17-jährigen, beeindruckenden Track Record (s. Grafik).

- Für die institutionellen Kunden (75%) und für vermögende Privatkunden (25%) verwaltet IAM rund 4,7 Mrd. USD (Stand 31.07.06).

- Ein Spezialisten-Team mit Analysten in London und New York betreibt umfangreiches Research, zu dem ca. 800 persönliche Treffen mit Hedgefonds Managern zählen.

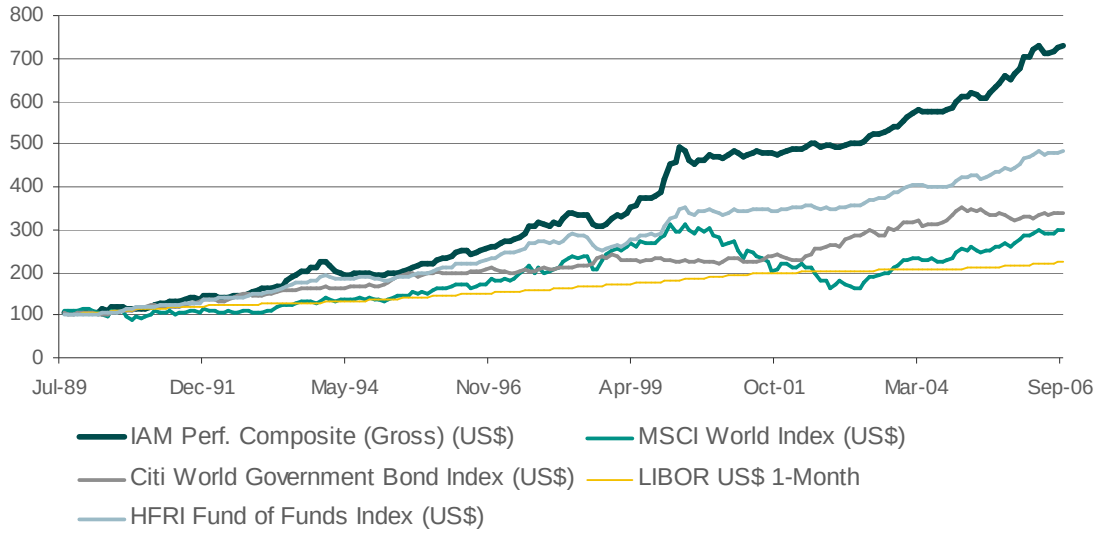
- IAM hat sich als innovativer Hedgefonds-Anbieter einen Namen gemacht: 1996 wurde der erste in London gelistete Dachhedgefond gelauncht, drei Jahre später kam der Research Fund für Rising-Star-Managers auf den Markt.

- Das Portfolio besteht i.d.R aus 20-35 Hedgefonds, wobei IAM einen flexiblen und benchmarkunabhängigen Investmentstil verfolgt. Kapitalerhalt ist eine wichtige Maßgabe.

- IAM bietet maßgeschneiderte Portfoliolösungen und Reportings an, die den spezifischen Wünschen der Kunden gerecht werden.

- Für institutionelle Kunden in Deutschland sind Hedgefonds mit Zertifikaten angedacht, um so trotz der strengen gesetzlichen Regeln individuelle und attraktive Lösungen zu bieten.

IAM Performance Composite – 17 Jahre stetiger Wertzuwachs.



	IAM Comp. (US$)3	Equities (US$)1	Bonds (US$)1	Cash (US$)1	FoHF (US$)3
Annualised Return2 (%)	12.20	6.58	7.35	4.77	9.67
Annualised Volatility2 (%)	7.45	14.16	6.53	0.60	5.51

[1]Equities index (MSCI World Index); Bond index (Citi World Government Bond Index); Cash (LIBOR US$ 1-Month); FoHF index (HFRI Fund of Funds Index); [2]Data since inception of IAMPerformance Composite Dec 1989 – Sep 2006; [3]Data based on IAM Performance Composite (US$).

Source: IAM as at end Sep 2006.

ABN AMRO Asset Management ist die unabhängige Kapitalanlagegesellschaft der ABN AMRO Bank N.V., Amsterdam. Neben den Mandaten für mehr als 2000 Institutionelle Kunden verwaltet ABN AMRO Asset Management auch Fonds für Privatkunden. Weltweit beschäftigt ABN AMRO Asset Management 1.600 Mitarbeiter in über 24 Ländern. Ihre Portfoliomanager und Analysten arbeiten an Standorten rund um den Globus. ABN AMRO Asset Management verwaltet ein Vermögen von insgesamt EUR 192 Mrd. in Spezialfonds und über 500 Publikumsfonds (Stand: 30. September 2006).

Ihr Ansprechpartner:

Hans-Jürgen Schäfer
ABN AMRO Asset Management (Deutschland) GmbH
Theodor-Heuss-Allee 80
60486 Frankfurt/Main
Tel.: +49 69 2690 0730
Fax: +49 69 2690 0739

Hedgefonds – auf der Suche nach einem Vergleich

Von Barbara Diaz (Head of Institutional Sales) und Oliver Schupp (Präsident Credit Suisse Tremont Index Co), Credit Suisse (Deutschland) AG, Asset Management

Insbesondere die Jahre 2000 bis 2003 haben institutionellen Investoren gezeigt, wie wichtig eine breite risikodiversifizierte Allokation der Gesamtanlage ist. Auch aufgrund des Drucks, stetige und attraktive Nettorenditen zu erwirtschaften, öffnen sich in Deutschland zunehmend institutionelle Investoren gegenüber Hedgefonds-Investitionen. Diese heterogene Anlageform entwickelt sich innovativ und dynamisch, polarisiert aber auch weiterhin die Anleger. Die öffentliche Diskussion wird heute oftmals noch von Schwächen einzelner Hedgefonds geprägt. Krisen, wie beispielsweise die von LTCM und Amaranth, haben dem Ruf der gesamten Branche geschadet.

Sicherlich begründen auch die Komplexität, Intransparenz sowie die regulatorischen Hürden und Kosten von Hedgefonds die Vorsicht vieler Investoren. Auch der erforderliche interne Know-How-Aufbau ist für viele Investoren im Vergleich zu den angedachten Investitionsquoten unter Kosten/Nutzen-Gesichtspunkten zurückgestellt worden. Von entscheidender Bedeutung für den Anlageerfolg der Hedgefonds-Investitionen ist, noch mehr als bei traditionellen Assetklassen, ein Zugang zu den besten Spezialisten und deren besonderen Fähigkeiten.

Dennoch dürften deutsche institutionelle Anleger vor einem Paradigmenwechsel stehen. Der Einsatz Alternativer Investments wird die Abhängigkeit der Gesamterträge von der Aktienmarktentwicklung zukünftig sicherlich verringern. Zukünftig dürften bei deutschen institutionellen Anlegern auch aus regulatorischen Gründen Anlagequoten von bis zu 30 % in Hedgefonds, wie beispielsweise bei Stiftungen in den USA, die Ausnahme bleiben. Der bisher verschwindend geringe Anteil von Hedgefonds bei den deutschen Kapitalsammelstellen wird sich aber sukzessive erhöhen. Das Aufholpotenzial ist enorm, wenn man sich vor Augen führt, dass mehr als das 100fache des deutschen Hedgefonds Volumens heute bereits in London verwaltet wird und das gesamte Anlagevermögen in Hedgefonds weltweit schätzungsweise 1,2 Billionen USD umfasst.

Was ist der objektive Vergleichmaßstab?

Nachdem die Zahl der international angebotenen Hedgefonds im vergangenen Jahrzehnt bereits auf geschätzte 10.000 Produkte explodiert ist, hat sich hier der Bedarf nach einer objektiven Vergleichsmöglichkeit bereits Ende der 90er Jahre abgezeichnet. Investoren suchen nach einem Überblick der Wertentwicklung dieser relativ unüberschaubaren Branche, der auf verlässlichen Informationen und Daten beruht und damit gleichzeitig als Benchmark bei der strategischen Asset Allocation zugrunde gelegt werden kann. Die Berechnung von Hedgefonds Indizes ist jedoch komplexer als die vergleichbarer Aktienindizes. Grundsätzliche Prinzipien wie Repräsentativität, Objektivität und Transparenz sind auch bei Hedgefonds Indizes von entscheidender Bedeutung, auch wenn es besondere Hedgefonds spezifische Eigenarten zu beachten gilt. Dazu gehört beispielsweise, dass es keine vollständige Auflistung aller Hedge Fonds gibt und diese nur zeitverzögert ihre Renditen mitteilen. Gleichzeitig jedoch muss der Index einer auf Regeln beruhender Methodik folgen und als Ziel die in traditionellen Anlageklassen weiterhin anerkannten Indexberechnungsstandards anstreben. Wo immer bei der Erstellung eines Index willkürlich Maßnahmen ergriffen werden, führt dies zu einer fälschlichen Darstellung dieser Gruppe und zu einer Verletzung der Prinzipien einer verlässlichen Indexzusammenstellung.

Die systematische Sammlung und Aufbereitung hochwertiger Hedgefonds Informationen und deren Einbindung in einen Index erfordert ein spezielles Knowhow und eine umfangreiche Infrastruktur. Seit 1998 verfügt Credit Suisse in ihrer gemeinsam Tätigkeit mit Tremont Capital Management über diese Erfahrung und berechnet seit 1999 den Credit Suisse/Tremont Hedgefonds-Index. Die zugrunde liegende Credit Suisse/Tremont Datenbank umfasst über 4500 Hedgefonds weltweit. Zulässig für die Aufnahme in den Index sind Fonds die ein Mindestvolumen von 50 Millionen USD, einen Track Record von über einem Jahr, ein konsistentes Reporting und geprüfte Rechenschaftsberichte aufweisen können. Der Index ist kapitalgewichtet und bildet in jeder Substrategie mindestens 85% der verwalteten Vermögen der zulässigen Fonds wieder. Das entspricht gegenwärtig etwa 430 Hedgefonds mit insgesamt USD 460 Milliarden unter Verwaltung.

Hegdefonds: Sektor-Performance variiert stark

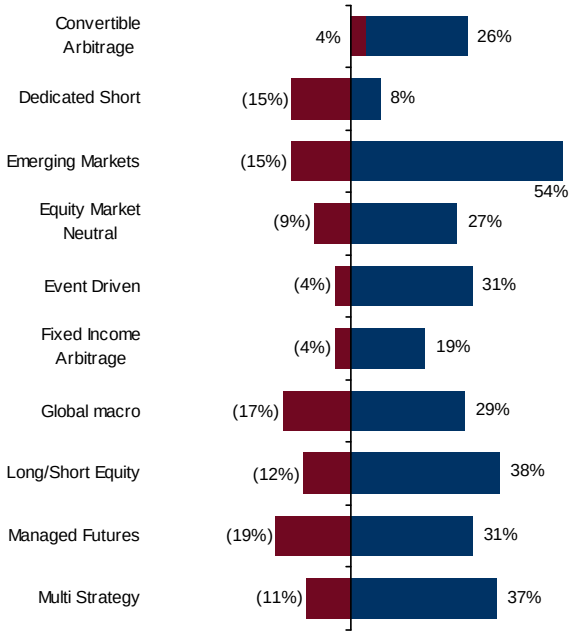
Ranking	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
1	Dedicated Short 15%	Global Macro 31%	Emerging Markets 34%	Global Macro 37%	Managed Futures 23%	Long/Short Equity 47%	Convertible Arbitrage 26%	Global Macro 18%	Managed Futures 18%	Emerging Markets 29%	Event Driven 14%	Emerging Markets 17%	Emerging Markets 20%
2	Emerging Markets 13%	Long/Short Equity 23%	Global Macro 26%	Emerging Markets 27%	Long/Short Equity 17%	Emerging Markets 45%	Dedicated Short 16%	Convertible Arbitrage 15%	Dedicated Short 18%	Event Driven 20%	Emerging Markets 12%	Dedicated Short 17%	Event Driven 16%
3	Managed Futures 12%	Event Driven 18%	Event Driven 23%	Long/Short Equity 21%	Equity Market Neutral 13%	Event Driven 22%	Equity Market Neutral 15%	Event Driven 11%	Global Macro 15%	Global Macro 18%	Long/Short Equity 12%	Long/Short Equity 10%	Multi-Strategy 15%
4	Event Driven 1%	Convertible Arbitrage 17%	Convertible Arbitrage 18%	Event Driven 20%	Multi-Strategy 8%	Convertible Arbitrage 16%	Global Macro 12%	Equity Market Neutral 9%	Equity Market Neutral 7%	Long/Short Equity 17%	Global Macro 8%	Global Macro 9%	Long/Short Equity 14%
5	Fixed Income Arbitrage 0%	Fixed Income Arbitrage 12%	Long/Short Equity 17%	Multi-Strategy 18%	Global Macro -4%	Equity Market Neutral 15%	Multi-Strategy 11%	Fixed Income Arbitrage 8%	Emerging Markets 7%	Multi-Strategy 15%	Multi-Strategy 8%	Event Driven 9%	Convertible Arbitrage 14%
6	Equity Market Neutral -2%	Multi-Strategy 12%	Equity Market Neutral 17%	Equity Market Neutral 15%	Convertible Arbitrage -4%	Fixed Income Arbitrage 12%	Event Driven 7%	Emerging Markets 6%	Multi-Strategy 6%	Managed Futures 14%	Fixed Income Arbitrage 7%	Multi-Strategy 8%	Global Macro 14%
7	Multi-Strategy -3%	Equity Market Neutral 11%	Fixed Income Arbitrage 16%	Convertible Arbitrage 14%	Event Driven -5%	Multi-Strategy 9%	Fixed Income Arbitrage 6%	Multi-Strategy 6%	Fixed Income Arbitrage 6%	Convertible Arbitrage 13%	Equity Market Neutral 7%	Equity Market Neutral 6%	Equity Market Neutral 11%
8	Global Macro -6%	Managed Futures -7%	Multi-Strategy 14%	Fixed Income Arbitrage 9%	Dedicated Short -6%	Global Macro 6%	Managed Futures 4%	Managed Futures 2%	Convertible Arbitrage 4%	Fixed Income Arbitrage 8%	Managed Futures 6%	Fixed Income Arbitrage 1%	Fixed Income Arbitrage 9%
9	Convertible Arbitrage -8%	Dedicated Short -7%	Managed Futures 12%	Managed Futures 3%	Fixed Income Arbitrage -8%	Managed Futures -5%	Long/Short Equity 2%	Dedicated Short -4%	Event Driven 0%	Equity Market Neutral 7%	Convertible Arbitrage 2%	Managed Futures 0%	Managed Futures 8%
10	Long/Short Equity -8%	Emerging Markets -17%	Dedicated Short -5%	Dedicated Short 0%	Emerging Markets -38%	Dedicated Short -14%	Emerging Markets -6%	Long/Short Equity -4%	Long/Short Equity -2%	Dedicated Short -33%	Dedicated Short -8%	Convertible Arbitrage -3%	Dedicated Short -7%

Quelle: Credit Suisse Tremont Index LLC

Da es in der Hedgefonds Branche an verlässlichen Daten mangelt ist eine umfassende und „akurate“ Datenbasis ein wichtiger Ausgangspunkt für einen Hedgefonds-Index. Bei der Konstruktion des Index ist darauf zu achten, dass eine Verzerrung der Datenbasis vermieden wird. So ist es zum Beispiel wichtig, dass die historischen Renditen von Fonds, die liquidiert wurden, im Index enthalten bleiben und nicht rückwirkend gelöscht werden, wodurch ein Survivorship Bias entstehen würde. Ein Backfill Bias tritt nicht auf, wenn bei der Aufnahme von neuen Fonds in den Index die historische Rendite der Fonds nicht mit aufgenommen wird, und die vergangene Index Renditen nicht angepasst werden. Die Befolgung dieser fundamentalen Prinzipien der Indexkonstruktion unterscheidet den Credit Suisse Tremont Hedgefonds-Index von anderen Indizes in diesem Segment.

Der Credit Suisse Tremont Investable Index ist eine natürliche Weiterentwicklung des Credit Suisse Tremont Hedgefonds-Index. Zusätzlich erfüllt dieser 2003 lancierte investierbare Index die Eigenschaften eines Blue Chip Index. Der investable Index besteht aus den jeweils 6 größten für Neuinvestitionen offenen Hedgefonds der 10 Strategien. Zusätzlich werden bei der Konstruktion Kriterien wie die Annahme neuer Anlegergelder und Liquiditätsbedingungen berücksichtigt. Das Konzept investierbarer Hedgefonds-Indizes wurde 2004 von Credit Suisse/Tremont weiter mit der Auflage der Credit Suisse/Tremont Sector Invest Indizes ausgebaut. Diese folgen den allgemeinen Konstruktionssprinzipien des Investable Index, jedoch handelt es sich dabei um eigene investierbare Indizes auf die unterschiedlichen Hedgefonds-Strategien. Die Indizes decken jeweils mindestens 70 Prozent der verwalteten Vermögen der zulässigen Fonds ab und sind mit 10 – 25 Fonds je Strategie gut diversifiziert, um von Investoren einzeln oder als Basket zur Asset Allokation verwendet zu werden.

Bandbreite der Performance von Hedgefonds in 2006



Quelle: Credit Suisse Tremont Index LLC

Die Attraktivität der Indexprodukte

Wie bei anderen Assetklassen auch, fallen die Vorteile des passiven Investments auch bei den Hedgefonds unter Kosten/Rendite-Aspekten besonders positiv ins Gewicht. Die Attraktivität von Hedgefonds-Indexprodukten für Investoren beruht weitestgehend auf denselben Kriterien, aufgrund derer sich Anleger generell für Indexprodukte interessieren: zum einen ist das der psychologische, auf Transparenz beruhende Faktor. Ein gut definierter Index bietet ein hohes Maß an Transparenz sowie Stabilität, und wird nur zu vorab festgelegten Stichtagen angepasst. Erfolgen die Anpassungen des Index zudem nach einem objektiven, regelbasierten Prozess, fällt es Investoren leichter, diese nachzuvollziehen. Unter normalen Marktbedingungen sollten keine überraschenden Ad-hoc-Veränderungen der Indexzusammensetzung erfolgen. Der zweite Grund für die Attraktivität von Indexprodukten hängt mit der Erwartung der Investoren zusammen, dass ein Dach-Hedgefonds-Manager eine kontinuierlich bessere Wertentwicklung erzielen kann als der Marktdurchschnitt. Wie bei traditionellen Anlagen ist es für Dach-Hedgefonds-Manager nicht einfach, nachhaltig risiko-adjustierte Renditen über denen von Hedgefonds Indizes zu erzielen. Daher sprechen gute Gründe für ein Index-Investment, dass entsprechend keine Performance-Gebühren erhebt.

Schlussfolgerung

Hedgefonds Indizes können sowohl als Vergleichsmaß zur Beurteilung von Hedgefonds-Investitionen wie auch als Referenzindizes im strategischen Asset-Allokationsprozess dienen. Die Zusammenstellung von Hedgefonds-Indizes ist komplexer als die vergleichbarer Aktienindizes. Grundsätzliche Prinzipien wie Repräsentation, Objektivität und Transparenz dürfen nicht vernachlässigt werden. Die erfolgreiche Einführung investierbarer Hedgefonds-Indizes als objektive, investierbare Marktbarometer der Hedgefonds-Branche ermöglicht es Credit Suisse, Investoren auf der Grundlage des Credit Suisse Tremont Investable Hedgefonds-Index und der Credit Suisse/Tremont Sector Invest Indizes eine Vielzahl unterschiedlicher Indexprodukten anzubieten.

Ansprechpartnerin/Ansprechpartner:

Frau
Barbara Diaz
Head Institutional Sales

Herrn
Oliver Schupp
Präsident Credit Suisse Tremont Index Co.

CREDIT SUISSE (Deutschland) AG
Asset Management
Institutional Sales
Junghofstr. 16
D-60311 Frankfurt am Main

Tel.: +49 (0) 69 -75 38 10 25
Fax: +49 (0) 69 -75 38 17 96

Vertiefende Informationen finden sie auch unter www.hedgeindex.com

COMMERZBANK
CORPORATES & MARKETS

Jan Stahmer, Head of Institutional Sales Fixed Income
Commerzbank Corporates and Markets

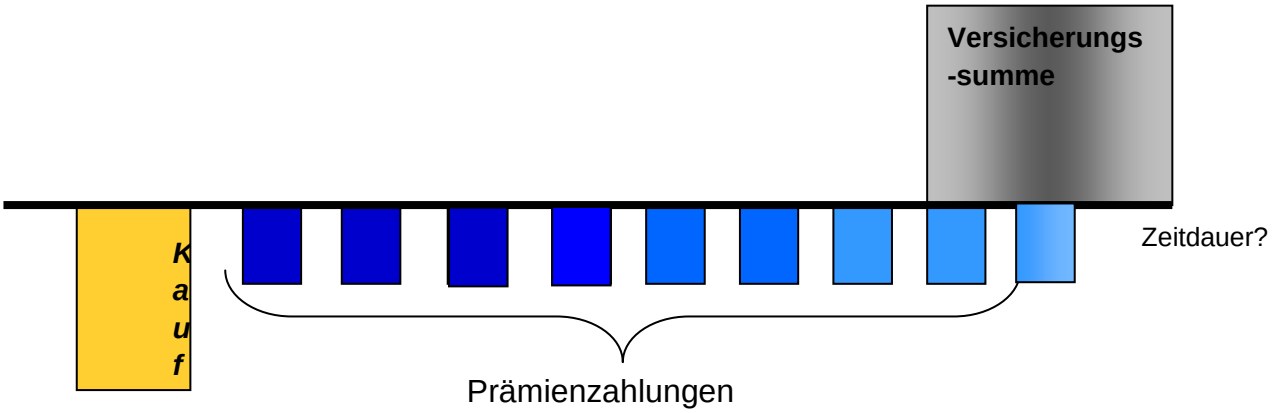
Life Settlements: Eine neue Anlageklasse für strukturierte Produkte

Eine niedrige und flache Zinskurve sowie geringe Credit-Spreads machen es vielen institutionellen Investoren schwer, ihre Anlageziele zu erreichen. Die Commerzbank AG hat mit Hilfe von Fondsderivaten auf US-Life Settlements Anlegern eine Anlageklasse zugänglich gemacht, die sich durch überdurchschnittliche Renditen bei geringer Volatilität auszeichnet. Damit zählt diese Assetklasse zu den so genannten alternativen Investments.

Was sind US Life Settlements?

US Life Settlements sind Risikolebensversicherungen und existieren in verschiedenen Formen. Den größten Marktanteil haben Policen ohne Laufzeitbegrenzung, deren Ablaufsumme mit Ableben des Versicherungsnehmers fällig wird. Auf dem Sekundärmarkt handelbare Policen stammen in erster Linie von gesunden Versicherungsnehmern, die bereits älter als 65 Jahre sind. Risikolebensversicherungen enthalten keinen Sparanteil, deshalb hängt die Rendite nicht wie bei deutschen Kapitallebensversicherungen vom Anlagegeschick der Versicherungsgesellschaft ab. Nicht zu verwechseln sind Life Settlements mit Viatical Settlements; bei diesen Policen sind die Versicherungsnehmer bei Kauf bereits schwer krank und haben eine Lebenserwartung, die unter 24 Monaten liegt.

Der Sekundärmarktkäufer einer Life Settlements-Police übernimmt alle Pflichten zur Weiterführung der Police. Er bezahlt die Prämien für die versicherte Person weiter und erhält dafür von der Versicherungsgesellschaft die festgesetzte Sterbefallleistung. Als Ausgleich für das eingegangene Risiko, das sich aus der nur schätzbaren Restlaufzeit der Police ergibt, erwarten Investoren einen angemessenen Mehrertrag. Dieser Mehrertrag beinhaltet ebenso eine Illiquiditätsprämie. Der Verkäufer empfängt den Kaufpreis vom Investor und hat danach keine weiteren Verpflichtungen. Das Auszahlungsprofil eines solchen Kaufs am Sekundärmarkt ist nachfolgend illustriert:



Quelle: Commerzbank AG

Der erste bekannte Verkauf einer Life Settlements-Police fand im Jahre 1911 statt, als in einem Gerichtsurteil des US Supreme Court entschieden wurde, dass Life Settlements ein Vermögenswert sind und als solcher auch durch den Eigentümer verkauft werden dürfen.

Obwohl sowohl Großbritannien und inzwischen auch zunehmend Deutschland relativ entwickelte Märkte für den Handel von Lebensversicherungen haben, sind die USA aufgrund mehrerer Faktoren attraktiv.

Dem US-Markt wird aufgrund der demographischen Entwicklung und dem wachsenden Bewusstsein der Senioren für die Möglichkeit, ihre Versicherungen zu Geld zu machen, ein enormes Wachstum vorausgesagt, und zusätzlich weisen Risikoversicherungen auf Grund Ihrer schwer prognostizierbaren Fälligkeit unverändert hohe Renditen auf.

Der Sekundärmarkthandel lässt die Versicherten profitieren
Bevor es einen entwickelten Sekundärmarkt für Lebensversicherungen gab, hatten Versicherte, die ihre Police nicht länger halten wollten, nur die Möglichkeit, ihre Versicherung an die Versicherungsgesellschaft zurückzugeben. Dabei konnten die Gesellschaften ihre Stellung als einziger Nachfrager uneingeschränkt ausnutzen, indem sie den Rückkaufwert weit unter dem fairen Wert ansetzten.

In Folge dieser enormen Lücke zwischen fairem Wert und angebotenen Rückkaufwerten hat sich ein Markt gebildet, der die vorherige Monopolstellung der Versicherungen aufgebrochen hat. Investoren am Sekundärmarkt zahlen höhere Preise für die Policen und verbessern damit die Situation der Versicherungsnehmer signifikant.

Due Dilligence – Sorgfaltspflichten der Methodik und Analytik
Bei allen Arten von alternativen Investments ist eine intensive Due-Dilligence notwendig, insbesondere dann, wenn es sich um ein illiquides und relativ unverstandenes Investitionsinstrument handelt.

