RCP & Partners GmbH

Risk rating of asset managers: the investor's measure of trust

HEDGE-FUND-STUDIE 2004

„Hedge Funds in Deutschland und deren Entwicklungspotential aus Sicht der Asset Manager"

(unter Einbezug einer Befragung bei institutionellen Anlegern)

Textbeiträge renommierter Fachleute aus der Hedge-Fund-Branche

mit freundlicher Unterstützung durch

CORONATION FUND MANAGERS

COMINVEST ASSET MANAGEMENT

Man Investments

Sal. Oppenheim

OPPENHEIM KAPITALANLAGEGESELLSCHAFT MBH

PIONEER Investments®

Schroders 2004

200 years of forward thinking

UBS Global Asset Management

CORONATION
FUND MANAGERS

Hedge Fonds in einer schwachen Ertragsumgebung

Das institutionelle Interesse in Hedge Fonds hat weiterhin zugenommen, da Erwartungen für Aktien- und Anleiherenditen gesunken sind. Der zuletzt schwache Ertrag von Hedge Fonds wirft Fragen bezüglich der künftigen Entwicklung auf. Die risikobereinigten Erträge sind jedoch konstant geblieben, während sich die Risikoziele verringert haben.

Die Zeit, in der man auf zweistellige Zuwachsraten der Aktienmärkte vertrauen konnte, scheint vorüber zu sein. Bewertungen sind hoch und es ist nicht zu erwarten, dass das Zinsniveau weiter sinkt. Auf dem Anleihemarkt sieht es nicht besser aus: Renditen sind auf historischen Tiefstständen und Zentralbanken stellen auf absehbare Zeit reichlich Liquidität zur Verfügung. Rohstoffe haben bereits eine beeindruckende Rally hinter sich, Währungshändler kämpfen in einem orientierungslosen Markt und Immobilien leiden unter deutlicher Überbewertung. Es ist offensichtlich, dass es in Zukunft schwieriger sein wird gute Renditen zu erwirtschaften. Man muss sich verstärkt auf das flüchtige Alpha konzentrieren – die Outperformance von Marktindizes. Hedge Fonds Richtlinien und leistungsorientierte Vergütungsstrukturen fördern den Willen zur Outperformance. Dies ist der Grund, warum ein großer Teil der talentierten Portfoliomanager in diesen Sektor abgewandert ist. Hedge Fonds bedeuten schlicht bessere Manager mit besseren Möglichkeiten.

Risikobereinigte Renditen bleiben konstant

Aber wie erklären wir, dass Hedge Fonds Erträge seit den späten 1990ern kontinuierlich gefallen sind und dass Manager seit Jahresanfang Verluste erzielen? Die letzten Quartale waren zäh, bedingt durch die unfreundliche Umgebung für die meisten Hedge Fonds Strategien. Nicht jeder Investmentbereich ist zu jedem Zeitpunkt erfolgreich. Manche Hedge Fonds Strategien schienen schon der Vergangenheit anzugehören und erlebten später ein Revival. Die Artikel, die das Ende von Macro und Systematic Trading Strategien in den späten 1990er vorhersagten sind hierfür ein gutes Beispiel. Wenn wir über langfristige Trends sprechen, müssen wir uns im Klaren sein, über welche Art von Erträgen wir sprechen. Obwohl die Renditen seit den späten 1990ern gefallen sind, sind die risikobereinigten Renditen - also der den Kapitalmarktzinssatz übersteigende Ertrag je Risikoeinheit oder auch ‚Sharpe-Ratio' – stabil geblieben. Wenn wir alle Hedge Fonds Strategien betrachten, sind die risikobereinigten Erträge auf einer rollierenden 24-Monatsbasis wieder zu historischen Mittelwerten zurückgekehrt. Die Schlussfolgerung daraus ist, dass Renditen hauptsächlich gefallen sind, weil der Kapitalmarktsatz gesunken ist und Manager sowie Kunden sich risikoaverser verhielten.

Sinkende Risikoneigung

Warum ist die Risikoneigung gefallen? Um diese Frage zu beantworten, muss man sowohl die Rendite- als auch die Risikokomponente der Gleichung betrachten. Erstens stellen Kunden Vergleiche mit anderen Vermögensklassen an, wenn sie sich über ihre Renditevorstellungen bezüglich Hedge Fonds Gedanken machen. Gegen Ende der 1990er konnten Aktien zweistellige Renditen vorweisen. Durch die folgende Börsenbaisse wurden florierende Anleihemärkte zur neuen Benchmark. Als auch diese an Attraktivität verloren, wurden Barmittel als Vergleichsstandard herangezogen. Aus diesem Grund können Hedge Fonds niedrigere Risikolevel anstreben und dennoch wettbewerbsfähige Renditen bringen.

Zuvor haben viele Fonds Risiko ähnlich von Aktienindizes in Kauf genommen, dass heißt, eine annualisierte Volatilität von über 15%. Heute beträgt die Volatilität bei Anleihen in der Regel ungefähr ein Drittel dieses Niveaus, was angesichts der nachlassenden Attraktivität von Anleihen bedeuten kann, dass Risikoniveaus weiter fallen. Der einzige Faktor auf der anderen Seite der Gleichung ist, dass Investoren höhere Renditen von Hedge Fonds erwarten, da diese zu den wenigen Instrumenten gehören, die noch positive Erträge erwirtschaften.

Zweitens haben niedrigere Renditen aus traditionellen Vermögensklassen die Aufmerksamkeit unserer Kunden stärker auf den Risikobereich gerichtet. Ohne anderweitige Performancereserven wird von Hedge Fonds erwartet, dass sie Renditen ohne größere Verluste generieren, was zu geringeren Risikozielen geführt hat.

Drittens gibt es mehr institutionelle Nachfrage nach Single Hedge Fonds mit deutlich geringerem Risikoniveau als die meisten vermögenden Privatkunden oder Dachhedgefonds normalerweise nachfragen.

Schließlich wurden Verwaltungsgebühren nur selten an das eingegangene Risiko gekoppelt. Kapazität ist eine knappe Ressource und Manager sahen keinen Anreiz ein konzentriertes Investment anzubieten, zumal sich das verwässerte besser und fast zum gleichen Preis verkaufen lässt.

Unrealistische Sharpe-Ratio Erwartungen

Es ist immer schwierig die Nachfrage nach attraktiven Renditen mit niedrigem Risikoniveau zu befriedigen. Die Antwort ist oftmals das Versprechen eines fantastischen Sharpe-Ratios. Hier tragen viele Hedge Fonds Anbieter die Verantwortung, wenn sie unrealistische Erwartungen unterstützen. Ein nachhaltig erreichbares Sharpe-Ratio von eins, das heißt, eine einprozentige Rendite über dem Kapitalmarktzinssatz für jeden Prozentpunkt an Risiko, muss als attraktiv für einen Single Hedge Fonds angesehen werden. Gute Dachhedgefonds sollten in der Lage sein höhere Kennzahlen zu liefern, da das Geschäftsrisiko diversifiziert wird. Auch wenn man in einer guten Position ist um Alpha zu generieren, muss man ein vernünftiges Maß an Risiko in Kauf nehmen, anstatt sich auf ein überhöhtes Sharpe-Ratio zu verlassen.

Zukünftige Chancen

Wie sieht die Zukunft aus? Können wir von Hedge Fonds erwarten, dass sie weiterhin gute risikobereinigte Renditen liefern, während traditionelle Indizes enttäuschen? Ist es wirklich ratsam diesem Bereich mehr Risiko zuzuteilen?

Wir glauben, dass Hedge Fonds auch in Zukunft Outperformance bieten werden und befürworten eine steigende Allokation. Da die Chancen Hedge Fonds Renditen durch Erträge aus marktabhängigen Indices oder Beta aufzubessern schlecht sind, erwarten wir einen stärkeren Fokus auf Opportunitäten im Markt um Alpha zu erzeugen. Dies kann den Prozess verstärken, in dem Manager sich in Scharen um diese Opportunitäten tummeln und diese sehr schnell erschöpfen, um sich danach erneut auf die Suche zu begeben. Es kann auch dazu führen, dass wir eine Verschmelzung von verschiedenen Strategien sehen, da Manager unabhängig von ihrer Strategie schneller zu Erfolg versprechenden Bereichen abwandern.

Fachliche Eignung immer wichtiger

Wir denken daher, dass es für Hedge Fonds Investoren immer wichtiger wird hinter die ‚Fassade' schauen zu können, was das Interpretieren von Portfolios, die vorhandenen Positionen und die einhergehenden Risikofaktoren betrifft.

Ohne diese Fähigkeit wird es zunehmends schwieriger die fachliche Eignung zu verstehen und ausgewogene Portfolios aufzustellen. Als Beispiel sei hier Convertible Bond Arbitrage genannt. Dahinter kann sich ein Kreditrisikomanager befinden, obwohl das gesamte Portfolio bereits ein großes Kreditrisikoengagement durch andere Strategien aufweist. Wir glauben weiterhin, dass sich die Blickrichtung auf Portfoliobildung und die Fähigkeit Opportunitäten im Markt zu beurteilen richten wird. Um weiterhin Erträge zu erwirtschaften, müssen Dachhedgefondsmanager Vorhersagen machen können, welche Bereiche 'überbevölkert' sind und welche Hedge Fonds überhöhtes Risiko in Kauf nehmen um ihre Renditen zu erwirtschaften. Verräterische Anzeichen hierfür sind ein hohes Leverage im Verhältnis zur Rendite oder auch ein Missverhältnis bezüglich der Laufzeit von Vermögen und Verbindlichkeiten. Ein anderer Bereich von gestiegener Bedeutung ist das Verhältnis zwischen verschiedenen Strategien und Marktopportunitäten in unterschiedlichen Szenarien und deren Einfluss auf das Gesamtportfolio. So führen zum Beispiel höhere kurzfristige Zinssätze zusammen mit einer flacheren Zinsstrukturkurve zu Deleveraging durch unattraktivere Carry Trades. Diversifikationseffekte in hochverzinslichen Wertpapieren verschwinden mit einhergehendem Wertverlust.

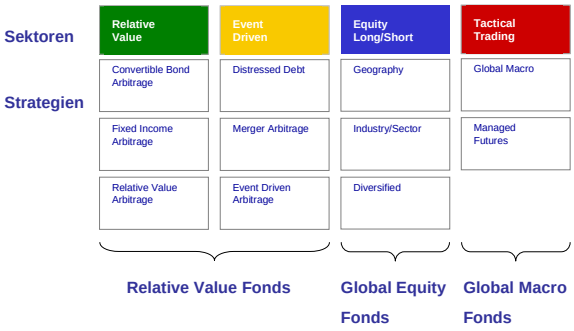
Das entscheidende ist, dass wir uns wahrscheinlich verstärkt auf Alpha verlassen müssen um die gegebenen Renditevorstellungen zu erfüllen und dass Hedge Fonds nach wie vor zu den besten Möglichkeiten gehören, um gute Sharpe-Ratios zu erzielen. Mit zunehmendem Wettbewerb um Alpha wird das Dachhedgefonds Geschäft komplexer, wobei Fachwissen und ein profundes Verständnis essentiell sind.

2

Wir spekulieren nicht über die zukünftige Richtung der Märkte. Wir suchen kreative Talente in Erfolg versprechenden Märkten. Unser Fokus liegt auf absoluten Renditen mit geringer Volatilität für sicherheitsorientierte Anleger.

Coronation Fund Managers ist ein unabhängiger Dachhedgefonds-Anbieter, der schon seit 1996 Hedgefonds-Mandate für Pensionskassen und Versicherungen mit einem Volumen von weit über einer Milliarde Euro verwaltet.
Ein starkes Investment Team mit Fondsmanagern, die über durchschnittlich 15 Jahre Erfahrung im Investment Management und sieben Jahre Erfahrung in der Verwaltung von Hedgefonds verfügen, machen Coronation zu einem der führenden Unternehmen auf diesem Gebiet.

Wir verwalten drei grosse Dachhedgefonds, die das gesamte Hedgefonds-Spektrum abdecken und nach Hedgefonds-Sektoren ausgerichtet sind.



Wir haben uns für diesen fokussierten Ansatz entschieden, anstatt wie viele andere Dachhedgefonds-Manager Multi Strategien-Produkte anzubieten, die nicht auf die Kundenbedürfnisse zugeschnitten sind.
Wir können eine individuelle Portfoliozusammensetzung vornehmen und ein auf den Kunden lautendes Hedgefonds-Portfolio erstellen. Diese maßgeschneiderten Lösungen bezüglich der gewünschten Risiko- and Renditeziele eignen sich hervorragend zur Diversifikation des vorhandenen Portfolios und zur Reduzierung der Volatilität.

Coronation konzentriert sich auf den deutschen Markt: Unsere Strukturen sind steuerrechtlich so ausgerichtet, dass eine Besteuerung wie bei inländischen Aktien erfolgt. Außerdem haben wir ein deutsches Team, das nicht nur die Sprache, sondern auch die Mentalität versteht.

Unsere langjährige Erfahrung mit institutionellen Kunden hat gezeigt, dass Transparenz eines der Kernpunkte in einer auf Dauer angelegten Partnerschaft ist.
Unser Reporting erfolgt monatlich und kann je nach Bedarf an spezifische Kundenwünsche angepasst werden. So wird gewährleistet, dass alle relevanten Informationen auf den Punkt gebracht zur Verfügung stehen.

Coronation führt direkte Gespräche mit über 1000 Single Hedgefonds-Managern pro Jahr. Wir sind ein prozessorientiertes Unternehmen, wobei Risikomanagement in jeder Stufe des Investment Prozesses angesiedelt ist. Wir messen Risiko sowohl auf Manager- als auch auf Portfolioebene und nutzen für die unterschiedlichen Risikoarten, -ebenen und -bereiche unterschiedliche Steuerungsinstrumente.

Wir haben eine optimale Größe in zweifacher Hinsicht. Wir leiden weder unter größenbedingten Reibungsverlusten noch unter Kapazitätsengpässen. Coronation investiert bereits in einem frühen Stadium mit geringem Volumen in Erfolg versprechende Fonds, so dass wir später, bei überzeugender Performance, durch den gezeigten Vertrauensvorschuss unser Engagement erhöhen können. Dieser zukunftsorientierte Seeding-Ansatz ermöglicht uns in erfolgreichen Fonds investiert zu sein, bevor sie geschlossen sind.

Ihr Ansprechpartner:
Ramona Glass
Head of Product Management
Tel: +44 (0) 20 7389 8851
Email: rglass@coronationfunds.co.uk

Coronation International Limited,
2nd Floor, Panton House, 25 Haymarket,
London, SW1Y 4EN, UK

3

COMINVEST
ASSET MANAGEMENT

Hedgefonds-Markt in Deutschland: Transparenz mit Managed Accounts

Seit Anfang 2004 dürfen Dachhedgefonds auch in Deutschland aufgelegt werden – vorausgesetzt, ihre Investments erfüllen u.a. die spezifischen Anforderungen des deutschen Steuerrechts. Dies ist aber bei den meisten der für ein Investment in Frage kommenden weltweit rund 9.000 Single Hedgefonds nicht gegeben. Außerdem nehmen gerade einige der erfolgreichsten Fonds aus Kapazitätsgründen keine neuen Gelder mehr an. Für Dachhedgefonds bedeutet dies, daß ihr Anlage-Universum beschränkt ist, sie können nicht unbegrenzt wachsen.

Aufgaben einer Managed-Account-Plattform

Abhilfe schaffen hier Managed-Account-Plattformen, die aus den angelsächsischen Ländern kommen. Im Prinzip bilden sie erfolgreiche Single Hedgefonds unterschiedlicher Anbieter jeweils eins zu eins nach – in enger Abstimmung und auf Basis vertraglicher Absprachen mit den jeweiligen Managern. Auf einem separaten Konto spiegelt der Manager eines ausgewählten Single Hedgefonds genau die Anlagestrategie wider, die er in seinem Ursprungsfonds verfolgt. Eine der wichtigsten Aufgaben der Plattform ist es dabei, jedes einzelne Managed Account in die rechtlich und steuerlich notwendige Form zu bringen, so dass Dachhedgefonds dann Anteile dieser Sondervermögen erwerben können.

Neben dieser administrativen Dienstleistung, die auch eine unabhängige Bewertung jedes einzelnen Single Hedgefonds beinhaltet, ist die Risikoüberwachung ein weiteres wesentliches Merkmal des Managed Account. Täglich werden beispielsweise Transaktionen und Positionen abgestimmt sowie ungewöhnliche Veränderungen überprüft. Darüber hinaus analysiert die Plattform mindestens einmal pro Woche sämtliche Markt- und Kreditrisiken sowie Style Drifts der Hedgefondsmanager. Zur Aufgabe der Plattform gehören auch die unabhängige Bewertung von exotischen Instrumenten, die regelmäßige Performanceanalyse sowie ein Rückblick und eine Portfolioanalyse gemeinsam mit dem Fondsmanagement.

Gütesiegel für Single Hedgefonds

Von einer Plattform ausgewählt zu werden ist also eine Art Gütesiegel für den jeweiligen Single Hedgefonds. Dazu müssen die Fondsmanager eine sorgfältige Prüfung (Due-Diligence-Prozess) über sich ergehen lassen und mit ihrer Philosophie, ihrem Investmentprozess, ihrer Performance und mit den handelnden Personen hundertprozentig überzeugen. Stellt die Plattform im Rahmen ihres laufenden Monitorings eine Abweichung von diesen Qualitätsstandards fest, können dem jeweiligen Fonds alle Gelder entzogen werden. Eine sich aus diesen Punkten ergebende weitere Voraussetzung zur Zulassung eines Single-Hedgefonds auf eine Managed Account Plattform ist die Lieferung einer weitestgehenden Transparenz in Bezug auf die verfolgten Strategien.

Allerdings gibt es auch einige Hedgefondsmanager, die sich aufgrund der angesprochenen Transparenzvoraussetzungen nur ungern auf ein Managed Account heben lassen wollen. Dies gilt insbesondere für Manager, die sogenannte „proprietäre“ Anlagestrategien verfolgen oder deren Strategien nur eine geringe Liquidität bieten. Allerdings verstärkt sich der Trend in Richtung einer Professionalisierung und Institutionalisierung der Industrie.

4

COMINVEST
ASSET MANAGEMENT

Fazit

Als Fazit bleibt deshalb, dass nur mittels einer deutlich erhöhten Offenheit des traditionell sehr intransparenten und netzwerkorientierten Hedgefonds-Marktes das institutionelle Kundensegment nachhaltig für Hedgefonds als neue Anlageklasse erschlossen werden kann. Die Kernanforderungen von institutionellen Anlegern an Hedgefonds sind ausgefeilte Risikokontrollmechanismen, transparente, disziplinierte und konsistente Investmentprozesse sowie ausreichende Kapazitäten. Managed Accounts bieten genau für diese Notwendigkeiten, die nicht zuletzt auch durch die deutsche Gesetzgebung beachtet werden müssen, umfassende Lösungen. Somit werden sich Transparenz und Qualität der Produktlösung als Grundvoraussetzungen für deutsche Investoren entwickeln.

