



## PHÖNIX AUS DER ASCHE

Die Hedgefonds-Branche hat 2008 das schwärzeste Kapitel ihrer Geschichte geschrieben. Doch die Marktberreinigung, Regulierungsbestrebungen seitens der Politik und die Forderung nach mehr Transparenz wird von den Managern als große Chance begriffen. Einige Strategien kommen bereits wieder in Fahrt und versprechen attraktive Renditen. *von Thomas Riemer*

**S**eit Anfang 2008 befinden sich die Aktienmärkte im Sinkflug. Gebeutelte Anleger mussten Verluste von 30 Prozent und mehr hinnehmen, klassische Long-only-Strategien haben – zumindest aus heutiger Sicht – ausgedient. Mit einem blauen Auge kam davon, wer innerhalb seines Portfolios auf die richtigen Hedgefonds-Vehikel setzte. Stile wie Managed Futures und Dedicated Short Bias haben dem Börsendebakel erfolgreich getrotzt. Der Mythos der Alternativfonds hat dennoch tiefe Schrammen bekommen. Die Branche durchschritt im Jahr 2008 das Tal der

Tränen und blickt auf das schlimmste Jahr ihrer Geschichte zurück.

### KURSE RICHTUNG SÜDEN

Allem voran waren die Renditen vieler Fonds seit Anfang 2008 desaströs. Zahlreiche Fondsenker wurden dem eigenen Anspruch nicht gerecht, ungeachtet der Marktlage positive Erträge zu erwirtschaften. Stile wie Equity Market Neutral (Ausnutzen von Preisineffizienzen von Aktien) oder Fixed Income Arbitrage (Ausnutzen von Preisunterschieden von Zinstiteln) verzeichneten die massivsten Kurseinbrüche seit Beginn der Datenauf-

zeichnungen im Jahr 1994. Ein paar Worte zum Trost: Summa summarum sind die Einbußen strategieübergreifend im Verlauf der Finanz- und Wirtschaftskrise bis dato zumindest moderater ausgefallen als bei Aktien. Der Credit Suisse/Tremont Hedge Fund Index, der 13 Einzelstrategien abbildet und auf Datenmaterial von rund 5.000 Hedgefonds aufbaut, weist für die vergangenen zwölf Monate ein Minus von 16,44 Prozent auf\*. Das sind immerhin beachtliche 25,75 Prozent weniger Verlust als der MSCI World-Aktienindex im selben Zeitraum verzeichnete.

Foto: Fotolia.de - Yang MingQ

In der Branche herrscht zudem radikaler Kahlschlag. Nach Angaben des Datenanbieters Hedge Fund Research wurden im letzten Jahr weltweit 1.471 Hedgefonds geschlossen – das entspricht 15 Prozent des gesamten Marktes. Allein im vierten Quartal wurden 778 Fonds aufgelöst. Es besteht Einigkeit, dass die Marktberreinigung in der Hedgefonds-Industrie fortschreiten wird. „Viele Manager haben nicht die kritische Größe, um auf die gestiegenen Anforderungen der Kunden einzugehen, Stichworte sind Risikomanagement und Reporting“, erklärt Rainer Fritzsche, Senior Relationship Manager Deutschland bei Man Investments. Diese Konsolidierung begrüße man grundsätzlich, da die Eintrittshürden für neue Manager höher würden und dies letztendlich zu einer qualitativen Verbesserung der Industrie führe.

Auch Hedgefonds-Experte Michael Busack, geschäftsführender Gesellschafter der Absolut Research GmbH, ist überzeugt, dass nur die Starken überleben werden: „Schwache und schlechte Hedgefonds scheiden aus. Das wird sich so noch dieses Jahr fortsetzen.“ Die Zahlen geben ihm Recht. Global betrachtet verwalten nach Branchenschätzungen die größten 100 Fonds mittlerweile bereits rund 75 Prozent der Gelder. Busack ergänzt: „Es werden auch neue Hedgefonds lanciert werden, die aus den reduzierten Eigenhandelsabteilungen der Banken kommen.“ Denn die Nachfrage nach aktivem und flexiblem Management sei größer denn je.