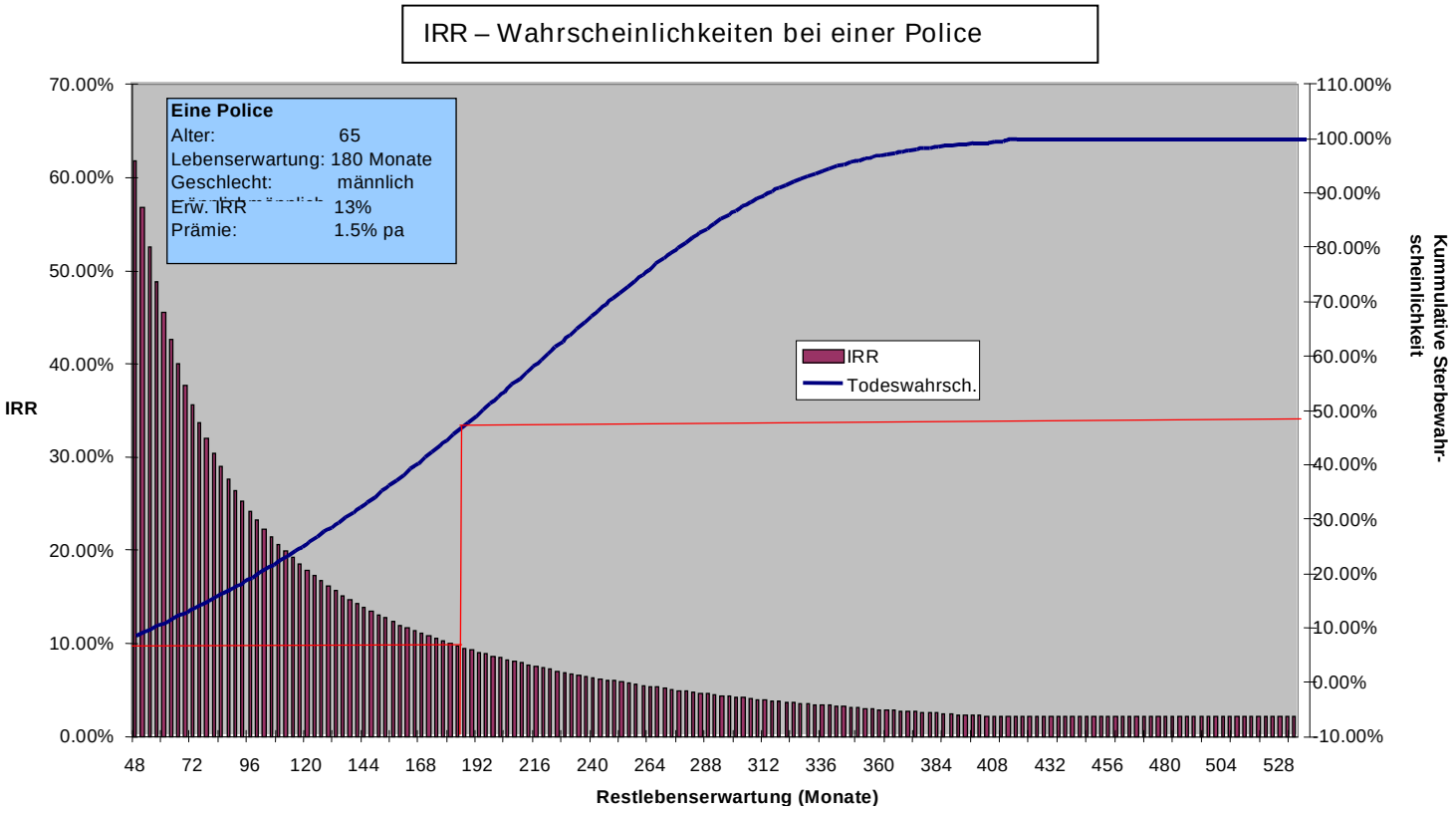
Ein solcher Due-Dilligence-Prozess muss die Bewertungsmethodik der Policen und die Vermeidung von Interessenkonflikten der beteiligten Parteien umfassen. Zusätzlich sollte eine unabhängige Stelle alle Vorgänge einer Transaktion neutral durchleuchten und bewerten, um den Investoren die notwendige Transparenz zu gewährleisten.

Risiken beim Policenkauf in Form von Einzelinvestments
Als Ausgleich für die überdurchnittlichen Renditen müssen Investoren gewisse Risiken akzeptieren. Die bedeutendsten Risiken eines solchen Investments sind die nicht bekannte Laufzeit der Versicherungskontrakte sowie das implizite Kreditrisiko der Versicherungsunternehmen. Aber auch das Management von Cash-Flows und Liquidität sind Herausforderungen, die es zu meistern gilt.

Die nicht exakt bestimmbare Restlebenszeit der Versicherungsnehmer stellt insofern ein Risiko dar, als man bei einer falschen Einschätzung länger bzw. kürzer die Versicherungsprämien zahlen muss und später bzw. früher die Todesfallleistung der Versicherung erhält. Dadurch kann die Rendite niedriger bzw. höher ausfallen als ursprünglich angenommen.

Das folgende Diagramm verdeutlicht, wie essentiell die Restlaufzeit für die Bewertung einer Police ist. Auf der Ordinate sind die möglichen tatsächlichen Renditen in Abhängigkeit von der Restlebenszeit der versicherten Person, die auf der Abszisse zu sehen sind, abgetragen. Auf der rechten Ordinate ist die kumulative Sterbewahrscheinlichkeit abgetragen, die sich immer näher der Marke von 100% annähert, je älter die versicherte Person wird.

In diesem Beispiel wird geschätzt, dass die Person mit einer Wahrscheinlichkeit von 50 Prozent noch 180 Monate lebt, was einer jährlichen Rendite von ca.10% entspräche.
(Eingezeichnet durch die untere waagerechte und senkrechte rote Linie.



Das Kreditrisiko gegenüber der Versicherungsgesellschaft entsteht durch die theoretische Möglichkeit einer Zahlungsunfähigkeit zum Zeitpunkt, in dem die Sterbefallleistung fällig ist. Man muss dabei aber beachten, dass dieser Fall als äußerst unwahrscheinlich anzunehmen ist. Die finanzielle Situation der Versicherungsgesellschaften wird durch die NAIC (National

Association of Insurance Commissioners) überwacht. Diese verhängt im Notfall geeignete Schutzmaßnahmen zur Sicherung der Zahlungsfähigkeit. Die Auswahl der Versicherungen durch den Fonds erfolgt nach strengen Ratingkriterien; die Zahlungsverpflichtung durch eine Police steht im Insolvenzfall dem Rang nach höher als die Schulden und zusätzlich werden Versicherungsgesellschaften mit finanziellen Problemen in der Regel von Konkurrenten aufgekauft, um die Kundenbasis zu erhöhen.

Vorteile eines diversifizierten Portfolios

Die Bildung eines Portfolios ermöglicht es, das Hauptrisiko der unbestimmbaren Restlebenszeit kontrollierbar zu machen. In einem Portfolio mit vielen Policen werden die durchschnittlichen Abweichungen von der geschätzten Lebenserwartung ab einer bestimmten Anzahl an Policen sehr klein. Auf diese Weise werden die Faktoren, die sich einer genauen Einschätzung oder Messbarkeit entziehen, die jedes einzelne “Leben” mit sich bringt, bei nahe irrelevant. Trotzdem bleibt der Renditeaufschlag bestehen! Dieses macht die Attraktivität von fondsbasierten Life Settlements Produkten aus – hohe Rendite bei geringer Standardabweichung und keiner Korrelation zu Anleihen, Aktien, Rohstoffen oder Immobilien.

Von der Commerzbank AG angebotene Fondstrukturen

Die Commerzbank AG hat im letzten Jahr strukturierte Produkte auf ausgewählte, unabhängig und aktiv verwaltete Life Settlements Fonds emittiert. Jeder Fonds berichtet monatlich über den NAV(Net Asset Value) und wird jährlich bei einem Due Dilligence Prozess durch die Commerzbank AG genau untersucht. Ziel ist es, institutionellen Kunden eine maßgeschneiderte Investitionsmöglichkeit in ein Portfolio mit deutlich mehr als 100 Policen anzubieten, indem die durchschnittliche erwartete Rendite mindestens 9%p.a. in Euro beträgt und dem Kunden in Absprache die Wahl einer laufenden Verzinsung, einer Kapitalgarantie sowie der Währung ermöglicht.

Ansprechpartner:

Jan Stahmer
Head of Institutional Sales
Jan.Stahmer@commerzbank.com
Tel.: +49 - (0) 69 136 28654

DWS Investments

22. Mai 1956, Frankfurt am Main: Mehrere private Banken, darunter die Deutsche Bank, unterzeichnen den Gründungsvertrag der DWS. Was klein begann, wurde in weniger als 50 Jahren die größte Investmentgesellschaft in Deutschland. Mit einem verwalteten Fondsvermögen von 122,1 Mrd. Euro und einem Marktanteil von 24,4% (Quelle: BVI, Ende September 2006) ist die DWS in Deutschland mit Abstand Marktführer. In Europa verwaltet die DWS derzeit 154 Mrd. Euro und zählt damit zu den führenden Fondsgesellschaften. Die Präsenz von DWS Investments erstreckt sich mit eigenen Investmentgesellschaften auf alle Kernmärkte Europas. Dies unterscheidet sie wesentlich von ihren nationalen und internationalen Wettbewerbern. Die lokalen DWS-Einheiten sind nicht bloße Vertriebsbüros, sondern vielmehr Teil eines multikulturellen Netzwerkes, dessen besondere Stärke darin liegt, globales mit lokalem Know-how zu maßgeschneiderten Lösungen für die Kapitalanlage zu verbinden.

Die weltweite Expertise resultiert zum einen aus den Fondsmanagement-Teams, die die DWS in zahlreichen europäischen Ländern unterhält, um so möglichst nah am Markt zu sein; zum anderen ist die DWS Teil der Deutschen Asset Management, der globalen Vermögensverwaltung der Deutschen Bank.

Die DWS konzentriert sich auf aktives Management von Wertpapierfonds. Nach ihrer Überzeugung sind Selbständigkeit, Verantwortung und Flexibilität in der Anlageentscheidung unabdingbare Voraussetzungen für überdurchschnittliche Anlageergebnisse.

1. Performance

Und der Erfolg gibt dieser Überzeugung recht. Seit Jahren erhalten die Publikumsfonds der DWS immer wieder Performance-Preise von neutralen Ratingagenturen. Im März 2006 bekam die DWS zum 12. Mal in Folge den Standard & Poor's Fund Award als beste Fondsgesellschaft in Deutschland. Ähnliche Auszeichnungen wurden ihr auch in zahlreichen europäischen Ländern verliehen.

2. Innovation

Die DWS hat ihre Kunden immer wieder mit neuen Fondsideen an aktuellen Marktchancen teilhaben lassen. Die Reihe der Innovationen reicht von den ersten Branchenfonds 1983 über steueroptimierte Fonds bis Garantiefonds. Mit dem Xetra-Handel ihrer aktiv gemanagten Typ 0-Fonds hat die DWS eine Weltpremiere eingeleitet: Keine Investmentgesellschaft vor ihr hat aktiv gemanagte Fonds an die Börse gebracht.

3. Service

Da die DWS vor Ort ist, kann sie einen Service bieten, der auf die individuellen und länderspezifischen Anforderungen der Kunden zugeschnitten ist. Bislang waren die Aktivitäten der DWS in Europa verbunden mit den Namen DWS, Deutsche Asset Management oder lokalen Bezeichnungen. Seit April 2002 vermarktet die DWS ihre Produkte europaweit unter dem Erfolgslabel „DWS Investments". Dabei profitieren die Kunden der DWS von der Verschmelzung des globalen Know-how mit der vorhandenen Infrastruktur. Bereits jetzt bestehen in elf

europäischen Ländern lokale Fondsmanagement- und / oder Vertriebsteams, insgesamt rund tausend Mitarbeiter. Sie nutzen internationale Expertise für den Anlageerfolg der Kunden. In den USA ist die DWS mit DWS Scudder vertreten. Im Frühjahr 2006 begann die DWS mit Singapur und Indien ihre Expansion in die Region Asien-Pazifik.

4. Hedgefonds

Die DWS war in Deutschland die erste Fondsgesellschaft, die 2004 mit dem DWS Hedge Invest Daynamic einen Dach-Hedgefonds aufgelegt hat. Die Angebotspalette wurde seitdem um fünf Single-Hedgefonds mit verschiedenen Strategien erweitert. Dabei hat sich die DWS auf Ihre Kernkompetenzen konzentriert.

Long / Short Equity

Die DWS bietet in dieser Strategie zwei Fonds an. Der marktneutrale Fonds hat dieses Jahr gleich zwei Preise auf der Annual Hedge Funds Review European Performance Awards gewonnen. Der von Dr. Viebig verwaltete Fonds wurde in den Kategorien „Best Equity Market Neutral Fund“ und „Best New Launch“ ausgezeichnet. Die Auszeichnung bezieht sich auf die hervorragende Leistung in europäischen Single-Manager-HFs und wird von einem unabhängigen Gremium vergeben. Dr. Viebig ist verantwortlich für Equity Hedgefonds bei der DWS. Sein marktneutraler Hedgefonds wurde im August 2004 aufgelegt und war der erste DWS Single-Hedgefonds nach deutschem Recht. Im April 2006 wurde die Anteilsausgabe eingestellt, da er sein Zielvolumen erreicht hat. Anlegern steht weiterhin der ebenfalls von Dr. Viebig gemanagte opportunistische Fonds offen. Dieser Fonds hat den gleichen Investmentprozess, kann aber in Bezug auf Titelselektion, Titelgewichtung und Deltasteuerung aggressiver gefahren werden.

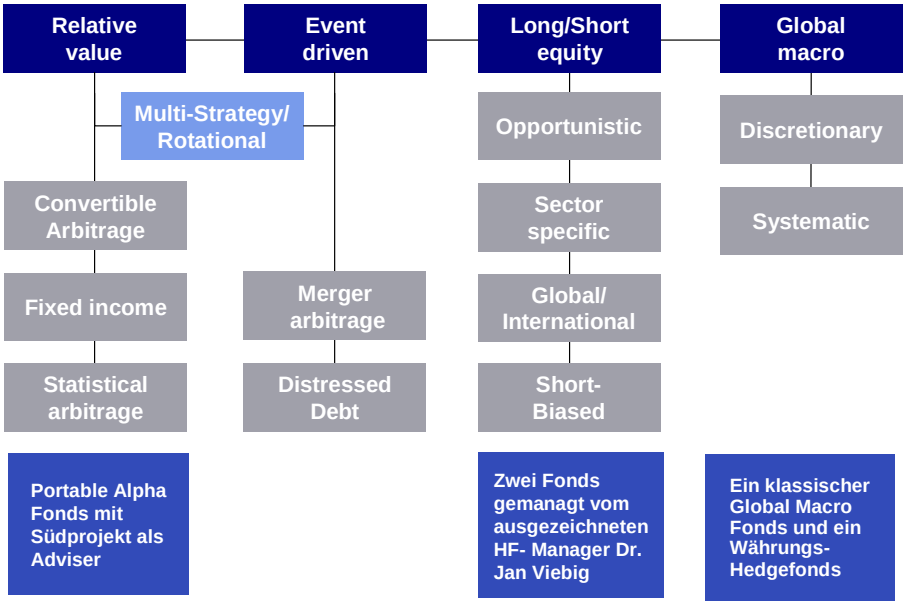
Relative Value

Im Bereich Relative Value bietet die DWS ein Portable-Alpha-Investmentkonzept. Prinzipiell ist das Konzept denkbar einfach: Man nehme die positive Überschussrendite eines Fondsmanagers über dem Index, isoliere diese vom Markt (mittels Shortposition wird das Beta auf 0 reduziert), und schon hat man eine Geldmarktanlage mit einem Renditeaufschlag in Höhe des Alpha. Die erfahrenen Fondsanalysten von Südprojekt selektieren aus einem Anlageuniversum von rund 1.500 Publikumsfonds diejenigen Produkte, die ihre Benchmark nachhaltig schlagen. Der DWS Fondsmanager sichert sich gegenüber dem Marktindex des Fonds und hebelt das Alpha mittels Derivaten.

Global Macro

Im Bereich Global Macro hat die DWS zwei Produkte im Angebot. Ein klassischer Global Macro Hedgefonds konzentriert sich in seiner Anlagestrategie primär auf Aktien und Renten global. Währungen stehen im Hintergrund. Der DWS Währungshedgefonds wird vom DWS Währungsexperten Nr. 1, Dr. Asoka Wöhrmann, gemanagt. Durch eine breit gestreute und auf schnelle tagtägliche Gewinnrealisierung abgestimmte Strategie konnte Dr. Wöhrmann bislang erstklassige Ergebnisse erwirtschaften. Und das Beste: Neben der starken Performance glänzte der Fonds bisher mit einer niedrigen Volatilität. Auf die letzten 12 Monate gerechnet, weist der Fonds eine Rendite von 9,5% bei einer durchschnittlichen Schwankungsbreite von nur 1,0% auf (30.09.05 bis 30.09.06, Volatilität auf täglicher Basis). Der Währungshedgefonds ist auch Basis für zwei über DWS GO emittierte Währungszertifikate.

DWS Single-Hedgefonds
Aufteilung nach Strategien



Prüfung und Auswahl von Hedge Funds

Ein Portfolio, bestehend aus verschiedenen Hedge Funds, das auf unterschiedliche Regionen oder Strategien spezialisiert ist, bietet ein hohes Diversifikationspotenzial. Doch wie findet man die wirklich überlegenen Produkte in diesem Bereich und wie werden sie überwacht? Wir geben einen Einblick in einen bewährten, soliden Selektions- sowie Integrations- und Überwachungsprozess.

Aufteilung des Hedge Funds-Universums
Hedge Funds zeichnen sich im Allgemeinen dadurch aus, dass sie mit traditionellen Anlagen eine tiefe Korrelation aufweisen, absolute Renditen anstreben und eine breite Palette von Instrumenten und Handelsstrategien einsetzen können. Innerhalb des großen Hedge Fund-Universums gibt es eine große Vielfalt an Strategien, die unterschiedlich auf die jeweiligen Marktbedingungen reagieren. GAM beispielsweise ordnet Hedge Funds drei Hauptstrategien zu (vgl. Abb. 1):

• Equity Hedge
Hedge Funds, die in ein aus Long-Aktienpositionen bestehendes Kernportfolio investieren und zusätzlich Engagements durch Leerverkäufe und/oder Aktienindexoptionen eingehen.

• Arbitrage
Hedge Funds, die darauf abzielen, Preisverzerrungen zwischen miteinander verbundenen Wertpapieren auszunutzen, z.B. durch die Ausnutzung von Katalysatoren wie Unternehmensübernahmen.

• Trading
Hedge Funds-Manager, welche die Auswirkungen weltweiter wirtschaftlicher Veränderungen prognostizieren und von den Entwicklungen beispielsweise im Bereich «Discretionary Macro» profitieren möchten.

Diese drei Hauptstrategien weisen unterschiedliche Eigenschaften auf bezüglich Volatilität, Korrelation und Renditeerwartung. Mittels einer durchdachten Kombination der Strategien können deshalb eine gute Diversifikation innerhalb eines Hedge Fund-Portfolios erreicht und Risiken zusätzlich reduziert werden.

Bei Multistrategie Funds of Hedge Funds (FoHFs) beauftragen die Anleger einen professionellen FoHFs-Manager damit, aus den obigen Strategien ein Portfolio effizient zu strukturieren. Für Anleger, die selbst über die Asset Allocation bestimmen möchten, empfiehlt es sich, in strategie- (wie Arbitrage oder Long/ Short Equity) oder regionenspezifische FoHFs zu investieren.

Zuordnung der Sub-Strategien zu den drei Hauptstrategien der Hedge Funds

Abb. 1 | Quelle: GAM
Die gleichmäßige Gewichtung dient nur zu Illustrationszwecken. Aktuelle Portfolios können andere Gewichtungen aufweisen.

Funds of Funds bieten Anlegern den Vorteil, dass ihre Hedge Funds-Anlagen von Experten anhand eines professionellen Ansatzes verwaltet werden. FoHFs-Manager evaluieren das Hedge Funds-Universum, führen die erforderlichen Due Diligence-Prüfungen durch, stellen ein – auf die bestmögliche Balance und Gewichtung der Strategien und Fonds ausgelegtes – Portfolio zusammen und übernehmen schliesslich die aktive Verwaltung und Überwachung der Anlagen. Diese Tätigkeiten erfordern deutlich mehr Ressourcen als Anlagen in Long only-Finanzinstrumenten, bei deren Bewirtschaftung sich beispielsweise das Anlageuniversum leicht dadurch definieren lässt, indem man es auf die in einer Benchmark enthaltenen Aktien ausrichtet, z.B. MSCI World. Ein Grossteil des Risikos lässt sich somit anhand einer Kennzahl messen, dem Tracking Error.

Das Hedge Fund-Anlageuniversum hingegen ist wesentlich weniger transparent und konstant. Neue Hedge Funds tauchen täglich auf, bestehende können entweder für Neuanlagen geschlossen werden oder verschwinden. Häufig werden neu aufgelegte Hedge Funds, die sich sehr erfolgreich entwickeln, frühzeitig für neue Investitionen geschlossen.

Neue (und bestehende) Hedge Funds müssen deshalb frühzeitig erkannt werden und systematisch durch den Fund of Fund auf operative und investitionstechnische Risiken geprüft werden. Anders ausgedrückt: Indizes sind im Hedge Funds-Bereich wesentlich weniger aussagekräftig als in den meisten Long only-Bereichen.

GAM schätzt die Anzahl der Single Hedge Funds weltweit auf über 6000. Eine systematische Prüfung benötigt umfangreiche Ressourcen sowohl personeller wie auch informationstechnischer Art. GAM's Fund of Fund Team umfasst über 100 Spezialisten.

Wollte ein institutioneller Anleger in Eigenregie Single Hedge Funds auswählen, bräuchte er dieselben Ressourcen wie ein Fund of Funds, um ein gleichwertiges Risikomanagement und fundierte Renditeprognosen zu gewährleisten.

FoHFs-Manager sollten außerdem in der Hedge Funds-Branche renommiert sein und Zugang zu den erfolgreichsten Hedge Funds haben. Viele Hedge Funds bevorzugen als Geschäftspartner etablierte, mit den Strategien des jeweiligen Zielfonds vertraute FoHFs-Anbieter und bemühen sich aktiv um Investitionen dieser Unternehmen. Nur wer im Fonds-Sektor als professioneller Hedge Funds- Anleger bekannt ist, kann wirklich erfolgreich als FoHFs agieren. Der Ruf des Fund of Hedge Funds sollte so gut sein, dass neue Hedge Funds-Manager auf der Suche nach potenziellen Anlegern von selbst und frühzeitig auf ihn zukommen. Gegebenenfalls eröffnet dies dem Fund of Hedge Funds den Zugang zu Fonds, die anderen Investoren nicht offen stehen. Zudem lassen sich in dieser Position mitunter günstigere Bedingungen aushandeln.

Die verschiedenen Etappen bei der Auswahl und Überwachung von Hedge Funds

Bei Investitionen in Hedge Funds muss stets ein solider und bewährter Prozess befolgt werden. Bei GAM ist dieser Prozess in fünf Etappen gegliedert und nach ISO 9001:2000 (einer von unabhängiger Stelle überprüften Qualitätsnorm) zertifiziert. Die verschiedenen Etappen lassen sich wie in Abbildung 2 ersichtlich darstellen.

Identifizieren und Filtern des Hedge Funds-Universums (Identifikation von Talenten)

Die erste Etappe des Anlageprozesses beginnt mit der Identifikation des potenziellen Anlageuniversums und dessen Analyse.

Das Universum der Hedge Funds-Manager wächst ständig. Schätzungen zufolge gibt es weltweit rund 6000 Single Hedge Funds[1], die Vermögen im Wert von etwa 1,06 Billionen USD verwalten[2]. Die Entwicklung neuer handelbarer Instrumente führte ferner dazu, dass die Zahl der Hedge Funds-Strategien und deren Komplexität zugenommen hat.

Die größte Herausforderung für einen Hedge Funds-Investor besteht ohne Zweifel darin, innerhalb dieses immensen und ständig im Wandel begriffenen Universums stets die wirklich außergewöhnlichen Fonds zu identifizieren. Gelingt ihm das nicht, wird seinem FoHFs kein Erfolg zuteil werden. Der FoHFs-Manager muss in der Lage sein, das gesamte Hedge Funds-Universum abzusuchen und zu überwachen. Außerdem muss er über neue Fondsauflegungen auf dem Laufenden sein. Deshalb widmen beispielsweise die Anlageexpertenteams von GAM den Grossteil ihrer Zeit dem Manager-Research. Alle Researchergebnisse werden in den nach quantitativen und qualitativen Kriterien strukturierten, internen Datenbanken von GAM erfasst, die gemäß unseren Schätzungen 80% des Hedge Funds-Universums abdecken (gemessen am verwalteten Vermögen).

Im Rahmen der Vorevaluierung eines Fonds sollten zunächst die potenziellen Renditen und Risiken einer entsprechenden Anlage beurteilt werden. Dies erfordert eine umfangreiche quantitative und qualitative Analyse. Im Rahmen der quantitativen Fondsbeurteilung vergleichen FoHFs-Manager in der Regel die Performance des Zielfonds mit der Wertentwicklung der Benchmarks und Konkurrenzfonds und analysieren insbesondere, wie der Fonds unter verschiedenen Marktbedingungen abgeschnitten hat. Das Risikoprofil, die Standardabweichung und andere Risikokennzahlen werden ebenfalls ermittelt.

Selektions- und Überwachungsprozess

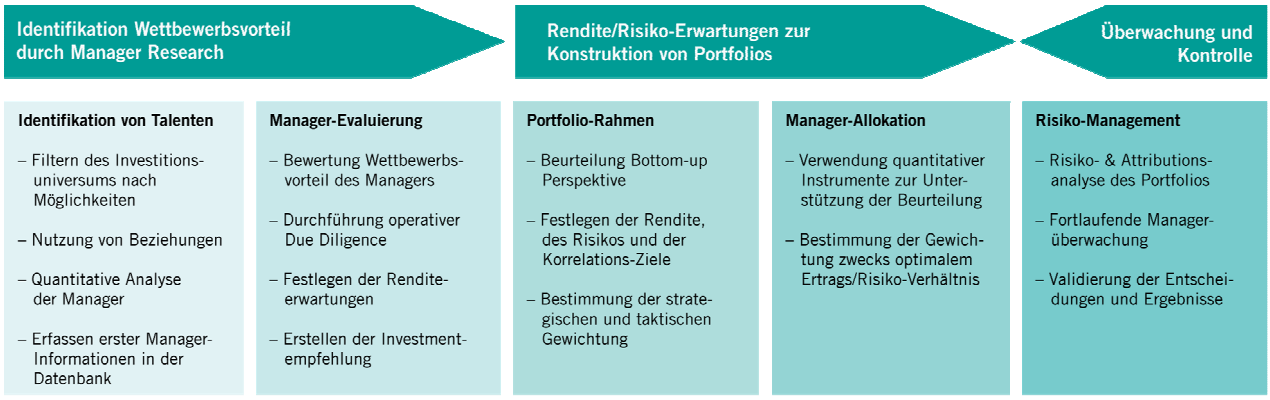


Abb. 2 | Quelle: GAM

In dieser Etappe ist die analytische Genauigkeit essentiell. Die Beurteilung qualitativer Kriterien ist ebenfalls wichtig. Zu den «weichen Faktoren», die neben der quantitativen Analyse des Managers ins Gewicht fallen, zählt z.B. die Frage, wie überzeugt der Manager vom Ertragspotenzial eines Fonds ist. Außerdem sind genaue Erkenntnisse über die für die Performance und Volatilität entscheidende Risikoneigung des Hedge Funds-Managers sowie die Integrität des Managers von Bedeutung. Mitunter werden auch mittels Branchenkontakten Informationen über die Vergangenheit und die Qualifikationen des Managers eingeholt, um dessen Stärken und Schwächen besser beurteilen zu können. Hinzu kommen die formale Beurteilung des operativen Risikos und die Due Diligence-Prüfung, auf die nachfolgend eingegangen wird.