Zu den größten Managed-Account-Plattformen, die Transparenz nach deutschem Steuerrecht gewährleisten, gehört die New Yorker PlusFunds-Gruppe mit zurzeit rund 70 ausgewählten Fonds. Unternehmen und institutionellen Anlegern in Deutschland steht PlusFunds, deren Fondsselektion in Zusammenarbeit mit Standard & Poor's erfolgt, exklusiv im Rahmen einer Kooperation mit dem Asset Management der Commerzbank zur Verfügung.

Zur Vervollständigung des institutionellen „Best of Breed" Produkt-Setups des Commerzbank Asset Managements besteht eine weitere exklusive Kooperation mit dem Schweizer Dachhedgefonds-Spezialisten Harcourt, der für die kommenden COMINVEST-Produkte als Advisor agiert und umfassende Erfahrung und Analysekapazitäten im Hedgefondsmarkt mitbringt. Diese doppelte Kompetenzpartnerschaft wird mit dem Portfoliomanagement-Knowhow der COMINVEST gebündelt.

COMINVEST
ASSET MANAGEMENT

Commerzbank Asset Management – COMSELECT

COMSELECT ist eine neutrale Sourcing- und Vertriebs-Plattform im Commerzbank Asset Management, die innerhalb des Konzerns die „Alternativen Investmentthemen“ erschließt. Sie ist als Geschäftseinheit im Commerzbank Asset Management eingebettet, das im Kern aus den Asset Management Gesellschaften COMINVEST GmbH mit Hauptsitz in Frankfurt, Jupiter Asset Management Ltd. aus London und Caisse Centrale de Réescompte aus Paris besteht. Insgesamt verwaltet das Commerzbank Asset Management ca. 85,5 Mrd. Euro.

Die COMSELECT-Investmentplattform schafft Produktlösungen mit Alleinstellungsmerkmalen für die Commerzbank durch globale Best-of-Breed Partnerschaften und exklusive Kooperationen. Diese Lösungen bieten über die gesamte Produktwertschöpfungskette hinweg einen institutionellen Standard und werden in verschiedenen Kundensegmenten platziert.

Dabei umfasst das durch die COMSELECT zu erschließende Produktportfolio neben Multi-Manager-Lösungen gehört die Commerzbank-Lösung damit zu den Marktführern in Deutschland

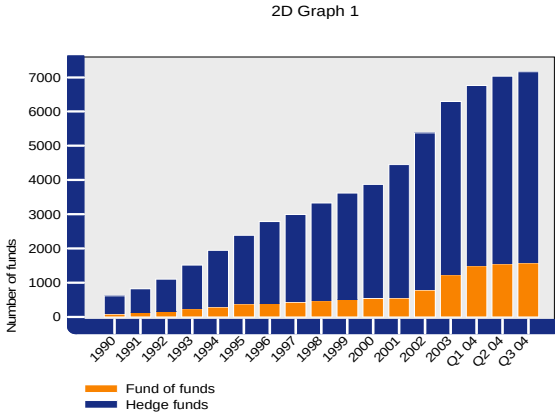
Ihre Ansprechpartner

Michael Vogt
Managing Director COMSELECT
Tel: +49-(0) 69-1362-4695

Torsten Gründel
Produktmanagement COMSELECT
Tel: +49-(0) 69-1362-4708

Funds-of-Hedge-Funds für institutionelle Anleger

Die starke Nachfrage institutioneller Anleger war einer der massgeblichen Gründe für das kräftige Wachstum der Funds-of-Hedge-Funds in den letzten Jahren. Gemäss Hedge Fund-Research (HFR) beträgt der Anteil von Funds of Hedge Funds am Hedge Fund-Markt mittlerweile mehr als 41%. 1998 waren es erst 18%. In diesem Zeitraum ist die Zahl der bei dem Indexanbieter für Hedge Funds registrierten Funds-of-Hedge-Funds von 204 auf über 1.200 gestiegen. Diese beindruckenden Wachstumszahlen legen die Frage nah, was diese gepoolten Anlagevehikel für institutionelle Anleger so attraktiv macht.



[Wachstum der Fund-of-Hedge-Funds-Branche
1990 bis 3. Quartal 2004
Anzahl der Fonds
Funds-of-Funds
Hedge Funds

Quelle: Hedge Fund Research, Inc. (HFRI)
Stand: 30. September 2004]

Laut HFR sind fast ein Drittel aller neuen Fonds, die seit 1998 in die HFR-Datenbank aufgenommen wurden, Funds-of-(Hedge)-Funds. Das Unternehmen schreibt dieses robuste Wachstum der steigenden Nachfrage von institutionellen Anlegern, Stiftungen und öffentlichen Pensionskassen zu, die nach eben jenen stabilen, unkorrelierten Renditen suchen, durch die sich die alternative Anlageklasse normalerweise auszeichnet. Diese Entwicklung wurde durch die zunehmende Öffnung einiger Funds-of-Hedge-Funds für Privatanleger weiter verstärkt. Fund-of-Hedge-Funds bieten niedrigere Mindestanlagebeträge als die bei Single-Strategy-Funds normalerweise übliche USD 1 Million“.

Stabilität der Renditen

Funds-of-Hedge-Funds investieren in verschiedene Hedge Fund-Manager und -Strategien, um diversifizierte Portfolios aufzubauen, die stetigere Renditen erwirtschaften als einzelne Hedge Funds. Dank der umsichtigen Kombination von Anlagestilen können sie von der relativ geringen Korrelation zwischen den Stilen profitieren, um bei einem festgelegten Risikoniveau optimierte Renditen zu erzielen.

Man Investments

Als Folge dieser Diversifizierung von untereinander nicht korrelierten Anlagen sind Funds-of-Hedge-Funds in der Lage, unter den meisten Marktbedingungen stabile Renditen zu erwirtschaften. Zudem haben sie in der Vergangenheit ebenso gute – oder sogar bessere – Ergebnisse erzielt als die wichtigsten Aktienindizes, und dies mit einer niedrigeren Volatilität als Anleihen.

Diese Stabilität wird besonders von Institutionen geschätzt, die bestrebt sind, ihre zukünftigen Zahlungsverpflichtungen, wie etwa Pensionszahlungen, auf die zukünftigen Anlagerenditen abzustimmen.

Funds-of-Hedge-Funds können darüber hinaus so strukturiert werden, dass sie Kapitalschutz, Couponzahlungen oder ein erhöhtes Investmentengagement bieten. Auch spezielle Wünsche der Anleger im Hinblick auf nationale Gesetze, steuerliche Aspekte, Anlagekategorie sowie Risiko und Rendite können bei der Strukturierung berücksichtigt werden.

Professionelle Investoren

Ein weiterer Vorteil von Funds-of-Hedge-Funds besteht darin, dass der Anbieter die Verantwortung für die Anlageauswahl, den Portfolioaufbau sowie das Produkt- und Risikomanagement übernimmt. All diese Aufgaben erfordern spezielle Kenntnisse und können zeit- und kostenaufwändig sein. Auch das Performance-Reporting und der Kundenservice gehören zum Leistungsangebot jedes Fund-of-Hedge-Funds.

Das Hedge Fund-Universum ist mit über 7.000 Fonds, die eine Vielzahl von Strategien verfolgen, extrem vielfältig, sodass für ein optimales Ergebnis bei der Anlageauswahl und der Portfoliomodellierung eine entsprechende Branchenerfahrung und die nötigen Ressourcen erforderlich sind.

Als professionelle Hedge-Fund-Anleger können die grossen Funds-of-Hedge-Funds ihre Branchenbeziehungen ausspielen, um Investmentkapazitäten aus Fonds zu schöpfen, die sonst für Neuanleger geschlossen sind. Einige der grösseren Funds-of-Hedge-Funds betreiben spezielle Start-up-Programme, um aufstrebende Top-Manager zu identifizieren. Dies ermöglicht ihnen, für die Zukunft zusätzliche Kapazitäten zu sichern.

Flexibilität und Marktzugang

Funds-of-Hedge-Funds bieten Anlegern einen unkomplizierten Zugang zu einer vielfältigen und komplexen Anlageklasse – eine Strategie, mit der Portfoliorisiken ausgeglichen oder mittelfristig höhere Anlagerenditen erzielt werden können.

Da der Prozess der Managerauswahl, des Portfolioaufbaus, der Risikokontrolle und der Portfolioanpassung jedoch repetitiv ist, benötigt ein Fund-of-Hedge-Funds-Manager erhebliche Ressourcen und Know-how, um die nötigen Aufgaben mit gleich bleibend hoher Qualität erledigen zu können. Das Management von Hedge Funds ist eine komplexe Aufgabe, die ein entsprechend grosses und spezialisiertes Team mitsamt einer effizienten Infrastruktur erfordert. Diese Voraussetzungen können lediglich Fondsanbieter erfüllen, deren verwaltetes Vermögen ausreichend gross ist.

Über Man Investments

Man Investments ist der Asset Manager von Man Group und ein unabhängiger Marktführer im Segment alternative Anlagen. Das Unternehmen entwickelt innovative Produkte und massgeschneiderte Lösungen für private und institutionelle Kunden auf der ganzen Welt. Man Investments war schon immer auf alternative Anlagen spezialisiert und hat dank ihrer unabhängigen Investment Manager Experten-Know-how in verschiedenen alternativen Anlagekategorien wie Hedge Funds, Private Equity, Leveraged Finance und Wandelanleihen aufgebaut und weiterentwickelt. Seit der Gründung im Jahr 1983 hat Man Investments – in Zusammenarbeit mit führenden Finanzinstituten – erfolgreich zirka 450 Anlageprodukte lanciert. Das Unternehmen verwaltet Vermögen in Höhe von mehr als 40 Milliarden* USD und beschäftigt weltweit zirka 900 Mitarbeiter. Man Investments verfügt über Hauptsitze in der Schweiz und London sowie über Niederlassungen in Chicago, Hong Kong, dem Mittleren Osten, Montevideo, New York, Sydney und Tokio. Weitere Informationen können im Internet unter www.maninvestments.com abgerufen werden.

Ihr Ansprechpartner

Christof Grossegger
MAN Investments
Etzelstraße 27, PO Box 349
CH-8808 Pfäffikon
Telefon: +41-55-417 62 60
Telefax: +41-55-417 62 61

Sal. Oppenheim jr. & Cie., gegründet 1789 und bis heute im Besitz der Gründerfamilie, ist eines der ältesten und renommiertesten Privatbankhäuser Deutschlands. Seit 1989 firmiert die Bank als Kommanditgesellschaft auf Aktien und wird heute von fünf persönlich haftenden Gesellschaftern geführt. Während ihrer langjährigen Geschichte hat sie einen wesentlichen Beitrag zur Industrialisierung Europas sowie zum Aufbau des Banken- und des Versicherungssektors geleistet.

Mit einem Eigenkapital von über einer Milliarde Euro und einer Bilanzsumme von 8,6 Mrd. Euro (Stand 31.12.2003) ist Sal. Oppenheim zugleich eine der führenden unabhängigen Privatbankadressen Europas. Das Bankhaus verfügt über eine gute Bonitäts-Einstufung, die durch das Rating von Fitch IBCA bestätigt wird (Long-Term A; Short Term F1; Outlook Stable). Mit Wirkung vom Januar 2005 gehört auch die BHF-Bank AG zum Konzern.

Die Vermögensverwaltung für in- und ausländische institutionelle Anleger erfolgt innerhalb des Bereichs Asset Management in verschiedenen, spezialisierten Tochterunternehmen. Publikums- und Spezialfonds nach deutschem Recht verwaltet die 1971 gegründete Oppenheim Kapitalanlagegesellschaft mbH (OKAG). Individuelle Vermögensverwaltungsmandate sowie Beratermandate wurden seit 1992 durch Oppenheim Capital Management GmbH betreut. Diese Gesellschaft ist zum Jahresanfang 2005 mit der OKAG verschmolzen. Mit insgesamt 22 Milliarden Euro verwaltetem Kapital gehört Oppenheim Asset Management heute zu den bedeutenden Gesellschaften am deutschen Kapitalmarkt. Vor allem Versicherungen und Versorgungseinrichtungen gehören zu den Kunden.

2004 wurde die Produktpalette um zwei Dach-Hedgefonds nach deutschem Recht erweitert. Außerdem vertreibt Oppenheim Asset Management im Wege der Privatplazierung einen Single-Hedgefonds des US-Kooperationspartners Pramerica Financial. Mit dem Vertrieb dieser alternativen Anlageformen nutzt die Privatbank ihren erweiterten Spielraum aus dem Investmentmodernisierungsgesetz. Die Grundidee lautet: ein Anlagekonzept zu schaffen, das bei niedriger Volatilität ein attraktive Rendite erwirtschaftet.

Die OKAG hat mit diesen Konzepten ihre Innovations- und Strukturierungskraft erneut unter Beweis gestellt. Sie knüpft damit an ihre Pionierrolle an, die sie bereits seit den 90er Jahren innehat, als sie die ersten indexorientierten Aktienfonds zur Marktreife brachte. Auch mit Wertsicherungs-/Wertbeteiligungsstrategien hat sich die Gesellschaft nachhaltig positioniert.

Für alle Hedgefonds-Konzepte wurden klare Ertrags- und Volatilitätsvorgaben definiert:

- für den Single-Hedgefonds gilt:
  Euribor plus 500 Basispunkte nach Kosten
- für die beiden Dach-Hedgefonds gilt:

	Performance	Zeitraum	Volatilität	Mindestbedingung
OP Hedge Multi Strategie	6-9%	Rollierende 3-Jahresperiode	<5%	Kein Jahr mit negativem Ertrag
OP Hedge Multi Strategie Plus	8-11%		<7%	

Aus diesen Rahmendaten wird deutlich, daß die Hedgefonds der OKAG nicht auf maximalen Ertrag ausgerichtet sind, sondern auf ein optimales Ertrags-Risiko-Verhältnis. Damit leisten sie einen wichtigen Beitrag im Portfolio: eine Stabilisierung der Erträge bei strikter Risikokontrolle auf einem Niveau, das für institutionelle Anleger interessant ist und zwischen den langfristig realistischen Renten- und Aktienerträgen liegt.

Externe Manager wurden mit der Portfolio-Strukturierung beauftragt. Sie sind nicht in Deutschland

beheimatet, sondern verwalten den Single-Hedgefonds aus den USA heraus (Pramerica Asset Management – PAMCO).
Die Portfolios der beiden Dach-Hedgefonds werden in Großbritannien und den USA (Attica-LJH) strukturiert. Dabei kann PAMCO auf eine Erfahrung von 6 Jahren und Attica/LJH auf 12 Jahre zurückblicken. Die Erfahrung kommt in den überlegenen Analyseprozessen zum Ausdruck, verbunden mit einer effizienten Risikokontrolle.

Weder durch den Verzicht auf die Auflegung eigener Single-Hedgefonds noch durch die Zusammenarbeit mit externen Managern hat sich die OKAG aus ihren Aufgaben zurückgezogen: Sie ist unverändert verantwortlich für die Berichterstattung gegenüber dem institutionellen Kunden, die Erfüllung aller gesetzlichen und steuerlichen Anforderungen in Deutschland und die Haftung für die in Deutschland zugelassenen Dach-Hedgefonds. Auch die wichtige Aufgabe, Ansprechpartner der Investoren zu sein, liegen – wie bei allen klassischen Wertpapierfonds auch – bei der OKAG. Die Aufgaben der Depotbank für die Dach-Hedgefonds erfüllt Sal. Oppenheim jr. & Cie.

In der Praxis der Dach-Hedgefonds bedeutet das: Attica-LJH schlägt Zielfonds vor, die OKAG prüft die Unterlagen der vorgeschlagenen Zielfonds auf Übereinstimmung mit den gesetzlichen und vertraglichen Regeln. Erst dann entwickelt Attica-LJH seinen Portfolio-Vorschlag. Die OKAG prüft diese Konstruktion auf Übereinstimmung mit den gesetzlichen und vertraglichen Standards und wird sie nur genehmigen, wenn keine Konflikte vorliegen. Anschließend informiert Attica-LJH die ausgewählten Zielfonds über das geplante Investment. Ähnlich arbeitsteilig verläuft die Orderbearbeitung. Die Zielfonds bestätigen die Order an die OKAG, wo Order und Portfolio-Konstruktion abgeglichen werden. Die OKAG bestätigt danach die Order, führt die notwendige Devisensicherung durch und überweist die Liquidität. Indem die Zielfonds der OKAG und Attica-LJH den Zahlungseingang bestätigen, schließt sich der Kreis.

Die Manager in den USA bzw. England verwalten ihre Portfolios und prüfen die angewandten Strategien auf Risiko und Ertrag. Die OKAG ist jedoch verantwortlich für die Einhaltung aller gesetzlichen Regeln bzw. der steuerlichen Anforderungen und für das Reporting. Diese Arbeitsteilung sichert nicht nur die rechtlich einwandfreie Struktur und die steuerliche Unbedenklichkeit, sondern sorgt auch für einen ständigen intensiven Austausch von Daten und Informationen zwischen der OKAG und den Managern – Wissen, das unseren Kunden zur Verfügung steht!

Ihr Ansprechpartner

Klaus-Wilhelm Hornberg
Oppenheim Kapitalanlagegesellschaft mbH
Unter Sachsenhausen 2, 50667 Köln

Telefon: 0221-145-2088
Email: klaus-wilhelm.hornbeg@oppenheim.de

Hedgefonds – Eine sinnvolle Beimischung im Rahmen der Kapitalanlage von Versicherungen

Im Laufe der 90er Jahre Ein hat ein verschärfter verschärfter Renditewettbewerb im Versicherungsgewerbe, besonders im Bereich Lebensversicherungen, zu einer deutliche Ausweitung der Aktienquote geführt. Eine derartige Aufstockung in kurzer Zeit führte zu inhärenten Risiken, die in der Baisse seit Mitte 2000 deutlich wurden und sich sich für einige Versicherer zur existenzbedrohenden Krise entwickelten. Dies geschah u.a. auch deshalb, weil durch fehlende Langfristigkeit in der Aktienanlage stille Reserven nur unzureichend gebildet werden konnten, um als wichtiges Regulativ zum Renditeausgleich zur Verfügung zu stehen.

Die Mittel der klassischen Kapitalanlage reichen nicht mehr aus, um die Renditeerwartungen der Kunden langfristig zu garantieren. Ursächlich dafür ist neben dem Verlauf der Aktienmärkte das niedrige Zinsniveau. Alternative Anlageformen wie z.B. Private Equity und Hedgefonds sind so aus ihren Nischenmärkten in den Blickpunkt des Interesses gerückt. Zum einen, weil sie attraktive Renditen deutlich oberhalb des aktuellen Zinsniveaus versprechen, zum anderen weil ihre Rendite/Risikoprofile weitgehend unabhängig von den Entwicklung an den Finanzmärkten sind. Gerade der Bereich der Lebensversicherung ist hier auf Grund seiner Funktion als Kapitalsammelbecken und durch die besonderen Anforderungen an die Kapitalanlage, die sich aus den Versicherungsverträgen und den rechtlichen Rahmenbedingungen ergeben von besonderem Interesse.

