

Ucits III Alternative Funds – Der Heilige Gral?

Zahlreiche Hedge Funds waren in den hektischen Monaten der Finanzkrise mit ausserordentlichen Verlusten konfrontiert. Dennoch rentierten sie erheblich besser als Aktien, und im Falle von CTA und Global-Macro-Strategien gar positiv. Auch partizipierten sie mehrheitlich an der jüngsten Markterholung. Viele Hedge Funds haben deshalb ihre Funktion als Diversifikationsinstrument erfüllt. Die aktuelle Frage lautet denn auch nicht, ob es Hedge Funds braucht. Vielmehr interessiert, wie man angesichts zahlreicher Problemherde, wie Staatsverschuldung, mangelnder Wachstumsdynamik und Währungsturbulenzen, die risikoreduzierende Wirkung von Hedge Funds effizient, operativ sicher und zu angemessenen Konditionen erschliessen kann.



Von Dr. Magne Orkland
Geschäftsführender Teilhaber
Wegelin & Co. Privatbankiers
und Leiter Wegelin Asset Management, St. Gallen



und Fabian Dori
Portfoliomanager
Wegelin & Co. Privatbankiers
St. Gallen

Hedge Funds – Vom Renditepotential mit operativer Unsicherheit...

Dass die in der Einleitung aufgeworfene Frage berechtigt ist, zeigen Fälle wie Madoff und Stanford, um nur zwei prominente Beispiele zu erwähnen. Die Investition in einen Single Hedge Fund Manager kann mit erheblichen

Veruntreuungs- und Betrugsrisiken verbunden sein. Eine seriöse Due Dilligence ist deshalb Pflicht, stellt aber in aller Regel hohe Anforderungen an die Ressourcen und das Know-how des Investors. Zugleich erschweren die häufig geltenden Investitionsminima die breite Streuung des Portfolios über verschiedene Manager hinweg. Damit

fällt es vielen Investoren schwer, sich direkt in Single Hedge Funds zu engagieren.

Vor diesem Hintergrund verkaufen sich zahlreiche Funds of Hedge Funds (FoHF) als effiziente Lösung. Dank einer Diversifikation des Portfolios mittels verschiedenen Strategie-Stilen sowie einer eingehenden Prüfung der

Tabelle 1: Vergleich der Nettorenditen

Nettorendite für den Investor bei einer Bruttorendite von 10%

	Bruttorendite	Gebühr	Nettorendite	Prozenterhöhung Gebühren	
Bruttorendite	10%				
Ucits III Alternative Fund (1,3% + 20%, Hurdle Libor*)	10%	2,4%	7,6%		← Level 1: Gebühren + 48%
Typischer Hedge Fund (2% + 20%, Hurdle 0)	10%	3,6%	6,4%	1,2%	
Fund of Hedge Funds (3% + 30%, Hurdle 0)	10%	5,1%	4,9%	1,5%	
Totale Erhöhung der Gebühren				2,7%	← Total: Gebühren +109%

* Annahme: Libor = 3%

Quelle: Wegelin Analyse

operativen Prozesse sollen die mit einem Einzelinvestment verbundenen Risiken reduziert werden. Einmal davon abgesehen, dass die während der Finanzkrise und im Zuge der Betrugs-skandale erzielten Verluste an der Expertise und Unabhängigkeit von FoHFs zweifeln lassen, lastet ihnen ein weiterer Makel an. Zahlreiche empirische Studien zeigen, dass FoHFs bescheiden rentieren. Und das aus einem einfachen Grund: Sie sind zu teuer. Das Beispiel in Tabelle 1 zeigt, dass die Gebühren von FoHFs gut und gerne das Doppelte von günstigen Ucits III (Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities) Alternative Funds ausmachen können. Die daraus resultierende Minderrendite von 2,7% jährlich kumuliert sich über einen Zeitraum von 10 Jahren auf beachtliche 30%. Sind also bei einem Hedge Fund Investment hohes Renditepotenzial der Single Funds und vermeintliche operative Sicherheit der FoHFs sich gegenseitig ausschliessende Zielgrössen?

... zu Ucits III Anlagefonds mit operativer Sicherheit...

Glücklicherweise lautet die Antwort weitgehend nein. Mit der Ucits III Direktive für Anlagefonds hat die EU ein Konstrukt geschaffen, das über eine zusätzliche Regulierung hohe Anforderungen an die Diversifikation, Transparenz, Liquidität, Leverage-Bewirtschaftung und Handelbarkeit von regelkonformen Fonds stellt und damit die für Hedge Funds notwendigen

Techniken zwar weiterhin offen hält, aber teilweise im Sinne der Risikokontrolle beschneidet.