Operatives Risiko und Due Diligence (Managerbeurteilung)
Auf den ersten Blick scheinen Back Office- und administrative Aufgaben im Zusammenhang mit Hedge Funds-Operationen weniger interessant als die Anlagestrategien und die Wertentwicklung der Fonds. Nichtsdestotrotz stellen sie eines der größten Risiken im Hedge Funds-Anlagegeschäft dar. Wer als Anleger durch zeitintensive Analysen sicherstellt, dass die als Anlagevehikel dienenden Hedge Funds solide operative Prozesse befolgen, dürfte hierfür belohnt werden.

Die Fakten sprechen für sich: Eine 2003 von Capco[3] durchgeführte Untersuchung von Hedge Funds-Zusammenbrüchen ergab, dass rund 54% der gescheiterten Fonds erkennbare Probleme im operativen Bereich hatten und dass die Hälfte aller Zusammenbrüche allein auf das operative Risiko zurückzuführen waren. Der Begriff «operatives Risiko» deckt eine breite Palette von Problemen ab. Die nicht korrekte Bewertung von Anlagen stellt dabei die bei weitem größte Kategorie dar (41% der bei der Untersuchung erfassten Problemfälle). Für Anleger ist es deshalb unabdingbar, das Pricing von Hedge Funds-Anlagen zu verstehen und damit umgehen zu können.

Bei GAM führt ein unabhängiges Team von Rechtsanwälten, Buchprüfern, Fondsadministratoren und Compliance- Spezialisten eine Due Diligence-Prüfung der operativen Risiken all jener Manager durch, die für Anlagen in unseren Fonds in Frage kommen. Außerdem arbeiten wir mit den Managern zusammen, um sie bei der Optimierung ihrer operativen Praktiken zu unterstützen. Wir erwarten von ihnen, auf die Umsetzung der Best Practices hinzuarbeiten, und hoffen, damit letztlich auch branchenweit insgesamt eine Verbesserung der operativen Standards zu erreichen.

Im Rahmen einer typischen Untersuchung der operativen Risiken sollten das Geschäft des betreffenden Fondsmanagers und die Stärken seiner wichtigsten Dienstleister (z.B. Administratoren) detailliert analysiert werden, um die potenziellen Ursachen für operative Risiken zu ermitteln. Zudem ist es wichtig, die im Middle und Back Office eingesetzten Kontrollmaßnahmen und -verfahren auf Widersprüche oder Schwachpunkte hin zu überprüfen.

Erforderlich ist auch eine eingehende Analyse und Überprüfung der zugrunde liegenden Fondsdokumentation, der Kontrollmaßnahmen und Prozesse, welche die Fondsmanager umsetzen, sowie der wichtigsten Dienstleister.

Es liegt auf der Hand, dass einer Investition in Hedge Funds eine strenge Due Diligence-Prüfung vorausgehen muss. Ebenso wichtig ist es, nach der Investition jeden einzelnen Fonds fortlaufend zu überprüfen. Nur so lässt sich gewährleisten, dass die betreffenden Hedge Funds weiterhin den hohen Standards genügen.

Portfoliokonstruktion (Portfoliorahmen)
Sobald die Fonds identifiziert sind, ihre Eignung für ein FoHFs-Portfolio festgestellt und eine zufrieden stellende Due Diligence-Prüfung durchgeführt wurde, stellt der FoHFs-Manager das Portfolio in einer Weise zusammen, dass die Fondsziele wie Renditen, Volatilitäten und Korrelationen realisiert werden können.

Bei der Portfoliokonstruktion wird ein Asset Allocation-Prozess befolgt, der es erlaubt, Zielbandbreiten für Allokationen in sämtlichen wichtigen Hedge Funds-Strategien und Substrategien zu definieren. Dieser Prozess muss flexibel sein und auch die Festlegung kurzfristiger taktischer Bandbreiten ermöglichen. Die Allokationen sind darauf ausgelegt, unter Einhaltung der Fonds- beschränkungen und -ziele ein bestmögliches, risikobereinigtes Renditeprofil zu erreichen.

Der Gewichtung einzelner Hedge Funds in einem Fund of Funds-Portfolio ist ebenfalls von großer Bedeutung. Im Rahmen des entsprechenden Prozesses können Back Testing-Verfahren oder Szenarioanalysen zum Einsatz kommen. Diese geben dem Fund of Funds-Manager Aufschluss darüber, wie das Portfolio unter schwierigen Marktbedingungen reagiert. Außerdem ermöglichen sie die Erstellung fundierter Performanceprognosen und können als Instrumente zur Kontrolle fundamentaler Risiken eingesetzt werden. Für den Manager können auch folgende qualitative Informationen interessant sein:

- Analyse der Ertrags- und Risikopositionen eines Managers
- Performance und Risiko eines Managers im Vergleich zur Konkurrenz (Betrachtung über einen längeren Zeitraum)
- jegliche managerspezifische Risiken
- Gesamtbalance der Manager innerhalb des vorgeschlagenen Portfolios
- Einschätzung des Fund of Funds-Managers hinsichtlich der Fähigkeit des vorgeschlagenen Managers, eine Out-performance zu erzielen.

Aktives Management und fortlaufende Überwachung (Manager-Allokation und Risikomanagement)

FoHFs-Manager müssen die ihren Portfolios zugrunde liegenden Fonds und ihre Fondsallokationen unbedingt aktiv überwachen. Bei GAM sind wir der Meinung, dass der richtige Moment für den Ausstieg aus einem Engagement mindestens genauso wichtig ist wie der richtige Investitionszeitpunkt – wenn nicht gar wichtiger.

Bei einem sich verändernden Anlageumfeld ist es von zentraler Bedeutung, unverzüglich die Allokationen anzupassen und die Portfolios entsprechend neu auszutarieren, um so Gewinne zu erzielen. Wenn auf quantitativer Basis klare Performanceziele sowie potenzielle Ausstiegsgründe definiert werden, lässt sich leichter beurteilen, ob eine Anlage erfolgreich ist oder nicht. Die fortlaufende quantitative Analyse von Hedge Funds-Anlagen kann u. a. folgende Tätigkeiten umfassen:

- Vergleich der seit Jahresbeginn tatsächlich erzielten Rendite mit der für diesen Zeitraum erwarteten Rendite

- Messung der tatsächlichen Volatilitätsniveaus des Managers

- Analyse der bis zum Ende des Kalenderjahrs erwarteten Rendite unter Berücksichtigung unterschiedlicher Marktbedingungen

- Vergleich der bisherigen Drawdowns (maximale Wertverluste von einem Performancehoch bis zu einem Performancetief) mit den gemeinsam mit dem Manager definierten Draw-down-Limiten

- Vergleich des generierten Alphas mit den Zielwerten.

Außerdem sollten durch den ständigen Dialog mit den Managern der zugrunde liegenden Fonds auch Probleme thematisiert werden können, die weniger offensichtlich sind, wie:

- nachlassender Leistungswille – der Manager setzt nicht mehr alles daran, eine gute Performance zu erzielen

- Stilverschiebungen in Bereiche, für die der Manager nicht ausreichend qualifiziert ist

- personelle Veränderungen

- mangelnde Fähigkeit zur Anpassung an sich verändernde Marktbedingungen.

Dieser Dialog kann dazu führen, dass der FoHFs-Manager an seinen Investitionen mit voller Überzeugung festhält. Sollte jedoch keine Lösung gefunden werden, sind die betreffenden Fondsanteile unverzüglich zurückzugeben.

Ressourcen

Um einen robusten, strukturierten und wiederholbaren FoHFs-Anlageprozess zu etablieren und aufrechtzuerhalten, bedarf es des richtigen Teams. GAM kann das Hedge Funds-Universum nur deshalb so umfassend abdecken, weil jedes Anlageteam über spezialisierte Strategieexperten verfügt. Diese werden durch ein engagiertes Research-Team unterstützt, das Informationen über möglichst viele Manager zusammenträgt und so das Anlageuniversum abbildet. Das Multimanager-Team ist wie in Abbildung 3 ersichtlich strukturiert.

Schlussfolgerung
FoHFs werden immer stärker als Instrumente wahrgenommen, die institutionellen Anlegern wichtige Pluspunkte bieten können. Durch eine Beimischung von FoHFs können Diversifikationsvorteile erzielt werden. Um in Eigenregie Hedge Funds-Anlagen zu verwalten, müssten Anleger erhebliche Ressourcen aufbauen. Daher ist damit zu rechnen, dass Hedge Funds weiterhin hauptsächlich in Form von Fund of Funds Eingang in die Portfolios institutioneller Anleger finden werden. Dies gilt umso mehr, als Fund of Funds immer spezifischere und individuellere Lösungen entwickeln, um die Anforderungen institutioneller Investoren zu erfüllen.

Autor: Reinhard Müller

Ansprechpartner:
Melinda Carter
Marketing Director - Institutional
GAM, London
Tel. +44 (0) 20 79 17 23 43

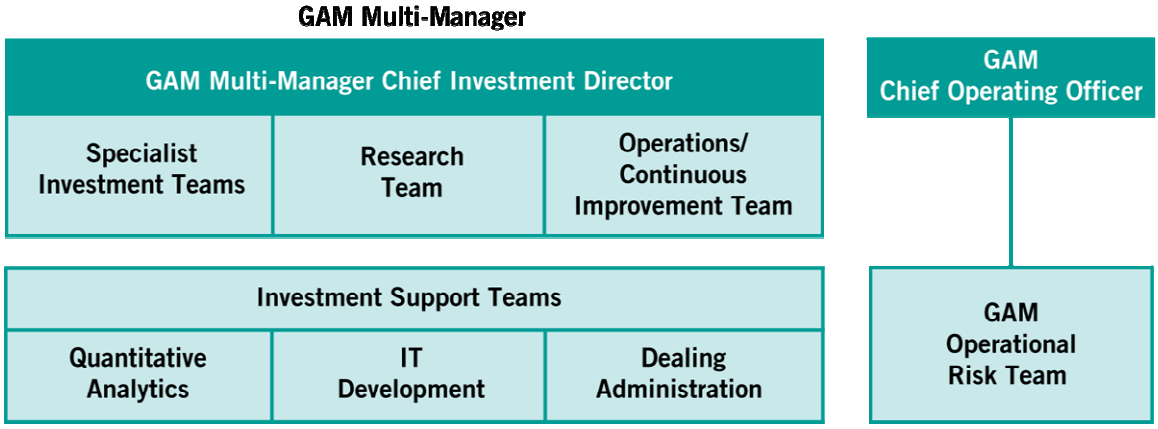


Abb. 3 | Quelle: GAM

1 GAM

2 Quelle: Tremont Capital Management

3 Führender internationaler Consultant in der Finanzindustrie

Gestaltung von Hedgefonds-Investments: Wie wird das Portfolio „richtig“ verpackt?

Die Gestaltung von Hedgefonds-Investments hat zum Ziel, die richtigen Strukturen zu schaffen, damit das Investment optimal in eine bestehende Portfoliostruktur integriert werden kann. Das mag im ersten Moment als Pflichtübung erscheinen, hat jedoch weitreichende Auswirkungen auf die Leistungsfähigkeit des Portfolios und den Aufwand, den der Investor auf sich nehmen muss.

Hedgefonds sind „späte“ Investments: sie kommen erst jetzt, nachdem die klassischen Aktien- und Rentenportfolios längst das Rückgrat institutioneller Portfolios bilden, auch Jahre nachdem Immobilien und Private Equity begonnen haben, einen Platz in den Anlagestrukturen zu erobern. Daher fragen die Investoren, was Hedgefonds in der gegebenen Gesamt-Portfoliostruktur leisten können und haben oft bereits klare Vorstellungen, was diese können müssen: Hedgefonds sollen Risiken mindern und zugleich eine Mindestrendite liefern, besser noch, die erwartete Rendite des gegebenen Portfolios verbessern!

Um eine anspruchsvolle Zielkombination für eine geeignete Hedgefonds-Strategie zu erreichen, werden häufig einzelne Risikokomponenten genutzt, welche die klassischen Investmentfonds nicht ausnutzen können. Die Tabelle zeigt die Risikoprämien, die Hedgefonds im Unterschied zu klassischen Investmentfonds vereinnahmen können:

Risikoprämien aus:	Klassische Investmentfonds	Hedgefonds
Aktien	x	x
Zinsstruktur	x	x
Kredit (Anleihequalität)	x	x
Ereignissen (Übernahmen, Restrukturierungen)		x
Illiquidität		x
Konvergenz	x	x
Komplexität		x
Schwellenmärkten	x	x
Long-short		x
Arbitrage		x
Managed Futures		x
Distressed Debt		x

Die Vielfalt dieser einzelnen Komponenten macht Hedgefonds so reizvoll als Ergänzung eines klassischen Portfolios und ist zugleich Ausgangspunkt kritischer Auseinandersetzungen mit dem Thema: Fachleute unterscheiden zwischen „Alpha“, das ist der Teil der Wertentwicklung, die aus dem überlegenen Wissen des/der Hedgefonds-Manager resultieren. Davon unterschieden werden die „Alternativen Betas“. Das ist der Teil der Wertentwicklung, der

vom Markt geliefert wird und bei Hedgefonds zu besseren Ergebnissen führt, weil diese die einzelnen Ertragsquellen gezielter nutzen können als die klassischen Fonds.

Die Vorteile dieser breit diversifizierten Ertragsquellen kommen in der Wertentwicklung von Hedgefonds zum Ausdruck:

Betrachtet man die Graphik so, wird deutlich, das Hedgefonds nicht durch spektakuläre Gewinne –wie oft vermutet wird–, sondern durch Verlustvermeidung ihre langfristig guten Ertragszahlen erreicht haben. Dies wird an einem Beispiel deutlich:

Als die große Aktienhausse zu Ende ging, standen die internationalen Anleger Silvester 2001 vor einem Verlust von -27%, gerechnet in US$ und gemessen an den internationalen Märkten. Einzelne Märkte hatten weit schlimmere Verluste. Rentenanleger, kurz zuvor noch als Langweiler geschmäht, verzeichneten 14% Ertrag, gleichfalls an der weltweiten Entwicklung gemessen. Und Hedgefonds-Investoren? –Sie hatten allen Grund zur Zufriedenheit: eindeutig im Plus und im Durchschnitt gleichauf mit den Renteninvestoren hatten sie den Sturm an den Aktienmärkten gut abgewettert. Auch die Dachfonds, die aufgrund hoher Aktiengewichtungen und möglicherweise später Umstrukturierungen relativ schwach waren, konnten zufrieden sein.

	MSCI World	JPM Global Bond	Global Macro	Event Driven	Relative Value	Equity Market Neutral	Funds of Funds
31.12.99	3731,56	260,91	646,26	492,94	378,48	289,85	326,60
31.12.01	2712,66	297,27	704,26	590,29	467,49	354,33	349,41
in %	*-27,30 %*	*13,94 %*	*8,97 %*	*19,75 %*	*23,52 %*	*22,25 %*	*6,98 %*

Einzelne Ereignisse sind schwer vergleichbar, eine systematische Betrachtung ist aussagefähiger: Die Entwicklung der internationalen Aktien, Renten und des Dach-Hedgefonds-Index über Vier-Jahres-Perioden, beginnend 1990, bestätigt das Bild:

Wertentwicklung p.a.	1990-1993	1994-1997	1998-2001	2002-2005	gesamt p.a.
MSCI World	3,32 %	**13,62 %**	2,91 %	**7,58 %**	6,74%
JPM Global Govt.	10,95 %	6,39 %	2,59 %	9,40 %	7,24%
HFRI Fund of Funds Composite Index	**17,55 %**	9,27 %	**6,44 %**	6,66 %	**9,84%**

Hier wird es noch deutlicher: die Wertentwicklung der Dach-Hedgefonds ist weniger spektakulär als von manchem tüchtigen Akquisiteur versprochen und ist auch nicht immer den Marktindices überlegen. Aber das Gesamtergebnis ist deutlich besser als die des Aktien- und Rentenindex. Diese Beobachtungen gelten im Übrigen auch, wenn die so genannten dritten und vierten Momente der Ertragsverteilung, also Schiefe und Wölbung der Erträge, gemessen werden: auch die Verteilung der Erträge und die Wölbung der Ertragsverteilung ist nicht schlechter als die gleichen Daten von Aktien- und Rentenindices.

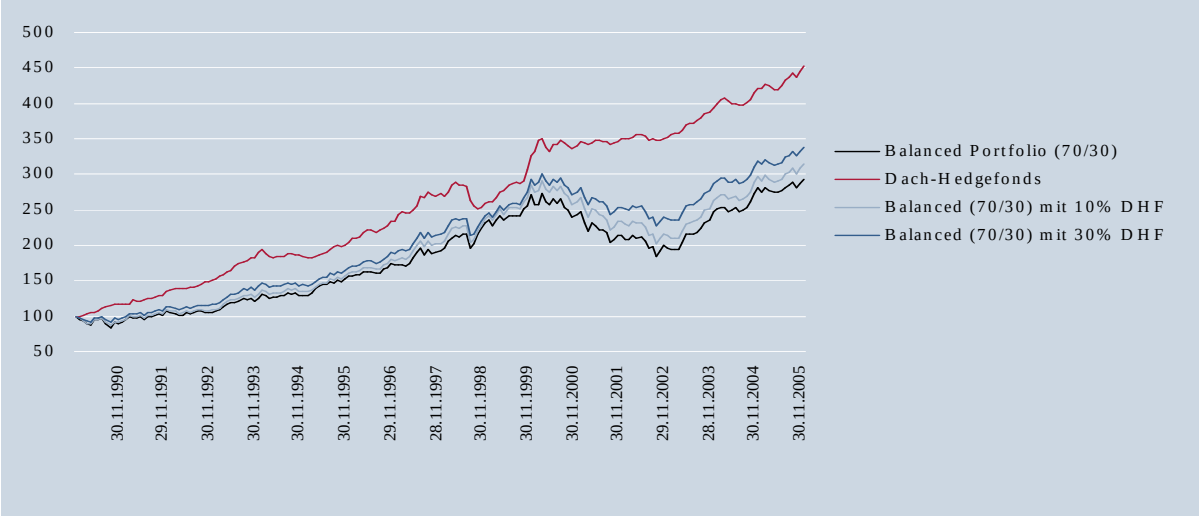
Bei der Oppenheim KAG ist die Aufgabe, Hedgefonds-Portfolios zu strukturieren, auf zwei Schultern verteilt: für den inhaltlichen Teil, das Portfolio, die Zielrenditen, die Risikoeinschätzung und die Auswahl der Zielfonds ist unserer externer Manager, Integrated Alternative Management in London zuständig. Seitens der Oppenheim Kapitalanlagegesellschaft (OKAG) werden die Rahmenbedingungen in enger Abstimmung mit dem Investor gesetzt.

Die Rahmenbedingungen bei Hedgefonds richtig zu setzen ist ein Optimierungsprozess, der –wie bei der Mengenlehre- die größtmögliche Schnittmenge aus ganz unterschiedlichen Grundgesamtheiten zu ermitteln versucht. Dabei geht es um die größtmögliche Übereinstimmung von gesetzlichen (einschließlich steuerlichen), aufsichtsrechtlichen und investorenspezifischen Anforderungen. Aus dieser Komplexität erwachsen die unterschiedlichsten Lösungen für die Ausgestaltung eines institutionellen Mandats. Den Ansatz bei der Suche nach der optimalen Lösung bildet stets der Investor: seine Anforderungen müssen erfüllt werden. Nicht nur weil der Investor über das Geld verfügt, sondern weil der größte Teil die-

ses Geldes bereits investiert ist: die Rahmenbedingungen des gegebenen Portfolios diktieren die Rahmenbedingungen des neuen Hedgefonds-Portfolios.

In der Regel lautet der Auftrag: Verbesserung des Ertrages bei gleichzeitiger Glättung der Ertragsentwicklung. Es kann auch Diversifizierung des Aktienrisikos sein, es kann auch der Wunsch nach Ertragssteigerung sein –es wird aber stets ein Auftrag sein, der sich aus den gegebenen Strukturen herleitet.

Die folgende Graphik zeigt, wie sich ein gemischtes, international investiertes Portfolio (70/30) seit Anfang 1990 entwickelt hat, wenn in einzelnen Schritten Hedgefonds-Investments hinzu genommen wurden:



Grund dieser Verbesserung: die Wertentwicklung des reinen Dach-Hedgefonds-Portfolios lag im gesamten Beobachtungszeitraum über der Wertentwicklung des gemischten Portfolios. Wenn Hedgefonds also in der Vergangenheit die Verluste vermeiden konnten, die andere Anlagekategorien erlitten haben, können sie dann auch in Zukunft gute Ergebnisse liefern? Vermutlich ja, denn Hedgefonds haben den Vorteil des größeren Instrumentariums (siehe oben). Aber ein Hedgefonds-Portfolio muss auch aktiv gesteuert werden und darf nicht als Selbstläufer gelten. Auch Hedgefonds hängen in ihrer Entwicklung von Marktfaktoren ab:

Global-Macro:	Equity Market Neutral:	Fixed Income Arbitrage:
Positiv korreliert mit steigenden Aktienmärkten und fallenden Risikoprämien	Positiv korreliert mit stabilen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen, steigender Zinskurve, fallende lange Zinsen und moderate Volatilität	Positiv korreliert mit einer steilen oder ansteigenden Zinskurve, hohen oder fallenden Risikoprämien der Kredits

Verschiedene Hedgefonds-Strategien sind also in verschiedenen Marktphasen unterschiedlich leistungsfähig. Daher ist es wichtig, die unterschiedlichen Strategien zum richtigen Zeitpunkt optimal zu gewichten und somit dem Investor ein Portfolio anzubieten, das ein Optimum zwischen den Ertragsanforderungen und der Risikoakzeptanz bildet. Das definiert die Aufgabe des Dach-Hedgefonds-Managers.

Wo immer die Diskussion mit einem potentiellen Investor ansetzt, gilt die These: „Form follows Function!“ –das soll heißen, die Inhalte müssen geklärt sein, dann wird die geeignete Struktur gefunden. Es gibt mehrere Wege um ein Hedgefonds-Portfolio in die richtige Form zu verpacken:

- Zertifikate
- Investmentfonds
- Managed Accounts

Die aus den Kundenanforderungen resultierende Portfoliostruktur bestimmt also die Ausgestaltung des Hedgefonds-Investments –und bereits hier ist es wichtig, die Zielsetzungen und die Zielerreichung klar zu definieren. Manches, was in einer Zertifikatestruktur gestaltet werden kann, lässt sich in einem deutschen Investmentfonds nicht umsetzen. Zugleich sollte beachtet werden, dass Zertifikate teurer sind als Investmentfonds. Die genaue Kostenstruktur ist wiederum abhängig vom Sicherheitsbedürfnis des Investors, denn eine Kapitalgarantie, die über ein Zertifikat problemlos dargestellt werden kann, kostet Gebühren und schränkt die Gestaltungsmöglichkeiten des Portfolios ein.

Die Alternative zur Zertifikatelösung ist der Investmentfonds nach deutschem Recht. Hier bewegt sich der Investor auf vertrautem Gebiet. Zugleich steckt das Regelwerk klare Grenzen und beeinflusst den Aufwand. Ein Investmentfonds „mit besonderen Risiken“ wie Hedgefonds im Investmentgesetz genannt werden, hat den großen Vorteil, ein Sondervermögen nach deutschem Recht zu sein und allen Erfordernissen deutscher Regularien zu entsprechen.

Managed Accounts als exotische Lösung führen zu zusätzlichen Kosten, ohne wirklich überzeugende Vorteile zu bieten.

Welche der beiden Hauptvarianten, Zertifikat oder Investmentfonds, kann also die Anforderungen des Investors am besten umsetzen? Welche Strategien, welche Fristen zum Investment/Desinvestment sind notwendig? Aus welcher Fondsauswahl kann das geeignete Portfolio zusammengestellt werden? Diese Aspekte sind wichtig, um die Zielsetzungen des Investors zu realisieren: was soll das Hedgefonds-Portfolio an Ertrag erzielen, welches Risiko darf es haben? Je höher die Performanceziele sind, desto breiter sollte die Fondsauswahl sein und desto länger sollten die Liquiditätsfristen der einzelnen Hedgefonds sein (dürfen). Je ambitionierter ein Dach-Hedgefonds also ist, desto eindeutiger läuft die rechtliche Struktur auf ein Zertifikat hinaus.

Formale Aspekte müssen gleichfalls betrachtet werden: In welcher Struktur sind die Voraussetzungen für ein Masterfonds-Investment gegeben? Wie werden Transparenz und Reporting geleistet? Wie funktioniert die Kontrolle und die Möglichkeit von Erwerb und Rückgabe von Anteilen?

Es wird deutlich, dass eine sorgfältige Abstimmung der Rahmenbedingungen des Gesamt-Portfolios eines Investors mit den Möglichkeiten und Strukturen eines Hedgefonds-Investments unerlässlich ist. Dies ergibt sich aus der Beobachtung, dass:

- Hedgefonds eine eigene Anlageklasse sind
- Risiko und Ertrag eines Gesamt-Portfolios durch die Ergänzung mit Hedgefonds verbessert werden können
- Hedgefonds weiter aufgefächerte Risiken als klassische Fonds haben
- Über die unterschiedlichen Strukturierungen die Rahmenbedingungen und Präferenzen von Hedgefonds für jeden Investor zu erfüllen sind

Es lohnt sich daher, Hedgefonds näher zu betrachten und auch den vermeintlich trockenen Teil der Strukturierung sorgfältig zu untersuchen. Die Oppenheim Kapitalanlagegesellschaft steht hierzu zur Verfügung und stellt ihr Wissen zu diesem Thema gerne bereit!

Ihre Ansprechpartner

Ulrich Hax
Tel. +49 221 145-2612
E-Mail: ulrich.hax@oppenheim.de

Klaus-Wilhelm Hornberg
Tel. +49 221 145-2088
E-Mail: klaus-wilhelm.hornberg@oppenheim.de

Hedgefonds – Quo vadis?