Die Mittelabflüsse waren ebenfalls gewaltig. Morgan Stanley hat für das vergangene Jahr ein Kapitalminus von 37 Prozent errechnet – mit Jahresende wurden weltweit nur noch 1,2 Billionen US-Dollar von den Managern verwaltet. Im ersten Quartal 2009 haben Anleger weltweit weitere 60 Milliarden US-Dollar aus Hedgefonds abgezogen, macht weitere fünf Prozent. Die rigorose Kreditpolitik der Bankhäuser tut ein Übriges, Investitionsmanöver zu erschweren. Laut Markus Sievers, Geschäftsführer des Hedgefonds-Anbieters apano GmbH, sieht es für dieses Segment besonders düster aus: „Fixed-Income-Arbitrage-Strategien, die stark kreditfinanziert sind und in der Regel mit hohen Fremdkapitalbeträgen operieren, werden weiterhin unter der Zurückhaltung der Banken hinsichtlich Kreditvergaben leiden.“

### **„BLACK BOX“ ÖFFNE DICH**

Darüber hinaus weht der Branche hinsichtlich Regulierungsbestimmungen ein eisiger Wind ins Gesicht, Hedge & Co. sollen an die Kandare genommen werden. EU-Binnenmarktkommissar Charlie McCreevy hat am 29. April einen Gesetzentwurf für die Regulierung von Hedgefonds vorgestellt. Der Ire will eine Zulassungspflicht für Hedgefonds-Manager, die innerhalb der EU tätig sind und 100 Millionen



*„Gut gemanagte Hedgefonds sind und bleiben eine der attraktivsten Anlageformen der Finanzmärkte“*

**ECKHARD SAUREN,**  
Vorstand der Sauren  
Fonds-Service AG

Euro oder mehr verwalten. Das betraf nach seinen Angaben rund 30 Prozent aller Anbieter und 90 Prozent aller Anlagen. Nach einer dreijährigen Übergangsphase will die Kommission auch Fonds aus Drittländern auf dem europäischen Markt zulassen und ihnen einen sogenannten „EU-Pass“ ausstellen. Auch soll es ausgeprägte Offenlegungspflichten hinsichtlich der Anlagestrategien und der eingegangenen Risiken geben. Busack von Absolut Research unterstützt das ausdrücklich: „Eine Regulierung ist sinnvoll und gut für die Branche wie auch für die Investoren.“ Die Fonds selbst und ihre Anlagestrategien sollen hingegen nicht reguliert werden. Obergrenzen für Fremdkapital und ein Verbot des „Short Selling“ sollen unterbleiben, jedoch einer strengen Aufsicht unterworfen werden. Markus Sievers kommentiert die Situation: „Leerverkäufe – eine beliebte Technik vieler Hedgefondsmanager, um von fallenden Kursen zu profitieren – sind im Zuge der vermehrten Turbulenzen im vergangenen September zunehmend in die Kritik geraten und wurden als mitschuldig an dem Absturz der Aktienmärkte betrachtet. Einer aktuellen Studie von Credit Suisse zufolge hielt der erzwungene Ausstieg vieler Hedgefonds-Manager aus den Aktienmärkten die Talfahrt der Märkte allerdings nicht auf, sondern beschleunigte diese sogar.“

Die Anbieter zeigen sich kooperativ und treten dem Ruf ihrer Produkte als

undurchschaubare „Black Box“ entschieden entgegen. Die Dachorganisation AIMA (Alternative Investment Management Association), in der 1.200 Fonds aus 43 Ländern vertreten sind, hat mittlerweile eine Transparenz-Initiative gestartet. Der Branchenriese Man Investments trommelt als Gründungsmitglied der Hedge Fund Working Group (HFWG) bereits seit längerem für mehr Offenheit und eine angemessene Regulierung. Die HFWG hat bereits im Jahr 2007 einen freiwilligen Kodex vorgestellt, der inzwischen als Standard akzeptiert ist. Rainer Fritzsche von Man erläutert den Kodex: „Er umfasst Richtlinien zur Bewertung von Investitionen, Risikomanagement und Corporate Governance. Die öffentliche Regulierung sollte auf diesen Pfeilern fußen – das ist unseres Erachtens sinnvoll und gut praktikierbar.“