Dabei steht die in der theoretischen Diskussion meist in den Vordergrund gestellte Langfristigkeit des Anlagehorizonts durchaus im Spannungsfeld zu den jährlich zu veröffentlichenden Unternehmensdaten im Rahmen. der Geschäftsberichte und den daraus abgeleiteten Unternehmensvergleichen und -Ranglisten. Die entsprechenden Leistungsvergleiche auf Jahresbasis, gerade auch für den Kapitalanlagebereich, haben eine erhebliche Bedeutung für das Neu – und Bestandsgeschäft der einzelnen Anbieter.
Obwohl Hedgefonds keine neue Erscheinung an den internationalen Finanzmärkten darstellen, sind die Auswirkungen einer Beimischung von Hedgefonds zu Versicherungsportfolios bisher wenig untersucht.

I. Studie: Beimischung von Hedge Fund Strategien zum Portfolio

Eine wissenschaftliche Studie in Zusammenarbeit mit unserem Haus bringt Klärung: Als Ausgangs- bzw. Basisportfolio wurde eine Mischung von 80 Prozent Rentenwerten und 20 Prozent Aktien angenommen; jeweils repräsentiert durch die Entwicklung des DAX und des REXP im Betrachtungszeitraum von 1994 bis Mitte 2003. Die Konzentration auf diese beiden Asset Klassen erscheint insofern angebracht als der Anteil festverzinslicher Wertpapiere im Betrachtungszeitraum bei ca. 70 Prozent lag. Der Anteil von Aktien in der Direktanlage hat sich von ca. zwei auf fünf Prozent entwickelt. Stark gestiegen ist die Gewichtung der sog. Investmentanteile, also Anteile and Aktien- u. Rentenfonds deren Anteil sich auf fast 23 Prozent im Betrachtungszeitraum mehr als verdoppelt hat. Der gesamte Anteil der anderen Anlagearten wie z.B. Immobilien oder Beteiligungen ist dabei von untergeordneter Bedeutung und steht zudem häufig für die Asset Allokation aus übergeordneten strategischen Gründen nicht zur Verfügung.
Die Beimischung von Hedgefonds, repräsentiert durch Einzelstrategien sowie Dachfonds auf Basis der Daten von HFR und TASS erfolgte in mehreren Schritten sowohl zu Lasten der Aktien- als auch zu Lasten der Rentenquote. Die Analyse bediente sich dabei nicht der üblichen Vorgehensweise der sog. Mean/Variance Betrachtung. Diese geht von einer Normalverteilung der Renditen aus, die für Hedgefonds üblicherweise nicht zutrifft. Die Verteilung von Hedgefonds-Renditen sind gekennzeichnet durch negative Schiefe und hohe sog. Excess Kurtosis, d.h. höhere Wahrscheinlichkeit für hohe Verlust sog. „Fat Tails“. Dieser Umstand schränkt die offensichtlichen Vorteile höherer risikoadjustierter Renditen von Hedgefonds gegenüber herkömmlichen Anlageklassen ein. Diesem Umstand kann durch die Verwendung von sog. „Shortfall Maßen“ Rechnung getragen werden. Die Shortfall Wahrscheinlichkeit ist dabei ein Maß für die Wahrscheinlichkeit eines Portfolios bestimmte Rendite Zielgrößen nicht zu erreichen. Damit brauchen keine Annahme über die Verteilung der Renditen selbst getroffen werden. Ein weiterer Vorteil, ergibt sich aus der Tatsache, das hier nur negative Abweichung von der Zielrendite als Risiko betrachtet werden. Positive Abweichung, d.h. höhere Renditen fließen, anders als bei der Mean – Variance Betrachtung, nicht in die Risikobetrachtung mit ein.

II. Optimierung durch Einzelstrategien oder Dachfonds?

Für die Untersuchung wurden sowohl Einzelstrategien aus dem Bereich Relative Value (Fixed Income Arbitrage u. Convertible Bonds Arbitrage) und Event Driven (Distressed Securities) als auch Dachfonds sog. Fonds of Fonds dem Basisportfolio sowohl zu Lasten der Rentenquote als auch zu Lasten des Aktienanteils in einem Anteil zwischen 2 und 20 Prozent beigemischt. Im Ergebnis lässt sich darstellen, dass schon bei einem geringen Hedgefondsanteil mit allen untersuchten Strategien geringere Shortfall Maße erreichen lassen, d. h. das Portfoliorisiko senken lässt. Dabei weisen die Ergebnisse für die unterschiedlichen Strategien durchaus signifikante Unterschiede auf. So ließ sich beispielsweise im Betrachtungszeitraum bei einer fünf Prozent Hedgefonds Beimischung durch den Einsatz von Convertible Arbitrage zu Lasten der Aktienquote das Portfolio Risiko am deutlichsten senken. Der Einsatz der Strategie Distressed Securities zu Lasten Renten verzeichnete die höchste Durchschnittsverzinsung bei gegebenem Risikolevel des Basisportfolios, „safety First“ Ansatz. Die Ergebnisse der einzelnen Strategien sind dabei nicht statisch sondern verändern sich bei Erhöhung des Hedgefondsanteils im Portfolio. Bei einer 10 Prozent Beimischung etwa konnte durch Distressed Securities zu Lasten Renten die besten Ergebnisse erzielt werden. Hier wurde die geringste Short Fall Wahrscheinlichkeit bei gleichzeitig höchster Durchschnittsverzinsung erreicht. Im konkreten Fall ließ sich so im Betrachtungszeitraum von 10 Jahren die Durchschnittsverzinsung um mehr als ein Prozent p.a. erhöhen, bei gleichzeitig vermindertem Risiko für das Gesamtportfolio.

Die Ergebnisse der Untersuchung legen nahe sich auf bestimmte Einzelstrategien zu konzentrieren, um das Ziel einer Erhöhung der risikoadjustierten Rendite im Portfolio -bestmöglich zu erreichen. Es ist allerdings fraglich, ob Versicherungsunternehmen über entsprechende Kapazitäten verfügen, um die Auswahl geeigneter Hedgefonds treffen zu können bzw. im Sinne einer effektiven Ressourcennutzung treffen sollten. Dies nicht nur im Hinblick auf die Auswahl des passenden Stils und einhergehender quantitativer Aspekte, sondern vor allem auch in qualitativer Hinsicht, z.B. der Einschätzung der Fähigkeiten des Hedge Fund Managers und verwendeter Risikokontrollsysteme, sowie der laufenden Kontrolle und Überwachung, die ebenfalls sehr aufwendig und teuer ist.
Es bietet sich daher in der Praxis an, diese Aufgabe an Fund of Hedge Fund Manager abzugeben, die neben einer individuellen Portfolioallokation im Rahmen des sog. „Due Dilligence“ auch die Auswahl und die Überwachung der einzelnen Hegdefondsmanager übernehmen.
Die Ergebnisse zeigen, dass auch durch die Beimischung von Dachfonds das Ziel höhere risikoadjustierter Renditen sehr gut erreichen lässt. Bei einer Beimischung von ca. acht Prozent ergab sich ein Renditevorsprung von 0,7 Prozent p.a. zum Basisportfolio bei gleichzeitiger Verringerung der Shortfall-Wahrscheinlichkeit.

III. Fazit: Hedgefonds-Beimischung erhöht risikoadjustierte Rendite

Hedgefonds sind eine sinnvolle Beimischung für das Kapitalanlageportfolios eines Versicherers. Vor dem Hintergrund notwendiger Ressourcen für die Auswahl und Überwachung eines Hedgefondsinvestments erscheint in der Praxis die Investition in Dachfonds der geeignete Weg.
Neben schon bestehender Investments einer Reihe von Unternehmen wird eine erwartete Berücksichtigung von Hedgefonds im Anlagekatalog zu einem wachsenden Interesse und Verbreitung führen. Ein wichtiger Aspekt wird dabei die Verstetigung der Erträge sein, gerade auch vor dem Hintergrund der Einführung von IAS für Versicherung, die eine Glättung der Ergebnisse über die Rechnungsperioden durch stille Reserven und Rückstellungen nicht mehr in gleicher Weise wie im bestehenden System zulässt.

Matthias Schellenberg
Head of Alternative Investments
Pioneer Global Investments Ltd.

Pioneer Investments - Innovation aus Tradition

Verantwortungsvoll mit anvertrautem Vermögen umzugehen macht unseren Erfolg aus. Seit 1928. Als weltweit tätige Investmentgesellschaft arbeiten wir partnerschaftlich mit ausgewählten Finanzinstituten und Investoren zusammen.

Pioneer Investments ist eine international tätige Investmentgesellschaft mit einem verwalteten Fondsvermögen von 125 Milliarden Euro. Wir bieten eine breite Palette von Aktien-, Renten- und Geldmarktfonds sowie alternative Investmentprodukte und strukturierte Produkte an. Die Unternehmensgruppe unterhält Büros in 17 Ländern der Welt mit insgesamt 1.700 Angestellten.

Pioneer gestaltet auf der Basis seiner über 76 Jahre langen Erfahrung Investmentlösungen für institutionelle Investoren, wie Versicherungen, Pensionsfonds, Banken und Sparkassen sowie Privatkunden. Im Frühjahr 2004 hat die Ratingagentur Fitch Pioneer Investments mit der Note „AM2“ Asset Manager Rating für einen weltweit hohen Qualitäts- und Prozessstandard ausgezeichnet.

In den Investmentzentren Boston, Dublin, Mailand und Singapur betreuen über 200 Fondsmanager und Anlagespezialisten 180 Fonds, die nach dem Bottom-up-Ansatz gemanagt werden. Mehr als 50 davon sind in Deutschland zum Vertrieb zugelassen.

Mit mehr als 4 Mrd. Euro assets under management ist Pioneer Alternative Investments im Hedgefonds-Bereich vertreten. Neben strukturierten Produkten und Managed Accounts bilden rund 60 verschiedene Hedgefonds-Portfolios den Schwerpunkt von PAI. Als erste ausländische Investmentgesellschaft brachte PAI den Dachhedgefonds HI Pioneer Global Hedge I auf den deutschen Markt. Vertrieben werden derzeit fünf Single Manager-Fonds, darunter auch der Pioneer Global Opportunities, der als bisher einziger aus Europa gemanagter Hedgefonds ein Standard & Poor's Rating erhalten hat. Alle Single Manager-Fonds erfüllen die Transparenzanforderungen des neuen Investmentgesetzes in Deutschland.

Im Bereich Hedge-Dachfonds bietet PAI über 50 Produkte an. Durch die Übernahme des Dachfonds-Spezialisten Momentum im November 2002 verfügt PAI über knapp zwei Jahrzehnte Expertise in diesem Bereich. Momentum gehört zu den Pionieren im Dachfondsgeschäft und verfügt über einen elaborierten, makroökonomischen Investmentansatz. Das Flaggschiff, der Momentum All Weather Fund of Fund, kann einen track record von mehr als 9 Jahren und eine Rendite von 9% p.a. bei einer Volatiltiät von 3,3% vorweisen. Die Mitarbeiter setzen auf eine langfristige Zusammenarbeit mit den Managern der jeweiligen Zielfonds und minimieren Risiko dadurch, dass sie nur Fonds mit geringem oder keinem Fremdkapitalhebel für das Portfolio auswählen. Durchschnittlich liegt die Alternative-Investments-Erfahrung aller PAI-Manager bei 13 Jahren, die durch einschlägige wissenschaftliche Ausbildungswege ergänzt wird.

Besonderes Gewicht wird bei PAI auf ein umfassendes Risk Management für alle Fonds gelegt. Neben gängigen Methoden des Value at Risk, die für die Besonderheiten bei Hedgefonds erweitert wurden, kommen darüber hinaus Szenario-Analysen und Stress-Tests zur Anwendung. PAI stellt für alle Portfolios Risikoberichte und Nettoinventarwerte täglich per Email zur Verfügung und setzt damit Maßstäbe für die gesamte Branche. Im Bereich Risk Management besteht zudem eine lange Kooperation mit der Universität Cambridge (UK), die eine ständige Weiterentwicklung der Risk Management-Techniken gewährleistet.

Ihr Ansprechpartner

Matthias Schellenberg
Pioneer Global Investments Ltd.
Hammerbrookstr. 5
20097 Hamburg

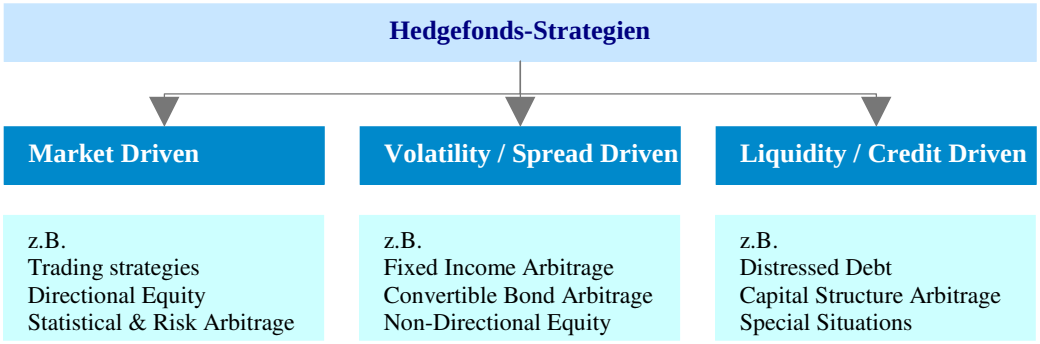
Tel. 49 (0) 89 290741 8812
matthias.schellenberg@pioneerinvest.de
www.pioneerinvestments.de

14

Was treibt die Wertentwicklung von Hedgefonds: Alpha oder Beta?

Der Begriff „Hedgefonds“ deckt eine Vielzahl von Investmentmanagern und -prozessen ab. Hedgefonds werden häufig nach ihrer Struktur und nicht nach Gemeinsamkeiten des Investmentprozesses zusammengefasst. Mit anderen Worten: Merkmale wie z.B. die Flexibilität der Investmentrichtlinien, Co-Investment durch den Fondsmanager, sowie die Gebührenstruktur sind für das Zusammenfassen von Fonds besser geeignet als der Versuch, dies über ihre ungleichen Investmentstrategien zu erreichen. In diesem Artikel werden die operativen Risiken in Verbindung mit Hedgefonds nur kurz angesprochen, der Schwerpunkt liegt auf den Investmentrisiken und der Rolle von Alpha und Beta als Treiber der Wertentwicklung von Hedgefonds-Strategien.

Die Analyse der historischen Erträge einer breiten Reihe von Hedgefonds lässt vermuten, dass es für viele Fonds sowohl in Bezug auf Alpha (handelsspezifisch), als auch Beta (marktabhängig) gemeinsame Treiber gibt. Die Art des, von einem individuellen Fonds eingegangenen Risikos, wird je nach dessen spezifischer Investmentstrategie variieren; allerdings lässt sich ein gewisses Maß an Gemeinsamkeiten identifizieren. Auf dieser Grundlage können Hedgefonds in drei breite Kategorien von Ertragstreibern eingeteilt werden: 1. Market Driven 2. Spread / Volatility 3. Credit / Liquidity. Jeder einzelne Fonds dürfte eine Reihe von Ertragstreibern aufweisen, die zu jeder Zeit auf alle drei Kategorien entfallen und / oder im Zeitablauf, bei sich bietenden Marktchancen, dynamisch gemanagt werden. Es ist möglich, die wichtigsten Hedgefonds-Atrategien nach diesen drei Kategorien zu klassifizieren, unter dem Vorbehalt (der auf die meisten Hedgefondsa-Aalysen zutrifft), dass die Heterogenität von Hedgefonds bei dem Versuch, sie zu verallgemeinern, zu einem signifikanten Informationsverlust führt.



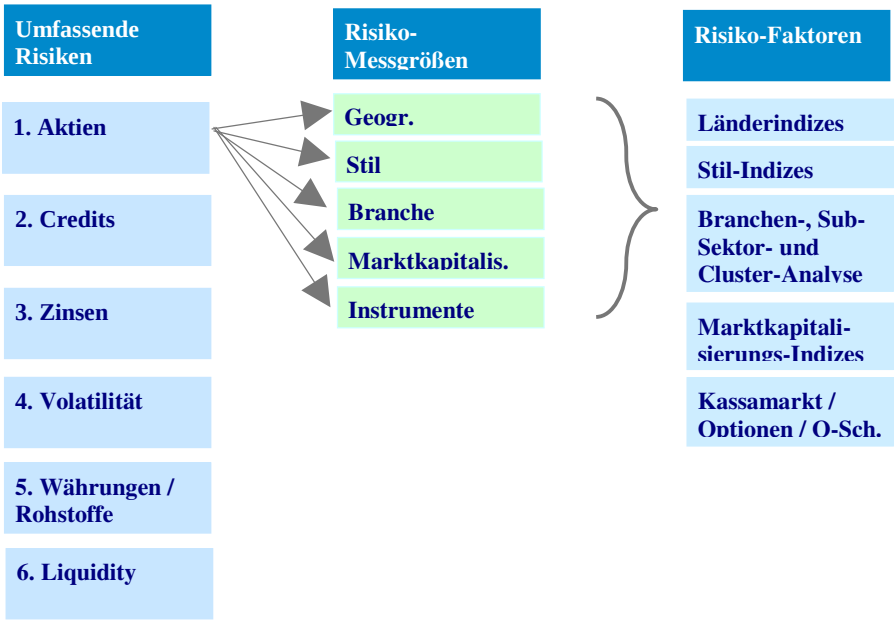
Hinsichtlich der Ertragstreiber (Beta gegenüber Alpha) tendieren Market Driven Fonds kurzfristig zu mehr Beta als Alpha, längerfristig soll mehr Alpha als Beta generiert werden. Volatility / Spread Driven Strategien tendieren zu mehr Alpha als Beta, wobei Liquidity / Credit Driven Strategien sowohl Alpha- als auch Beta-Ertragstreiber aufweisen.

Allerdings ergibt die Konzentration auf Alpha und Beta bei der Analyse der Wertentwicklungstreiber von Hedgefonds nur ein unvollständiges Bild. Weitere Faktoren - u.a. Volatilität, Investmenthorizont, gehandelte Wertpapiere, Eigenschaften der Ertragsverteilung (z.B. Asymmetriekoeffizient und Kurtosis) usw. - bieten eine wichtige Messgröße des Ertrags pro Risikoeinheit. Dies sind die Schlüsselelemente für die Bewertung der Attraktivität eines individuellen Hedgefonds.

Wie vorstehend verdeutlicht, umfasst die Risikobeurteilung bei Hedgefonds eine Vielzahl von Variablen, sowohl im Bereich Investment, als auch im unternehmerischen / operativen Geschäft. Die unternehmerischen / operativen Risiken sind vom individuellen Hedgefonds abhängig, werden jedoch von den Strategieanforderungen in Bezug auf Systeme (Investment, Risikomanagement und Handel), Bewertungsverfahren und Notfallpläne der Unternehmen bestimmt. Dies stellt einen kritischen Teil des Entscheidungsprozesses dar, er liegt jedoch außerhalb dieser Erläuterung.