Weltweites Wachstum der Hedgefonds-Industrie

Von über einer Billion US-Dollar verwaltetem Vermögen in ca. 8000 Hedgefonds ist die Rede. Diese Zahlen sind durchaus beeindruckend und fast täglich werden neue Rekordmeldungen über Neugeldzuflüsse in die weltweite Hedgefonds-Industrie publiziert. Gerade bei US-amerikanischen Profianlegern, die Hedgefonds schon seit langem als festen Bestandteil im Portfolio halten, werden die Allokationen sukzessive zu Lasten von Aktien- und Rentenquoten weiter erhöht. Als „Vorzeige-Anleger" werden hier immer wieder die US-Stiftungsfonds Yale und Harvard zitiert, die mit ihren Portfoliogewichtungen von nicht-traditionellen Anlageklassen im zweistelligen Bereich seit Jahren ungewöhnlich stabile und vor allem hohe Renditen erzielen. Aber auch der europäische Hedgefonds-Markt wächst. Laut einer Untersuchung des Hedgefonds-Informationsdienstleisters *HedgeFund Intelligence* wurden alleine im ersten Halbjahr 2006 mindestens 170 neue europäische Hedgefonds mit einem Volumen von 11,4 Mrd. USD lanciert.

Differenziertes Bild in Deutschland – Privatanleger halten sich zurück

In Deutschland zeigt sich hingegen ein differenziertes Bild. Seit der Einführung des Investmentgesetzes in 2004 und der damit einhergegangenen Öffnung des Marktes für Hedgefonds haben mittlerweile zwar auch die meisten deutschen Vermögensverwalter ein entsprechendes Produktangebot aufgebaut, doch steckt der Hedgefonds-Markt hier zu Lande nach wie vor in den Kinderschuhen. Vor allem Privatanleger hielten sich mit Investitionen in die „neue Anlageklasse" zurück. Das hatte verschiedene Gründe:

Die Komplexität einzelner Strategien und Produkte stellte Vertriebseinheiten vor große Herausforderungen und wurde von einigen Anbietern sicherlich auch ein Stück weit unterschätzt. Auch heute scheint der Nachholbedarf an Schulungsmaßnahmen vielerorts noch nicht vollständig abgedeckt zu sein. Vollmundige Marketing-Aussagen wie „Aktienrenditen mit Anleihenrisiko" haben sich aufgrund der zwischenzeitlich schwachen Hedgfonds-Performance als Bumerang erwiesen, und so verwundert es nicht, dass viele eher unerfahrene Anleger von Hedgefonds enttäuscht sind. Auch Medienberichte trugen ihren Teil dazu bei, dass viele Anleger diesen Investitionen skeptisch gegenüberstanden. Durch einige wenige schwarze Schafe in der Branche wurden Hedgefonds allgemein in ein schlechtes Licht gerückt. Und auch die teilweise wenig fundierte Heuschrecken-Diskussion hat Investoren verunsichert und es Anbietern schwer gemacht, den Nutzen von Hedgefonds weiter in die breite Anlegerschicht zu tragen. Dies spiegelt entsprechend die BVI-Absatzstatistik wider, der zufolge das Fondsvermögen der in Deutschland zugelassenen Single- und Dach-Hedgefonds per Ende des dritten Quartals 2006 insgesamt nur knapp 2 Mrd. Euro beträgt. Diese für viele Experten sicherlich ernüchternde Zahl lässt allerdings den gesamten Bereich der strukturierten Hedgefonds-Produkte unberücksichtigt und täuscht damit ein Stück weit darüber hinweg, dass sich gerade deutsche institutionelle Investoren dem Thema Hedgefonds bislang primär über Strukturen nähern und dass das in diesem Bereich investierte Volumen deutlich gestiegen ist. Diese Entwicklung geht einher mit einer deutlichen Performanceerholung der weltweiten Hedgefonds Industrie, die 2006 bisher im Schnitt überwiegend positive Ergebnisse erwirtschaftet hat.

Positive Hedgefonds-Wertentwicklung in 2006

Der HFRX Global HF Index des Datenanbieters Hedge Fund Research verbesserte sich im Oktober 2006 um 2,02%, wodurch die Jahresperformance nunmehr ein Plus von 7,05% verzeichnet. Der HFRI Fund of Funds Composite Index hat dieses Jahr bisher +6,57% erwirtschaftet. Auch der Crédit Suisse/Tremont Hedge Fund Index (CS/Tremont) legte im Oktober um 1,77% zu und weist damit auf Jahressicht ein Plus von 9,55% auf. Die einzelnen Strategien des CS/Tremont Index schnitten unterschiedlich ab. Zu den erfolgreichsten Strategien zählen bisher Emerging Markets basierte Anlagekonzepte, die seit Jahresanfang ein Plus von 13,58% erzielten. Auch Long/Short Strategien legten im Oktober um 2,19% zu und weisen damit seit Anfang 2006 eine Wertentwicklung von +9,20% auf. Positive Ergebnisse können auch die Strategien Event Driven mit einer Jahresperformance von +11,59% vorweisen. Mit einem Minus von 1,84% *year-to-date* ist Dedicated Short Bias die mit Abstand schwächste Hedgefonds-Strategie und gleichzeitig die einzige, die im CS/Tremont Index auf Jahressicht im Minus liegt.

Viele Institutionelle stellen ihr Portfolio breiter auf

Diese überwiegend positiven Ergebnisse blieben in der Presse weitgehend unerwähnt. Im Vordergrund der Medienberichterstattung stand die Aktienmarktentwicklung, die nach dem hervorragenden Jahr 2005 bislang auch in 2006 überzeugen konnte. So hat beispielsweise der MSCI Europe per Ende Oktober stolze +16,14% zugelegt. Dies hat bei einigen Investoren sicherlich dazu geführt, trotz schlechter Erfahrungen in der Vergangenheit, in alte Denkmuster zu verfallen und Überlegungen, alternative Investments in die strategische Asset Allokation aufzunehmen, erst einmal wieder zu vertagen. Auf der anderen Seite haben viele Anleger die Jahre nach 2000 immer noch in schmerzlicher Erinnerung und sind dabei, ihr Portfolio breiter auszurichten. Da inzwischen viele Märkte auf einem fair bis überbewerteten Niveau angekommen sind, ist die Luft dünner geworden und das Risiko von Rückschlägen gewachsen. Immer mehr Institutionelle nehmen die regulatorischen und aufsichtsrechtlichen Hürden in Kauf, um Hedgefonds-Investitionen tätigen zu können. Unterstützt wird diese Entwicklung von der schwachen Performance der Rentenmärkte, wo steigende Zinsen die Rendite in 2006 geschmälert haben. So liegt der JPM Global Govt. Bonds Index seit Jahresanfang mit 2,79% im Minus, der JPM Europe Govt. Bonds Index erwirtschaftete bis Oktober magere +0,45% und das bei vergleichbaren Wertschwankungen wie risikoarme Hedgefonds Strategien. Dabei mögen gerade die regulatorischen Herausforderungen für z.B. VAG-Investoren und Sparkassen bei Investitionen in Hedgefonds bei oberflächlicher Betrachtung nahezu unüberwindbar erscheinen. Die Praxis zeigt jedoch, dass sich zwischenzeitlich viele der anfänglich heiß diskutierten Unsicherheiten und aufsichtsrechtlichen Fragen geklärt haben und die gestellten Anforderungen durchaus, wenn auch nicht ohne Aufwand, so doch leichter als vielerorts erwartet, in den Griff bekommen lassen. Die vor einer Investition einzuholenden produkt- und anbieterspezifischen Informationen können beispielsweise mittels des vom *Bundesverband Alternative Investments* mitentwickelten Due Diligence Questionnaires abgedeckt werden

und auch die Versorgung des Risikomanagements mit relevanten Kennziffern und historischen Simulationen gehört mittlerweile in der Regel zum Standard. Viele Anbieter sind zudem in der Lage, durch juristische Gutachten oder Sideletter-Vereinbarungen Investitionen in ihre Fonds zu erleichtern. Insgesamt können viele vom Anleger zu erfüllende Punkte auf die Produktanbieter, Emittenten oder gegebenenfalls zwischengeschalteten Kapitalanlagegesellschaften „abgewälzt" werden. Hier scheint sich zudem der Trend abzuzeichnen, dass viele Institutionelle bestehende Master-Spezialfonds auf gemischte Sondervermögen nach Investmentgesetz umstellen, um in diesem Rahmen Hedgefonds-Investments effizienter tätigen zu können.

Lohnt sich der Aufwand – lohnt er sich jetzt?

Diese Frage, wie auch die nachgelagerte Überlegung, welche konkreten Hedgefonds-Strategien mit welcher Gewichtung beigemischt werden sollten, kann sicherlich nicht pauschal beantwortet werden, da hier die individuelle Situation des Anlegers zu berücksichtigen ist. Idealerweise stützt sich die Entscheidung auf eine Asset Liability Analyse und spiegelt die Erwartungen bezüglich der zukünftigen Kapitalmarktentwicklung wider.

Der Zeitpunkt für Investitionen in Absolute Return-orientierte Strategien wäre jetzt sicherlich gut gewählt, da erste Anzeichen auf eine leichte Wachstumsverlangsamung in den USA hinweisen. Ausgehend von den USA ist in 2007 mit einer Abschwächung der Weltwirtschaft und einem Wachstum leicht unter Trend zu rechnen. Auch das Wachstum der Unternehmensgewinne wird sich voraussichtlich stark verlangsamen. Zwar erwarten wir keine globale Rezession, denn die seit einigen Jahren beobachtete, globalisierungsbedingte Verlagerung der wirtschaftlichen Machtverhältnisse von den entwickelten Ländern hin zu den aufstrebenden Märkten dürfte sich auch 2007 fortsetzen und das weltweite Wirtschaftswachstum stützen. Ungeachtet dessen sind jedoch Risiken wie die Korrektur des US Wohnimmobilienmarktes, steigende Lohnstückkosten sowie der hartnäckige Anstieg der Kerninflation in den USA zu berücksichtigen. Aufgrund dieser Situation gehen wir von einem Anstieg der globalen Aktienmarkt-Volatilitäten aus, die sich aktuell auf einem 10-Jahrestief befinden. Während damit bei traditionellen Anlagen zumindest einige Fragezeichen angebracht sind, sollte diese Entwicklung vielen Hedgefonds-Strategien Auftrieb verleihen. Für das Jahr 2007 erwarten wir weiterhin ein günstiges Marktumfeld, vor allem für die Strategien Equity Hedged, Trading und Relative Value. Der Ausblick für Equity Hedged Strategien wird unterstützt durch das zunehmend attraktive Dispersionsniveau einzelner Aktien, sowie durch weiterhin deutliche M&A Aktivitäten im Unternehmensbereich. Hiervon sollten auch die dem Bereich Event Driven zugehörigen Strategien wie Merger Arbitrage profitieren können. Im Bereich Relative Value sehen wir für Convertible Arbitrage Strategien aufgrund des erwarteten Anstiegs der Aktienvolatilität und der stabilen Credit Spreads Potenzial. Die Strategie Fixed Income Arbitrage stufen wir als neutral ein. Dennoch könnten sich innerhalb dieser Strategie aufgrund der zunehmenden Divergenz zwischen dem Aktien- und Rentenmarkt einige Opportunitäten auftun. Im Bereich Trading sollte sich die Erfolgsstory Emerging Markets weiterhin gut entwickeln. Eine Vielzahl von Macro Managern erwartet höhere Inflationsraten und damit einhergehend höhere Zinsen auf globaler Ebene. Solange sich die Inflation jedoch nicht bedeutend verändert, sehen wir für Trading orientierte Strategien ein breites Feld an Möglichkeiten.

Vor diesem Hintergrund macht es unseres Erachtens Sinn, defensivere und damit risikomindernde Strategien einzubeziehen, die unabhängig von der Aktien- und Rentenentwicklung als zusätzliche Renditetreiber für das Portfolio fungieren. Traditionelle Anlageklassen wie Aktien, Renten und Liquidität reichen alleine nicht aus, um das Risiko von Rückschlägen abzufedern. Mit ihren positiven Diversifikationseigenschaften können Hedgefonds helfen, das Portfolio gegen Wertschwankungen abzusichern, ohne das Risiko zu erhöhen.

UBS Global Asset Management bietet institutionellen Anlegern, Privatkunden und Finanzintermediären globale Vermögensverwaltungslösungen an. Mit einem verwalteten Vermögen von insgesamt 519 Milliarden Euro (per 30. September 2006) gehört der Unternehmensbereich des UBS Konzerns zu den weltweit großen Asset Managern.

In Europa ist das Haus die Nummer zwei, in der Schweiz die Nummer eins im Publikumsfondsgeschäft. Unser weltweit einheitlicher Investmentansatz beruht auf einer konsistenten, globalen Analyse der Märkte, Währungen und Titel, um den fundamentalen Wert zu identifizieren. Wir wollen Mehrwert für die Portefeuilles schaffen, indem wir Geschäftschancen erkennen, wo Marktkurse nicht den fundamentalen Werten entsprechen. Dabei ist hochmodernes Risikomanagement integraler Bestandteil der Investment-Prozesse.

In Deutschland zählt UBS Global Asset Management mit einem verwalteten Vermögen in Wertpapier- und Immobilienfonds von über 15 Milliarden Euro per Ende September 2006 schon heute zu den großen ausländischen Asset Managern.

Die UBS ist weltweit führend sowohl bei Einzel- als auch bei Dach-Hedgefonds. Über ihre globale Investment-Plattform „Alternative and Quantitative Investments“ managt sie Vermögen in Höhe von insgesamt 45,9 Mrd. US-Dollar; davon entfallen rund 40,2 Mrd. auf Dach-Hedgefonds (Stand Oktober 2006)

Ihr Ansprechpartner:

Frank Schäfer, CEFA, FRM
Head Product Development & Management
UBS Global Asset Management Deutschland

UBS Deutschland AG
Stephanstraße 14-16
60313 Frankfurt am Main
Telefon: 069 1369 5104
Telefax: 069 1369 5310
Email: frank.schaefer@ubs.com
www.ubs.com/deutschlandfonds

INHALTSVERZEICHNIS

A. AUSGANGSLAGE UND ZIEL DER STUDIE 1
1. Allgemeines 1
2. Die Studie 2
3. Die Teilnehmer 3
4. Wesentliche Ergebnisse der Studie 4

B. HEDGE FONDS: DEFINITION - VOR- UND NACHTEILE 4
1. Allgemeines 4
2. Vorteile 5
3. Nachteile 6
4. Verständnis für Hedge Fonds 7

C. DER MARKT FÜR HEDGE FONDS 7
1. Marktpotential 8
2. Wettbewerb 10
3. Hedge Fonds – Investments von institutionellen Anlegern 12
4. Auswahlkriterien für Hedge Fonds Manager 14
4.1 Sichtweise der HF-Manager 14
4.2 Sichtweise der institutionellen Anleger 15
4.3 Gebühren 16
5. Consultants im deutschen Hedge Fonds Markt 17
5.1 Die Rolle der Consultants 17
5.2 Die Wettbewerbssituation der Consultants 19
6. Informationshilfen durch Hedge Fonds Manager für Investoren 20
7. Rating der Hedge Fonds (-Firma) als Unterstützung 21

D. STATUS QUO UND STRATEGIEN DER HEDGE FONDS-MANAGER 22
1. Status quo der Hedge Fonds-Manager 22
2. Angebotene Hedge Fonds-Strategien 23
2.1 Long-/Short-Strategien 23
2.2 Marktneutrale Strategien (relative Value) 24
2.3 Global Macro 25
2.4 Event Driven 25
2.5 Equity Market Neutral 26
3. Auswahlkriterien für Single Hedge Fonds 26
4. Kundengruppen in Deutschland 28
5. Geschäftspolitische Schwerpunkte 32
5.1 Stärken-Profil der Hedge Fonds Manager 32
5.2 Die großen Herausforderungen 33
5.3 Geschäftspolitische Ausrichtung 35
5.4 Hedge Fonds und Kundenbeziehung 36
5.5 Kundenbetreuung (Mitarbeiter, Reporting, Betreuung) 38

***ZUSAMMENFASSUNG* 40**

A. Ausgangslage und Ziel der Studie

1. Allgemeines

Seit Januar 2004 gestattet das sog. Investmentmodernisierungs-Gesetz die Auflegung und den Vertrieb von Hedge Fonds-Produkten in Deutschland. Im Zuge unserer letzten Hedge Fonds-Studie (2004) fragten wir im auslaufenden Jahr 2004, inwieweit Deutschland in der Lage sein wird, Hedge Fonds bei den Anlegern zu platzieren und im internationalen Vergleich aufzuholen. Blicken wir auf die letzten zwei Jahre zurück, so schlagen wir im Bereich Hedge Fonds ein düsteres Kapital auf. Kämpfte man in 2004 noch mit den Unebenheiten des BaFin-Genehmigungsverfahrens, so lief den Teilnehmern in 2005 und auch in den ersten Monaten 2006 schlicht die Performance weg. Die Aktienmärkte boten wieder Spielraum, Geld zu verdienen. Warum sollte man als Anleger also auf neuartige Strategien setzen, von denen im kurzfristigen Rückblick ohnehin nur ganz wenige mit einer guten Rendite zu überzeugen wussten (u. a. Distressed Strategien). Allzu düster muss das Bild aber nicht gezeichnet werden. Zunächst einmal verfügen wir in Deutschland nunmehr seit knapp drei Jahren über eine klare gesetzliche Regelung für „Alternative Investments“. Auch scheint die anfängliche Scheu zumindest bei einigen großen Investoren wie institutionellen Anlegern einem realistischen Verständnis gewichen zu sein. Hieß es vor zwei Jahren noch: „Hedge Fonds warten auf Kunden“, so kann man heute Schlagzeilen lesen wie “Bayerische Versorgungskammer stockt Hedge Fonds Investments auf“ oder „Viele Hedge Fonds vor der Zulassung bei der BaFin“. Auf europäischer und internationaler Bühne ist eine positive Grundeinstellung für Hedge Fonds ohnehin schon seit langem Usus („Rekordjahr 2005 für Private Equity in Europa“ oder „Yale Stiftung setzt 2006 weiter auf Alternative Investments“). Bei allen Problemen in der jüngsten Vergangenheit kommt in der Branche Optimismus auf, wenn auch das reine Zahlenwerk in Deutschland noch hinterherhinkt. Stieg etwa das Volumen von Hedge Fonds in Luxemburg alleine in 2005 um 150% auf 102 Mrd. US-$, so brachten es die 43 rein deutschen Hedge Fonds gerade mal auf € 2,1 Mrd. So soll auch der Gesetzgeber in der ersten Jahreshälfte 2007 noch einmal bemüht werden, um die eine oder andere umständliche Regelung wie etwa bei den Anforderungen im Reporting an internationale, soll heißen, erleichterte, Bedingungen anzupassen. Dies scheint auch insoweit vonnöten, da sonst ein Wettlauf mit den sog. „Strukturierten Produkten“ wie Zertifikaten in Gang kommt, den keiner anstrebt.

Das Ziel dieser zum zweiten Male nach 2004 durchgeführten Studie besteht zum einen darin, die Entwicklungen der Branche über den Zweijahreszeitraum 2004 bis 2006 nachzuvollziehen. Dazu gehören nackte Zahlen wie Assets under Management genauso wie das Einfangen des allgemeinen „Stimmungsbildes“ zu der Produktfamilie Hedge Fonds.

Copyright © 2006 TELOS GmbH, Wiesbaden

Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

Aus diesem Grund haben wir uns nicht auf die Befragung der Hedge Fonds-Manager selbst beschränkt, sondern auch institutionelle Anleger in die Markterhebung einbezogen. Die direkte Gegenüberstellung der Meinungen und Prognosen der Hedge Fonds Manager im Vergleich zu den institutionellen Anlegern bildet gewissermaßen das Salz in der Suppe.

Wir möchten uns an dieser Stelle wieder für die rege Teilnahme bei allen Hedge Fonds-Gesellschaften bedanken, ohne die diese Studie insbesondere in ihrer Tiefe nicht zustande gekommen wäre. Zudem gilt unser Dank den auf der Titelseite genannten Managern, die unsere Studie unterstützt haben. Durch die zur Verfügung gestellten Fachartikel zu aktuellen Themen im Bereich Hedge Fonds gewinnt die Studie auch dieses Jahr wieder an Gewicht und bietet einen zusätzlichen Know-how-Transfer für alle Leser.

2. Die Studie

An unserer Studie nahmen wie in 2004 über 40 Hedge Fund-Manager teil. Diese verwalten insgesamt über 200 Mrd. €. Weltweit werden derzeit die in etwa 9.000 Hedge Fonds-Produkten investierten Gelder mit weit über 1,1 Bio. US-Dollar geschätzt. Dieser Betrag lag vor zwei Jahren noch bei ca. 750 Mrd. US-Dollar. Die Studie stellt damit einen repräsentativen Schnitt des Hedge Fonds-Marktes dar. Der Erhebungszeitpunkt für die Datenangaben liegt im September/Oktober 2006.

Nachdem wir die erste Hedge Fonds-Studie in 2004 durchgeführt haben und dabei eine Reihe von schriftlichen Antworten im Rahmen offen gestellter Fragen erhalten haben, konnten wir mit diesen Erfahrungen im Hintergrund in der vorliegenden Studie stärker vom Multiple-Choice-Verfahren Gebrauch machen. Dies bot auch den Vorteil, in der aktuellen Erhebung noch stärker Grafiken und Tabellen einzusetzen und die Ergebnisse so besser visualisieren zu können.

Parallel zu der Befragung der Hedge Fonds Manager haben wir Antworten von über 50 institutionellen Anlegern zu deren Einschätzung der Hedge Fonds Branche in Deutschland erhalten. Die Ergebnisse aus den Fragen an die Fonds Manager und den gezielten Fragen an die Institutionellen haben wir in der Studie herausgestellt und analysiert.

Die Studie ist in drei Abschnitte aufgeteilt.

Der erste Teil (B) beschäftigt sich mit der Meinung der Asset Manager über den Kenntnisstand der institutionellen Investoren über Hedge Fonds-Produkte ganz allgemein und worin die Vor- und Nachteile aus „Kundensicht“ zu sehen sind.

Copyright © 2006 TELOS GmbH, Wiesbaden

Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

Im zweiten Teil (C) beschäftigen wir uns mit den künftigen Entwicklungschancen des Hedge Fonds-Marktes in Deutschland. Nachdem der von der Branche erwartete Boom in 2004 und 2005 nicht einsetzte, ist diese Frage von ganz besonderer Bedeutung. Es werden mögliche Marktpotentiale, Auswahlkriterien für den richtigen Hedge Fonds Manager, die Wettbewerbssituation, aber auch geplante Akquisitionsmaßnahmen beleuchtet.

Der dritte Teil (D) blickt mehr auf die Ausrichtung des Hedge Fonds Managers. An dieser Stelle wurden die von dem jeweiligen Manager angebotenen Strategien hinterfragt, seine konkreten Planungen auch in Bezug auf welche Kundengruppen sowie die angebotenen Kundenservices.

3. Die Teilnehmer

Nach der Größe der Hede Fonds Manager erstreckt sich die Palette der Teilnehmer von Gesellschaften mit 50 Millionen € bis hin zu den internationalen, ganz großen Playern mit über 50 Mrd. € Assets under Management.

Gut ein Drittel der Teilnehmer bietet ausschließlich Hedge Fonds-Produkte an.

Knapp 60% der Teilnehmer gehört zu einem großen Konzern, innerhalb dessen sich ein Bereich mit dem Management und dem Vertrieb von „Alternativen Investments“ oder speziell „Hedge Fonds“ beschäftigt.

Der Teilnehmerkreis deckt sich damit ungefähr mit dem aus der Hedge Fonds Studie 2004, so dass wir aus diesem Grund auch von einer guten Vergleichbarkeit ausgehen können. Wo uns dies sinnvoll erschien, haben wir die Vergleichswerte aus der Studie 2004 herausgestellt.

Nahmen die deutschen Hedge Fonds-Anbieter in 2004 noch gerade 20% des Teilnehmerkreises ein, so waren es jetzt schon 45%. Dies deutet schon auf ein zunehmendes Interesse auch deutscher Hedge Fonds Anbieter im Vergleich zu vor zwei Jahren hin. Die anderen Teilnehmer gliedern sich nach dem Sitz des Headquarters wie folgt auf (Ausgangspunkt sind 100% des Ausländeranteils):

- UK 25%
- USA 33%
- Schweiz 33%
- Frankreich 9%

Copyright © 2006 TELOS GmbH, Wiesbaden

Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

Um auch die Behandlung und das Verständnis für die späteren Fragestellungen zu gewinnen, sei an dieser Stelle schon ein Hinweis darauf gegeben, wie sich die Teilnehmer dieser Studie aufteilen nach Anbietern von reinen Dach Hedge Fonds und Anbieter beider Produktkategorien.

- reine Dach Hedge Fonds 25%
- Single sowie Fund of Funds 75%

4. Wesentliche Ergebnisse der Studie

Die wichtigsten Ergebnisse der Studie können wie folgt zusammengefasst werden:

- Nach knapp drei Jahren ernüchternder Erfahrung mit dem Produkt Hedge Fonds in Deutschland auf gesetzlicher Grundlage macht sich sehr vorsichtiger Optimismus breit.
- Nur noch knapp jeder achte institutionelle Anleger will sich auch in Zukunft einer Anlage in Hedge Fonds gar nicht öffnen.
- Drei von fünf institutionellen Anlegern bewerten die Entwicklungen im Hedge Fonds Markt sogar „positiv".
- Zwei von drei institutionellen Anlegern suchen bzw. wünschen den direkten Kontakt zum Hedge Fonds Anbieter.
- Die Anbieter von Hedge Fonds-Produkten schätzen das Marktpotential um ca. 10% höher ein als noch vor zwei Jahren, was die vorsichtig optimistische Einstellung bestätigt.
- Den ausländischen Anbietern wird im Vergleich zu der Befragung vor zwei Jahren nochmal mehr Marktpotential in Deutschland zugetraut, im Durchschnitt die Verwaltung von 75% des Marktvolumens.

B. Hedge Fonds: Definition - Vor- und Nachteile

1. Allgemeines

Die Teilnehmer wurden konkret danach befragt, in welchen Aspekten ihrer Meinung nach aus Sicht der Investoren gesehen Vor-, aber auch Nachteile bei der Anlage in Hedge Fonds liegen. Parallel dazu haben die institutionellen Anleger Gelegenheit gehabt, sich zu den Vor- und Nachteilen aus ihrer Perspektive zu äußern. Mehrfachnennungen waren zugelassen. In den Abbildungen 1 und 2 sind die einzelnen Kriterien beider befragten Gruppen aufgelistet.

Copyright © 2006 TELOS GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

2. Vorteile

- Erstaunlicherweise besteht nur bei wenigen Punkten ein Gleichklang zwischen Anbietern und institutionellen Anlegern, so bei der Einschätzung, dass mit Hilfe des Einsatzes von Hedge Fonds eine „Bessere Diversifikation“ des Risikos im Portfolio erzielt wird.
- 63% der Anleger wollen durch den Einsatz von Hedge Fonds auch eine Optimierung des Risk-Return-Verhältnisses über ihre Gesamtanlagen hinweg erreichen. Dies ist eines der Schlüsselargumente für die Anbieter (91%).
- Bei den Vorteilen überwiegt eine etwas euphorischere Stimmung auf Seiten der Anbieter. Die Ausnahme bildet das Kriterium „Unabhängigkeit von Indices“. Dies sehen 63% der Anleger und nur 39% der Anbieter als Vorteil an, was wiederum die Neigung der Manager zu Indices als Bezugspunkt für Performancevergleiche bestätigt und unterstreicht.
- Ähnlich positiv sehen Anbieter (65%) wie Anleger (50%), dass Hedge Fonds de lege lata sehr viel geringeren Anlagerestriktionen ausgesetzt sind.