Beispielsweise stellt die Direktive der praktisch unlimitierten Verschuldungsmöglichkeit klassischer Hedge Funds ein Leveragepotenzial gegenüber, das mittels Value-at-Risk-Vorgaben in einer engen Spannweite gehalten wird. Ebenfalls weiterhin möglich, aber nur noch über Derivate umsetzbar, ist das Leerverkaufen von Instrumenten. Des Weiteren limitieren die Vorgaben das Gegenparteiisiko je nach Anlageklasse mit bestimmten Obergrenzen und erzwingen damit eine grundsätzliche Diversifikation des Portfolios. Zur Minimierung von Liquiditätsrisiken werden Ucits-kompatible Fonds angehalten, liquiditätsbezogene Faktoren wie Geld/Brief-Spannen und die Qualität von Sekundärmärkten ständig zu überprüfen. Ausserdem wird eine mindestens zweiwöchige Handelbarkeit der Anteilsscheine gefordert. Zur Erhöhung der Transparenz sind weitgehende Informationen zu den einzelnen Positionen im Portfolio Pflicht.

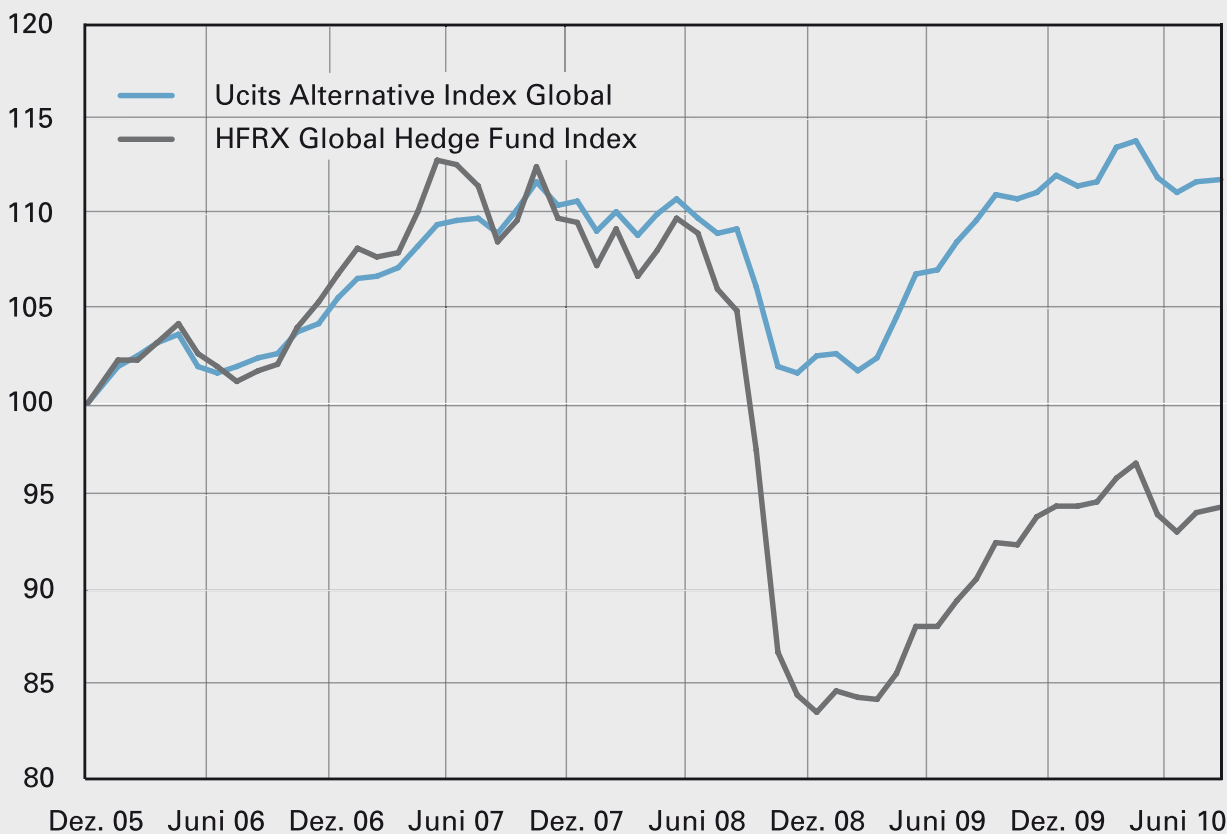
Diese zahlreichen Bestimmungen haben zur Folge, dass ein wesentlicher Teil der operativen Due-Diligence-Prüfung vom Investor an den Regulator übertragen wird. Dank der stärkeren Regulierung, der grösseren Transparenz und der höheren Liquidität bergen Ucits III Alternative Funds ein reduziertes operatives Risiko, das auch für Privatinvestoren vertretbar ist. Entsprechend erstaunt es nicht, dass ge-

mäss Eurekahedge¹⁾ die von Ucits III Alternative Funds verwalteten Vermögen zwischen Dezember 2007 und Juli 2010 um über 60% angestiegen sind, während die Assets von klassischen Hedge Funds zeitgleich um rund 20% zurückgingen. Hat dies zu bedeuten, dass künftig unregulierte Hedge Funds von den stärker beaufsichtigten Ucits III Alternative Funds verdrängt werden?