Das Gesamt-Risiko kann durch eine Analyse der durch die einzelnen Hedgefonds eingegangenen Risiken beurteilt werden. Die Marktrisiken können dann durch Analyse des Marktrisikos über eine breite Palette von Kategorien klassifiziert werden, die unter Anwendung spezifischer Risikofaktoren messbar sind:

15



Die umfassenden Risikofaktoren können sowohl auf dem Niveau der Hedgefonds-Strategie, als auch in Bezug auf die individuellen Fonds bewertet werden. Aufgrund der Heterogenität der Hedgefonds sollte die Bewertung der Investmentrisiken von Hedgefonds direkt am betreffenden Fonds ansetzen und die Merkmale umfassender Risikofaktoren bestenfalls als Ausgangspunkt verwendet werden. Dies lässt sich anhand eines Beispiels erklären:

Convertible Bond Arbitrage, in einfachster Form, basiert auf dem Kauf einer Wandelanleihe und dem Hedge des Aktienrisikos durch einen Verkauf der Aktie, um die aus der Anleihe abgeleitete und als günstig beurteilte Möglichkeit zu isolieren. Mit dieser Strategie geht der Fonds unterschiedlich starke potenzielle Risiken in Bezug auf Zinsen, Credit, Volatilität, Aktien, sowie potenzielle Liquiditäts- und Währungsrisiken ein. Das Ausmaß, mit dem der Fonds diese Risiken eingeht, ist abhängig von der spezifischen Investmentstrategie des Managers und dessen Einschätzung potenzieller Marktchancen. Mit anderen Worten: Fonds, die die gleiche allgemeine Strategie verfolgen, können Erträge im Zeitverlauf sowohl aus Alpha-, als auch aus Beta-Quellen erzielen, wobei sich deren Gewichtung äußerst dynamisch entwickelt.

Worauf sollte ein Hedgefonds-Anleger in Bezug auf Ertragstreiber achten? Es wurde häufig kommentiert, dass die mit Hedgefonds verbundene höhere Gebührenstruktur nur durch „Alpha-Generierung“ oder durch „besondere Qualitäten“ gerechtfertigt sei. Ebenso wird häufig geäußert, dass ein Anleger in Hedgefonds nur für „Alpha“ bezahlen sollte, da „Beta“ zu einem Bruchteil der Kosten über Indexfonds verfügbar sei. Da allerdings die Ertragstreiber der Hedgefonds häufig Alpha und Beta kombinieren, stellt sich die Frage: wie kann man die guten von den restlichen Fonds differenzieren?

Man bewertet systematisch den Ertrag pro Risikoeinheit mit Hilfe der sechs umfassenden Risikokategorien der Abb. 2, indem man die spezifischen Risikofaktoren verwendet und so alle Ertragstreiber bewerten kann. Dieser Ansatz ermöglicht die Bewertung von Risiken, die die Dynamik von Investments in Hedgefonds widerspiegeln. Die Fähigkeiten individueller Manager können mit diesem Ansatz eindeutig isoliert werden - Fähigkeiten zeigen sich sowohl in Alpha, als auch in Beta. Ein Fonds, der in der Lage ist, Markrisiken erfolgreich zu managen, um auf opportunistische Weise Erträge zu erzielen, stellt eine äußerst attraktive Ertragsquelle dar. Ein dynamisch gemanagtes Beta, das aus konsistenten, asymmetrischen Ertragsprofilen gegenüber dem unterliegenden Markt resultiert (Zuwachs in steigenden Märkten und kein Rückgang in nachgebenden Märkten), kann für einen Anleger ebenso attraktiv sein wie ein Manager, der kein Markt-Beta, aber reichlich „Alpha“ vorweisen kann. „Alpha“ wird häufig verstanden als die Größe für die angeborenen Fähigkeiten eines Managers; wenn dies zutrifft, dann muss eine präzise Kennzahl diese Fähigkeiten widerspiegeln.

Der Schlüssel zu einem konsistenten Verständnis der Leistungen eines individuellen Hedgefonds besteht darin, die Risiken (Alpha und Beta plus operative Risiken), die der Fonds eingeht, präzise zu identifizieren. Dies ermöglicht dann die Messung der Qualität des Ertragsstroms aus jedem Einzelfonds (Ertrag pro Einheit des Gesamtrisikos) und die Isolierung der spezifischen Ertragstreiber (Alpha und Beta) in einem Portfolio von Hedgefonds. In Dach-Hedgefonds sind viele unterschiedliche Ertragsprofile möglich, wenn die Risiken der Einzelfonds präzise gemessen und überwacht werden.

16

Unser Wissen. Ihr Erfolg.

Schroders ist der fünftgrößte unabhängige Asset Manager der Welt mit einem verwalteten Vermögen von fast 149 Milliarden Euro*. Vor 200 Jahren vom Hamburger Kaufmann Johann Heinrich Schröder in London gegründet, feiert das Unternehmen in 2004 sein **200jähriges Jubiläum**. An der Londoner Börse ist Schroders plc unter den 100 größten Unternehmen notiert. Größter Aktionär ist auch heute noch die Familie Schroder mit 48 Prozent der Stimmrechte. Weltweit sind derzeit über 2.250 Mitarbeiter beschäftigt, darunter mehr als 250 Analysten und Fondsmanager, in 35 Büros und 26 Ländern und Regionen.

Unabhängigkeit ist für Schroders ein Schlüsselwort - dies gilt sowohl im Hinblick auf die solide Finanzlage und Stabilität des Unternehmens als auch in Bezug auf das eigentliche Geschäft: Nach dem Verkauf der Investmentbank hat sich das Unternehmen neu strukturiert und konzentriert sich nun ausschließlich auf die Vermögensverwaltung. Als Lieferant sowohl von individuellen Lösungen als auch von bestehenden Produkten bietet Schroders die passende Palette für alle Investorenprofile und Marktgegebenheiten. Dazu werden die Gelder der Kunden in Aktien, Anleihen, Geldmarkt, Private Equity, Hedge Fonds und Strukturierten Produkten angelegt

Schroders Investment-Prozess
Umfangreiches Primärresearch und fundierte Analysen kombiniert mit aktivem Risikomanagement bilden die Grundlage für einen einzigartigen Investmentprozess und eine überdurchschnittliche Wertentwicklung. Schroders ist mit Hilfe einer selbst entwickelten Software in der Lage, sämtliche Ertrags- und Risikoquellen der Portfolios aktiv zu managen.

Partner stehen im Mittelpunkt
Vertrauen, Zuverlässigkeit und Kontinuität bestimmen die Zusammenarbeit mit Kunden und Partnern. Darüber hinaus erhalten diese Zugang zu den mit Hilfe modernster Technologien gewonnenen und verarbeiteten Daten und profitieren so von Schroders Wissensvorsprung - getreu dem Motto **„Unser Wissen - Ihr Erfolg“**.

So erreichen Sie uns!

Schroder Investment Management GmbH
Mainzer Landstrasse 16, 60325 Frankfurt am Main

Martin Theisinger, Sprecher der Geschäftsführung
Tel: +49 (0)69 97 57 17-220
E-Mail: martin.theisinger@schroders.com

Frank Böhmer, Geschäftsführer
Tel: +49 (0)69 97 57 17-224
E-Mail: frank.boehmer@schroders.com

www.schroders.de

UBS Global Asset Management

Risikodiversifikation in Dach-Hedgefonds
Auf die Mischung kommt es an

Von Frank Schäfer, CEFA

Frank Schäfer verantwortet den Bereich Produktentwicklung und -management von UBS Global Asset Management in Deutschland.

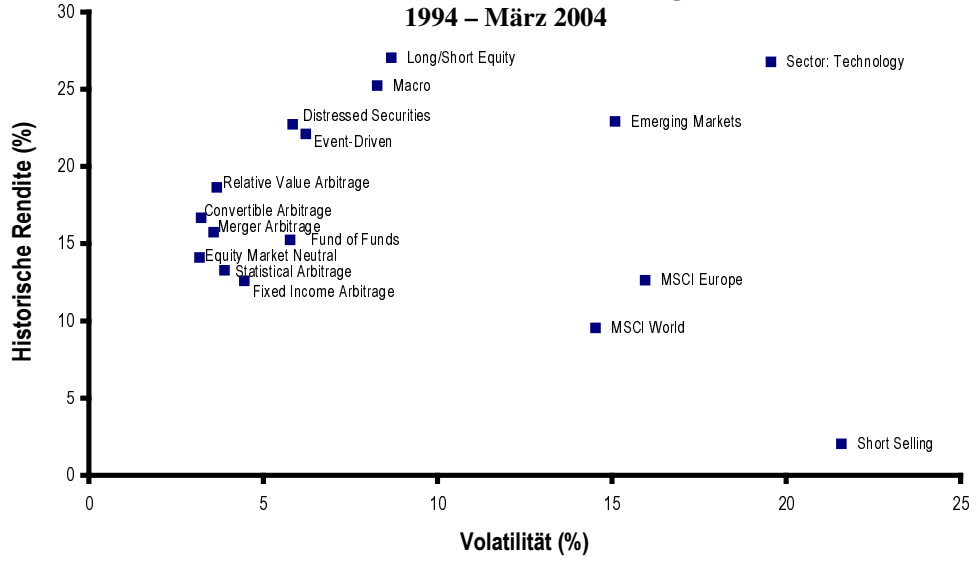
No risk, no fun. Diese alte Börsenweisheit scheint auf keine Anlageklasse besser gemünzt als auf Hedgefonds. Der vom deutschen Gesetzgeber vorgeschriebene Warnhinweis in den Prospekten ähnelt ja nicht rein zufällig den bedrohlichen Hinweisen auf Zigarettenschachteln.

Aber die Hedgefonds-Branche hat sich in den letzten Jahren weiterentwickelt und ist reifer geworden. So spielt heute bei Hedgefonds ähnlich wie bei vielen traditionellen Investmentfonds Risikomanagement eine wichtige Rolle. Aufgrund der seit Ende der 90er Jahre gesunkenen Risikotragfähigkeit achten sowohl institutionelle Investoren als auch private Anleger zunehmend auf eine Ertragssteigerung bei gleichzeitiger Beschränkung der Verlustmöglichkeiten. Produkte mit dem Versprechen absoluter oder totaler Renditen treffen auch wegen des historisch tiefen Zinsniveaus bei vielen Anlegern auf offene Ohren. Investoren erhoffen sich von den alternativen Anlagestrategien und insbesondere von Hedgefonds daher, dass sie den Rückgang des Diversifikationseffekts traditioneller Anlagen kompensieren und so Stabilität in das Portfolio bringen.

Verluste durch Kursschwankungen vermeiden

Der Begriff Hedgefonds steht dabei für eine Vielzahl von Anlagetechniken,
-strategien und -stilen. Entsprechend kann das Risiko-Rendite-Profil einzelner Strategien je nach Marktumfeld im Laufe der Zeit sehr unterschiedlich ausfallen (s.Grafik).

Risiko vs. Rendite verschiedener Strategien März 1994 – März 2004



Quelle: UBS.

18

Auf das Ausmaß der Korrelation achten

Manager von Dach-Hedgefonds stehen daher vor der Aufgabe, einzelne Hedgefonds-Strategien so zu kombinieren, dass sie zur Diversifikation eines Portfolios beitragen ohne das Risiko zu erhöhen. Ein fundiertes Risikomanagement und -controlling, das sowohl Stresstests als auch Szenarioanalysen beinhaltet ist daher unumgänglich.

Dach-Hedgefonds eignen sich daher sowohl für institutionelle Anleger als auch für private Investoren als Ergänzung eines traditionellen Portfolios. Pauschale Aussagen über eine bestimmte Allokation sind jedoch nicht zielführend. In Abhängigkeit vom Profil des Anlegers, idealerweise gestützt auf eine Asset-Liability-Analyse, muss das Risiko gewählt und dann entschieden werden, welche Vermögenswerte und in welchem Umfang zur Finanzierung verkauft werden sollen. Eine Steigerung der Effizienz des Portfolios ist ab einer Beimischung von ca. 5-10% zu erwarten.

Dachfonds bieten Investoren weitere wesentliche Vorteile über die Auswahl erfolgversprechender Einzel-Hedge Funds hinaus:

- Der Investor erhält ein diversifiziertes Portfolio, das unterschiedliche Hedge-Funds-Strategien in effizienter Weise kombiniert.
- Der Dachfondsmanager stellt eine kontinuierliche, fundierte, quantitative und qualitative Analyse der Manager anhand strukturierter und etablierter Prozesse sicher.

19

Globale Reichweite, lokale Präsenz

UBS Global Asset Management ist eine Unternehmensgruppe von UBS, einem der weltweit führenden Finanzdienstleister, der auch den global bedeutendstenWealth Manager sowie eine der weltweit führenden Investmentbanken unter seinem Dach vereint. UBS Global Asset Management bietet Privatkunden, Finanzintermediären und institutionellen Anlegern auf der ganzen Welt Vermögensverwaltungslösungen an.

Mit rund 2600 Mitarbeitern - davon 575 Anlagespezialisten – in über 20 Ländern ist UBS Global Asset Management rund um die Welt präsent. Unsere Hauptniederlassungen befinden sich in Chicago, London, New York, Tokio und Zürich.

Ihr Ansprechpartner

Frank Schäfer
UBS Invest Kapitalanlagegesellschaft mbH
Stephanstraße 14-16
D-60313 Frankfurt am Main
Telefon: 069 1369 5104
Telefax: 069 1369 5310
Mail: frank.schaefer@ubs.com
www.ubs.com/deutschlandfonds

Am 30. Juni 2004 verwaltete UBS Global Asset Management Kundenvermögen in Höhe von 390 Milliarden EUR. Damit gehört UBS Global Asset Management zu den weltweit größten institutionellen Vermögensverwaltern und ist in Europa die Nummer zwei sowie in der Schweiz klar die Nummer eins im Fondsgeschäft.

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 32,1 Mrd. US-Dollar; davon entfallen rund 19,3 Mrd. auf Dach-Hedgefonds (Stand Juli 2004).

20

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 FUNDS: DEFINITION - VOR- UND NACHTEILE 5
1. Allgemeines 5
2. Nachteile 6
3. Vorteile 7
4. Verständnis für Hedge Funds 7

C. DER MARKT FÜR HEDGE FUNDS 9
1. Marktpotential 9
2. Wettbewerb 11
3. Auswahlkriterien für Hedge Fund - Manager 12
4. Consultants im deutschen Hedge Fund-Markt 15
4.1 Die Rolle der Consultants 15
4.2 Die teilnehmenden Consultants 16
5. Informationshilfen durch Hedge Fund-Manager für Investoren 17
5.1 Rating der Hedge Fund (-Firma) als Unterstützung 18

D. STATUS QUO UND STRATEGIEN DER HEDGE FUND-MANAGER 19
1. Status quo der Hedge Fund-Manager 19
2. Angebotene Hedge Fund-Strategien 19
2.1 Long-/Short-Strategien 20
2.2 Marktneutrale Strategien (relative Value) 21
2.3 Global Macro 21
2.4 Event Driven 22
2.5 Commodity Trading 22
2.6 Directional Tactical-Strategien: (L/S-Equity, Global Macro, CTA) 23
3 Auswahlkriterien für Single HedgeFunds 23
4. Kundengruppen in Deutschland 24
5. Geschäftspolitische Schwerpunkte 27
5.1 Stärken-Schwächen-Profil 28
5.2 Die großen Herausforderungen 29
5.3 Geschäftspolitische Ausrichtung 30
5.4 Hedge Funds und Kundenbeziehung 31
5.5 Kundenbetreuung (Mitarbeiter, Reporting, Betreuung) 33

E. ZUSAMMENFASSUNG 36

A. Ausgangslage und Ziel der Studie

1. Allgemeines

Seit Januar dieses Jahres sind die Auflegung und der Vertrieb von Hedge Fund-Produkten in Deutschland durch das Investmentmodernisierungs-Gesetz offiziell zugelassen. Damit hinkt Deutschland im zeitlichen Horizont im internationalen Vergleich deutlich hinterher. Auf der anderen Seite hat es die gesamte Branche sehr begrüßt, daß nunmehr endlich von seiten des Gesetzgebers eine relativ klare Regelung pro „Alternative Investments“ auch hierzulande gefunden wurde. Schon im Verlauf des letzten Quartals 2003 überschlugen sich die „frohen Botschaften“ insbesondere in der Presse, die die neue Produktklasse als Heilsbringer ankündigte.

Wie so oft im Leben klaffen Hoffnung und Wirklichkeit auseinander, und die Hoffnung muß der Ernüchterung weichen. Heute tendiert das Wording eher in Richtung „Hedge Funds warten auf Kunden“ oder „Hedge Funds lernen die Realität kennen“. Das ist – um es vorwegzunehmen – hier aber nur die halbe Wahrheit. Trotz teilweise unbefriedigender Zwischenbetrachtungen steckt die Branche voller Optimismus und weiß dies auch zu begründen. Genau genommen ist lediglich auf dem Papier oder in Artikeln eine „Bubble“ aufgebaut worden. Die Marktteilnehmer gehen schlicht und ergreifend realitätsbewußter und professioneller mit solch neuen Entwicklungen wie dem Markt für „Alternative Investments“ um. Dies ist sicher zum Großteil mit den bitteren Erfahrungen aus der Vergangenheit zwischen Frühjahr 2000 und Mitte 2003 zu erklären.

Das Ziel dieser Studie ergibt sich aus dem zuvor Gesagten. Zum einen soll eine Bestandsaufnahme aus Sicht der Asset Manager im Hedge Fund-Bereich nach knapp einem Jahr gezogen werden. Zum anderen wurde versucht, das „Stimmungsbild“ der Branche für die Zukunft einzufangen.

Befragt wurden im Rahmen dieser Markterhebung die Hedge Fund-Manager selbst. Die Fragestellungen sind – soweit sie auf die Anlegerschaft zielen - auf den Bereich der institutionellen Anleger ausgerichtet und nicht auf die privaten Anleger. Selbstverständlich sind die Meinungen und Prognosen der Hedge Fund-Manager von höchstem Interesse. Um den Ergebnissen ein gewisses Backing zu geben, wurden von RCP & Partners auch einige ausgewählte Adressen aus dem Lager der institutionellen Anleger zu bestimmten Hedge Fund-Themen befragt. Eingefangen werden soll damit eine Gegenüberstellung *Eigensicht der Hedge Fund-Manager* und *Fremdsicht, also hier der institutionellen An-*

Copyright © **2004 RCP & Partners** GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

leger. Eine weitergehende Parallelbefragung bei institutionellen Anlegern hätte den Rahmen dieser Studie gesprengt. Hierzu liegen auch ausreichende Ergebnisse aus anderweitig vorgenommenen Erhebungen wie kürzlich von dem Consultant FAROS vor.

Wir möchten uns an dieser Stelle zum einen für die rege Teilnahme bei allen Hedge Fund-Gesellschaften bedanken, ohne die diese Studie insbesondere in ihrer Tiefe nicht zustande gekommen wäre, sowie bei den auf der Titelseite genannten Managern, die unsere Studie unterstützt haben. Im besonderen gilt dieser Dank auch im Hinblick auf die Bereitschaft, einen Fachartikel zu einem aktuellen Thema im Bereich Hedge Funds zu verfassen. Da es sich ausnahmslos um Spezialisten und wie man sagt „Kenner der Materie" handelt, konnten wir der vorliegenden Studie über die eigentliche Erhebung hinaus einen allgemeinen, fachlich spezifizierten Charakter verleihen.