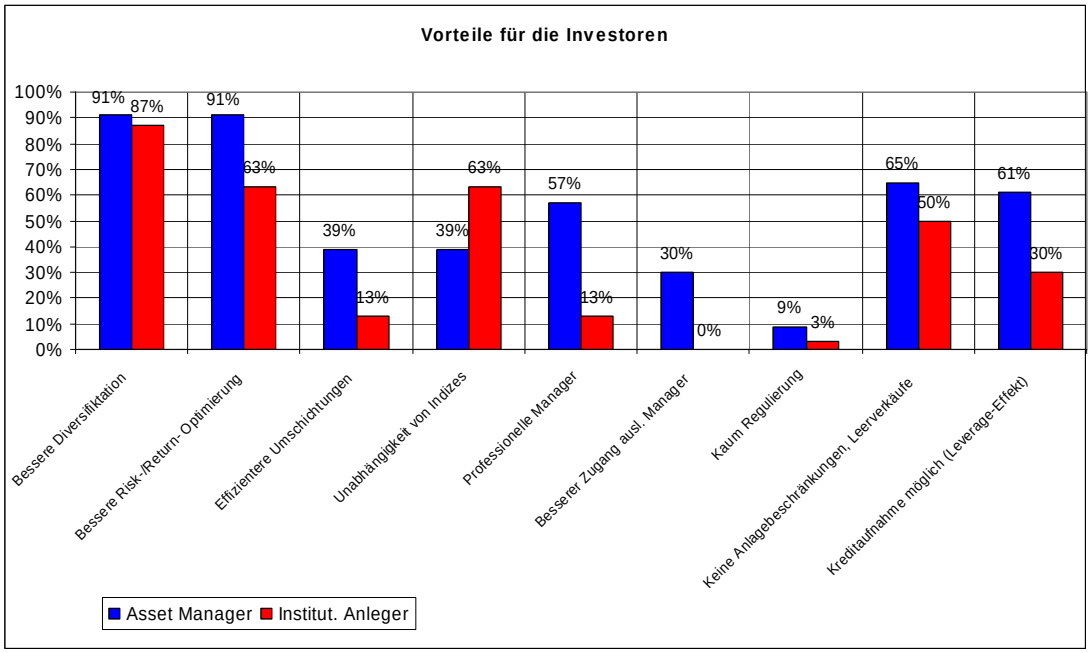


Abbildung 1: Vorteile für die Investoren

Copyright © 2006 TELOS GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

3. Nachteile

- Bei den Nachteilen divergieren die Ansichten von Hedge Fonds Anbietern und Investoren besonders stark.
- Jeder zweite und mehr Investoren beklagen vor allem die „Fehlende Kostentransparenz“ (48%), zu „Hohe Kosten“ (48%) sowie generell die „Höhere Intransparenz“ (79%) in der Anlagepolitik. Bei diesen sehr essentiellen Gesichtspunkten, die über ein Investment in Hedge Fonds entscheiden können, machen sich die Manager selbst offenbar noch zu wenige Gedanken.
- Im genauen Gegensatz dazu beurteilen die Manager selbst die Punkte „Gesetzliche Restriktionen zu groß“ (36%), „Geringere Liquidität“ (33%) und „Schlechte Image der Hedge Fonds Branche“ (36%) als zu kritisch. Bei letzterem Gesichtspunkt attestiert nur jeder siebte Investor (14%) den Hedge Fonds Anbietern ein Imageproblem. Damit sollte die „Heuschrecken-Diskussion“ nicht mehr überstrapaziert werden.
- Auch das früher oftmals bemühte Argument, dass Investments in Hedge Fonds eigentlich nur „Großanbietern“ vorbehalten seien, gehört offensichtlich der Vergangenheit an. Dies sehen nur noch 7% der institutionellen Anleger so.

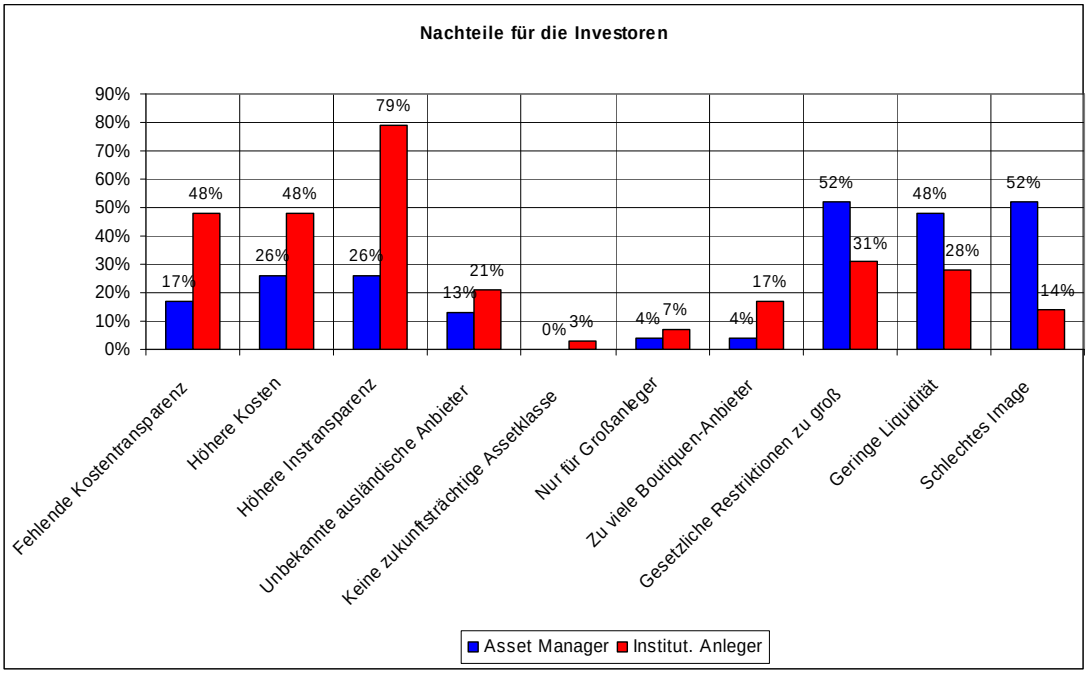


Abbildung 2: Nachteile für die Investoren

Copyright © 2006 TELOS GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

4. Verständnis für Hedge Fonds

Als wir die gleiche Frage vor zwei Jahren gestellt haben, war ganz überwiegende Meinung, dass die Investoren noch so weit sind, um mit dem damals ja noch neuen Produkt Hedge Fonds umzugehen. Im Ergebnis kamen im Jahre 2004 über 75% der befragten Hedge Fonds Manager zu dem Ergebnis, dass eine Entscheidungskultur bei den Investoren noch nicht vorhanden sei, der Rest sagte, dass dies „zum Teil" der Fall sei. Zwei Jahre später sehen die Ergebnisse schon sehr viel freundlicher aus. Nur mehr 43% der befragten Manager sind nach wie vor der Meinung, dass institutionelle Anleger in Deutschland noch über kein Grundverständnis für Hedge Fonds verfügen. Das heißt, mehr als jeder zweite Manager konstatiert ein spürbar gestiegenes Know-how im Bereich Hedge Fonds.

So können stellvertretend für andere folgende Anmerkungen der Hedge Fonds Manager angeführt werden:

- „Das Wissen in der Industrie hat sich signifikant verbessert".
- „Grosse institutionelle Anleger verfügen inzwischen über eine gute Kompetenz und Entscheidungskultur".
- „The process has started in Germany but there is still a long way to go".

Auch wenn die letzten zwei Jahre die Branche rein nach den investierten Assets betrachtet alles andere als zufrieden stellend waren; wir scheinen in Deutschland zumindest auf einem Weg in Richtung Hedge Fonds zu sein. Unterstrichen wird dies auch durch den Umstand, dass fast jeder zweite Investor, der an unserer Studie teilgenommen hat, schon Investitionen in Hedge Fonds-Produkte betrieben hat und damit über Erfahrung verfügt.

C. Der Markt für Hedge Fonds

In diesem Teil geht es darum festzustellen, wie der Markt von den Teilnehmern selbst im Hinblick auf Marktpotentiale, den Wettbewerb und Zugangsmöglichkeiten zum Kunden bewertet wird.

Copyright © 2006 TELOS GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

1. Marktpotential

Wie schon erwähnt, ist die Lage in Deutschland als ausgesprochen bescheiden anzusehen, jedenfalls soweit wir auf die Assets under Management bei Hedge Fonds schauen. 2,1 Mrd. € nach 1,2 Mrd. € in 2004 ist mehr als ein spärliches Resultat. Auch die in Form von Zertifikaten zugesprochenen weiteren 15 bis 20 Mrd. € dienen nicht wirklich zur Beruhigung der Gesamtlage.

Auch 2004 fragten wir nach den Gründen für diesen relativen „Misserfolg". Zu diesem Zeitpunkt musste auch noch das schleppende Genehmigungsverfahren beim BaFin herhalten. Hiervon kann heute keine Rede mehr sein. Das BaFin hat bereits über 40 Hedge Fonds genehmigt und die Verfahren laufen zügig über die Bühne. Schaut man auf die Entwicklungen an den Kapitalmärkten, so lässt sich hier schon eher ein nachvollziehbares Argument für die Lethargie der Anleger in Richtung Hedge Fonds finden. Seit Frühjahr 2003 lässt sich über Plain Vanilla-Produkte wieder Geld an den Märkten verdienen. Warum also auf so komplexe Strukturen wie Hedge Fonds zurückgreifen, wenn die bewährten Methoden auch funktionieren.

Hinzu kam, dass die Hedge Fonds Strategien überwiegend keine erkennbare Mehrperformance gegenüber den traditionellen Anlagen vorweisen konnten.

Nachdem wir nunmehr mit der Konstellation konfrontiert zu sein scheinen, dass einerseits immer noch nicht ausreichend zählbare Assets in Hedge Fonds investiert sind, andererseits aber die institutionellen Anleger offenbar – wenn auch mit kleinen Beträgen – die ersten Schritte gewagt haben und auch aufgeklärter sind, stellt sich die Frage nach dem künftigen Potential. Auf die konkrete Frage, wie die Manager ganz allgemein die Entwicklung der Hedge Fonds sehen, gab es großteils „positive" Voten. Allerdings wurde auch auf die Abhängigkeit von der Entwicklung anderer Assetklassen hingewiesen und das nicht befriedigende regulatorische Umfeld.

Auf Deutschland bezogen wurden drei Meßlatten hinterfragt, nämlich das Potential im Hinblick auf

- Assets under Management (institutionell sowie retail),
- Anzahl institutioneller Anleger und
- Mindestvolumen in einem (Spezial-) Fonds.

Copyright © 2006 TELOS GmbH, Wiesbaden

Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

	Minimum	Maximum	Durchschnitt
Marktpotential über die nächsten 5 Jahre (in Mio. €)	3.000	200.000	50.000
Anzahl möglicher institutioneller Anleger	50	1.000	250
Mindestvolumen je Spezialfondsanleger (in Mio.€)	5	160	20

Tabelle: 1

Nach den „Assets under Management" gehen die Teilnehmer von einem Durchschnittsvolumen von ca. 50 Mrd. € (2004: 47 Mrd. €) für den gesamten deutschen Markt aus. Dies entspricht nach dem heutigen Stand einer Quote von unter 5% bezogen auf den heutigen gesamten Fondsmarkt. Dabei wurde als kleinste Größe ein Volumen von 3 Mrd. € genannt (2004: 10 Mrd. €), als Maximalwert wurden wie im Jahr 2004 200 Mrd. € angegeben.

Bei der Anzahl potentieller „institutioneller Anleger" wurden im Minimum 50 (2004: 30) und als Maximalwert 1.000 (2004: 1.200) genannt. Dies ergab einen Durchschnittswert von 250 Investoren (2004: im Durchschnitt: 322 Investoren). Die Anbieter, die beides, Dach Hedge Fonds sowie Single Hedge Fonds anbieten, neigten dazu, eher kleinere Zahlen zwischen 30 und 80 in Frage kommenden Investoren zu nennen. Sie gehen eher davon aus, dass Single Hedge Fonds bei einem gezielten und ausgesuchten Kundenkreis platziert werden können. Schaut man auf die andere Seite, nämlich die in der Spitze bis zu 1.000 potentiellen institutionellen Kunden, so findet sich hier bereits wieder die Euphorie aus den Vorjahren.

Ein Vergleich ausländischer gegenüber deutschen Hedge Fonds Anbietern fördert wie vor zwei Jahren eine optimistischere Einschätzung des Marktpotentials durch die ausländischen Häuser zutage. Von diesen Teilnehmern wurden in der Spitze auch bis zu 200 Mrd. € Marktpotential gesehen. Diese optimistischere Grundeinstellung zeigt sich auch bei der Frage nach dem geschätzten Mindestvolumen bei Auflage eines Spezialfonds (Hedge Fonds). Auch hier wurden von den ausländischen Anbietern eher einmal 100 Mio. € bis 160 Mio. € genannt. Die deutschen Hedge Fonds Manager gaben sich mit Nennungen in der Größenordnung um die 30 bis 50 Mio. € herum da etwas bescheidener.

Copyright © 2006 TELOS GmbH, Wiesbaden

Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

2. Wettbewerb

2.1. Aufteilung des Marktes zwischen deutschen und ausländischen Hedge Fonds

Hinterfragt man den Wettbewerb im Bereich Hedge Fonds, so stellt sich automatisch und viel mehr als bei anderen Assetklassen die Frage nach der Aufteilung des Marktes zwischen inländischen und ausländischen Anbietern. Vor zwei Jahren waren die Befragten der Meinung, dass die ausländischen Hedge Fonds Manager im Schnitt 68% des Marktes und die inländischen 32% für sich beanspruchen werden. Wie die nachstehende Tabelle zeigt, hat sich der Anteil zugunsten ausländischer Anbieter noch einmal zu deren Gunsten verschoben.

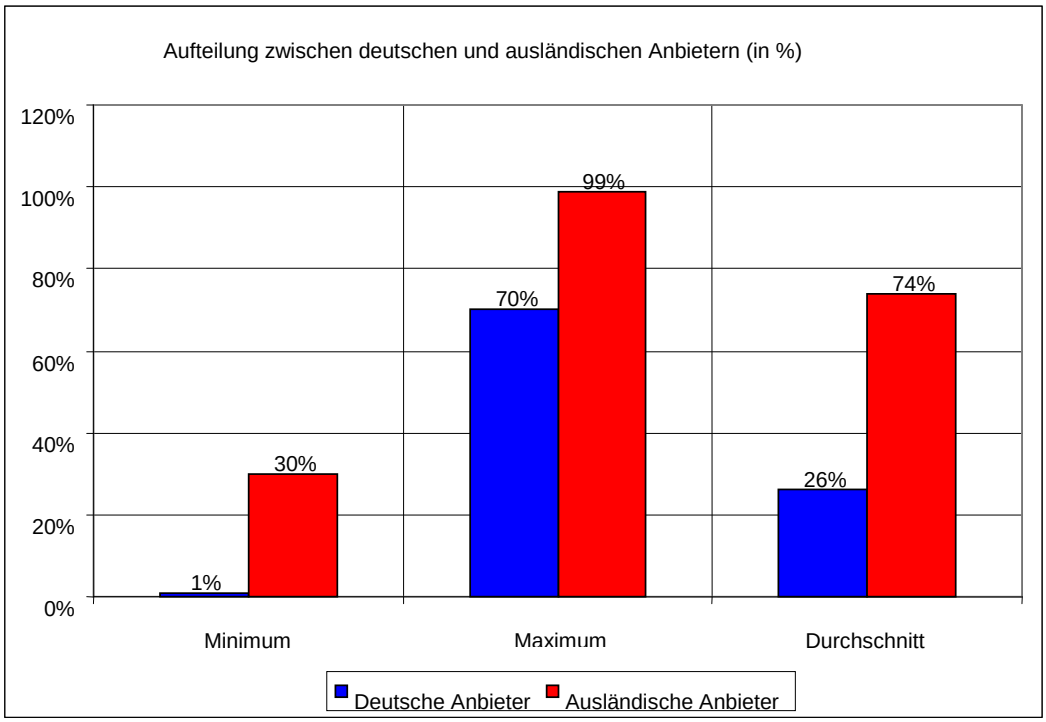


Abbildung 3: Aufteilung zwischen deutschen und ausländischen Anbietern

Aus unserer **Investorenbefragung** können wir kein einheitliches Bild gewinnen, das die Frage nach der Aufteilung der Hedge Fonds Assets zwischen ausländischen und deutschen Anbietern befriedigend beantwortet. Mittelbar vermögen wir den Schluss zu ziehen, dass die Investoren ausländischen Anbietern scheinbar einen Vertrauensvorschuss einräumen. Denn immerhin 97% der institutionellen Investoren legen großen Wert auf ***Erfahrung des Managers*** auf diesem Gebiet sowie die ***Existenz von Referenzadressen***. Nun lässt sich auch dahingehend argumentieren, dass trotz noch bescheidener Gesamtassets im deutschen Hedge Fonds Markt nach knapp drei Jahren seit Zulassung dieses Produktes auch einige deutsche Häuser sehr wohl auf dem Radarschirm institutioneller Anleger wahrge-

Copyright © 2006 TELOS GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

nommen werden und auch Mandate gewonnen haben. Gestützt wird diese Auffassung, wonach deutsche Anbieter in diesem Markt werden mitspielen können, durch den Umstand, dass die Investoren bei der Bedeutung der „Internationalität des Hedge Fonds Anbieters“ mit nur 10% der Nennungen einen echten Rückzieher gemacht haben. In welche Richtung das Pendel letztlich ausschlägt, hin zu den deutschen oder den ausländischen Häusern, sollte im Übrigen erst dann von größerem Interesse sein, wenn das generelle Vertrauen der Anleger in diese Assetklasse gestärkt wurde.

2.2 Einschätzung der Anbieter durch die direkten Wettbewerber

Wir befragten die teilnehmenden Hedge Fonds Manager, welche Gesellschaften sie derzeit als härteste Mitbewerber wahrnehmen.

„Anzahl der Nennungen von Hedge Fonds Anbietern durch Wettbewerber“

(in %)	Asset Manager
über 40%	Deutsche Bank, Dreba
30% bis 40%	Commerzbank, Union, Partners Group, Goldman Sachs
20% bis 30%	UBS, MAN, Pioneer
10% bis 20%	Sauren, französische Anbieter (BNP, Soc. Générale, Crédit Agricole) RMF, Credit Suisse, Lupus Alpha, Barclays, Julius Bär, Citigroup, JP Morgan, ferro, LGT, Morgan Stanley, Hypo-Vereinsbank, Vega, ABN

Tabelle: 2

- Aus der Tabelle wird deutlich, dass es eine Dominanz „Ausländischer Anbieter“ zurzeit nicht gibt.
- Unter den ausländischen Hedge Fonds werden Gesellschaften aus der Schweiz, UK, Frankreich und den USA am stärksten wahrgenommen.
- Bei aller zuvor festgestellten Euphorie für einen hohen Marktanteil durch ausländische Anbieter werden – im Übrigen auch von diesen Häusern – die großen deutschen Asset Manager mit einigem Abstand vorneweg genannt. Hier befürchtet man wohl das funktionierende Vertriebsnetz im institutionellen Sektor.
- Aber auch den kleineren Spezialisten im Hedge Fonds Bereich in Deutschland wird eine hohe Marktakzeptanz zugestanden.

Copyright © 2006 TELOS GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

- Dies zeigt, dass die Marktteilnehmer im Grunde jeden guten Anbieter als möglichen ernsthaften Konkurrenten betrachten.

Wir stellten weiterhin die Frage, ob vorstellbar ist, dass sich über den heutigen Tag hinaus neue Hedge Fonds Firmen im Markt zeigen werden. Dies wurde fast einhellig so gesehen.

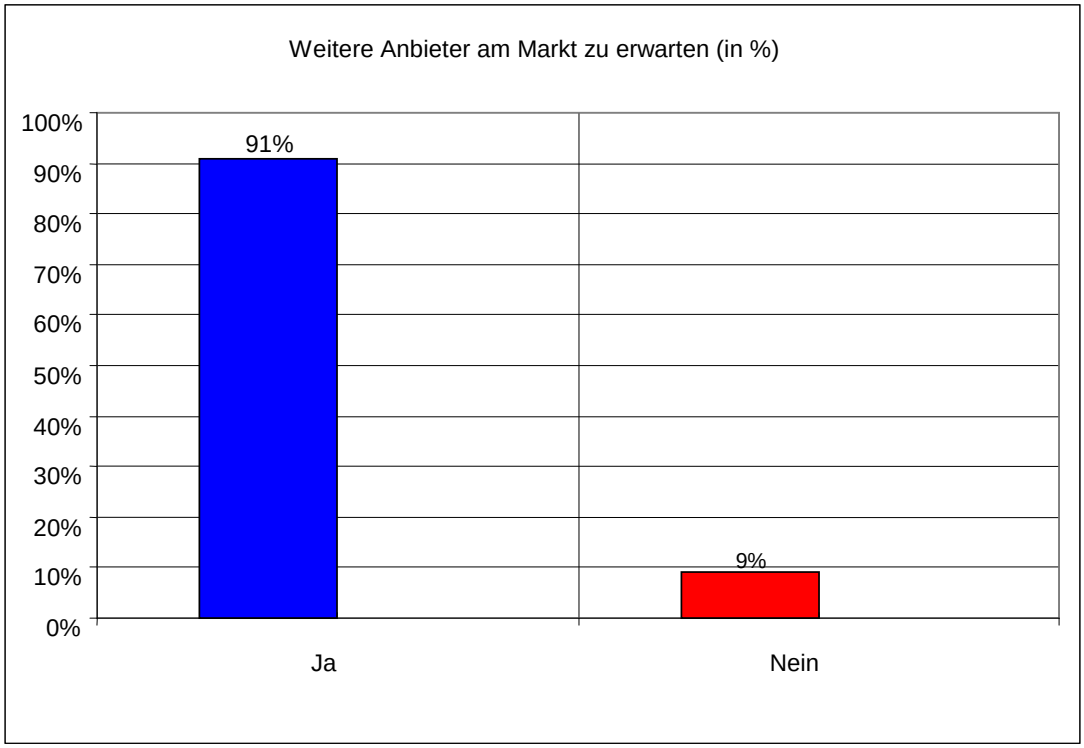


Abbildung 4: Weitere Anbieter am Markt zu erwarten

3. Hedge Fonds – Investments von institutionellen Anlegern

Bevor wir uns der Frage zuwenden, welche Kriterien für die Auswahl des richtigen Hedge Fonds Managers aus Sicht der Manager selbst, aber auch der institutionellen Anleger, die entscheidenden sind, wollen wir uns die derzeitige Anlagepolitik in Bezug auf die Hedge Fonds Strategien betrachten. Ausgangspunkt dieser Auswertung sind die annähernd 50% unserer Teilnehmer auf Seiten der Anleger, die bereits in Hedge Fonds investiert sind.

Copyright © 2006 TELOS GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

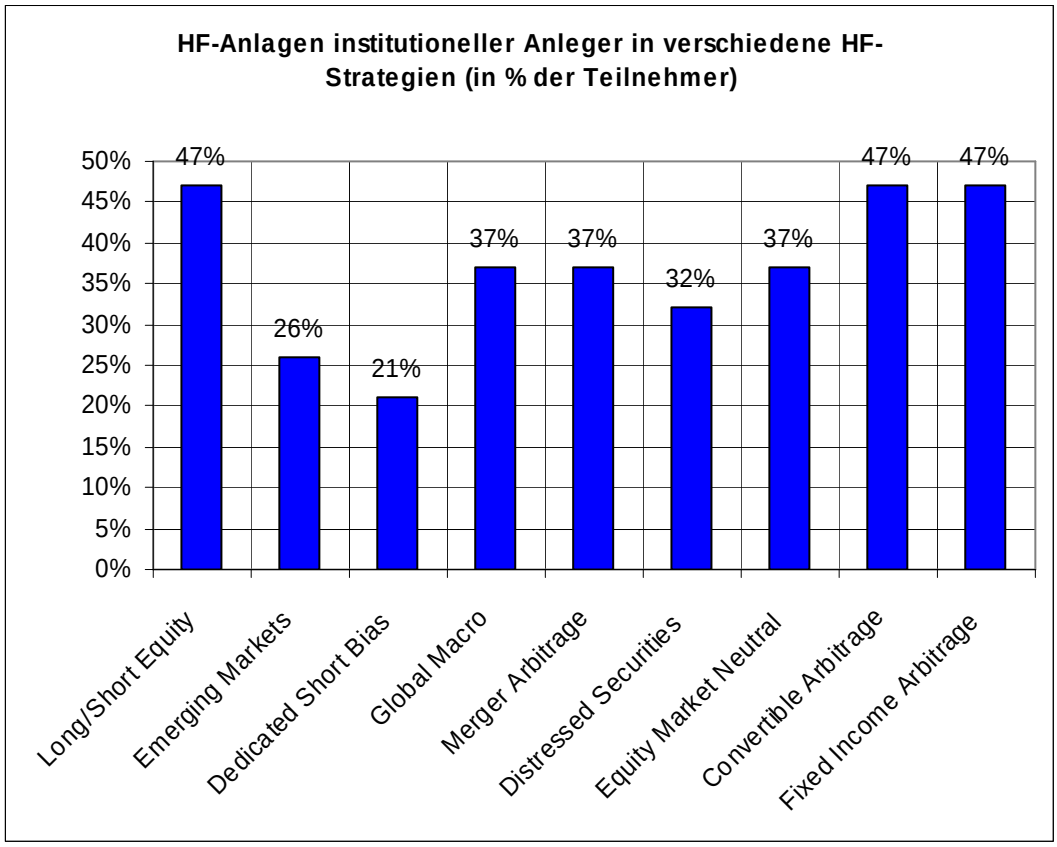


Abbildung 5: Institutionelle Anleger die in verschiedenen HF-Strategien investieren

- 47% der Investoren sind bereits in der klassischen „Long-/Short-Strategie“ investiert, aber genauso viele nutzen auch die Arbitrage-Möglichkeiten bei Fixed Income und bei Wandelanleihen (Convertibles).
- Jeweils 37% der Anleger haben sich für die klassischen Ansätze „Global Macro“ sowie „Equity Market Neutral“ entschieden. Wiederum 37% vertrauen auf den spezielleren Ansatz des Ausnutzens von Preisverwerfungen bei Mergern (Merger Arbitrage).
- Auch andere spezielle Ansätze wie Emerging Market-Hedge Fonds werden bereits genutzt.