... und intaktem Renditepotenzial...

Die Beantwortung dieser Frage wird in Fachkreisen kontrovers diskutiert. Auf der einen Seite befürchten Kritiker, dass gewisse Restriktionen das Renditepotenzial von Ucits III Alternative Funds unnötig beschränken. Beispielsweise sollen die limitierten Leverage-möglichkeiten, der Zwang zur Vermeidung von illiquiden Instrumenten oder das Verbot von Short Selling die Ucits-tauglichen Strategien im Vergleich zu klassischen Hedge Funds benachteiligen. Auf der anderen Seite verweisen Befürworter auf die bis anhin fehlende empirische Evidenz, um diese Kritikpunkte validieren zu können.

Eine approximative Analyse²⁾ der Renditedifferenz zwischen Ucits III Alternative Funds und klassischen Hedge Funds in Grafik 1 fördert erstaunliche Resultate zutage. Vergleicht man die Rendite des Ucits Alternative Index Global mit der Rendite des HFRX Global Hedge Fund Index, so zeigt sich eine erhebliche Überperformance von kumuliert 17,5% der strenger regulierten Ucits-Produkte von Januar 2006 bis August 2010.

Grafik 1: Vergleich zwischen Ucits III Alternative Funds und Hedge Funds

Quelle: NARA Capital (www.ucits-alternative.com), Bloomberg, Wegelin Analyse

Zur Erklärung dieser Renditedifferenz können verschiedene Argumente angeführt werden. Erstens sind sicherlich die gemäss Eureka hedge tieferen durchschnittlichen Verwaltungs- und Erfolgsgebühren der Ucits-Fonds für einen positiven Beitrag verantwortlich. Zweitens fällt auf, dass ein wesentlicher Teil der Überperformance im turbulenten Herbst 2008 generiert wurde. In einer Zeit also, in der zahlreiche klassische Hedge Funds mit Liquiditätsengpässen, der Bewertung von illiquiden Anlagen sowie Betrugsfällen zu kämpfen hatten. Damit scheinen die strenger regulierten Produkte die erste Feuertaufe bestanden zu haben: ohne wesentliche Beschränkung des Renditepotenzials durch erhöhte Liquidität, bessere Transparenz und strikte Regulierung die Risiken eines Einzelinvestments zu reduzieren.

...in die Zukunft

Deswegen von Ucits III als Heiligem Gral für Hedge Funds zu sprechen, wäre dennoch verwegen. Vielmehr ist davon auszugehen, dass es zu einer

Zweiteilung der sowieso heterogenen Hedge-Funds-Industrie kommen wird. Auf der einen Seite werden die nur über illiquide Assets umsetzbaren Strategien ihre klassischen, unregulierten Strukturen beibehalten. Auf der anderen Seite aber werden die mittels liquider Instrumente implementierbaren Strategien den Vertrauensbonus des Ucits-Labels suchen und sich zum Wohle der Investoren stärker regulieren lassen.

Als typisches Beispiel dafür steht in der Schweiz das Asset Management von Wegelin & Co. Die Erfahrung der St. Galler Privatbank zeigt, dass sich ein attraktives Renditepotenzial mit den durch Ucits III gewonnenen Vorteilen, wie regulatorische Kontrolle, grössere Transparenz, höhere Liquidität und tiefe Gebühren, auch wirklich kombinieren lässt. Bereits im Jahr 2009 wurden sämtliche bis dato in Guernsey domizilierten Fonds – und damit unterschiedlichste Anlagestrategien, wie Long-only, Long/Short oder Market Neutral, und verschiedenste Anlageklassen, wie Aktien, Fixed In-

come oder Währungen, dem luxemburgischen Ucits III Mantel unterstellt. Zusätzlich wurde Ende 2009 die vielversprechende Global Diversification Strategie als Ucits III Alternative Fund lanciert. Trotz dem Fokus auf hoch liquiden Instrumenten sowie einem moderaten Einsatz von Leverage rentierte die Strategie von Dezember 2009 bis September 2010 mit +12,9% signifikant positiv. Und dies bei einer annualisierten Volatilität über denselben Zeitraum von lediglich 3,1%.

Dank den positiven Erfahrungen wird deshalb mit weiteren innovativen Ucits III Alternative Funds aus dem Hause Wegelin & Co. zu rechnen sein. Denn die Verknüpfung eines Hedge-Fund-ähnlichen Risiko-/Renditepotenzials mit operativer Sicherheit ist dank Ucits III möglich.

1) Quelle: Eureka hedge, The Eureka hedge Report, September 2010

2) Quelle: NARA Capital (www.ucits-alternative.com), Bloomberg, Wegelin Analyse