2. Die Studie

An unserer Studie nahmen über 40 Hedge Fund-Manager teil. Diese vereinen Assets under Management von insgesamt über 140 Mrd. Euro. Weltweit werden derzeit die in Hedge Fund Produkte investierten Gelder mit über 750 Mrd. US-Dollar geschätzt. Dieser Betrag lag vor zehn Jahren noch bei ca. 150 Mrd. US-Dollar. Die Studie stellt damit einen repräsentativen Schnitt des Hedge Fund-Marktes dar. Der Erhebungszeitpunkt für die Datenangaben liegt Anfang November 2004.

Die Studie unterteilt sich in drei Abschnitte. Den Hedge Fund-Managern wurden bei einem Teil der Fragen diverse mögliche Antworten im Multiple-choice-Verfahren angeboten; daneben bestand für die Teilnehmer in aller Regel auch die Möglichkeit, über ein frei einzusetzendes Feld anderweitige Aspekte einzubringen. Hiervon wurde auch rege Gebrauch gemacht.

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

Der zweite Teil (C) umfaßt ein Kaleidoskop an Fragen über die künftigen Entwicklungschancen des Hedge Fund-Marktes ganz grundsätzlicher Art in Deutschland. Um dies schon hier vorwegzunehmen: die Hedge Fund-Manager blicken ausgesprochen optimistisch in die Zukunft. In diesem Teil werden Sie mehr über denkbare Marktpotentiale,

Copyright © **2004 RCP & Partners** GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

die Wettbewerbssituation und die geplanten Akquisitionsmaßnahmen erfahren.

Der dritte Teil (D) fokussiert weniger auf den Markt im allgemeinen, sondern auf die Ausrichtung des jeweiligen Hauses des Hedge Fund-Managers. Wo steht das Haus zur Zeit? Wie sind die konkreten Planungen? Welche Kundengruppen werden als relevant erachtet? Welche Kundenservices werden angeboten? und schließlich Welche Hedge Fund-Strategien werden angeboten?

3. Die Teilnehmer

Nach verwalteten Assets under Management erstreckt sich die Palette der Teilnehmer von Gesellschaften mit 5 Millionen Euro bis hin zu den internationalen, ganz großen Playern mit mehreren 10 Mrd. Euro Assets under Management.

Ein Drittel der Teilnehmer bietet ausschließlich Hedge Fund-Produkte an.

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

Vor dem Hintergrund der kurzen Historie in Deutschland für Hedge Funds ist wenig überraschend, daß nur etwa ein Fünftel der Teilnehmer auch deutscher Provenienz ist. Die anderen 80% teilen sich nach Sitz des Headquarters wie folgt auf (Ausgangspunkt sind 100% des Ausländeranteils):

- UK 35%
- USA 20%
- Schweiz 20%
- Frankreich 10%
- Österreich 10%
- Niederlande 5%

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 in Anbieter von reinen Single Hedge Funds, ausschließlich Fund of Funds, also Dachfonds-Konstruktionen und Anbieter beider Produktkategorien.

Copyright © **2004 RCP & Partners** GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

- reine Single Hedge Funds 21%
- reine Fund of Funds 25%
- Single sowie Fund of Funds 54%

4. Wesentliche Ergebnisse der Studie

Die herausragenden Ergebnisse der vorliegenden Studien können wie folgt zusammengefaßt werden:

- Ernüchternde Bilanz nach einem Dreivierteljahr „Hedge Funds in Deutschland".
- Dennoch große Euphorie auf seiten der Hedge Fund-Branche.
- Großes Interesse herrscht auch auf Anlegerseite.
- Ausländische Anbieter sehen ihre Hedge Fund-Expertise als „Einfallstor" in den deutschen Markt und dies über die Hedge Funds hinaus auch bei klassischen Fondsprodukten.
- Die Branche nimmt noch zu wenig Aktivität auf seiten der Consultants wahr; jedoch wird starkes Potential für die Zukunft gesehen; Ratings werden schon in diesem frühen Stadium vom weitaus größten Teil der Branche als notwendig erachtet.

Copyright © **2004 RCP & Partners** GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

B. Hedge Funds: 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 Funds liegen. Mehrfachnennungen waren zugelassen. In den Abbildungen 1 und 2 sind die einzelnen Kriterien nach Anzahl der Nennung aufgelistet worden:

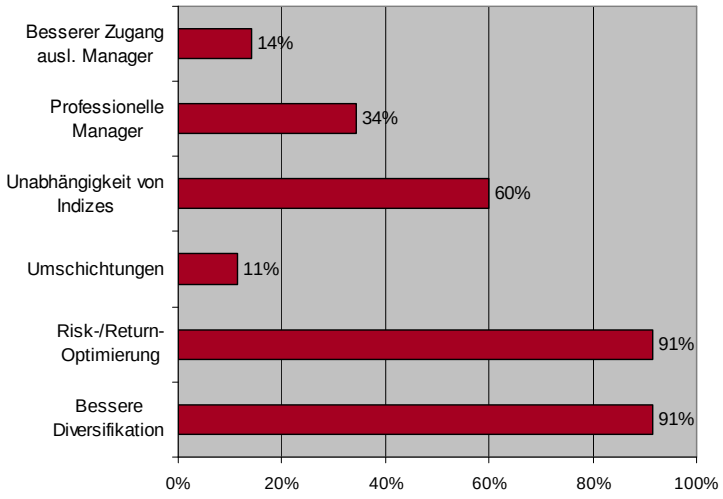


Abbildung 1: Vorteile für die Investoren

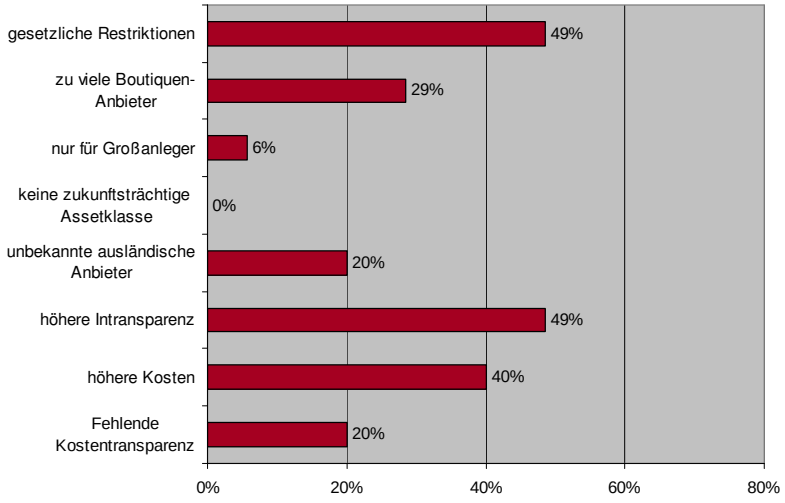


Abbildung 2: Nachteile für die Investoren

Copyright © **2004 RCP & Partners** GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

2. Nachteile

Insbesondere bei den „Nachteilen“ lassen sich doch ein selbstkritisches Eigenbild der Branche und auch eine realistische Einschätzung der Lage ausmachen. So sind sich die Hedge Fund-Manager zu über 50% darüber bewußt, daß die Anleger das Produkt des Hedge Funds mit einem hohen Grad an Intransparenz assoziieren. Also wird hier sehr klar ein Aufklärungsbedürfnis ausgemacht. Wie die Branche damit umgeht, werden wir in Teil D) sehen. Der zweite – wenn man so will – „Malus“ wird selbstkritisch bei der Frage der „Kosten“ identifiziert. Aus den Erfahrungen der letzten etwa fünfzehn Jahre, also mit dem Fall der sog. Sozialbindungsklausel im Jahre 1990, wurden Preisverhandlungen für das Management eines Spezialfonds zu einer sportlichen Herausforderung für institutionelle Anleger. Zwar setzte sich in den letzten Jahren gerade bei der Beauftragung sehr großer ausländischer Asset Manager z.B. für weltweite Aktienmandate ein gewisser Gewöhnungseffekt an höhere Preisregionen durch. Es wurde auch über 60 Basispunkte diskutiert. Im Bereich der Fund of Hedge Funds sprechen wir aber über ca. 140 Basispunkte und bei Single Hedge Funds auch über an die 200 Basispunkte. Wir werden uns die Gebührenstrukturen in Teil C) noch genauer anschauen. Im Ergebnis unterhalten wir uns aber um weit mehr als eine Verdoppelung, zum Teil um eine Vervielfachung der Gebühren. Immerhin 44% der befragten Manager sehen das als klaren Nachteil an. Genauso viele Manager machen die noch ungenügende gesetzliche Regelung des deutschen Marktes für Hedge Funds als Übel aus Sicht der Investoren aus.

Investorenbefragung:

An dieser Stelle sei ein erster Vergleich mit der Befragung der Anlegerseite gestattet. Diese betrachten relativ spiegelbildlich zu der Einschätzung der Manager die „Fehlende Transparenz“ (60%) und die „Hohen Gebühren“ (40%) als die entscheidenden Nachteile beim Investment in Hedge Funds. 40% der Investoren sehen auch die gesetzlichen Restriktionen als noch zu groß an. Auch hier stimmen Eigen- und Fremdbild fast genau überein.

Copyright © **2004 RCP & Partners** GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

3. Vorteile

Als größten Vorteil aus Sicht der Investoren sehen die Hedge Fund Manager mit 91% eindeutig die „Bessere Diversifikation“ des Portfolios und damit einhergehend eine Verbesserung des „Risk-/Return-Verhältnisses“ (91%) an. In dieses Bild paßt auch die folgende Einschätzung der Hedge Fund-Manager. Etwa zwei Drittel meinen, daß die „Entkoppelung von den klassischen Indizes“ für die Anleger eine besondere Rolle spielt. Wer Anlageausschußsitzungen über die Jahre selbst erlebt hat, weiß um die Hartnäckigkeit vieler Asset Manager, die Fahne der Vergleichs-Benchmark gegenüber dem Fondsverlauf hochzuhalten. Daß eine Reihe von institutionellen Anlegern gerade in den letzten Jahren und durch die Not getrieben von „relative“ auf „absolute“ return gedreht hatten, wurde nicht immer von der Branche wahrgenommen. Interessant sind die mageren 16%, wonach Investoren wohl nur vereinzelt, also etwa jeder Sechste daran glaubt, daß ausländische Manager sich durch das spezielle Produkt des Hedge Funds einen besseren Zugang in den deutschen Markt erhoffen. Wie sich das tatsächlich bei den Hedge Fund-Managern selbst darstellt, werden wir in Teil D) aufklären.

Investorenbefragung:

Auch bei den Vorteilen ist ein zum Teil erstaunlicher Deckungsgrad ersichtlich. 90% der Anleger glauben an eine „Bessere Diversifikation“ und 60% an ein „Verbessertes Risk-/Return-Verhältnis“ in ihren Portfolios. Eine größere „Unabhängigkeit von Indizes“ gaben jedoch nur 20% als Vorteil an. Daß ausländische Anbieter sich einen günstigeren Zugang in den hiesigen Markt verschaffen könnten, sah erstaunlicherweise gar kein Investor als relevant an.

4. Verständnis für Hedge Funds

Wenn wir über Vor- und Nachteile bei Hedge Funds sprechen, so setzt dies ein Verständnis oder doch zumindest ein Grundverständnis der Anleger für diese noch relativ junge, noch nicht ein Jahr alte gesetzlich zugelassene Produktneuerung voraus. Deshalb drängt sich an dieser Stelle die Frage danach auf, inwieweit die Hedge Fund-Manager von heute aus betrachtet meinen, daß die institutionellen Investoren selbst schon ein entsprechendes Verständnis und damit eine Entscheidungskultur „pro“ oder „contra“ Hedge Funds aufgebaut haben. Das Resultat ist allerdings ernüchternd. Nur ein Teilnehmer war der Auffassung, daß dies der Fall sei. Alle anderen sahen das noch als sehr kritisch an; mehrere nutzten allerdings an dieser Stelle die Möglichkeit für einen Kurzkommentar. Hier einige Beispiele:

Copyright © **2004 RCP & Partners** GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

- „Große institutionelle Anleger verfügen bereits über ausreichende Kompetenz."

- „Es wird nur noch ein bis zwei Jahre in Anspruch nehmen, bevor ausreichende Kenntnisse im Markt vorhanden sind."

- „In Deutschland entwickelt sich das Verständnis (für Hedge Funds)".

- „Das Know-how ist noch sehr heterogen verteilt".

Vielfach wurde darauf verwiesen, daß es sich eben bei Hedge Funds um ein junges Produkt handele und dies folgerichtig zu einem laufenden „Erziehungsprozeß" führen würde.

Im Ergebnis kamen über 75% der befragten Hedge Fund-Manager zu dem Ergebnis, daß eine Entscheidungskultur bei den Investoren noch nicht vorhanden sei, der Rest (mit Ausnahme der einen befürwortenden Adresse) sagte, daß dies „zum Teil" der Fall sei.

Investorenbefragung:

Nicht ganz so kritisch schätzen die Investoren selbst ihren Kenntnisstand ein. Immerhin 10% behaupten von sich, ein sehr gutes Verständnis für den Hedge Fund-Markt zu haben. Weitere 30% gehen von einem „guten Verständnis" aus. Jeder zweite Anleger hat „sich mit Hedge Funds bereits beschäftigt", nur 10% gaben an, ein noch „unzureichendes Verständnis" zu haben.

Als Ergebnis der Gegenüberstellung aus der Manager– und der Anleger-Befragung läßt sich festhalten, daß die Pyramide auf den Kopf gestellt zu sein scheint, also Fremd- und Eigenbild doch stärker auseinanderdriften.

Copyright © **2004 RCP & Partners** GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

C. Der Markt für Hedge Funds

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.

1. Marktpotential

Im letzten Quartal 2003 war viel über das Gesetzgebungsverfahren des Investmentmodernisierungsgesetzes und die damit einhergehende Zulassung der Kapitalanlage in Hedge Funds zu lesen. „Der Weg für Hedge Funds in Deutschland ist frei“ und ähnlichlautende Verlautbarungen in der Presse wurden von sehr unterschiedlichen Auffassungen über das eigentliche Marktpotential begleitet, das sich hinter dem neuen Produkt verbarg.

Die Überschrift „Hedgefonds ziehen Rekordsummen an“ (FAZ vom 21. Februar 2004) bezog sich auch auf die internationale Sichtweise. Danach wurden in die über 6.000 Hedge Funds weltweit allein im Jahr 2003 ungefähr 75 Mrd. Dollar investiert, was sich zu einem Gesamtvolumen von etwa 750 Mrd. Dollar zusammenaddiert. In Deutschland sieht die aktuelle Bilanz dagegen sehr ernüchternd aus. Ca. 1,2 Mrd. Euro sind, sehr wohlwollend betrachtet, bis dato in Hedge Fund-Produkte geflossen, also weitaus weniger und damit nur ein Tropfen auf den heißen Stein gegenüber dem, was noch zu Anfang dieses Jahrs prognostiziert wurde.

Dieser „Mißerfolg“ hat selbstverständlich viele Väter. Ein Grund ist sicher in der zumindest zu Anfang unbefriedigenden Gesetzesregelung und auch in den schleppenden Genehmigungsverfahren beim BaFin zu sehen. Hinzu kam auch die aufgrund des von einer Seitwärtsbewegung dominierten Kapitalmarkts getriebene unzufriedenstellende Performance bei der Mehrzahl der Hedge Fund-Strategien. Und all dies stieß noch dazu auf eine Anlegerschaft, die eine gesunde Portion Skepsis an den Tag legte und sich vom Vorsichtsprinzip leiten ließ.

Um so spannender ist, wie die Hedge Fund-Manager selbst das künftige Potential beurteilen. Auf die konkrete Frage, wie die Manager ganz allgemein die Entwicklung der Hedge Funds sehen, gab es durch die Bank weg ausschließlich „positive“ Voten. Soweit die Gelegenheit für weitere Kommentierungen genutzt wurde, ergab sich eine Spannbreite von 3% weltweit (2% Deutschland) bis zu 30% jährlichem Wachstum.

Copyright © **2004 RCP & Partners** GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

Der überwiegende Teil der Befragten geht von einem moderaten, nicht mehr der Anfangseuphorie erliegenden Wachstum aus.

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.

Nach den „Assets under Management" gehen die Teilnehmer von einem Durchschnittsvolumen von ca. 47 Mrd. Euro 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 10 Mrd. Euro genannt, als Maximalwert wurden 200 Mrd. Euro angegeben. Bei Teilnehmern, die geringere Werte als 10 Mrd. Euro genannt haben, gingen wir davon aus, daß hier das Potential für das eigene Haus gemeint war, so daß diese Angaben aus der Auswertung herausgenommen wurden.

Bei der Anzahl potentieller „institutioneller Anleger" wurden Zahlen zwischen 30 und 1.200 genannt. Dies ergab einen Durchschnittswert von 322 Investoren. Die Aussagekraft dieses recht allgemeinen Werts erhöht sich, schaut man darauf, welche Zahlen die reinen Anbieter von Single Hedge Funds respektive ausschließlich von Fund of Funds oder von beiden Produkten angegeben haben.

Der ganz überwiegende Teil der Nur-Single Hedge Fund-Anbieter schätzt die Zielgruppe zwischen 30 und 100 institutionelle Anleger ein. Einmal wurden auch 500 potentielle Kunden genannt. Die Nur-Fund of Fund-Anbieter liegen mit ihrer Einschätzung deutlich höher zwischen 100 und 1.000 potentiellen institutionellen Investoren. Die Anbieter beider Produkte schätzen das Marktpotential zwischen 100 und 1.200 Anlegeradressen ein. Diese – vielleicht mit Ausnahme der Nur-Single Hedge Fund-Anbieter – doch recht weite Spannbreite in der Einschätzung des Kundenpotentials verdeutlicht die derzeitige Suche nach Orientierung auf seiten der Hedge Fund Manager.

Der Markt ist schwer greifbar. Dies gilt für ausländische Anbieter gleichermaßen wie für die deutschen Häuser. Signifikante Unterschiede in der Markteinschätzung zwischen heimischen Adressen und ausländischen Anbietern waren also nicht erkennbar. Dies ist jedoch bei

Copyright © **2004 RCP & Partners** GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

dem dritten Kriterium für die Beurteilung des Marktpotentials der Fall. Hier wurde nach dem geforderten bzw. erwünschten Mindestvolumen bei der Auflage eines Spezialfonds gefragt. Einige ausländische Anbieter gaben dabei einstellige Millionenbeträge an. Im Durchschnitt wurden Größenordnungen zwischen 15 Mio. Euro und 25 Mio. Euro angegeben, von einem Anbieter auch 100 Mio. Euro. Vergleicht man diese Zahlen mit einem durchschnittlichen Anlagevolumen in klassischen Spezialfonds von etwa 100 Mio. Euro, so zeigt dies, daß die Hedge Fund-Branche sehr wohl in der Lage ist, auch von den Einstiegsgrößen her den institutionellen Anlegern entgegenzukommen.