Copyright © 2006 TELOS GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

4. Auswahlkriterien für Hedge Fonds Manager

4.1 Sichtweise der HF-Manager

Wir befragten die Hedge Fonds Anbieter danach, welche Kriterien ihrer Meinung nach bei institutionellen Anlegern von besonderem Interesse sind, wenn sie eine Entscheidung für ein Investment in Hedge Fonds getroffen haben.

Hier das Ergebnis:

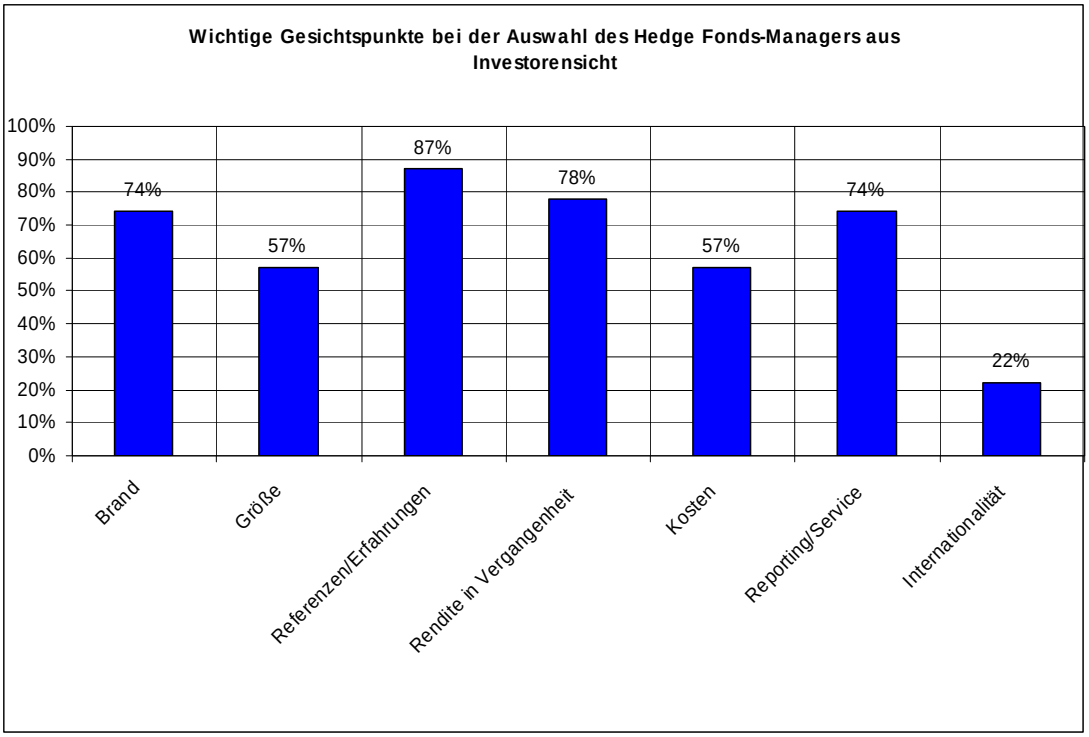


Abbildung 6: Wichtige Gesichtspunkte

- Nahezu einhellige Auffassung der Manager ist, dass sie am besten mit „bestehenden Referenzen“ punkten können, da dadurch die Erfahrung im Umgang mit dem Produkt sowie ein bereits aufgebautes Vertrauen zu anderen institutionellen Anlegern dokumentiert wird.
- In der Vergangenheit erzielte Performance spielt mit 78% (2004: 83%) natürlich eine ganz große Rolle, Hedge Fonds werden von den Anlegern als Alpha-Produzent gesehen.
- Immer wichtiger wird vor dem Hintergrund gestiegener gesetzlicher und aufsichtsrechtlicher Ansprüche das Thema „Reporting“ und die damit zusammenhängenden Services (74%, 2004: 77%).
- Der „Kosten“-Gesichtspunkt fiel mit 57% der Nennungen demgegenüber ähnlich wie in der 2004-er Umfrage (43%) etwas ab.

Copyright © 2006 TELOS GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

4.2 Sichtweise der institutionellen Anleger

Schauen wir uns die Ergebnisse aus der **Investorenbefragung** an, so sehen wir einen relativen Gleichklang mit den Antworten der Manager.

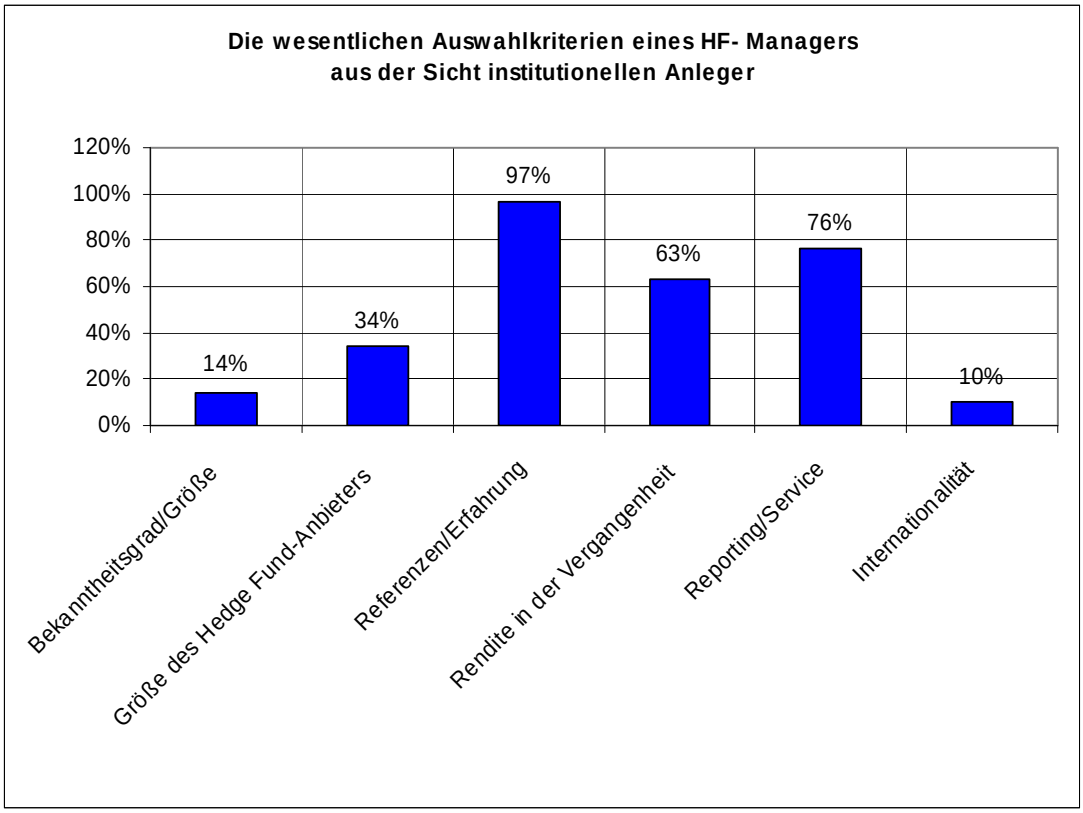


Abbildung 7: Die wesentlichen Auswahlkriterien eines HF-Managers aus Sicht institutioneller Anleger

- Kriterien wie „Referenzen/Erfahrung“ (97%) und „Performance“ (63%) stehen im Vordergrund des Interesses.
- „Reporting/Services“ nehmen bei den Investoren mit 76% einen sehr hohen Stellenwert ein. „Reporting“ hat sich nicht zuletzt durch den qualitativen Ansatz laut Derivate VO noch einmal zu einem ganz entscheidenden Auswahlkriterium ausgeweitet. Für viele institutionelle Anleger wie Versicherer und Pensionskassen, die beide dem VAG unterliegen, ist die richtige Erfassung und Darstellung nicht nur der Rendite, sondern des mit dem Hedge Fonds verbundenen Risikos maßgebend. Soweit Master-KAGen zwischen Manager und Investor geschaltet sind, können wir heute feststellen, dass die Master KAGen ganz überwiegend ihre Hausaufgaben gemacht haben und in der Lage sind, entsprechende Daten und Kennziffern zur Verfügung zu stellen.
- Das Thema „Kosten“ wurde gesondert abgefragt und fehlt deshalb in dem folgenden Balkendiagramm. Aus der gesonderten Abfrage ergab sich mit 70%

Copyright © 2006 TELOS GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

(2004: 60%) der Investoren ein recht hoher Anteil, der dieses Kriterium als ein wichtiges Selektionskriterium ansieht. Dies erklärt sich auch daraus, dass „Performance“ und „Kosten“ in direkten Zusammenhang stehen. Die Gebührenpolitik und –sensibilität scheint gerade im Hedge Fonds Bereich besonders ausgeprägt zu sein. Aufgrund des der Branche anhaftenden Nimbus, dass die Hedge Fonds Strategien eine besonders aktive, auch auf kurzfristige Umschichtungen ausgerichtete Philosophie voraussetzen, wird ganz allgemein ein höheres Gebührenniveau in Kauf genommen.

4.3 Gebühren

In diesem Bereich wollten wir die Vorstellungen der Hedge Fonds Anbieter hinsichtlich der durchsetzbaren Gebühren abfragen. Wir haben zwischen Single und Dach Hedge Fonds unterschieden und uns die „Minimumwerte“ sowie die „Maximalwerte“ nennen lassen und über die Antworten der Teilnehmer hinweg auch den jeweiligen Mittelwert über alle Angaben hinweg ermittelt.

	Single Hedge Fonds	Fund of Hedge Fonds
Minimum	50 (-200)	75 (-150)
Mittelwert	150	100
Maximum	150 (-250)	100 (-200)
Mittelwert	200	150

Tabelle: 3 (in Basispunkten, BP)

- Bei Single Hedge Fonds wurde im Minimum eine Spannbreite zwischen 50 und 200 BP genannt, eine doch ganz erhebliche Abweichung. Interessanterweise haben dabei nicht nur die großen internationalen Player zu den höheren Mindest Fees gegriffen, sondern auch einige deutsche Anbieter. Erstaunlich ist auch, dass die internationalen Anbieter zum Teil eher zu dem niedrigeren Gebührenbereich geneigt haben. Nach oben scheinen 250 BP das Maximum an durchsetzbaren Fees zu bilden.
- Bei dem Fund of Funds liegen die Gebühren im Schnitt etwa 50 BP unterhalb derer von Single Hedge Fonds.
- Etwa jeder zweite Teilnehmer wies darauf hin, dass er „Performanceabhängige Fees“ für durchsetzbar hält. Die Höhe bewegte sich zwischen 10% und 20% Outperformance Fee und zwar angabegemäß ohne Hurdle Rate.

Copyright © 2006 TELOS GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

5. Consultants im deutschen Hedge Fonds Markt

5.1 Die Rolle der Consultants

Die Consultantszene ist in Deutschland in den letzten drei Jahren kräftig in Bewegung gekommen. Drei wesentliche Phänomene waren zu beobachten. Einerseits haben sich neue, zunächst noch kleinere Anbieter am Markt etabliert. Zum zweiten gab es Veränderungen auf Gesellschafterebene, die unter Umständen das Rollenverständnis des einen oder anderen Consultants betreffen. Und zu guter letzt zeigen sich ausländische Consultants wieder im deutschen Markt und dies mit Erfolg. Hedge Fonds sind ein beratungsintensives Geschäft. Einerseits ist das Produkt Hedge Fonds auch nach knapp drei Jahren offizieller Zulassung von Fonds noch relativ jung; zum anderen sind die verschiedenen Ansätze gerade vor dem strengen Blick der Aufsicht erklärungsbedürftig. Der Kunde muss darüber aufgeklärt werden, auf welches Risiko er sich einlässt.

Offenbar sehen sich die institutionellen Anleger nach dem aktuellen Stand absolut in der Lage, ihre Entscheidung zur Auswahl eines Hedge Fonds Managers selbst vorzunehmen.

Zugang von noch nicht in HF investierten Anlegern geplant über…	
Direktkontakt zu HF-Anbieter	Consultant
67%	33%

Tabelle: 4

- Danach hat nur einer von drei Investoren geplant, einen Consultant für die Suche eines Hedge Fonds Managers heranzuziehen.
- Zu diesen Investoren, die sich eines Consultants bedienen möchten, gehören vorwiegend Sparkassen und Volksbanken; aber auch Pensionskassen, Zusatzversorgungskassen und Stiftungen zeigten entsprechendes Interesse.

Wie sehen die Hedge Fonds Manager selbst den Einfluss von Consultants zur Vermittlung von Mandaten? Konkret fragten wir danach, in welcher Weise – aus Sicht der Manager – derzeit mehr Hedge Fonds Mandate gewonnen werden, durch „Direktansprache**“** oder durch „Vermittlung via Consultants“.

Die befragten Manager konnten bei dieser Frage eine Prozentzahl für „Consultants“ und eine für „Direktansprache“ (zusammenaddiert zu 100%) angeben.

Copyright © 2006 TELOS GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

	Minimum	Maximum	Mittelwert
Direktansprache durch Anleger	5%	100%	69%
Vermittlung via Consultants	0%	95%	31%

Tabelle 5: Vergabe von Hedge Fonds

- Im Durchschnitt werden nach dem Empfinden der Manager lediglich 31% (2004: 30%) des Geschäfts derzeit über Consultants vermittelt und 69% (2004: 70%) durch die direkte Kontaktaufnahme beim potentiellen Kunden.
- Es war nicht feststellbar, dass etwa ausländische Anbieter eher auf Consultants vertrauen als deutsche Hedge Fonds. Bei deutschen wie ausländischen Hedge Fonds gibt es gleichermaßen Gesellschaften, die die Vermittlung über Consultants favorisieren oder auch zurückhaltend sehen.

Wie stehen die Chancen für Consultants aber in der Zukunft? Hier sahen die Manager die Aussichten für eine Consultant-Beratung im Hedge Fonds Sektor sehr viel rosiger im Vergleich zu der zuvor angestellten Status Quo-Betrachtung.

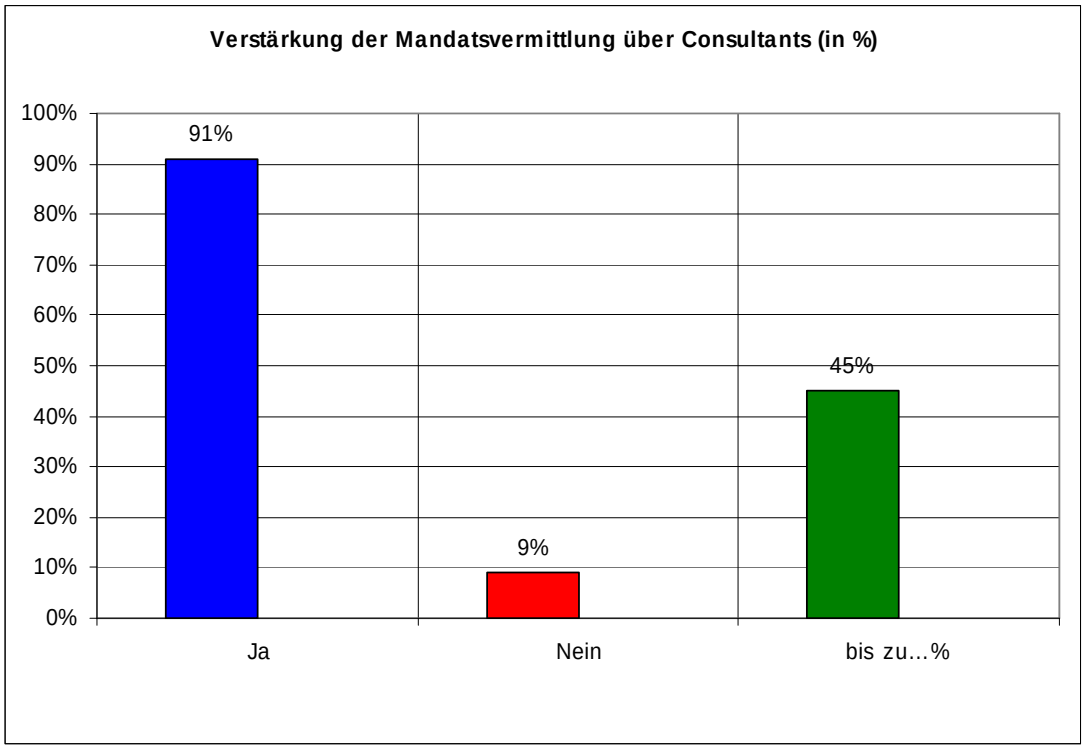


Abbildung 8: Verstärkung der Mandatsvermittlung über Consultants

Copyright © 2006 TELOS GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

- Neun von zehn Hedge Fonds Managern (genau 91%, 2004: 87%) sehen die Consultants bei diesem beratungsintensiven und im Grunde relativ regulierungsfreien Geschäft im Vermittlungsgeschäft auf dem Vormarsch. Unter denen, die das in Zweifel ziehen (9%), fanden sich nur deutsche Manager.
- Volumenmäßig verteilten sich die Größenordnungen von 20% bis zu 80% des neu zu verteilenden Geschäftes in Hedge Fonds; dies entspricht im Schnitt 45% (2004: 40%) der neuen Hedge Fonds Assets.

5.2 Die Wettbewerbssituation der Consultants

Nachdem der deutsche Consultant-Markt wie schon angedeutet in den letzten Jahren einige Veränderungen erlebte, wollten wir von den Hedge Fonds Firmen wissen, welche Consultants sie in diesem speziellen Bereich als „besonders aktiv“ wahrnehmen. Zudem erfragten wir, wie viel Prozent-Anteile die einzelnen Consultants bei den Anbahnungen im Hedge Fonds Sektor nach ihrer Wahrnehmung abdecken. Hierbei handelt es sich lediglich um eine Momentaufnahme, die keine Aussage zur Qualität der Beratung beinhaltet.

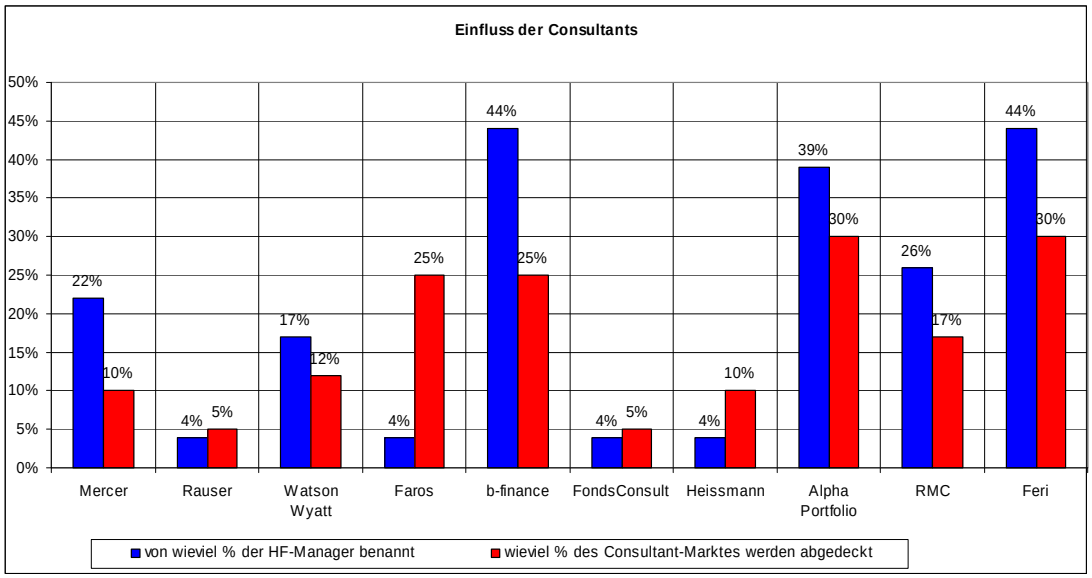


Abbildung 9: Einfluss der Consultants

- Fast jeder zweite Teilnehmer nannte neben Feri auch b-finance als besonders aktive Adresse im Hedge Fonds Markt. Auch eine Reihe anderer Consultants werden von den Hedge Fonds Firmen wahrgenommen.
- Interessanterweise muss keine Korrelation zwischen der Anzahl der Nennungen und dem Grad der Abdeckung bei den Anbahnungen bestehen. So sind Consultants wie Faros oder Heissmann zwar von weniger Anbietern genannt worden; diese trauen den beiden Beratern aber einen relativ größeren Einfluss bei der Marktabdeckung zu.

Copyright © 2006 TELOS GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

6. Informationshilfen durch Hedge Fonds Manager für Investoren

Als ein erklärungsbedürftiges Produkt muss bei den Anlegern das Verständnis für die Strategien dieser immer noch recht frischen Assetklasse geweckt werden.
Wie kann nun am besten Aufklärungsarbeit geleistet werden?

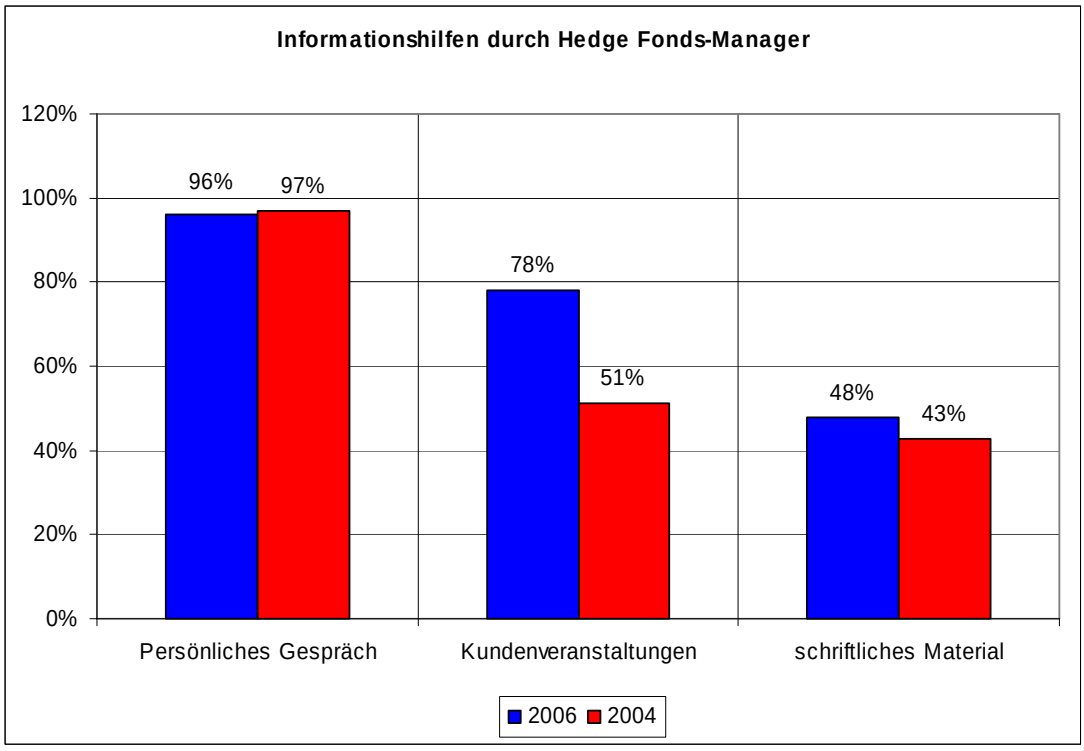


Abbildung 10: Informationshilfen durch Hedge Fonds-Manager

- 40% der teilnehmenden Hedge Fonds Manager kreuzten alle drei Maßnahmen an, verfolgen also eine Art Zangenpolitik.
- Die „unmittelbare Kundenansprache" wird wie in unserer 2004-er Studie eindeutig als das derzeit probateste Mittel betrachtet, um bei dem Investor das nötige Interesse zu wecken und das Know-how zu transportieren.
- Aber auch „Kundenveranstaltungen“ sind mit 78% der Befragten im Vergleich zur Studie aus 2004 (51%) auf dem Vormarsch. Diese bieten den Vorteil, dass mehreren interessierten Anlegern gleichzeitig die notwendigen Informationen zu Hedge Fonds vermittelt werden können. Aus dem deutlich gestiegenen Prozentsatz lässt sich der Schluss ziehen, dass Investoren in Zukunft verstärkt zu derartigen Konferenzen eingeladen werden.

Copyright © 2006 TELOS GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

7. Rating der Hedge Fonds (-Firma) als Unterstützung

Mit 1,1 Bio. US-$ in über 9.000 Fonds verwalteten Hedge Fonds Geldern nimmt die Aufmerksamkeit nicht nur von Seiten der Anleger zu, sondern auch die der Aufsichtsbehörden. Schließlich möchte man ein zweites Desaster a la LTCM oder auch jüngsten Vorkommnissen vermeiden. Das Thema Transparenz wird im Zusammenhang mit Hedge Fonds konsequenterweise sehr groß geschrieben. Gerade in Deutschland haben wir jedoch zu spüren bekommen, dass einige Hedge Fonds Anbieter sich nicht in die Karten schauen lassen wollen und ihren USP des Fondsmanagements nicht preisgeben wollen. Ein ähnliches Bild zeichnet sich bei der Frage der Ratings ab. Wir fragten danach, ob die Hedge Fonds ein Rating ihrer Produkte als ein hilfreiches zusätzliches Instrument für Investoren und Consultants ansehen.

Priorität "1"= sehr hoch, "2"= neutral, "3"= weniger wichtig

Priorität	Ausbau Marktanteil	Kontakt zu Consultants	Direktansprache Kunden/Anleger	Stärkung Research	Ausbau Produktpalette
1	74% (60%)	30% (42%)	74% (72%)	17% (24%)	37% (22%)
2	22% (34%)	53% (35%)	26% (22%)	39% (52%)	45% (56%)
3	4% (6%)	17% (23%)	0% (6%)	44% (24%)	18% (22%)

(Die Ergebnisse in den Klammern stammen aus der Hedge Fonds-Studie 2004)

Tabelle: 6

- Immerhin mehr als jeder zweite Hedge Fonds kann sich ein Rating seines Produktes vorstellen (2004: 63%). 39% der Teilnehmer glauben nicht daran, dass ein Rating als zusätzliches Hilfsmittel für Consultants und Anleger dienen kann.
- Auf den gesamten Asset Management-Markt geschaut, gewinnen „Qualitative Analysen (Ratings)“ von Investment-Anbietern (Manager Ratings) - wie Produkten (Fondsratings) immer mehr an Bedeutung. In Verbindung mit den bestehenden und zuvor geschilderten Unsicherheiten über die Beaufsichtigung der Hedge Fonds Branche kann man sich eine ähnliche Entwicklung von Ratings auch bei Hedge Fonds vorstellen.