#### **NEUES JAHR, NEUES GLÜCK**

Totgesagte leben länger, denn trotz aller Kritik bleibt es eine Tatsache, dass Hedgefonds für ein ideal diversifiziertes Portfolio als unverzichtbar gelten, erläutert Eckhard Sauren, Geschäftsführer der Sauren Funds-Service AG: „In der jüngsten Finanzkrise hat die Diversifikation über verschiedene Assetklassen hinweg zwar nur bedingt funktioniert“, nichtsdestotrotz habe man durch die Beimischung von alternativen Investments weniger verloren als wenn dieser Anteil beispielsweise

in Aktienfonds investiert worden wäre. Sauren weiter: „Gut gemanagte Hedgefonds sind und bleiben eine der attraktivsten Anlageformen der Finanzmärkte.“ Das belegt der Credit Suisse/Tremont-Index. Seit Auflage vor 15 Jahren verzeichnete er per annum im Durchschnitt 7,9 Prozent Rendite. Sievers von apano nennt eine weitere Stärke: „Hedgefonds wiesen typischerweise nach Drawdownphasen – so nach der Asienkrise 1997 – wieder schneller eine positive Performance auf als etwa Aktien.“ Die Branche 2009 abzuschreiben, sei daher voreilig.

Viele Manager zeigen sich optimistisch und orten Renditechancen. Hinsichtlich der Erträge schimmern erste Lichtstrahlen am Ende des Tunnels, das Schlimmste scheint vorerst überwunden. Der Credit Suisse/Tremont liegt seit Jahresbeginn mit 0,85 Prozent im Plus. Zudem haben innerhalb der Hedgefonds-Benchmark bisher lediglich drei Investmentstile negative Ergebnisse verzeichnet. Der Convertible-Arbitrage-Bereich kam gar auf einen satten Zuwachs von 8,5 Prozent\*. Genutzt werden hier Ineffizienzen und Marktverwerfungen bei Wandelanleihen. Weiterhin überzeugen dürften Managed-Futures-Fonds, weitgehend als Trendfolger konzipiert. Sie performten 2008 mit beachtlichen +18,33 Prozent. Spekuliert wird weltweit auf Kursentwicklungen bei Aktien, Renten, Rohstoffen, Edelmetallen, Währungen und Agrarprodukten. Kauf- und Verkaufsentscheidungen werden computerbasiert auf Basis mathematischer Modelle getroffen. Auch für 2009 ist in diesem Marktsegment eine Menge Musik drin. „Ihnen wird zugute kommen, dass die starke directionale Volatilität und Neubewertungen neue Trends hervorbringen werden“, heißt es dazu bei apano. Von den erwarteten Marktbewegungen in diesem Jahr werden auch Global-Makro-Strategien profitieren, bei denen



*„Die Marktkonsolidierung begrüßen wir grundsätzlich“*

**RAINER FRITZSCHE,**  
Senior Relationship Manager  
Deutschland bei MAN Investments

Manager frühzeitig makroökonomische Entwicklungen ermitteln und lukrativ zu nutzen versuchen. Nach Einschätzung des MAN-Managers Fritzsche „werden sie in diesem Jahr aufgrund der globalen Trends und Ungleichgewichte Profite erwirtschaften können“. Laut Sievers „ergeben sich zudem selektiv Chancen für die Strategierichtung Long/Short Equity“, da viele Assetklassen historisch tief bewertet seien. „Attraktive Investitionsmöglichkeiten“ räumt Eckhard Sauren heuer auch jenen Konstrukten ein, die auf Distressed-Strategien aufbauen, „insbesondere bei illiquiden Anleihen und Wandelanleihen“. Hier wird versucht, das Renditepotenzial von Papieren zu nutzen, deren Unternehmen in eine finanzielle Notsituation geraten oder bereits in Konkurs gegangen sind.