2. Wettbewerb

Da Hedge Funds im deutschen Markt, wie bereits mehrfach hervorgehoben, ein noch junges Produkt sind, im Ausland dagegen eine zum Teil lange Erfahrung vorliegt, wollten wir wissen, wie die Hedge Fund Manager selbst die Aufteilung zwischen inländischen, deutschen und ausländischen Anbietern einschätzen. Nur vier Teilnehmer überwiegend deutscher Provenienz räumten deutschen Hedge Funds ein höheres Gewicht ein als ausländischen Anbietern. Im Schnitt waren die Befragten der Meinung, daß die ausländischen Hedge Fund-Manager 68% des Marktes und die inländischen 32% für sich in Anspruch werden nehmen können; also eine Aufteilung von ca. einem zu zwei Dritteln zugunsten ausländischer Provider. Ob dies nun Rückschlüsse auf die Güte und Qualität der Hedge Fund Manager zuläßt, bleibt abzuwarten.

Unsere **Investorenbefragung** hat hier zwei wichtige Erkenntnisse hervorgebracht. Zum einen trauen die Investoren ausländischen Anbietern aufgrund ihrer längeren Markterfahrung ein besseres Management von Hedge Funds zu. Dies meinten unter dem Strich vier von fünf Anlegern. Zum anderen gaben alle Investoren an, daß sie bei der Auswahl eines Hedge Fund Managers größten Wert auf vorhandene „Referenzen“ legen. Beide Aspekte, eine lange Erfahrung im Management von Hedge Funds und bestehende Kundenreferenzen greifen direkt ineinander.

Eine Art Lagertheorie ließ sich bei der Frage nach den größten „Wettbewerbern“ ausmachen. Die deutschen Häuser führten zum großen Teil – neben ausländischen Gesellschaften - auch deutsche Konkurrenten an. Auf Nachfrage bei einigen Teilnehmern gehen diese davon aus, daß sich die großen deutschen Häuser auf ihr umfangreiches funktionierendes Vertriebsnetz im institutionellen Sektor verlassen und auch auf ihren bereits bestehenden Kontakten aufbauen können. Aber auch den kleineren Spezialisten im Hedge Fund-Bereich in Deutschland wird eine hohe Marktakzeptanz zugestanden und gutes Marktpotential zugetraut.

Copyright © **2004 RCP & Partners** GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

Ein großer internationaler Player wurde von fast jedem dritten Teilnehmer zum Kreis der Konkurrenten gezählt. Bei der Nennung der ausländischen Mitbewerber gab es kaum verwunderlich eine Reihe von Hedge Fund-Firmen aus den USA, aus UK, aus Frankreich, aus der Schweiz und aus Österreich. In diesem Kreise konnte mit der zuvor erwähnten Ausnahme aber keine echte Dominanz festgestellt werden. Dies bestätigt, daß die Marktteilnehmer im Grunde jeden Anbieter als möglichen ernsten Konkurrenten betrachten. Aber nicht nur bereits etablierte Manager werden als Konkurrenz wahrgenommen. Wir stellten die Frage, ob vorstellbar ist, daß sich über den heutigen Tag hinaus neue Hedge Fund-Firmen im Markt zeigen werden und etablieren können. Dies wurde einstimmig von allen Teilnehmern bejaht.

3. Auswahlkriterien für Hedge Fund – Manager

Schauen wir uns Investorenbefragungen zur Auswahl von Investmentgesellschaften im Bereich klassisches Asset Management an, so dominieren nach einer RCP-Umfrage zu Beginn diesen Jahres (Aktuelle Entwicklungen auf dem deutschen und österreichischen Spezialfondsmarkt 2004) Kriterien wie „Performance“ (ist „wichtig“: 92%), „Risikomanagement“ (97%), „Reporting“ (79%), „Kundenservice“ (72%) und „Kosten“ (70%). Eine ähnliche Valuierung unterstellen die Hedge Fund-Manager selbst im Rahmen unserer Befragung ihren Kunden, also den institutionellen Anlegern. An dieser Stelle wurden die Manager danach befragt, was ihres Erachtens aus Sicht der Investoren bei der Auswahl des Hedge Fund-Managers wichtig ist. Hier die Ergebnisse:

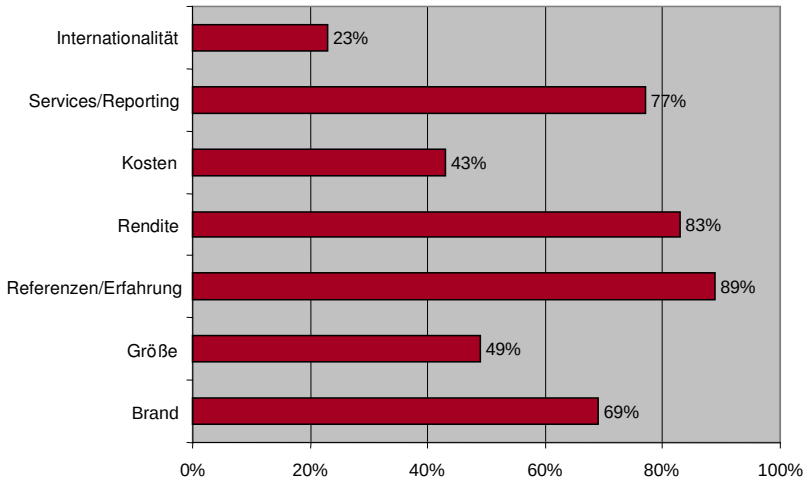


Abbildung 3: Wichtige Gesichtspunkte bei der Auswahl des Hedge Funds-Managers aus Investorensicht

Copyright © **2004 RCP & Partners** GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

„In der Vergangenheit erzielte Performance“ erzielte mit 83% den zweithöchsten Wert. An erster Stelle mit 89% wurden aber „bestehende Referenzen“ angeführt. Wir werden gleich bei der Beurteilung der bei Investoren gemachten Umfrage sehen, inwieweit es Deckungsgrade beider Sichtweisen gibt. Als weiterer entscheidender Aspekt wurde das „Reporting“ von 77% der Hedge Fund Manager genannt. Der „Kosten“-Gesichtspunkt fiel demgegenüber mit 43% etwas ab.

Wie aber sehen das die institutionellen Anleger selbst?

Investorenbefragung:

Auffällig ist zunächst, daß auch aus der unmittelbaren Sicht der institutionellen Investoren „Referenzen“ und die damit unterstellte Erfahrung - ebenso wie von den Managern angenommen - eine überragende Rolle spielen. Dieses Urteil fiel mit 100% der befragten Investoren einstimmig aus. Dieses eindeutige Votum ist aus der doch recht großen Verunsicherung der Anleger im Umgang mit der „neuen Assetklasse“ Hedge Funds zu sehen. Vertrauen beispielsweise bedeutende Pension Funds einen Teil ihrer Gelder einem Hedge Fund-Manager an, so wird eine entsprechende Expertise und Professionalität auf dessen Seite unterstellt. Erstaunlicherweise klafft dahinter eine gewisse Lücke.

60% der Anleger erblicken dann in den „Kosten“ einen entscheidenden Gesichtspunkt. Wir erinnern uns, daß die Hedge Fund-Manager mit 43% von einer geringeren Kostensensibilität der Investoren ausgegangen sind. Wir kommen gleich noch einmal auf diesen Gesichtspunkt zurück. Jeder zweite Anleger hob die „Performance“ als wesentlich hervor. Diesen Aspekt wiederum überschätzten die Manager mit einem Votum von 83%, wie oben gesehen. Wiederum 50% der Anleger messen dem „Service und Reporting“ große Bedeutung bei der Auswahl des Hedge Fund-Managers bei.

Analyse und Betrachtung von Einzelkriterien (z.B. Kosten)

Unter dem Strich läßt sich ein gewisser Gleichlauf der bedeutenden Kriterien für die Selektion des richtigen Hedge Fund-Managers auf beiden Seiten, Manager und Investor, feststellen. In der Prioritätenliste ganz oben steht die Existenz von „Referenzadressen“. Hierdurch wird das notwendige Grundvertrauen für eine in vielen Portfolios noch nicht angewandte Strategie untermauert.

Copyright © **2004 RCP & Partners** GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

Auch bei dem Punkt „Service und Reporting“ gab es eine gute Übereinstimmung. 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 Funds verbundenen Risikos maßgebend. Soweit auch noch Master-KAGen Probleme bei der Auswertung der Risikokennziffern haben, werden einige Anleger schlichtweg aus Gründen der noch unzulänglichen Fähigkeiten im Reportingsektor von Hedge Fund-Produkten Abstand nehmen.

Bereits erzielte „Performance“ und „Kosten“ stehen naturgemäß in einem direkten Zusammenhang. Die Gebührenpolitik und -sensibilität scheint gerade im Hedge Fund-Bereich besonders ausgeprägt zu sein. Aufgrund des der Branche anhaftenden Nimbus, daß die Hedge Fund-Strategien eine besonders aktive, auch auf kurzfristige Umschichtungen ausgerichtete Philosophie voraussetzen, wird ganz allgemein ein höheres Gebührenniveau in Kauf genommen. Lange Zeit hörten wir im klassischen Portfoliomanagement nichts mehr von performanceabhängigen Fees.

Mit dem – zwar noch reservierten – Einzug der Hedge Funds in Deutschland werden derartige Gebührenmodelle aber wieder salonfähig und – soweit erkennbar - ohne größeren Widerstand und Murren als State-of-the-art akzeptiert. Wie schon angekündigt, wollen wir die Vorstellungen hinsichtlich der Gebühren bei Hedge Fund-Managern und Investoren einander gegenüberstellen. Die Hedge Fund-Manager wurden differenziert nach Single und Dach Hedge Funds und nach ihren (durchschnittlichen) Gebührenvorstellungen befragt. Bei Single Hedge Funds wurde ein Durchschnittswert von 205 Basispunkten genannt. Die Spanne reicht bei den reinen Single Hedge Fund-Anbietern von 100 BP bis zu 400 BP, je nach Anbieter. Bei den Fund of Hedge Fund-Anbietern, also den Dach Hedge-Funds, wurde ein Mittelwert von 150 BP ermittelt bei einem minimal genannten Wert von 50 BP bis hin zu 600 BP in der Spitze. Diese Preisbereiche nehmen sich anspruchsvoll aus, betrachtet man die Seite der Investoren. Die befragten Investoren, allesamt nur mit Erfahrung im Fund-of-Hedge Fund-Bereich ausgestattet, waren zu

- 62,5% bereit, bis zu 130 BP,
- 37,5% bereit, zwischen 100 BP und 130 BP zu zahlen,
- jedoch kein Anleger darüber hinausgehend.

Diese Gegenüberstellung zeigt, daß zwischen Hoffnung und Realität noch eine Lücke zu schließen ist. Tendenziell ist aber doch die Bereitschaft der Anleger zu erkennen, ganz generell auch höhere Gebühren-

Copyright © **2004 RCP & Partners** GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

strukturen zu akzeptieren. Denkt man in diesem Zusammenhang an das Gebührengezerre im klassischen Portfoliomanagement, so scheint die Akzeptanz für ein höheres Niveau bei den Hedge Funds sich schon frühzeitig auf dem realitätsbetonteren Wege zu befinden.

4. Consultants im deutschen Hedge Fund-Markt

4.1 Die Rolle der Consultants

Die Spezialfondsmarktstudie 2004 von RCP & Partners beschäftigte sich unter anderem mit der Stellung von Consultants im deutsch-österreichischen Markt. Danach sagten über 31% der teilnehmenden Investoren, daß sie bereits mit einem Consultant zusammenarbeiten. Dies entsprach immerhin einer Steigerung von absolut über 10% gegenüber dem Vorjahr (21,2%). Die Bereitschaft derjenigen, die noch keine Partnerschaft mit einem Consultant übten, dies kurzfristig nachzuholen, nahm sich mit 4,6% allerdings ausgesprochen dürftig aus.

Wie sehen die Hedge Fund-Manager selbst den Einfluß von Consultants zur Vermittlung von Mandaten? Konkret fragten wir danach, in welcher Weise – aus Sicht der Manager – derzeit mehr Hedge Fund-Mandate gewonnen werden, durch „Direktansprache“ oder durch „Vermittlung via Consultants“. Als eindeutige Antwort ergibt sich: Im Durchschnitt werden lediglich 30% des Geschäfts über Consultants vermittelt und 70% durch die direkte Kontaktaufnahme beim potentiellen Kunden.

Die befragten Manager konnten bei dieser Frage eine Prozentzahl für „Consultant“ und eine für „Direktansprache“ (zusammenaddiert zu 100%) angeben. Im Extremfall ging eine (deutsche) Adresse sogar so weit, daß 100% des Geschäfts ausschließlich über den direkten Kontakt zum Kunden zustande kommt. Andere Extreme in Einzelfällen (hier meist ausländische Anbieter) quittierten eine erfolgreiche Consultanttätigkeit mit bis zu 90% Erfolgsquote.

Nun muß man zum jetzigen Zeitpunkt selbstverständlich konzedieren, daß der Hedge Fund-Markt in Deutschland über das Jahr 2004 bis dato aus verschiedenen Gründen (schleppende Genehmigungsverfahren, Unsicherheit über die Produktwelt der Hedge Funds) von einem gewissen Attentismus beherrscht war. Dieses Schicksal ereilte auch die Consultants bei der künftigen Positionierung in diesem Feld. Um so spannender war deshalb die Frage danach, ob die Hedge Fund-Manager den Consultants in naher Zukunft eine verstärkte Rolle

Copyright © **2004 RCP & Partners** GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

zutrauen. Beruhigenderweise erfolgte hier ein klares „Ja“. 87% der Befragten – u.a. der oben genannte sehr kritische deutsche Anbieter - traut den Consultants eine wesentliche Steigerung zu; im Durchschnitt sogar bis zu 40% des Geschäftsvolumens. Die Spanne der Antworten reichte von „bis zu 20% des Geschäftsvolumens“ bis hin zu einem maximal genannten Wert von „bis zu 85%“. Ein klares positives Signal für die Consultants?
Eher nicht, wenn die Investoren diese Sichtweise nicht teilen würden.

Investorenbefragung:

Aber auch an diesem Punkt ist Entwarnung angesagt. Jedenfalls von denjenigen institutionellen Anlegern, die einen Consultant bereits beauftragt haben, sagen gut zwei Drittel, daß sie diesen Berater auch bei der Suche nach dem richtigen Hedge Fund-Anbieter mit ins Boot nehmen werden.

4.2 Die teilnehmenden Consultants

Welche Consultants werden nun von den Hedge Fund-Firmen in diesem speziellen Bereich am meisten wahrgenommen und – so die Fragestellung – als die „aktivsten“ Berater angesehen? Wie gesagt, handelt es sich hier um eine Momentaufnahme, die keine Aussage zur Qualität der Beratung beinhaltet und im übrigen mit allen Perspektiven für die Consultants in der Zukunft.

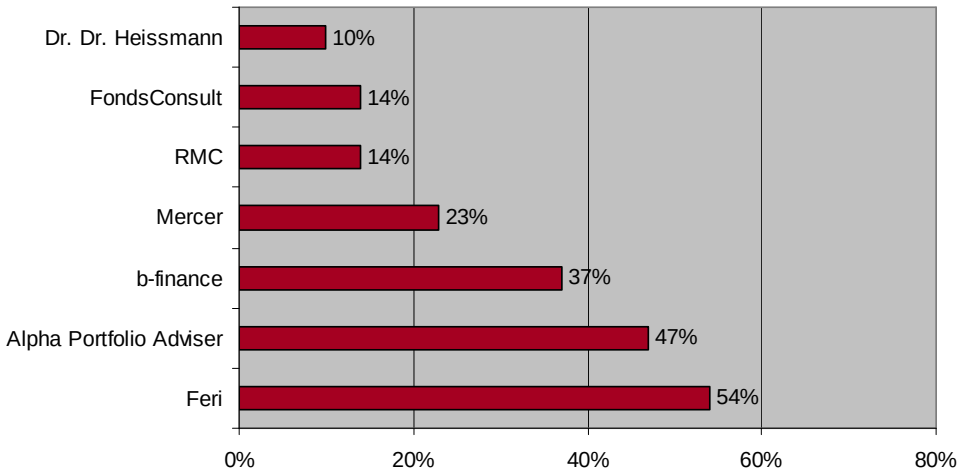


Abbildung 4:Wahrnehmung der Consultants durch Hedge Fund-Firmen

Copyright © **2004 RCP & Partners** GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

Dieses positive Gesamtbild und die aufgezeigten Perspektiven auch im Beratergeschäft sollte den Consultants ein Ansporn zur Verstärkung ihrer Aktivitäten sein.

Investorenbefragung:
Ein Blick auf das Meinungsbild der Investoren bestätigt das oben gezeichnete Bild. Als im Markt aktiver Anbieter wurde hier von einigen befragten Investoren auch auf GSC verwiesen. Im übrigen decken sich die Gewichtungen in etwa mit der Wahrnehmung auf Managerseite.
Zudem waren drei von vier Investoren der Meinung, daß sich der Einfluß der Consultants im Hedge Fund-Markt verstärken wird und zwar um 35% im Durchschnitt. Also auch hier ist eine Übereinstimmung mit dem Bild der Manager festzuhalten. Alles in allem gute Nachrichten für die Consultant-Branche.

5. Informationshilfen durch Hedge Fund-Manager für Investoren

Wir haben bereits festgestellt, daß Hedge Funds ein erklärungsbedürftiges Produkt sind. Das Verständnis für die Strategien dieser neuen „Assetklasse“ ist noch nicht in dem Maße beim Endabnehmer, dem Anleger, angekommen, wie gewünscht. Wie aber kann am besten Aufklärungsarbeit geleistet werden? Aus dem Blickwinkel der Hedge Fund-Manager ist die Antwort recht einfach: durch Überzeugungsarbeit unmittelbar am und beim Kunden. Die folgende Abildung gibt Aufschluß (jeder Teilnehmer konnte auch verschiedene Punkte ankreuzen):

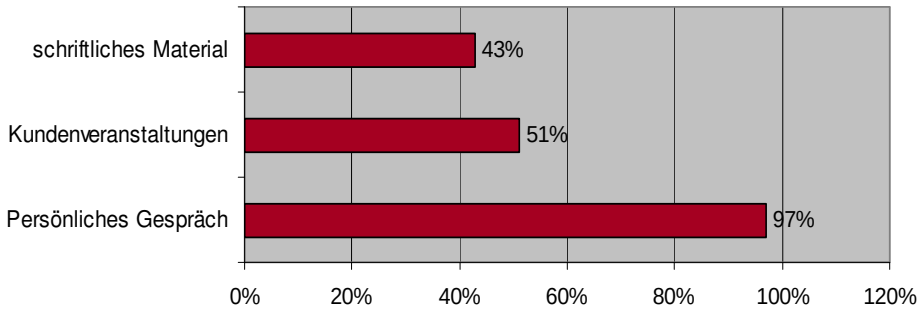


Abbildung 5: Informationshilfen durch Hedge Fund-Manager

Im Grunde sind die Angaben nicht spektakulär. Immerhin jeder vierte Teilnehmer kreuzte alle drei Maßnahmen an, was eine Art Zangenpolitik, also die Nutzung aller verfügbaren, vernünftigen Ansprachemechanismen, widerspiegelt. Die als viertes für weitere Ideen vorgesehene Kategorie „Sonstiges“ wurde denn auch praktisch unbeachtet gelassen.