Copyright © 2006 TELOS GmbH, Wiesbaden

Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

D. Status quo und Strategien der Hedge Fonds Manager

1. Status quo der Hedge Fonds Manager

Die Teilnehmer teilen sich wie folgt auf:

Anbieter	**Anbieter**
Nur Fund of Hedge Funds	**Fund of Hedge Funds + Single Hedge Funds**
26 % der Teilnehmer	74 % der Teilnehmer
Assets under	**Management**
Single Hedge Funds	Fund of Hedge Funds
1,2 Mrd. € je Teilnehmer (im Durchschnitt)	6,3 Mrd. € je Teilnehmer (im Durchschnitt)

Tabelle: 7

Insgesamt repräsentieren die teilnehmenden Hedge Fonds Manager Assets under Management von über 200 Mrd. € weltweit. Die reinen Fund of Fonds-Manager vereinen jeweils ca. 12 Mrd. € auf sich, 190 Mrd. € entfallen auf die großen Anbieter beider Produkte.

Copyright © 2006 TELOS GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

2. Angebotene Hedge Fonds Strategien

Die Anbieter wurden gefragt, welche Strategien im Bereich Hedge Fonds angeboten werden. Natürlich konnten alle Strategien angegeben werden, die von dem jeweiligen Hedge Fonds angewendet werden.

Die nachfolgende Abbildung zeigt, wie sich die Strategien zwischen den einzelnen Hedge Fonds Firmen aufteilen. Wir haben neun verschiedene Strategien differenziert, die heute gängigerweise unterschieden werden. Durch die teilweisen Überschneidungen zwischen den einzelnen Managementansätzen gibt es keine ganz eindeutigen Abgrenzungen in der Terminologie.

Hier das Ergebnis.

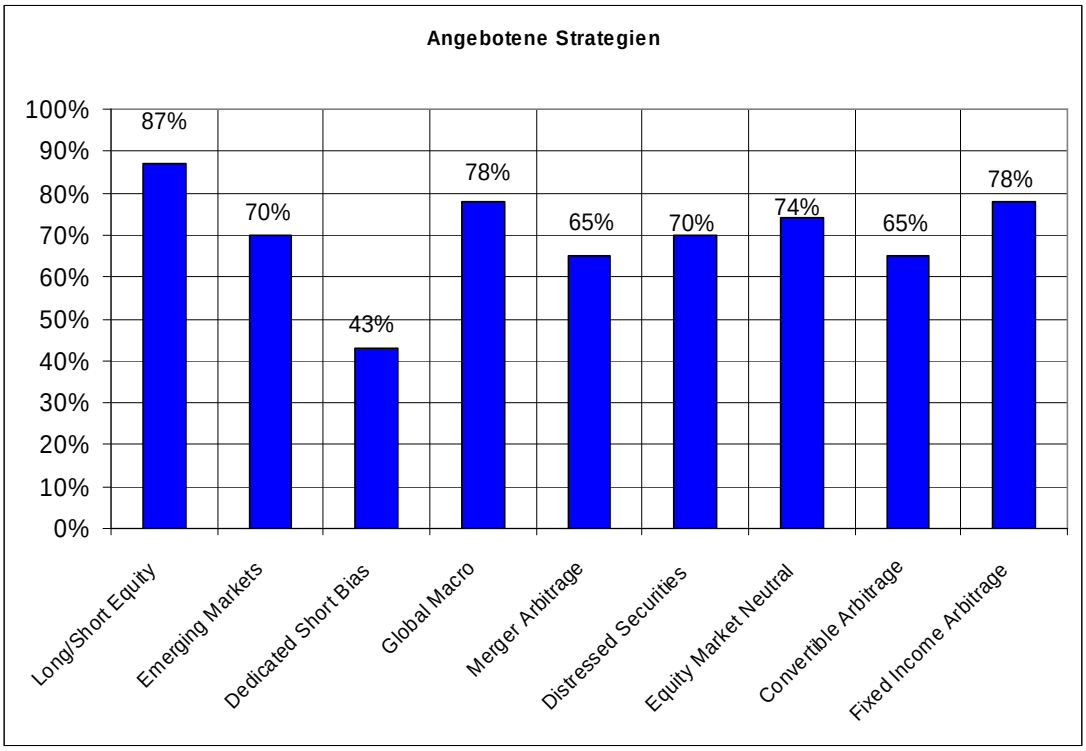


Abbildung 11: Angebotene Strategien

An dieser Stelle soll kurz auf die wichtigsten Strategien und den verfolgten Zweck eingegangen werden. Zunächst fällt auf, dass Long-/Short-Strategien vom überwiegenden Teil der befragten Manager offeriert werden.

2.1 Long-/Short-Strategien

Long-/Short-Strategien sind gewissermaßen der Klassiker unter den Hedge Fonds Strategien. Im Rahmen unserer Studie finden sich diese Strategien bei fast allen Anbietern (87%).

Copyright © 2006 TELOS GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

Definition
Die Manager dieser Strategie erwerben z.B. Aktien, die sie für aussichtsreich erachten (sog. Long-Positionen) und veräußern Papiere von Titeln, die sie für überbewertet erachten (sog. Short-Positionen). Ähnlich wie beim traditionellen Portfolio Management kommt es bei dieser Strategie auf die Titelauswahl an, die beispielsweise mittels fundamentaler oder technischer Analysen Titel selektieren soll, die eine positive Rendite versprechen. Die richtige Selektion der Titel ist mithin der entscheidende Faktor für diesen Ansatz. Kauf und Verkauf (für den Verkauf werden die zugrunde liegenden Aktien oftmals von großen Anlegern wie Pensionskassen ausgeliehen) der Wertpapiere werden gleichzeitig durchgeführt. Liegt das Übergewicht auf der Kauf-Seite, spricht man von einem Long-Bias, umgekehrt von einem Short-Bias. Oftmals werden Fremdmittel eingesetzt, die dazu führen, dass sich die Wertentwicklung überproportional zum eingesetzten Kapital hin ausrichtet.

2.2 Marktneutrale Strategien (relative Value)

Bei den „marktneutralen Strategien“ liegt der Schwerpunkt auf dem Betreiben von Arbitrage-Geschäften. In unserer Produkte umfassenden Grafik finden sich zwei derartige Ansätze, nämlich die Fixed Income Arbitrage, die 78% unserer Teilnehmer anbieten, sowie die „Convertible Arbitrage“ (Wandelanleihen), die 65% der Teilnehmer betreiben. Bei diesen Ansätzen steht das Ausnutzen von Preisineffizienzen im Vordergrund.

Definition
Zu den marktneutralen oder relative Value-Strategien gehören die „Arbitrage“-Geschäfte. Sie finden sich bei verschiedenen Wertpapiergattungen wie Fixed Income (festverzinsliche Wertpapiere) oder bei Convertible Bonds (Wandelanleihen). Diese Strategie lebt in starkem Maße von statistischem Know-how und computergestützten Programmen zum Aufspüren von Preisdifferenzen. Die Idee hinter dieser Strategie ist das Ausnutzen von Kursunterschieden der gleichen (oder zumindest ähnlichen) Wertpapiere an verschiedenen Börsenplätzen zum gleichen Zeitpunkt. Beispiel: Ein Fondsmanager verkauft überbewertete Aktien und erwirbt aus seiner Sicht zu niedrig bewertete Wandelanleihen des gleichen Unternehmens. Oder: der Fondsmanager stellt ein Portfolio aufgrund einer computergestützten Simulation (meist mehrere hundert Titel) zusammen und zwar sowohl auf der Long– wie auf der Short-Seite. Er unterstellt dabei, dass sich kurzfristige Preisungleichgewichte mittelfristig einem Mittelwert annähern. Der Begriff „Market neutral“, der hier verwendet wird, bedeutet nicht, dass diese Disziplin ohne Risiko ist; gemeint ist, dass diese Strategien kaum eine Korrelation zu den Aktien- oder Bondmärkten aufweisen.

Copyright © 2006 TELOS GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

2.3 Global Macro

78% unserer Befragten bieten Global Macro-Ansätze an. Die Anzahl der Fonds in diesem Bereich ist eher etwas geringer. Dafür verwalten einige sehr große Fonds enorme Geldbeträge.

Definition
Global Macro-Strategien verfolgen das Ziel, große Veränderungen auf den globalen Märkten rechtzeitig auszumachen und für sich gewinnbringend auszunutzen. Der Ansatz ist top-down getrieben und wird opportunistisch ausgeführt. Das heißt, es werden alle für sinnvoll erachteten Finanzinstrumente (wie Aktien, Bonds, Derivate Instrumente, Private Equity, Währungen u. a., z. T. auch unter erheblichem Einsatz von Fremdkapital) zum Einsatz gebracht. Entscheidende Basis für die Global Macro-Strategie sind die makroökonomischen Analysen in Politik und Wirtschaft. Hieraus die richtigen Schlussfolgerungen auf die Wertpapiermärkte zu ziehen, also das Erkennen von Trendbrüchen und von kurzfristigen Ungleichgewichten und selbstverständlich die rasche Umsetzung in den Portfolios, das ist der Erfolgsfaktor.

2.4 Event Driven

Der Ansatz Event Driven umfasst zwei Strategien, zum einen „Distressed Securities“ und zum anderen „Merger Arbitrage“. Diese beiden Ansätze werden von 70% bzw. 65% unserer Befragten angeboten. Hintergründe dieser Strategien sind ständig „interesting opportunities“.

Definition
Diese Strategien werden von speziellen Ereignissen, z.B. Firmenübernahmen, Insolvenzen oder Übernahmen beeinflusst. Dabei sind im Wesentlichen drei Kategorien zu unterscheiden. Bei den „Distressed strategies“ investiert der Fondsmanager in Firmen, die sich in finanziellen oder auch operationalen Problemen befinden. Dies erfordert eine sehr tiefgehende Marktkenntnis. Zugleich werden Aktien und Anleihen long gegangen, soweit Vertrauen in diese Titel besteht. Bei der zweiten Kategorie, der „Übernahme oder Merger Arbitrage“ beschäftigt sich der Hedge Fonds Manager mit Unternehmen, die Gegenstand einer Übernahme sind. Er kauft Firmen, die übernommen werden sollen, und verkauft diejenigen, die selbst in der Rolle des Übernehmenden sind. Von „Special Situations“ als dritter Kategorie spricht man, wenn sich kurzfristige Fehlbewertungen von z.B. Aktien aufgrund bestimmter Vorfälle ergeben. Beispiel: Ein Unternehmen gibt seine Mehrheitsbeteiligung an einer Firma auf. Der Ansatz dieser Manager liegt nun darin herauszufinden, in welchem Zeitraum sich durch eventuelle Katalysatoren der Wert des Papiers wieder seinem angenommenen wirklichen Wert anzunähern vermag.

Copyright © 2006 TELOS GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

2.5 Equity Market Neutral

Bei dieser Strategie handelt es sich um einen Arbitrageansatz, der bei mehr oder weniger in etwa gleich hohe Aktienpositionen „long“ und „short“ geht. 74% unserer Teilnehmer bieten diese Strategie an.

Definition
Equity Market Neutral, also „aktienmarktneutrale“ Strategie, heißt nicht, dass der Ansatz gänzlich risikofrei ist. Risiken bestehen in zweierlei Richtung, zum einen aus der Aktientitelselektion, zum anderen aus dem Gesamtmarktrisiko. Die Idee hinter Equity Market Neutral besteht darin, dass sich die Entwicklungen von einzelnen Aktien leichter prognostizieren lassen als die des Gesamtmarktes. Die hohe Kunst des Managers besteht darin, unter- und übergewichtete Aktien z.B. durch computergestützte Programme zu ermitteln. Dadurch will der Manager erreichen, dass der Wert der Long- Positionen besser abschneidet als der der Short-Positionen. Damit will er eine Minimierung des Marktrisikos und der Korrelation zu den Aktienmärkten erreichen.

3. Auswahlkriterien für Single Hedge Fonds

In diesem Zusammenhang wurden die Anbieter von Dach Hedge Fonds danach gefragt, nach welchen Kriterien sie die Single Hedge Fonds Firmen aussuchen. Dies ist insofern von besonderem Interesse, da hier die Manager (von Fund of Funds) praktisch aus einer ähnlichen Sichtweise wie ein Anleger über die Investition in einen Single Hedge Fonds entscheiden müssen. Es waren fünf Kategorien als Vorschlag genannt. Unter dem Punkt „Sonstiges“ konnten weitere Aspekte aufgeführt werden. Hier das Ergebnis:

Copyright © 2006 TELOS GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

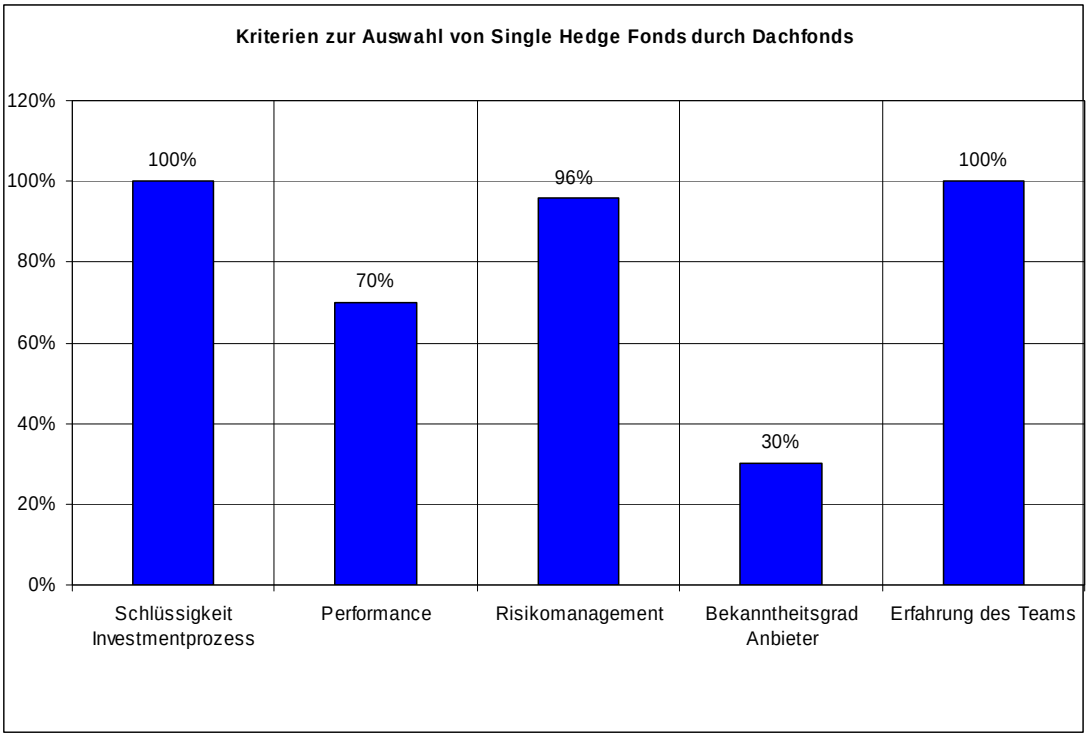


Abbildung 13: Kriterien zur Auswahl von Single Hedge Fonds durch Dachfonds

- Die „Schlüssigkeit des Investmentprozesses“ ist für alle Dachfonds-Manager von herausragender Bedeutung (Studie 2004: 92%). In diesen Bereich gehört natürlich auch das „Risikomanagement“, das nach dem Empfinden von 96% (2004: 85%) der Teilnehmer ganz wesentlich ist. Dieser Bereich nimmt den erklärungsintensivsten Part nicht nur gegenüber den Anlegern, sondern auch gegenüber der BaFin ein. Beim Risikomanagement des Single Hedge Fonds spielen quantitative wie qualitative Risikoelemente eine Rolle. Zur Erläuterung des Untersuchungsgegenstandes „Risikomanagement“ seien hier einige Beispiele für Risikokategorien genannt:

  * generelle Risiken wie Markt- oder Kredit-(-würdigkeits) Risiken,
  * spezielle, zum Teil Hedge Fonds-spezifische Risiken wie extreme Liquiditätsrisiken, Abhängigkeiten von Key Persons, damit verbundene operationelle Risiken (Zuverlässigkeit in die Organisation und Systeme des Single Hedge Fonds), Investmentstil-Risiken (bei den verschiedenen Strategien); Leverage-Risiken (bei Fremdkapitalaufnahme) oder exemplarisch als letzter Punkt das sog. „Transparenz-Risiko“ (Aufdeckung der eigenen „unique“-Strategie gegenüber Dritten).

- Der Prozess lebt und stirbt bei Hedge Fonds mehr als bei anderen Assetklassen von den handelnden Personen. Alle Teilnehmer messen konsequenterweise der „Erfahrung des Teams“ eine ganz entscheidende Bedeutung bei (2004: 89%).
- Neben der in der Vergangenheit erzielten Performance (70%, 2004: 69%) wird auch der Bekanntheitsgrad des Single Hedge Fonds Managers nach dem Er-

Copyright © 2006 TELOS GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

gebnis der 2004-er Studie mit 15% der Teilnehmer von diesen nicht mehr als ganz so unbedeutend gesehen (30%).

4. Kundengruppen in Deutschland

Das Investmentmodernisierungsgesetz gestattet nun seit annähernd drei Jahren den offiziellen Vertrieb von Hedge Fonds Produkten. Zuvor mussten die Hedge Fonds Manager auf Vehikel wie Zertifikate oder Genussscheine zurückgreifen.

Bei unserer ersten Frage im Bereich „Kunden“ wollten wir deshalb wissen, wie sich bei den Teilnehmern die Kundschaft bezogen auf Deutschland derzeit darstellt. Grob unterschieden wurde zwischen Retail-/ Privatkunden und den institutionellen Kunden.

Bei der letztgenannten Gruppe wurde noch einmal eine Einteilung in vier Untergruppen vorgenommen, nämlich

- Versicherer, Pensionskassen
- Versorgungswerke, Zusatzversorgungskassen
- Banken (Sparkassen, Volksbanken etc.) und
- „Sonstige“ wie Stiftungen, Gewerkschaften oder Kirchen.

Jeder Teilnehmer konnte mehrere Felder ankreuzen.

Die folgende Abbildung zeigt das Ergebnis:

Copyright © 2006 TELOS GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

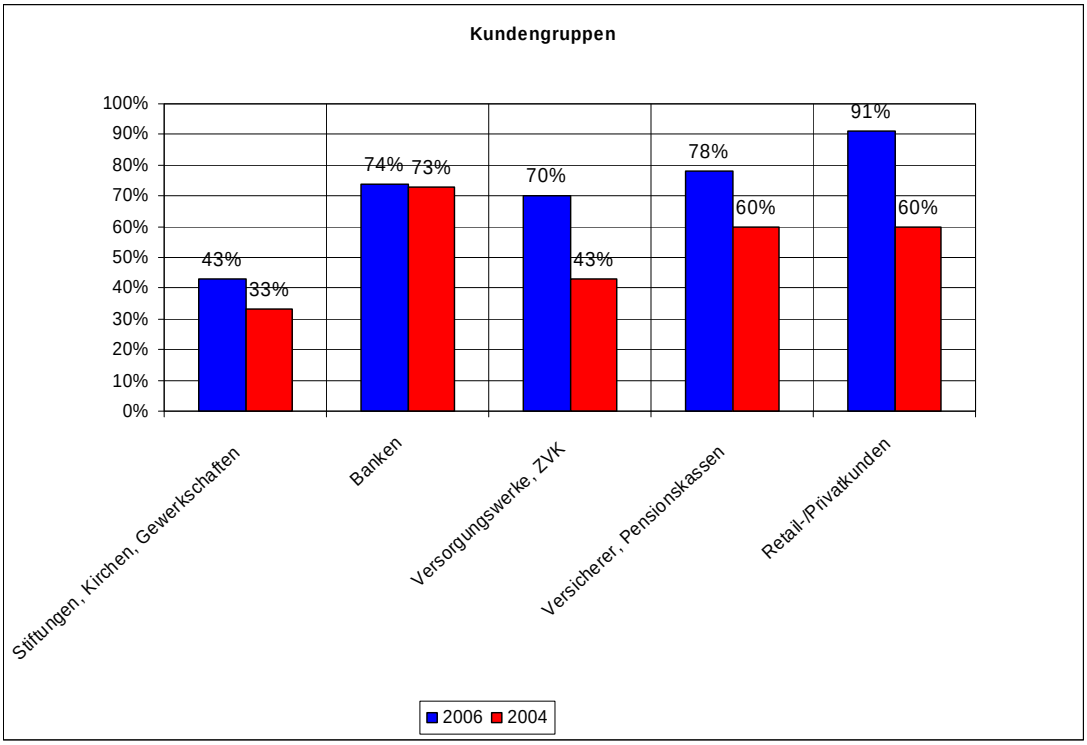


Abbildung 14: Kundengruppen

- Im Vergleich zu 2004 sind fast alle Hedge Fonds Manager im Retailbereich bereits erfolgreich engagiert. Es ist hier allerdings zu berücksichtigen, dass wir unter unseren Teilnehmern keinen ausschließlich Single Hedge Fonds anbietenden Manager hatten.
- Während die „Banken“ als Kundengruppe schon von Beginn an identifiziert waren (2004 und 2006 mit 73% bzw. 74%), so hat das Engagement der Hedge Fonds Manager an „Versicherern/Pensionskassen“ mit nunmehr 78% und Versorgungswerken/Zusatzversorgungskassen mit jetzt 70% (nach 43% in 2004) spürbar zugenommen. Gerade bei Versicherern steigt der Appetit an Alternativen Fondsprodukten, wobei hier immer zu beachten ist, in wieweit diese Produkte nur im Rahmen der Öffnungsklausel aufnehmbar sind bzw. wie die Produkte mit Alternativen Strategien verpackt sind.
- Einige institutionelle Anleger und hier vornehmlich die Versicherer hatten bereits vor einigen Jahren vorsichtige Investments in Hedge Fonds vorgenommen, um Erfahrungen mit dem Produkt zu sammeln. Dazu kommt die erhoffte Sicherheit bei einem Fund of Fund-Engagement, mit Hilfe der Streuung über verschiedene Strategien, also etwa von Long/Short über Arbitrage bis hin zu Commodities, das Risikomoment in den Griff zu bekommen.

Die Investoren, die Hedge Fonds als Alternative Assetklasse aktiv nutzen wollen, werden die Mandate künftig vermutlich eher mit gezielten Strategien in ihr Gesamtportefeuille einbinden. Schaut man sich nun an, welche befragten Hedge Fonds

Copyright © 2006 TELOS GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

Anbieter wie viele der oben genannten Kategorien angekreuzt haben, so lässt sich folgendes interessantes Bild gewinnen:

- Immerhin 39% (2004: nur 9%) der Befragten haben bereits Mandate mit allen fünf Kundengruppen,
- 13% haben Kunden unter vier der fünf Kategorien
- 17% sind bereits bei drei der fünf Kundengruppen zu Hause
- 26% der Hedge Fonds Firmen verfügen über zwei Kundengruppen und
- 5% haben einen Hedge Fonds bei nur einer Kundengruppe.

Welche Erkenntnis können wir hieraus ziehen?

Die zuvor aufgeführten bereits erzielten Erfolge bei bestimmten Kundengruppen scheinen das Bild ein wenig zu verzerren, wenn wir uns vor Augen halten, dass die gesamten Assets, die bereits in Hedge Fonds in Deutschland investiert sind, sich doch noch recht bescheiden ausnehmen. Die Erkenntnis, die wir daraus gewinnen können, ist, dass sich die Kundenbasis zwar verbreitert hat, die dahinter stehenden Assets bezogen auf den einzelnen Investor aber immer noch viel zu gering sind. Unter dem Strich besteht somit noch eine Menge Luft für neue Akquisitionen. Im späteren Verlauf der Studie folgen noch Fragen zur strategischen und damit künftigen Aufstellung im deutschen Markt. Eine Frage soll an dieser Stelle vorgezogen werden. Aus dem gegebenen Zusammenhang heraus wollten wir nämlich wissen, welche Kundengruppen denn künftig im Fokus der Hedge Fonds Manager stehen. Konkret lautete die Frage: „Welche Kundengruppen in Deutschland sind für Ihr Haus von besonderem Interesse?“

Neben den vier erwähnten Kundengruppen „Versicherer/Pensionskassen, Versorgungswerke/ZVK´s, Banken und Stiftungen/Kirchen/Gewerkschaften“ befragten wir unsere Teilnehmer, ob sie ganz allgemeine Präferenzen im Hinblick auf ihre Kundengruppen haben in Bezug auf

- eine Mindestanzahl bestehender Spezialfonds (nach der reinen Stückzahl),
- ein Mindestvolumen an gesamten zur Verfügung stehenden Assets bei einem Anleger (Mindestvolumen in €).

Nicht alle Teilnehmer sind auf diese Aspekte eingegangen. Grundsätzlich lässt sich Folgendes feststellen. Bei der Mindestanzahl an Spezialfonds bei einer institutionellen Adresse wurden im Schnitt um die 20 bis 30 Spezialfonds genannt. Dies erscheint relativ hoch, schaut man sich die durchschnittliche Anzahl von Spezialfonds von deutschen institutionellen Anlegern an. Danach müsste sich die Hedge Fonds-Branche ausschließlich auf die ganz großen Adressen konzentrieren. Realistischer erscheint es hier mit einem Blick auf unsere 2004-er Studie, Anleger mit einer Mindestanzahl von sechs oder sieben Spezialfonds in den Akquisitionskreis einzubeziehen.

Copyright © 2006 TELOS GmbH, Wiesbaden

Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

Bei den Asset under Management, die mindestens bei einem Investor zur Verfügung stehen sollten, bevor an ein Investment in Hedge Fonds zu denken ist, lag das untere Limit bei 10 Mio. €, das obere Ende bei 1 Mrd. €. Vielfach genannt wurden Größenordnungen von 100 Mio. € und 200 Mio. € gefordertes Mindestvolumen an bestehenden Gesamtassets.

Wir kommen aber nochmal auf die zuvor schon definierten vier Kundengruppen zurück. Natürlich müssen die Hedge Fonds Manager sich zunächst darüber Gedanken machen, wie groß eine institutionelle Adresse sein muss, um ein realistischer Potentialkunde zu sein.

Sehr wichtig für alle Hedge Fonds Anbieter ist jedoch gleichermaßen, dass sie rechtzeitig konkrete Überlegungen über ihre künftig anvisierten Zielgruppen anstellen. Bei der Einordnung der vier gezielt vorgegebenen institutionellen Anlegergruppen äußerten denn auch fast alle Teilnehmer sehr klare Ideen. Dies zeigt das folgende Balkendiagramm. Auch hier konnten die Hedge Fonds Manager mehrere Kundengruppen ankreuzen.