**WAS DEUTSCHLAND BIETET**

Ein Einstieg in diese Assetklasse kann sich also wieder lohnen. In Deutschland haben Privatanleger seit 2004 die Wahl zwischen Dach-Hedgefonds und Zertifikaten. Das Spektrum ist mit 42 erhältlichen Produkten allerdings recht klein. „Die rechtlichen Rahmenbedingungen für Onshore-Hedgefonds-Produkte sind hierzulande sehr restriktiv“, beschreibt Fritzsche von MAN Investment den Hintergrund. „Das hat viele Anbieter davon abgehalten, ihre Produkte einer breiteren Öffentlichkeit zugänglich zu machen.“ Nach Saurens Meinung erfolgte die Auflage

von Hedgefonds zudem „in einer sehr schwierigen Marktphase, in der viele Investoren negative Erfahrungen gemacht haben. Darüber hinaus sorgten unbedachte Äußerungen von Spitzenpolitikern immer wieder für ein schlechtes Image.“

Dachfonds investieren in verschiedene Zielfonds, dürfen diese jedoch nur mit höchstens 20 Prozent gewichten. Klarer Vorteil ist der Diversifizierungseffekt, der das Auswahlrisiko des Anlegers senkt. Zudem gelten die verwalteten Gelder als Sondervermögen und sind im Konkursfall des Fondsanbieters geschützt. Allerdings steht deutschen Dachfonds nur eine eingeschränkte Zahl an Einzelfonds zur Verfügung, da diese den strengen steuerlichen Transparenzanforderungen in Deutschland genügen müssen. Im Zuge der global angestrebten Regulierung dürfte die Vielfalt jedoch steigen.

**AUF DEN PUNKT GEBRACHT**

Die Hedgefonds-Branche blickt auf das schwärzeste Jahr ihrer Geschichte zurück. Massive Kapitalabflüsse, zahlreiche Fondsschließungen und -insolvenzen und regulatorische Einschränkungen machten vielen schwer zu schaffen. Doch gerade diese Marktberreinigung sorgt dafür, dass sich die Spreu vom Weizen trennt. Renommierte und langjährig erfolgreiche Gesellschaften mit großem Kapitalvolumen dürften gestärkt aus der Krise hervorgehen. Zudem begrüßen viele Manager die Forderung nach mehr Transparenz und haben bereits selbst Initiativen gestartet, um mit dem Vorwurf der „Black Box“ aufzuräumen. Die Strategien Global Makro und Managed Futures, die bereits 2008 unter den Hedgefonds-Stilen am besten abgeschnitten hatten, haben Experten zufolge auch in diesem Jahr die besten Chancen auf Gewinne. Unbestritten bleibt, dass eine Beimischung von Hedgefonds das Rendite-/Risikoverhältnis des Gesamtportfolios optimiert. Denn trotz aller Kritik verzeichnete die Hedgefonds-Industrie im Laufe der Finanzkrise in Summe deutlich weniger Verluste als der Aktienmarkt. Dazu kommt: Gerade nach längeren Drawdown-Phasen erholt sich diese Assetklasse besonders schnell.

\* Stand 31. März 2009

Seit kurzem ist neben Dach-Hedgefonds eine weitere Produktkategorie im Entstehen, die den Diversifizierungsgedanken aufgreift. Die Deutsche-Bank-Tochter db x-trackers brachte im März den weltweit ersten börsengehandelten ETF (Exchange Traded Fund) auf den Markt. Er basiert auf dem hauseigenen db Hedge Fund-Index, der die fünf wichtigsten Hedgefonds-Strategien abbildet. Alle drei Monate werden diese anhand ihres Anteils am weltweiten Hedgefonds-Markt neu gewichtet, enthalten sind 37 Fonds. Eckard Sauren wägt ab: „Vorteilhaft sind die recht breite Streuung und die hohe Liquidität. Wir glauben jedoch, dass ein gut gemanagter Dach-Hedgefonds attraktivere Ertrags/Risikoverhältnisse nach Kosten erzielen kann.“

Als Alternative empfehlen sich Hedgefonds-Zertifikate. Diese bilden etwa Indizes, Einzelfonds bzw. -strategien ab. Sie sind bei der Wahl der Investmentstile und Manager flexibler und können Fonds integrieren, die ansonsten nicht für Privatanleger zugänglich wären. Zudem können sie auch eine Garantiekomponente enthalten, wie zum Beispiel das Global Futures Fund-Zertifikat 4 von apano, das seit 4. Mai 2009 zu haben ist und 115 Prozent Kapitalschutz bietet. Ein sicherer Einstieg, um mit seinem Portfolio wieder Fahrt aufzunehmen.