Copyright © **2004 RCP & Partners** GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

Immerhin läßt sich aber festhalten, daß die unmittelbare Kundenansprache derzeit als die effizienteste angesehen wird, um das Bild über das eigene Unternehmen und auch zusätzliches Know-how zum Kunden zu transportieren. Die Hedge Fund Manager sehen zudem, daß das direkte Gespräch sich am besten eignet, um dem gesunden Mißtrauen gegenüber Hedge Fund-Produkten auf Anlegerseite entgegenzuwirken. Der direkte Besuch beim Anleger ist das „A und O" einer erfolgreichen Vertriebsstrategie. Auch „Kundenveranstaltungen" erhöhen als begleitende Maßnahme den persönlichen Kontakt. Bekanntermaßen ist es aber zusehends schwieriger, die Entscheidungsträger auf seiten der institutionellen Anleger für die Teilnahme an Konferenzen zu begeistern. Die noch vor Jahren zu beobachtende Inflationierung an Teilnehmerzahlen von Veranstaltungen ist heute, realistisch gesehen, eher in das Gegenteil umgeschlagen. Aus diesem Ergebnis darf der Schluß gezogen werden, daß es im Bereich Hedge Funds zu einer regelrechten Akquisitionswelle kommen wird.

5.1 Rating der Hedge Fund (-Firma) als Unterstützung

Auch das Rating von Asset Managern wird von Investoren und Consultants zunehmend als Hilfsmittel für die Auswahl des richtigen Asset Managers betrachtet. Im klassischen Asset Management sind die sog. „Manager Ratings", also die Bewertung der gesamten Einheit des Managers, bereits bei über 70% der institutionellen Anleger bekannt. Vor vier Jahren lag dieser Wert noch bei 16%. Die im Rahmen dieser Studie befragten Hedge Fund-Manager glauben zu 63% daran, daß Ratings der Hedge Fund-Anbieter eine weitere Maßnahme zur Unterstützung bei dem Auswahlprozeß sein können. Dieses Urteil wird von den Anlegern bestätigt, die dem sogar zu 80% zustimmen. Ratings stehen für ein Mehr an Transparenz und Klarheit. In einem noch relativ unbekannten und derzeit noch von einer gewissen Unsicherheit geprägten Bild bei den Hedge Funds überrascht das Ergebnis auch in diesem sehr frühen Stadium daher keineswegs.

Copyright © **2004 RCP & Partners** GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

D. Status quo und Strategien der Hedge Fund-Manager

1. Status quo der Hedge Fund-Manager

Die Teilnehmer teilen sich wie folgt auf:

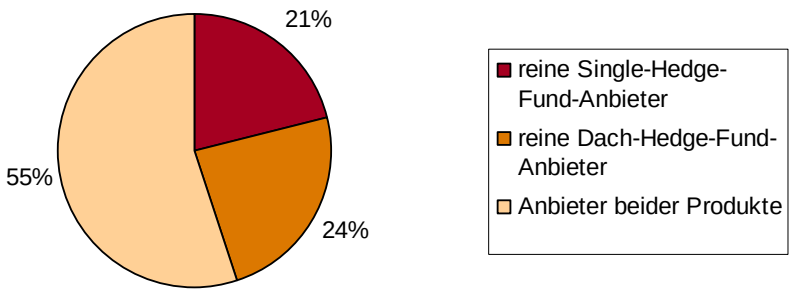


Abbildung 6: „Teilnehmer der Studie“

Insgesamt repräsentieren die teilnehmenden Hedge Fund-Manager Assets under Management von 140 Mrd. Euro weltweit. Die reinen Single und Fund of Fund-Manager vereinen jeweils ca. 15 Mrd. Euro auf sich, 110 Mrd. Euro entfallen auf die großen Anbieter beider Produkte.

2. Angebotene Hedge Fund-Strategien

Die Anbieter wurden gefragt, welche Strategien sie anbieten. Dabei konnten mehrere angebotene Strategien angegeben werden.

Die nachfolgende Abbildung zeigt, wie sich die Strategien zwischen den einzelnen Hedge Fund-Firmen aufteilen:

Copyright © **2004 RCP & Partners** GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

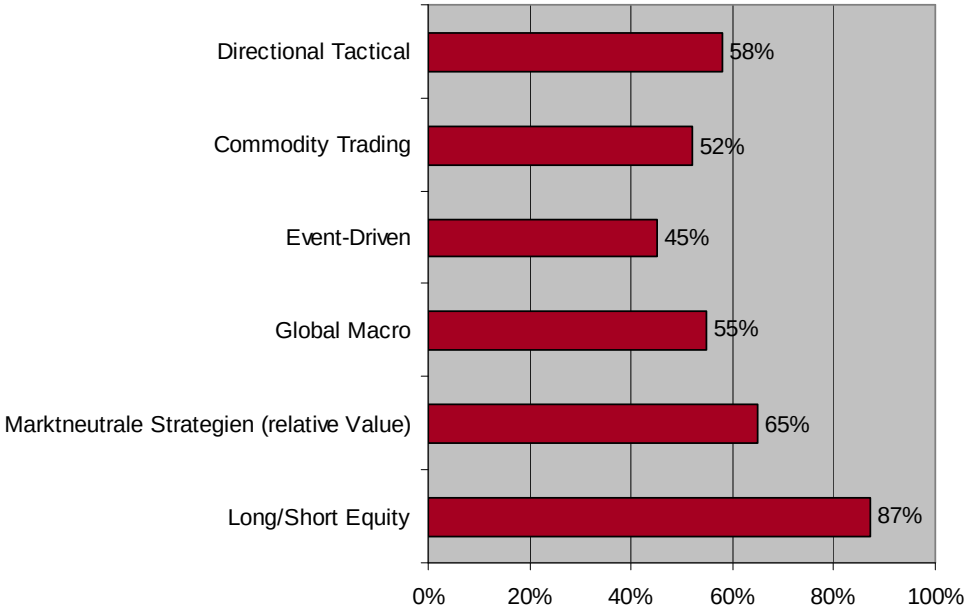


Abbildung 7: Angebotene Strategien

An dieser Stelle soll kurz auf die 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 Fund-Strategien. Im Rahmen unserer Studie finden sich diese Strategien bei allen Anbietern, Single – sowie Fund of Fund–Manager.

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 zugrundeliegenden 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.

Copyright © **2004 RCP & Partners** GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

2.2 Marktneutrale Strategien (relative Value)

Die Anwendung von „marktneutralen Strategien (Arbitrage) betreiben 65% unserer befragten Hedge Fund-Manager. Hierbei geht es um das Ausnutzen von Preisineffizienzen.

Definition
Zu den marktneutralen oder relative Value-Strategien gehören die „Arbitrage"-Geschäfte. Sie finden sich bei verschiedenen Wertpapiergattungen wie Fixed Income (festverzinsliche Wertpapiere), Convertible Bonds (Wandelanleihen) oder im Bereich Aktien.
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 ähnlicher) 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.

2.3 Global Macro

55% unserer Teilnehmer 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.

Copyright © **2004 RCP & Partners** GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

2.4 Event Driven

Die 45% unserer Teilnehmer, die den Event Driven Approach verfolgen, sind ständig auf der Suche nach „interesting situations".

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 Fund-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.

2.5 Commodity Trading

Denkt man an die derzeitigen Spekulationen in Gold und insbesondere im Rohölsektor, so wird verständlich, daß 52% unserer Teilnehmer sich intensiv mit diesem Ansatz beschäftigen.

Definition
Commodity-Strategien investieren weltweit in Sachgüter und entsprechende Future-Positionen. Die grundsätzliche Überlegung geht dahin, daß Kursverläufe sich innerhalb bestimmter Trendverläufe bewegen und diese Abläufe wie auch die Wendemarken für Kursveränderungen mit Hilfe analytischer Modelle vorherzusagen sind. So hoffen die Manager, die Sachgegenstände respektive die zugrundeliegenden Optionen oder Futures vor Ablauf der Kontrakte mit dem richtigen Timing gewinnbringend zu veräußern.

Copyright © **2004 RCP & Partners** GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

2.6 Directional Tactical-Strategien: (L/S-Equity, Global Macro, CTA)

58% der teilnehmenden Hedge Fund-Manager verfolgen den „Directional-Tactical-Ansatz mit seinen verschiedenen Facetten.

Definition
Die Directional Tactical-Strategien umfassen im wesentlichen drei Ansätze, die teilweise schon zuvor behandelt wurden. Zum einen Long/Short Equities (siehe b)), Global Macro (siehe a)) sowie sog. CTAs (Commodity Trading Advisers). CTAs investieren in Finanz-und Warenterminkontrakte und nutzen auch darauf angebotene Optionen aus. „Systematische CTAs“ verwenden selbst entwickelte Computerprogramme zur Festestellung von Trendentwicklungen und setzen diese strikt um; die Entscheidungen zur Umsetzung von Transaktionen wird bei den sog. „diskretionären CTAs“ hingegen immer noch individuell getroffen.

3. Auswahlkriterien für Single HedgeFunds

In diesem Zusammenhang wurden die Anbieter von Dach Hedge Funds danach gefragt, nach welchen Kriterien sie die Single Hedge Fund-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 Fund entscheiden müssen. Es waren fünf Kategorien als Vorschlag genannt. Unter dem Punkt „Sonstiges“ konnten weitere Aspekte aufgeführt werden. Hier das Ergebnis:

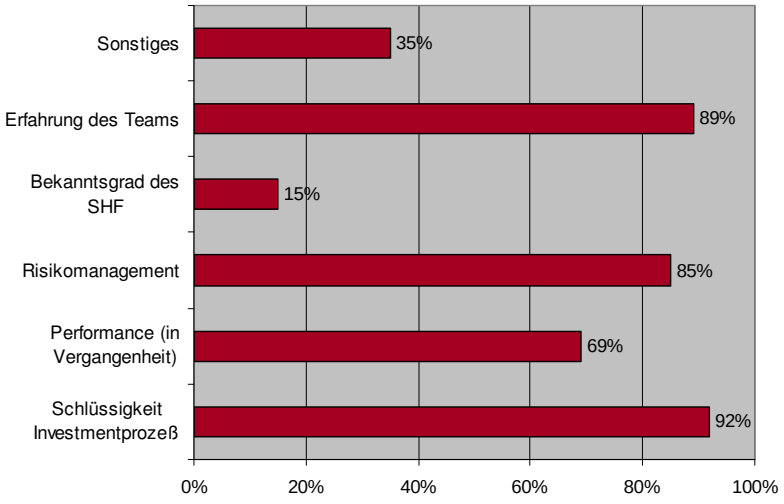


Abbildung 8: Auswahlkriterien für Single Hedge Funds

Copyright © **2004 RCP & Partners** GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

Ganz eindeutig regieren hier die großen „Ps“, also Performance, Process und People. Dazu spielt das „Risikomanagement“ eine überragende Rolle. Diesem Begriff kommt überhaupt eine immer größere Bedeutung auch von seiten der Anleger zu.

Die letzte Spezialfondsmarktstudie von RCP & Partners (2004) hat gezeigt, daß institutionelle Anleger diesem Faktor mit 97% („ist wichtig“) schon als wichtiger bei der Auswahl eines – klassischen – Asset Managers einstuften als die Performance selbst (92% „ist wichtig“). Zurück zu unserem Thema „Auswahl des Single Hedge Funds“ gewandt, spielen beim Risikomanagement des Single Hedge Funds 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 Fund-spezifische Risiken wie extreme Liquiditätsrisiken, Abhängigkeiten von Key Persons, damit verbunden operationelle Risiken (Zuverlässigkeit in die Organisation und Systeme des Single Hedge Funds), 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).

4. Kundengruppen in Deutschland

Das Investmentmodernisierungsgesetz erlaubt den offiziellen Vertrieb von Hedge Fund-Produkten erst seit Beginn dieses Jahres. Zuvor konnten Kunden lediglich über Vehikel in Hedge Funds investieren, also beispielsweise über Zertifikatlösungen oder Genußscheine. Gebrauch gemacht hiervon haben einige wenige institutionelle Anleger oder vermögende Privatkunden (sog. High-Networth Individuals). Bei unserer ersten Frage im Bereich „Kunden“ wollten wir deshalb wissen, wie sich bei den Teilnehmern die Kundschaft allein in Deutschland zum aktuellen Zeitpunkt darstellt. Grob unterschieden wurde zwischen Retail-/ Privatkunden und den institutionellen Kunden.

Copyright © **2004 RCP & Partners** GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

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:

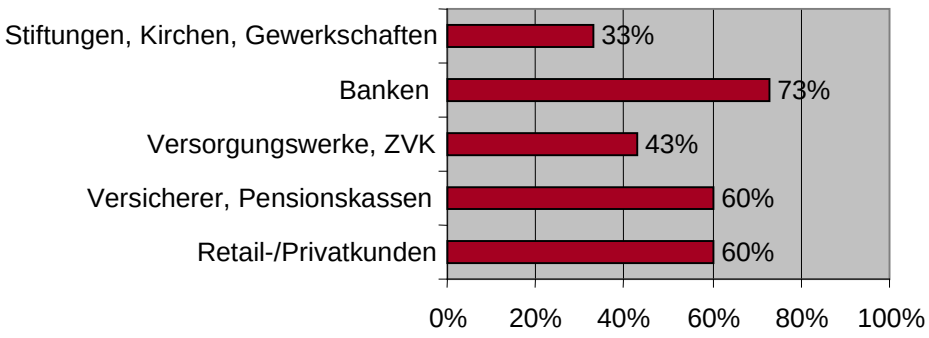


Abbildung 9: Kundengruppen

Selbstverständlich fanden sich die reinen Fund of Fund-Anbieter überwiegend in der Kundengruppe Retail wieder. Aber es gab auch unter diesen einige, die offensichtlich im institutionellen Kundensektor Abnehmer haben. Dies erklärt sich aus der historischen Betrachtung des Hedge Funds in Deutschland und der entsprechenden, bislang geübten Praxis. Einige institutionelle Anleger haben sich in einem frühen Stadium gewissermaßen bereits vorgewagt, um Erfahrungen mit dem Produkt Hedge Fund 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.

Unseres Erachtens wird sich diese Vorgehensweise in naher Zukunft aber ändern. Diejenigen Investoren, die Hedge Funds als alternative Assetklasse aktiv nutzen wollen, werden die Mandate in Form von Single Hedge Funds mit gezielten Strategien in ihr Gesamtportefeuille einbinden. Schaut man sich nun an, welche befragten Hedge Fund-

Copyright © **2004 RCP & Partners** GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

Anbieter wieviele der oben genannten Kategorien angekreuzt haben, so läßt sich folgendes interessantes Bild gewinnen:

- nur 9% der Befragten haben bereits Mandate mit allen fünf Kundengruppen,
- 17% haben Kunden unter vier der fünf Kategorien,
- 17% sind bereits bei drei der fünf Kundengruppen zu Hause,
- über zwei Kundengruppen verfügen 26% der Hedge Fund-Firmen und
- wiederum 17% haben einen Hedge Fund bei nur einer Kundengruppe.

Welche Erkenntnis können wir hieraus ziehen?

Zunächst scheinen die meisten Kundenbeziehungen nach dem heutigen Stand bereits mit Versicherern und Banken zu bestehen. Darüber hinaus besteht noch eine Menge Luft für neue Akquisitionen. Später folgen noch einige 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 erfahren, welche Kundengruppen denn künftig im Fokus der Hedge Fund-Manager stehen. Konkret lautete die Frage: „Welche Kundengruppen sind für Ihr Haus von besonderem Interesse?“ Neben den oben schon aufgeführten vier Unterscheidungen, also „Versicherer, Versorgungswerke, Banken und Sonstige“ wurden zwei allgemeine Antworten vorneangestellt, nämlich

- alle institutionellen Anleger ab x Spezialfonds (nach der reinen Stückzahl),
- institutionelle Anleger mit Gesamt-AuM ab y Euro (Mio.).

Auf diese beiden aus der Sicht eines Managers wirklich wichtigen strategischen Gesichtspunkte soll hier zuerst eingegangen werden, und das aus einem einfachen Grunde. Es waren nur einige Teilnehmer an unserer Studie, die die Chance genutzt haben, ihre Vorstellung an dieser Stelle einzubringen. Insoweit ist die Auswertung schwierig. Bei der Mindestanzahl an Spezialfonds bei einer institutionellen Adresse gab es eine Spanne zwischen einem und zwanzig Fonds; bei den Asset under Management, die mindestens bei einem Investor da sein sollten, bevor

Copyright © **2004 RCP & Partners** GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

an ein Investment in Hedge Funds zu denken ist, lag das untere Limit bei 15 Mio. Euro, das obere Ende bei 1 Mrd. Euro. Im Durchschnitt lag das Ergebnis bei der Mindestanzahl an Spezialfonds um 10; als Assets under Management wurde im Schnitt von einer Größenordnung um 400 Mio. Euro ausgegangen. Wir denken, daß diese Annahmen realistisch sind. Sehr wichtig für alle Hedge Fund-Anbieter ist jedoch, 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 Fund-Manager mehrere Kundengruppen ankreuzen.

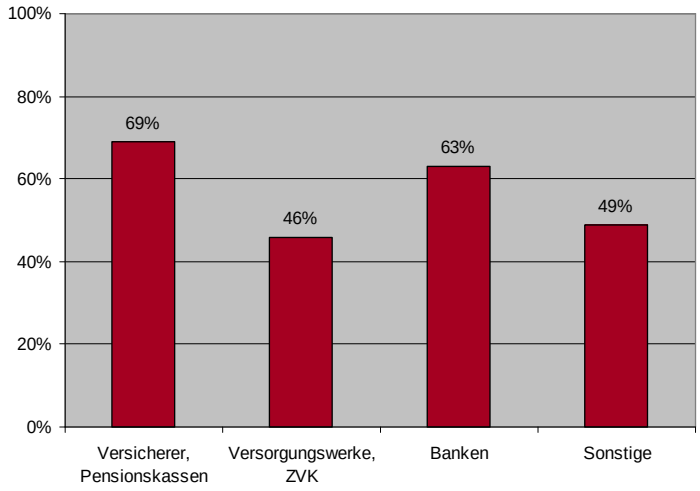


Abbildung 10: Interessante Anlegergruppen

Die Sympathie für den Versicherungssektor und damit auch die Pensionskassen erklärt sich vermutlich auch aus der vor kurzem per Rundschreiben der Aufsicht (BaFin) erfolgten Klarstellung, inwieweit diese Anlegergruppe in Fund of Funds und Single Hedge Funds investieren darf; andererseits spielt sicherlich eine Rolle, daß sich in dieser Gruppe auch die großen Anleger wiederfinden. Dabei kreuzten ein Drittel der Befragten alle vier vorgegebenen Anlegergruppen an.

5. Geschäftspolitische Schwerpunkte

In diesem Teil ging es um die Frage, welche Maßnahmen die Hedge Fund-Manager in der Zukunft planen, um sich eine möglichst günstige Ausgangsposition zu verschaffen. Wohin soll also die Reise mit welchen Maßnahmenkatalogen, eigenen Stärken, personellen Ressourcen in welchen Time Frames gehen?