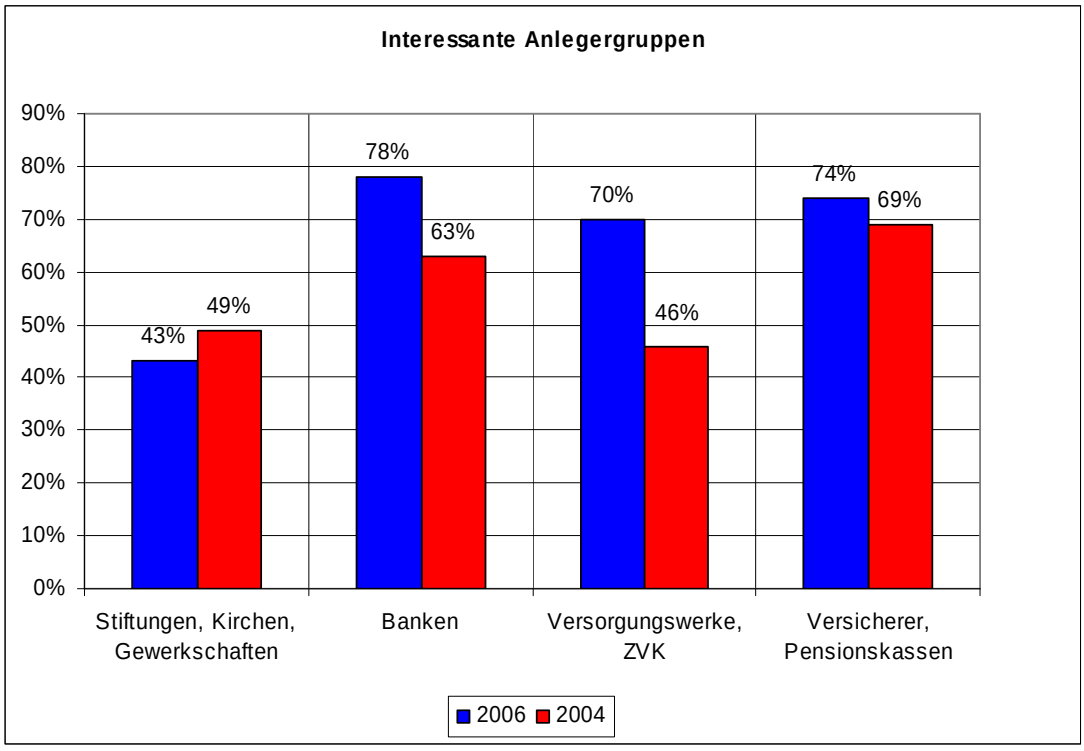


Abbildung 15: Interessante Anlegergruppen

- Banken und Versicherer/Pensionskassen genießen das ungeteilte Interesse aller Hedge Fonds auch für die Zukunft.

Copyright © 2006 TELOS GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

- Wie schon bei den bestehenden Kundengruppen zeigt sich auch in der künftigen Akquisitionsplanung der Hedge Fonds Manager, dass die „Versorgungswerke/ZVK´s“ in den letzten zwei Jahren als stärker zu beachtende Klientel vorgerückt sind.
- Etwas vorsichtiger ist die Haltung gegenüber „Stiftungen, Kirchen, Gewerkschaften“ mit nur noch 43% Interesse nach 49% in 2004. Hier offenbart sich wohl, dass das Risikopotential und die Risikobereitschaft bei einem in Deutschland noch auf dem Wege der Etablierung befindlichen Produkt wie den Hedge Fonds gerade bei diesen speziellen, eher risikoaversen Anlegern nicht sehr ausgeprägt ist, und die Hedge Fonds dies auch erkannt haben.
- Etwa jeder Dritte Hedge Fonds Manager, insbesondere die internationalen Player, gaben alle vier Anlegergruppen gleichermaßen an.

5. Geschäftspolitische Schwerpunkte

Im Gegensatz zu der Erhebung vor zwei Jahren stehen wir im Bereich Hedge Fonds nicht mehr vor einem blutjungen, neu zu etablierenden Produkt, sondern können immerhin auf eine fast dreijährige Historie zurückblicken. Dass die bislang erzielten Geschäftserfolge noch zu wünschen übrig lassen, steht auf einem anderen Blatt. Auch negative Erfahrungen können in ihrer Erkenntnis einen positiven Beitrag leisten und dies insbesondere für künftige Planungen, worum es in diesem Teil der Studie geht. Wir wollten erfahren, welche Maßnahmen die Hedge Fonds Manager in der Zukunft planen, um sich eine möglichst günstige Ausgangsposition zu verschaffen. Wohin soll also die Reise mit welchen Maßnahmenkatalogen, eigenen Stärken und personellen Ressourcen gehen und in welchen Zeithorizonten wird gedacht?

5.1 Stärken-Profil der Hedge Fonds Manager

Wir befragten die Teilnehmer danach, worin sie die besonderen Stärken ihres Hauses auch im Vergleich zum Wettbewerb sehen. Dabei haben wir die Antworten zu der 2004-er Studie gegenübergestellt. Vorgegeben waren vier Bereiche. Jeder Teilnehmer konnte mehrere Alternativen angeben.

Stärken	2006	2004
Internationaler Brand	61%	49%
Research-Kapazitäten	70%	43%
Investmentprozess	70%	69%
Erfahrung des Teams	65%	77%

Tabelle 8: Stärken-Profil

Copyright © 2006 TELOS GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

- Auffällig ist der gegenüber 2004 jetzt stärker hervorgehobene internationale Brand, der natürlich von den großen Häusern in den Vordergrund gestellt wird. Dies darf auch als klarer Hinweis darauf gewertet werden, dass sich das Hedge Fonds Business auf dem weltweiten Parkett bewegt und nicht auf nationale Gegebenheiten Rücksicht nimmt.
- Als besondere Stärke wird dementsprechend konsequent auch noch mehr auf die eigene Expertise im Bereich – internationales – Research verwiesen (70% im Vergleich zu nur 43% im Jahre 2004). Insbesondere bei den Dach Hedge Fonds kann eine effiziente Auswahl der besten Single Hedge Fonds Manager nur durch ein besonders gutes und von den Kapazitäten her ausreichendes Research (-Team) sichergestellt werden, das eine eingehende Due Diligence der Single Hedge Fonds Manager vornehmen muss.
- Damit im Zusammenhang steht die „Erfahrung des Teams“, das dieses Mal mit 65% mit etwas weniger Nachdruck - aber immer noch mit hohem Gewicht - als in der Studie aus dem Jahre 2004 herausgestellt wurde. Gerade im Hedge Fonds Bereich sprechen wir mehr als in allen anderen Assetklassen von „People´s Business“, also letztlich von der Erfahrung der hinter den Investitionsentscheidungen stehenden Manager. Langjährige Erfahrung der Fondsmanager und der Verantwortlichen werden als Garant für gute Performanceergebnisse angesehen.

5.2 Die großen Herausforderungen

Nachdem der Hedge Fonds Markt in Deutschland noch nicht in Gang gekommen ist, stellt sich für die Hedge Fonds Firmen einmal mehr die Frage, wie sie sich in der nächsten Zeit orientieren und welche Maßnahmen sie im Hinblick auf eine Optimierung ihrer Position für adäquat halten. Konkret fragten wir nach den von den Managern identifizierten Herausforderungen

- zum jetzigen Zeitpunkt und
- in den kommenden zwei bis vier Jahren.

Die Teilnehmer konnten mehrere Antworten geben. Dabei wurden auf den heutigen Zeitpunkt bezogen eher als kurzfristig anzusehende Maßnahmen als Vorschlag vorgegeben und beim zweiten Zeithorizont (zwei bis vier Jahre) eher als mittelfristig einzuschätzende Schritte. Die beiden folgenden Balkendiagramme machen die Schwerpunktbildungen und den Vergleich zum Jahr 2004 deutlich.

Copyright © 2006 TELOS GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

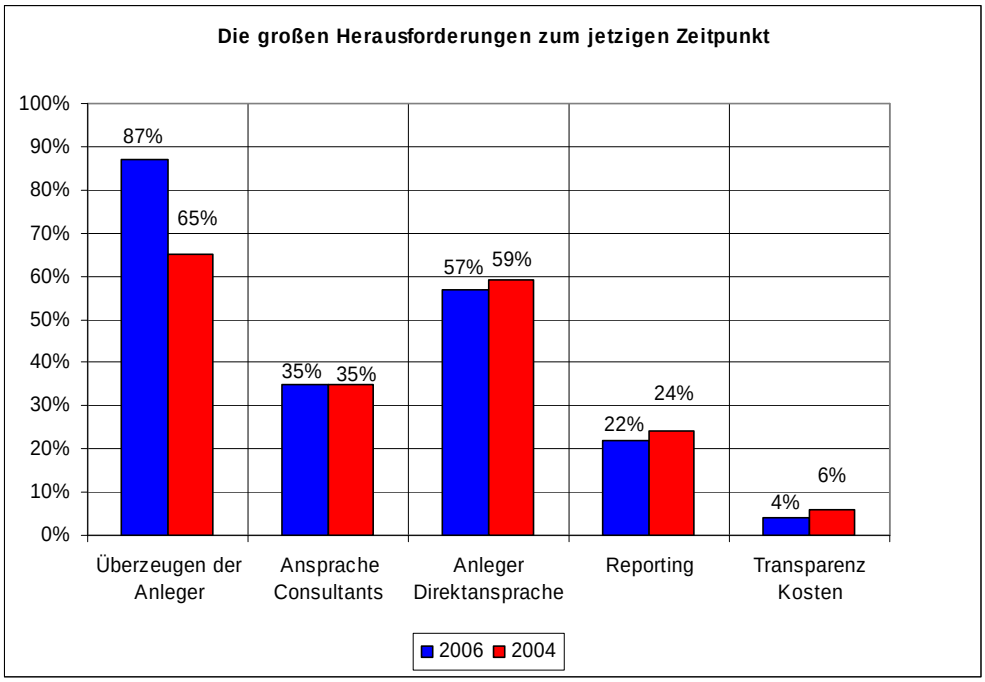


Abbildung 16: Die großen Herausforderungen zum jetzigen Zeitpunkt

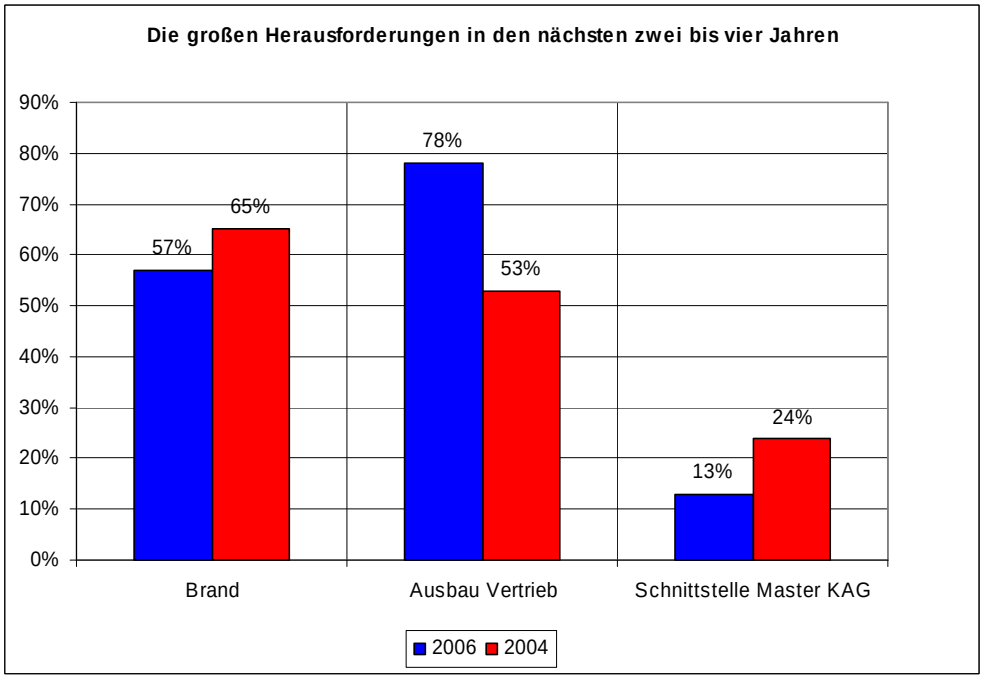


Abbildung 17: Die großen Herausforderungen in den nächsten zwei bis vier Jahren

- Bei den **kurzfristigen Herausforderungen** steht der „Dienst am Kunden“ ganz oben auf der Agenda. Dies wiederum bedeutet, die Überzeugungsarbeit beim Investor zu leisten und die Vorteile des Produktes Hedge Fonds eindeutig zu transportieren. Dies wird von 87% der Hedge Fonds Manager (nach 65% in 2004) als vorrangige Aufgabe gesehen.

Copyright © 2006 TELOS GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

- Damit einhergehend wird die verstärkte Direktansprache der institutionellen Anleger als vordringlich bewertet (57%). Allerdings hätte man hier einen höheren Wert gegenüber der Studie 2004 erwartet. Schließlich kann die Transformation zum Kunden am besten im one-to-one stattfinden.
- Zudem sieht mehr als jeder dritte Hedge Fonds Manager, nämlich 35%, die verstärkte Ansprache von Consultants als derzeitige Herausforderung. Dies entspricht dem Wert aus 2004 und untermauert nochmals, dass die Beratung im Hedge Fonds-Business für Consultants ein lohnenswertes Investment und ein ausbaufähiges Marktpotential sein kann.

- Bei den **mittelfristigen Herausforderungen in den kommenden 2 bis 4 Jahren** dominiert der „Ausbau des Vertriebs“, der mit 78% der Nennungen gegenüber der Meinung vor zwei Jahren (53%) markant zugelegt hat. Die Botschaft lautet also, mit mehr Vertriebspersonal die Kundenarbeit zu verstärken.

5.3 Geschäftspolitische Ausrichtung

In Ergänzung zu den zuvor erfragten „Herausforderungen“ baten wir noch um eine „Priorisierung“ einiger geschäftspolitischer Ziele auf die kommenden zwei Jahre hin. Vorgegeben waren drei Kategorien von „sehr hoch“ (1), „hoch“ (2) bis zu „nicht so wichtig“ (3).

Priorität	Ausbau Marktanteil	Kontakt zu Consultants	Direkt-ansprache Kunden/Anleger	Stärkung Research	Ausbau Produktpalette
1	74% (60%)	30% (42%)	74% (72%)	17% (24%)	37% (22%)
2	22% (34%)	53% (35%)	26% (22%)	39% (52%)	45% (56%)
3	4% (6%)	17% (23%)	0% (6%)	44% (24%)	18% (22%)

(Die Ergebnisse in den Klammern sind aus der Hedge Fonds-Studie 2004)

Tabelle 9: Geschäftspolitische Schwerpunkte der Hedge Fonds-Anbieter in den nächsten 2 Jahren

- Mit „Priorität 1“ wird auf die nächsten zwei Jahre hin die „Direktansprache der Investoren“ angesehen. Nachdem in der kurzfristigen Planung die Direktansprache nicht mit der erwarteten Dynamik genannt wurde, scheint dies aber sehr klar ein Projekt auf die nächsten zwei Jahre hin zu sein.
- Damit einher geht mit gleich hoher Nennung wie die Direktansprache (74%) der „Ausbau des Marktanteils“ als wichtigstes strategisches Ziel.
- Offenbar kommt auch dem Ausbau der Produktpalette mit gut jedem dritten Teilnehmer jetzt eine höhere Bedeutung zu. Dies lässt sich unter Umständen

Copyright © 2006 TELOS GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

damit erklären, dass die Investoren inzwischen ein besseres Verständnis für die Wirkungsweisen der verschiedenen Hedge Fonds Strategien haben und von ihrem Manager erwarten, dass er die gesamte Produktpalette spielen und damit Strategien für alle Marktphasen vorhalten kann.

- Es fällt auf, dass die Hedge Fonds dem „Research“ eher eine untergeordnete Rolle (44% mit Priorität 3) zukommen zu lassen scheinen. Erinnern wir uns aber, dass bei der Abfrage der eigenen Stärken das Research mit 70% (gegenüber nur 43% in 2004) als Prä genannt wurde, so ist nachvollziehbar, dass man hier geschäftspolitisch nicht noch einmal besonders Hand anlegen muss.

5.4 Hedge Fonds und Kundenbeziehung

Nach knapp drei Jahren Hedge Fonds-Historie in Deutschland unter gesetzlicher Flagge und 2,1 Mrd. € in reinen Hedge Fonds! Das klingt noch nicht nach Erfolgsstory.

So nachvollziehbar die Gründe für die Anlaufschwierigkeiten auch sein mögen; für die Hedge Fonds Manager selbst stellen sich neben diesem Business Case auch weitergehende Fragen und zwar für kleinere Nischenanbieter genauso wie für große Hedge Fonds-Adressen, die auch teilweise im konzerneigenen Bereich Asset Management angesiedelt sind. Bei allem Optimismus für die künftigen Entwicklungen müssen sich die Manager auch damit auseinandersetzen, ob sie ihre Marktstellung durch das Angebot von Hedge Fonds-Produkten nicht sogar auf das Spiel setzen können. Aus diesem Grund fragten wir die Manager, ob sie ihre eigene Stellung gegenüber ihren *bestehenden Kunden* durch das Angebot von Hedge Fonds eher gestärkt oder geschwächt sehen? Und wie sieht ihre Einschätzung gegenüber ***potentiellen Neukunden*** aus? Wird hier eine verbesserte Zugangsmöglichkeit nicht nur im Bereich Hedge Fonds, sondern auch im klassischen Asset Management gesehen? Diesen Fragen gehen die folgenden Ausführungen nach.

Stärkung, da		Schwächung, da	
Erweiterung Produktpalette	Diversifizierung	Schwer verständlich	Probleme bei Schulung/Vertrieb
78%	87%	13%	9%

Tabelle 10: Stärkt oder schwächt das Angebot von HF eher das Verhältnis zum Kunden aus Sicht der Anbieter?

Copyright © 2006 TELOS GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

- Der ganz überwiegende Teil der befragten Manager ging nach wie vor von einer „Stärkung“ der Beziehung zu seinem Kunden aus. 78% der Teilnehmer (2004: 67%) vertreten die Auffassung, dass Hedge Fonds auch nach den Erfahrungen in den letzten drei Jahren in der heutigen Zeit eine ideale „Arrondierung der gesamten Produktpalette" darstellen. Insbesondere wird aus Sicht der Anbieter durch das Angebot von Hedge Fonds eine Verbesserung des Risk Return-Verhältnisses über das Gesamtportfolio im Interesse des Anlegers erzielt. Wir erinnern uns, dass die institutionellen Anleger dies bei der Frage nach den Vorteilen von Hedge Fonds für sie genauso sahen. Eine „bessere Diversifikation“ und ein „besseres Risk Return-Verhältnis“ wurde von 87% bzw. 63% als relevanter Vorteil erachtet.
- 13% der befragten Manager räumten ein, dass mit dem Angebot von Hedge Fonds auch Risiken der bestehenden Kundenverbindung verbunden sein können. Das erklärt sich aus der komplexen Materie und dem Umstand, dass Hedge Fonds nicht leicht verständliche Produkte darstellen. Hier dreht sich das als Vorteil empfundene Argument der „Abrundung der Produktpalette“ in das Gegenteil. Scheitert nämlich der Versuch, das Produkt Hedge Fonds intellektuell an den Kunden heranzutragen oder stellt sich im Nachhinein eine schlechtere Performance als erwartet ein, so verliert der Manager auch schnell seine Vertrauensposition beim Kunden; was sich womöglich negativ auch auf weitere Produkte auswirken kann.
- Als möglicher weiterer Gesichtspunkt im Sinne einer Schwächung wurde von 9% der Teilnehmer angegeben, dass es zu „Problemen bei der Schulung der Mitarbeiter“ kommen kann. Die größeren Probleme könnten in der Beratung des Privatenkunden auftreten. Die komplexen Strategien sind beim Privatanleger im Grunde ähnlich erklärungsbedürftig wie etwa bei einem Versorgungswerk. Nicht selten hört man aus dem Markt, dass interessierte institutionelle Investoren sich den Investmentprozess und auch das dahinter stehende Risikomanagement „über Stunden“ erläutern lassen.

Nach vorne geblickt stellt sich für die Manager die Frage, inwieweit sie gerade mit dem Angebot Hedge Fonds „Neugeschäft“ generieren können. Da sich die Gewinnung neuer Kunden in den zurückliegenden Jahren zu einem raren Gut entwickelt hat, könnte in den Hedge Fonds nun eine echte Chance liegen.

Copyright © 2006 TELOS GmbH, Wiesbaden

Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

Besserer Zugang zu potentiellen Neukunden

	Im Bereich Hedge Fonds	Im Bereich Asset Management
Ja	91%	65%
Nein	0%	22%

Tabelle 11

- 91% der Manager (nach 93% in 2004) erwarten, dass sie mit ihrem Angebot im Bereich Hedge Fonds selbst neue Kunden für sich gewinnen können.
- Weitere zwei von drei Hedge Fonds Anbietern (2004: 77%) sehen darüber hinaus eine Verstärkung ihres Produktabsatzes auch im allgemeinen Asset Management.

5.5 Kundenbetreuung (Mitarbeiter, Reporting, Betreuung)

- **Personal**

Im letzten Teil wollen wir uns zur Abrundung des Bildes über die Hedge Fonds Manager mit deren Kapazitäten im Bereich Kundenbetreuung beschäftigen. Angesprochen sind die drei Bereiche „Personal, Reporting und ganz allgemein die Betreuung der Kunden“.

Im Durchschnitt sind bei den teilnehmenden Hedge Fonds über 100 Mitarbeiter im Bereich Hedge Fonds beschäftigt. Die Extreme liegen bei der großen Unterschiedlichkeit der Teilnehmer an unserer Studie selbstverständlich sehr weit auseinander. Nehmen wir die Extremausschläge einmal heraus, so erhalten wir einen realistischen Wert von etwa 50 Mitarbeitern im Durchschnitt. Dabei verfügt etwa die Hälfte der Teilnehmer über 25 Mitarbeiter und mehr alleine im Bereich Hedge Fonds. Im Vergleich zu unserer Studie aus dem Jahre 2004 ist deutlich mehr Personal im diesem Sektor angebaut worden. Letztere Entwicklung deckt sich mit den Angaben der Manager auf unsere vor zwei Jahren gestellte Frage nach einem geplanten Ausbau des Personalbestandes. Damals gaben 94% der Befragten an, in den nächsten zwei Jahren ihren Personalbestand ausbauen zu wollen. Soweit in 2004 Angaben zu der Anzahl neu einzustellender Mitarbeiter gemacht wurden, war teilweise von einer Verdoppelung oder gar Verdreifachung die Rede. Auch in unserer 2006-er Studie geben jetzt nochmals 87% der Manager an, ihr Personal noch erweitern zu wollen. Die genannten Zahlen an Neueinstellungen bewegen sich heute aber etwas bescheidener eher im einstelligen Bereich.

Copyright © 2006 TELOS GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

- **Betreuung**

  Zudem wollten wir wissen, wie die Betreuung der Kunden im täglichen Geschäft vonstatten geht.

  Eine „zentrale Ansprechperson“ wird inzwischen von fast allen Anbietern für die unmittelbare Kundenbetreuung zur Verfügung gestellt. Nur etwa jeder sechste Anbieter bevorzugt einen reinen Team- oder Fachbereichs-Ansatz. Natürlich gibt es auch eine Reihe von Hedge Fonds, die eine Mischform favorisieren. Dazu gehören vorneweg die ganz großen Gesellschaften. Damit hat sich eine Veränderung im Kundenbetreuungskonzept im Vergleich zu unserer Erhebung vor zwei Jahren ergeben. Zu diesem Zeitpunkt hielt nur jeder zweite Anbieter auch einen persönlichen Relationship Manager vor.

- **Reporting**

  Die Reports können den Kunden von allen Anbietern im monatlichen Abstand zur Verfügung gestellt werden. Dünner wird die Frequenz, wenn man nach kürzeren Zeitabständen fragt. Danach sind 22% der Hedge Fonds Manager laut unserer Umfrage in der Lage, auf wöchentlicher Basis zu liefern. 30% der Teilnehmer bieten die tägliche Abfrage der Portfolio-Daten an, womit sie natürlich auch wöchentlich zu liefern bereit sind. Das Spektrum und das Leistungsverzeichnis der Reportings sind sehr weit gefächert. Hier sollen wertfrei – und als Anregung gedacht – einige Beispiele der Leistungsinhalte der Reportings genannt werden:

  Performancekennzahlen, Attributionsanalysen, Risk-Return-Ratios, Risk Reporting (z.B. Value at risk, Risk breakdown auf Ebene der verschiedenen Strategien), NAV, IAS-/IFRS-konforme Reports, individuelle Zusatzinformationen auf den einzelnen Fonds bezogen mit Aufschlüsselung der Einzelpositionen, Erläuterungen zu den Märkten und erwarteten Entwicklungen und letztlich auch Attributionsanalysen sowie Datenaufbereitung im Sinne der in Deutschland vorgegebenen Steuer-Transparenz.

  Aus den Ausführungen, die sich im Grunde mit denen aus dem Jahre 2004 decken, kann geschlossen werden, dass der überwiegende Teil der Teilnehmer weiterhin vor einem sich langsam öffnenden Markt in Deutschland nicht nur in der Lage, sondern auch willens ist, dem deutschen institutionellen Anleger Zahlen und Informationen individuell auf seine Bedürfnisse hin und gemäß der deutschen Standards liefern zu können.

Copyright © 2006 TELOS GmbH, Wiesbaden

Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

Zusammenfassung

Die diesjährige Studie blickte auf drei Jahre Erfahrung im Umgang mit Hedge Fonds in Deutschland zurück. Trotz noch unbefriedigender Absatzzahlen im reinen Fondssektor können wir auch durch den Vergleich zu unserer Befragung im Jahre 2004 optimistische Trends ausmachen. Die Anlaufschwierigkeiten sind beseitigt. Es sind weitere Hedge Fonds von der BaFin genehmigt worden, was die positive Grundeinstellung der Manager widerspiegelt. Auch die Parallelbefragung der institutionellen Anleger zeigte, dass mehr Investoren Geld in Hedge Fonds investieren und dies auch künftig planen. Wenn auch auf niedrigem Niveau, so ist doch die anfängliche Scheu vor dem Produkt Hedge Fonds gewichen. Die Investoren geben sich aufnahmebereit für Informationen über die neue Produktwelt, bekunden hohes Interesse und demonstrieren große Gesprächsoffenheit. In die Zukunft gerichtet haben die Hedge Fonds Manager klare Vorstellungen, wo der Weg hingehen soll. Dies wird untermauert durch die erklärte Bereitschaft, mehr Personal in diesem Bereich anzubauen, den Kundenservice zu verstärken und noch größeres Gewicht auf die Intensivierung der Kontakte zu Investoren zu legen. Wir hatten in der 2004-er Studie mit einem leicht zweckoptimistischen Unterton festgestellt, dass uns durch den vorsichtigen Start in 2004 vielleicht ein großer Rückschlag erspart geblieben ist. Dies können wir nach den bis heute gemachten Erfahrungen nur unterstreichen. Von diesem realistischen Boden aus können alle Marktteilnehmer nun mit mehr Optimismus in die Zukunft schauen.

TELOS GmbH
Abraham-Lincoln-Straße 7
65189 Wiesbaden
Tel.: 0611 / 9742-100
Fax: 0611 / 9742-200
Internet: www.telos-rating.de

Copyright © 2006 TELOS GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!