Copyright © **2004 RCP & Partners** GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

Chronologisch scheint es angebracht, zunächst die Frage nach den Stärken oder Schwächen des eigenen Hauses zu behandeln. Daraus ergeben sich dann auch die geplanten kommenden Schritte für die Zukunft.

5.1 Stärken-Schwächen-Profil

Konkret wurden die Teilnehmer danach befragt, worin sie die besonderen Stärken oder Schwächen ihres Hauses auch im Vergleich zum Wettbewerb sehen. Vorgegeben waren vier Bereiche. Jeder Teilnehmer konnte mehrere Alternativen angeben.

	Stärken in %	Schwächen in %
Internationaler Brand	49	9
Research-Kapazitäten	43	0
Investmentprozeß	69	0
Erfahrung des Teams	77	0

Das Ergebnis spiegelt sehr gut wider, worauf es nach Ansicht der Hedge Fund-Manager ankommt. „People“ ist ein wesentliches Asset. Deren Erfahrung ist auch für Anleger ein wesentliches Kriterium für die Auswahl ihres Managers. Langjährige Erfahrung der Fondsmanager und der Verantwortlichen werden als Garant für gute Performanceergebnisse angesehen. Hier sehen 77% der Manager auch ihre Stärke.

Der Investmentprozeß bildet die hohe Kunst der Hedge Fund-Branche. Auf die Single Hedge Funds bezogen, spielt sich der Investmentprozeß im Handling der zuvor schon aufgeführten Hedge Fund-Strategien im Spannungsfeld zwischen einem Absolute Return Approach und einer Downside Protection ab.

Bei den Fund of Funds konzentriert sich der Investmentprozeß sehr stark auf die Durchführung einer qualitativen Auswahl des Managers und einer Due Diligence der in den Dachfonds zu integrierenden Single Hedge Funds. Zwei von drei Managern halten sich in diesem Bereich für sehr stark. Bei den teilnehmenden Single Hedge Fund-Managern fällt auf, daß diese beiden Kriterien, Erfahrung des Teams und Investmentprozeß, ausnahmslos als Stärke des eigenen Hauses angesehen werden. „Researchkapazitäten“ und ein „Internationaler Brand“ fallen demgegenüber etwas ab. Schwächen wurden nur am Rande genannt, so z.B. von wenigen Teilnehmern der fehlende internationale Brand.

Copyright © **2004 RCP & Partners** GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

Vergegenwärtigen wir uns das Anforderungsprofil und die „Wunschliste“ der institutionellen Anleger ihren Hedge Fund-Managern gegenüber, so können wir uns nochmals in das Gedächtnis rufen, daß letztgenannter Gesichtspunkt für die Auswahl des Managers sogar überhaupt keine Rolle spielte.

5.2 Die großen Herausforderungen

Gerade bei neu im Markt zu etablierenden Produkten ist von großer Bedeutung, daß sich die jeweiligen Anbieter Gedanken über die vor Ihnen liegenden Schritte machen. Da Hedge Funds als Produkte in Deutschland noch recht frisch sind und die künftigen Marktpotentiale allen Spekulationen noch Tür und Tor öffnen, fragten wir nach den von den Managern identifizierten Herausforderungen

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

Wiederum konnten die Teilnehmer 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.

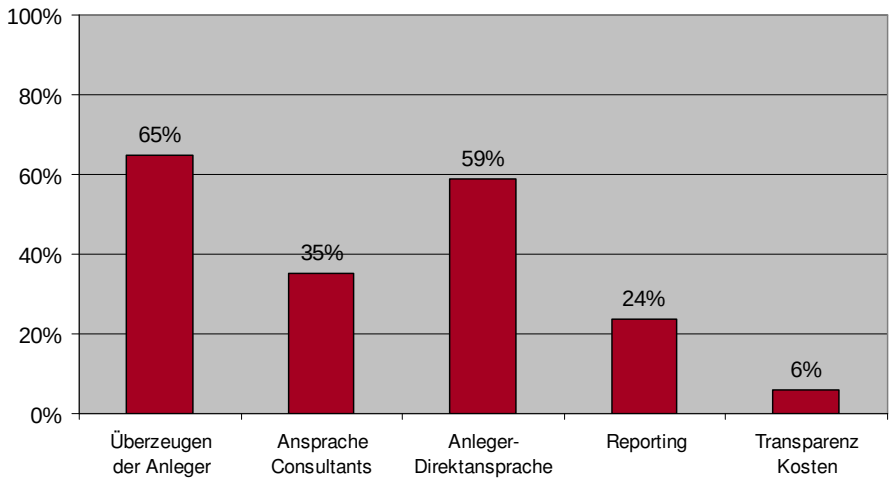


Abbildung 11: Die großen Herausforderungen zum jetzigen Zeitpunkt

Copyright © 2004 RCP & Partners GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

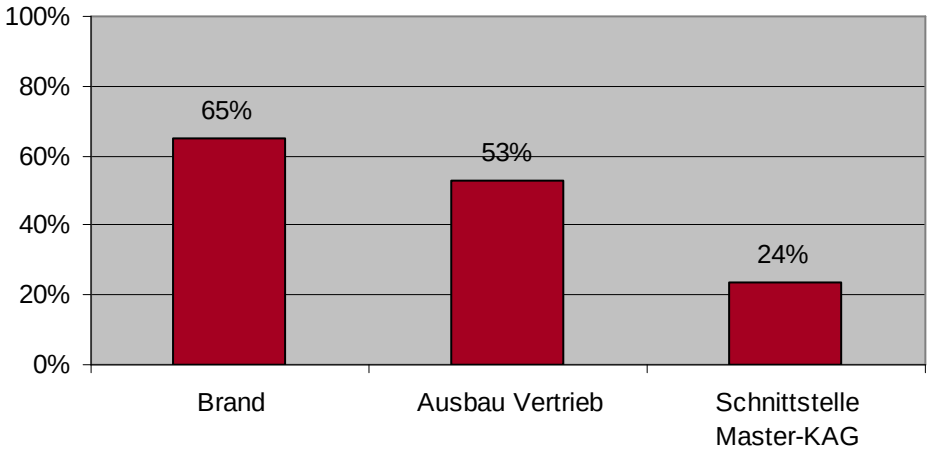


Abbildung 12: Die großen Herausforderungen in den nächsten zwei bis vier Jahren

Auf den heutigen Tag gesehen, wird die Überzeugungsarbeit am Kunden um die Vorteile des Produktes Hedge Fund eindeutig als das wichtigste Moment betrachtet (65%). Damit einhergehend wird die verstärkte Direktansprache der institutionellen Anleger als vordringlich bewertet (59%).

Diese beiden Ergebnisse korrelieren mit der zuvor schon gemachten Beobachtung, wonach 97% der Teilnehmer das „persönliche Gespräch" mit dem Kunden als besonders wichtig herausstellten. Wenn gut jeder dritte Hedge Fund-Manager (35%) die verstärkte Ansprache von Consultants als derzeitige Herausforderung angibt, so spricht dies nochmals für ein ausbaufähiges Marktpotential für die Consultants.

Auf mittlere Frist hin betrachtet, spielt offenbar der Marktauftritt und die Etablierung des eigenen Brands eine verstärkte Rolle. Aber auch der konsequente Ausbau der Vertriebskapazitäten muß vorangetrieben werden, um das Gespräch one to one mit dem Investor auch in der Praxis führen zu können.

5.3 Geschäftspolitische Ausrichtung

Im Anschluß an die Benennung der „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).

Copyright © **2004 RCP & Partners** GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

	Priorität		
	1	2	3
Ausbau Marktanteil	60%	34%	6%
Kontakt Consultants	42%	35%	23%
Ansprache institutionelle Kunden	72%	22%	6%
Stärkung Research	24%	52%	24%
Ausbau Produktpalette	22%	56%	22%

Die Direktansprache der Investoren und ein damit einhergehender angestrebter Ausbau des Marktanteils sind bei allen Anbietern die wichtigsten strategischen Themen. Die dritte Kategorie „nicht so wichtig“ kommt bei diesen Punkten praktisch kaum zum Tragen.

Bei der Frage der Ansprache des Intermediärs Consultant bestätigt sich das leicht heterogene Bild, wonach die Hedge Fund-Manager den Einfluß der Consultants bei der Vermittlung von Mandaten ganz aktuell als eher schwächer, dagegen für die Zukunft deutlich optimistischer einschätzen.

5.4 Hedge Funds und Kundenbeziehung

Die derzeit hierzulande in Hedge Funds zu verzeichnenden Assets in Höhe von ca. 1,2 Mrd. Euro in Single sowie Dach Hedge Funds nehmen sich nicht nur bescheiden im Vergleich zu den Jahresanfangsprognosen, sondern schlichtweg ernüchternd aus.

Die Gründe hierfür wurden bereits genannt, also etwa regulatorische Hemmnisse in der Startphase oder die allgemeinen Marktentwicklungen mit niedrigen Volatilitäten, die dem Großteil der Hedge Fund-Strategien das Wasser abgegraben haben.

Wie wir bereits festgestellt haben, muß die Hedge Fund-Story zum Kunden getragen werden. Das betrifft kleinere Nischenanbieter genauso wie große Hedge Fund-Adressen, die auch teilweise im konzerneigenen Bereich Asset Management angesiedelt sind. Wie wir an den teils beeindruckenden Einschätzungen der Hedge Fund-Manager für das künftige Marktpotential in Deutschland gesehen haben, ist die Branche sehr optimistisch und das wohl nicht ganz zu Unrecht. Sehen die Manager ihre eigenen Stellung gegenüber ihren bestehenden Kunden durch das Angebot von Hedge Funds eher gestärkt oder geschwächt? Und wie sieht die Einschätzung gegenüber potentiellen Neukunden aus? Wird hier eine verbesserte Zugangsmöglichkeit nicht nur im

Copyright © **2004 RCP & Partners** GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

Bereich Hedge Funds, sondern auch im klassischen Asset Management gesehen? Diesen Fragen gehen die folgenden Ausführungen nach.

Der ganz überwiegende Teil der befragten Manager ging, wie zu erwarten, von einer „Stärkung“ der Beziehung zu seinem Kunden aus. 67% meinen, daß Hedge Funds in der heutigen Zeit eine ideale Arrondierung der gesamten Produktpalette darstellen. Zu diesem Kreis gehören naturgemäß alle großen Häuser im Asset Management. Sie sehen die Gesamtkundenverbindung im Asset Management und die Gefahr, daß man im Falle eines fehlenden Angebots im Hedge Fund-Sektor unter Umständen auch in anderen Produktbereichen aus der Liste der Favoriten herausfallen könnte. Insbesondere aber sieht dieser Kreis der Teilnehmer, daß er durch das Angebot von Hedge Funds seinem Kunden etwas Gutes tun kann, nämlich eine Verbesserung des Risk Return-Verhältnisses über das Gesamtportfolio herbeizuführen. Dieses Argument wird immer wieder als ein ganz wesentlicher Vorteil vorgetragen. Wir erinnern uns, daß weiter vorne - nach den Vorteilen gefragt - 91% der Teilnehmer der Auffassung waren, daß die Optimierung dieses Verhältnisses einen Vorteil darstellt.

Das sahen die institutionellen Anleger genauso (Investorenbefragung). Eine „bessere Diversifikation“ und ein „besseres Risk Return-Verhältnis“ wurde von 90% bzw. 60% als relevanter Vorteil erachtet.

Jeweils 13% der befragten Manager gaben zu, daß mit dem Angebot von Hedge Funds auch eine Schwächung der bestehenden Kundenverbindung verbunden sein kann. Ein dabei angeführtes Argument ist der einfache Umstand, daß es sich bei diesem Produkt „um ein beim Kunden schwer vermittelbares“ handelt. Dies hängt damit zusammen, daß entgegen weitläufiger Ansicht „Hedge Funds“ keine „Assetklasse specialis“ sind, die auch noch durch eine klassische Benchmark abbildbar wären. Vielmehr handelt es sich um ein sehr komplexes Angebot verschiedener Strategien, wie wir weiter vorne gesehen haben. Hier dreht sich das als Vorteil empfundene Argument der „Abrundung der Produktpalette“ in das Gegenteil. Scheitert nämlich der Versuch, das Produkt Hedge Fund intellektuell an den Kunden heranzutragen oder stellt sich im nachhinein eine schlechtere Performance als erwartet ein, so verliert der Manager auch schnell seine Kredibilität beim Anleger; was sich womöglich auch auf weitere Produkte ausdehnen kann. Direkt dazu gehört auch der als mögliche Schwächung und damit als zweites Argument angeführte Punkt der „Probleme bei der Schulung der Mitarbeiter“. An dieser Stelle muß selbstverständlich genau zwischen dem Retail- oder Privatanleger und dem institutionellen Kunden getrennt werden, was in dieser Studie eigentlich nicht unser Thema ist. Die größten Schwierigkeiten könnten in der Beratung des privaten Kunden auftreten.

Copyright © **2004 RCP & Partners** GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

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.

Von fast noch größerem Interesse aus Sicht der Hedge Fund-Manager ist, inwieweit sich „Neugeschäft“ durch das Angebot alternativer Investments generieren läßt. Da die Gewinnung neuer Kunden in den zurückliegenden Jahren sich zu einem raren Gut entwickelt hat, könnte in den Hedge Funds nun eine echte Chance liegen. So sehen auch 93% der Hedge Fund-Manager, daß sie mit ihrem Angebot im Bereich Hedge Funds selbst neue Kunden an sich ziehen können. Weitere 77% sehen darüber hinaus, daß sie sich über den Weg der Hedge Funds auch für Produkte im allgemeinen Asset Management verstärkt profilieren können. Zu denen, die das nicht so optimistisch sehen, gehören große Anbieter aus dem Inland wie dem Ausland.

5.5 Kundenbetreuung (Mitarbeiter, Reporting, Betreuung)

- **Personal**

  Der letzte Teil beschäftigt sich noch einmal mit dem Status quo auf seiten der Hedge Fund-Anbieter. Angesprochen sind insbesondere die Bereiche Personal, Reporting und ganz allgemein die Betreuung der Kunden.

  Im Durchschnitt sind bei den Teilnehmern 72 Mitarbeiter im Bereich Hedge Funds beschäftigt. Die Extreme liegen bei der großen Unterschiedlichkeit der Teilnehmer an unserer Studie selbstverständlich sehr weit auseinander. Läßt man die Extremausschläge weg, so kommt man auf einen Wert von etwa 40 Mitarbeitern im Durchschnitt. Dabei verfügen zwei Drittel der Teilnehmer über bis zu 25 Mitarbeiter im Bereich Hedge Funds, das andere Drittel über mehr als 25 Mitarbeiter.

  Völlig in line mit der positiven Stimmung für die künftige Entwicklung des Hedge Fund-Marktes in Deutschland gaben 94% der Befragten an, in den nächsten zwei Jahren ihren Personalbestand auszubauen. Soweit auch Angaben zu der Anzahl neu einzustellender Mitarbeiter gemacht wurden, war eine Verdoppelung oder gar eine Verdreifachung nicht die Ausnahme. Letzteres trifft naturgemäß eher auf die Hedge Fund-Anbieter mit einer noch jungen Vergangenheit zu.

Copyright © **2004 RCP & Partners** GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

- **Betreuung**

Die folgende Abbildung zeigt die Vorgehensweise im Betreuungskonzept der teilnehmenden Hedge Fund-Manager:

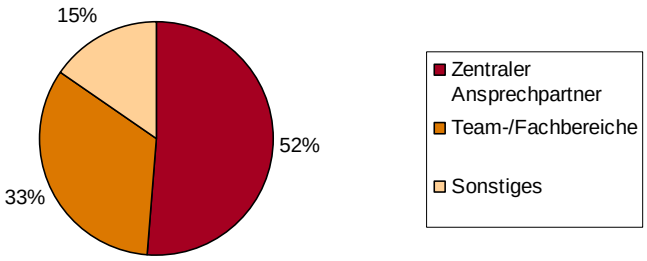


Abbildung 12: Betreuungskonzept

Eine zentrale Ansprechperson wird danach von mindestens jedem zweiten Teilnehmer zur Kundenbetreuung abgestellt. Rückschlüsse in Anlehnung an die Größe des Hedge Fund-Managers können nicht gezogen werden. Es handelt sich einfach um verschiedene, erfolgreich praktizierte und eingespielte Ansätze, die selbstverständlich auch mit dem Grundverständnis des Anbieters zu tun haben. Unter „Sonstiges“ wurden Mischformen angegeben, z.B. das Vorhalten eines reinen Relationship Managers, der gemeinsam mit dem Produktspezialisten die Gesamtbetreuung des Kunden übernimmt.

- **Reporting**

Die Reports werden den Kunden in aller Regel im monatlichen Abstand zur Verfügung gestellt. Das gaben 88% der Befragten an. Lediglich 9% der Hedge Fund-Manager in unserer Umfrage sind zu einem täglichen Reporting bereit und in der Lage. Das Spektrum und das Leistungsverzeichnis der Reportings ist 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

Copyright © **2004 RCP & Partners** GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

verschiedenen Strategien), NAV, IAS-/US-GAAP-konforme Reports, individuelle Zusatzinformationen auf den einzelnen Fonds bezogen mit Aufschlüsselung der Einzelpositionen, Erläuterungen zu den Märkten und erwarteten Entwicklungen.

Aus den Ausführungen kann geschlossen werden, daß der überwiegende Teil der Teilnehmer bereit und wiederum in der Lage ist, Daten und Informationen über das Standardmaß hinaus liefern zu können.

Copyright © **2004 RCP & Partners** GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

E. Zusammenfassung

Wir glauben nicht, daß man an dieser Stelle den Ausspruch von Ben Gurion bemühen muß „Wer nicht an Wunder glaubt, ist kein Realist“.

Die sehr umfangreiche Markterhebung hat einiges an das Tageslicht gefördert, das zu Optimismus Anlaß gibt. Durch die Parallelbefragung bei institutionellen Anlegern konnten die Ergebnisse auch untermauert werden.

Was wir im Verlaufe des Jahrs 2004 erlebt haben, ist der pure Realismus: Probleme regulatorischer Natur und marktbedingt etwas ernüchternde Performanceergebnisse trafen auf vergangenheitsbedingt verständliche Vorsicht der institutionellen Anleger.

Demgegenüber zeigt die Studie in die Zukunft gewandt optimistische Perspektiven auf. Und das manager- wie anlegerseitig.

Die Investoren geben sich aufnahmebereit für Informationen über die Produktwelt, bekunden hohes Interesse und demonstrieren große Gesprächsoffenheit.

Die Hedge Fund-Manager ihrerseits erwidern dies mit einem hohen Grad an Bereitschaft, in Produkte und Personal zu investieren. Etwas überspitzt gesagt könnte man fast sagen, besser hätte der Start nicht sein können. Auf alle Fälle wurde eines vermieden: der große Rückschlag nach einer Riesen-Bubble.

RCP & Partners GmbH
Abraham-Lincoln-Straße 7
65189 Wiesbaden
Tel.: 0611 / 9742-100
Fax: 0611 / 9742-200
Internet: www.rcp-partners.de

Copyright © **2004 RCP & Partners** GmbH, Wiesbaden
Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!