

Flaggschiff-Fonds oder eigenes Mandat – was ist für Hedge-Funds-Investoren besser?

Massenkündigungen führen zu Liquiditätseinschränkungen in Fonds ab Stange – Individuelle Portfolios nehmen auf Bedürfnisse Rücksicht

ALFREDO FUSETTI

Die allgemeine Liquiditätskrise, der Entschuldungsprozess (Deleveraging) sowie die Enttäuschung der Investoren über die Anlageresultate führten in den letzten Monaten zu markanten Rücknahmen und Mittelabfluss bei Hedge Funds. Viele Fonds mussten aufgrund der Rückzüge oder der zum Teil illiquiden Anlagestrategien Positionen zwangsliquidieren oder die Rücknahmebedingungen abändern (Redemption Suspension bzw. Rücknahmeblockierung).

Der Vorteil solcher Massnahmen besteht darin, die verbleibenden Investoren vor Mittelabfluss und den damit einhergehenden Verlusten durch Liquidationen zu schützen. Durch die Trennung von illiquiden Titeln oder die Schliessung der Fonds kann einem «Run» auf die Anlagevehikel teilweise entgegengetreten werden. Für Kapitalgeber hat dies den Nachteil, dass sie unter Umständen sehr lange auf die Auszahlung ihrer Anteile warten müssen und unklar ist, wie gross der letztlich ausbezahlte Betrag sein wird.

Problem Gleichbehandlung

Das Problem des Mittelabflusses und der Interessenkonflikte zwischen den sich verabschiedenden und den verbleibenden Investoren wurde von der Hedge-Funds-Branche und den Anlegern erkannt. Da in schwierigen Zeiten die liquiden Positionen zuerst veräussert werden, ist das Risiko für die verbleibenden Investoren gross, auf den illiquiden Toxic Assets sitzenzubleiben. Falls der Anleger dieses Risiko vermeiden will, muss er als einer der Ersten aussteigen. Gemäss Spieltheorie muss jeder (auch wenn er nicht aussteigen will) so schnell wie möglich Rücknahmen einleiten, um eine «Bestrafung» durch zurücktretende Anleger zu vermeiden. Diese Überlegungen haben unter anderem einen Teufelskreis in Gang gesetzt.

Auf Stufe der Dachfonds wurde diese Entwicklung noch verstärkt. Viele Anleger sind in einen Dachfonds (Fund of Hedge Funds, FoHF) investiert, der sich in einzelnen Fonds (Single Hedge Funds oder SHF) engagiert und als über Manager und Strategien diversifiziertes Vehikel gilt. Die Anzahl der enthaltenen SHF variiert zwischen 15 (fokussierte Produkte) und 250 (breit diversifizierte Produkte).

Prinzipiell gibt es zwei Möglichkeiten, in einen Dachfonds zu investieren (vgl. Grafik). Die erste Variante ist der Kauf «ab



BILD: WALDHAUS

der Stange» von Anteilen an einem Dachfonds, der von mehreren Investoren mit ähnlichen Bedürfnissen und Anlagezielen gemeinsam gesponsert wird. Damit haben Investoren mit kleinerem Anlagevolumen die Möglichkeit, sich über eine Kol-

lektivanlage an einem breit diversifizierten Produkt zu beteiligen, was angesichts des Minimalbetrags von 1 Mio. \$ für Engagements in Single Hedge Funds nicht anders möglich wäre. Bei dieser Variante ist der Anleger von zwei verschiedenen

Investorenebenen abhängig, den Single-Hedge-Funds- und den Funds-of-Hedge-Funds-Investoren.

Die zweite Variante besteht darin, ein segregiertes Mandat («Managed Account») zu errichten. Dazu bedarf es allerdings in der Regel eines Mandats von rund 30 Mio. \$. Bei dieser Lösung kauft der Dachfondsmanager für den einzelnen Investor Anteile an Single Hedge Funds. Damit fällt die Abhängigkeit des Dachfonds weg, da der Anleger ihn selbst besitzt.

Standard ist günstiger

Beide Varianten bringen sowohl Vor- als auch Nachteile mit sich. Ein Vorteil der Variante Standardfonds wurde bereits angesprochen: Man kann mit geringen finanziellen Mitteln in Hedge Funds investieren. Dieser Dachfonds ist oft das Flaggschiffprodukt eines Vermögensverwalters. Dieser wird deshalb versucht sein, das Vehikel so gut wie möglich zu bewirtschaften. Die Kündigung ist häufig monatlich oder quartalsweise mit dreissig bis neunzig Tagen Ankündigungsfrist möglich.

Trotz dieser Konditionen investieren die Dachfonds in Single Hedge Funds mit schlechterem Liquiditätsprofil, das heisst, der Dachfonds kann seine Positionen weniger rasch abtasten, als die Investoren ihr Geld zurückfordern können. Man spricht in diesem Fall von einem «Liquidity Mismatch» zwischen Vermögen und Verpflichtungen. Es wird unterstellt, dass nicht alle Dachfondsinvestoren gleichzeitig kündigen, andernfalls die versprochenen Auszahlungen nicht gewährleistet werden könnten. Dieser Mismatch hat in der Vergangenheit oft Probleme für die Anbieter verursacht und war auch schon für die Schliessung bzw. Liquidierung von Dachfonds verantwortlich. Für Dachfondsanleger bedeutet dies, dass bei markanten Mittelabflüssen die versprochene Frist zur Rückzahlung nicht eingehalten werden kann. Viele Vermögensverwalter haben reagiert und die Rücknahmebedingungen den Engagements angepasst.

Einflussnahme möglich

Die Vorteile eines segregierten Mandats sind unter anderem die Mitentscheidungsrechte des Investors mit Blick auf Anlagerichtlinien, Rendite- und Risikoparameter, die eingesetzten Manager und Strategien sowie die gewünschte Transparenz. Zudem ist es theoretisch möglich, den eigenen Dachfonds auf das Restport-

folio abzustimmen, um gezielte Anlagestrategien oder Manager einzusetzen, die im Idealfall eine möglichst unkorrelierte Rendite zum restlichen Portfolio erwirtschaften. Dabei kann versucht werden, Risikoprämien, die nicht schon im Gesamtportfolio enthalten sind, abzuschöpfen. Der Anleger ist zudem alleiniger Eigentümer und hat in Bezug auf die rechtliche Struktur eine gewisse Freiheit. Zu beachten ist, dass in der Praxis die segregierten Mandate oft markante Überlappungen und Ähnlichkeiten mit den Flaggschiffprodukten des Anbieters aufweisen.

Die segregierten Lösungen sind meist teurer, da sie mit einem administrativen und operationellen Zusatzaufwand verbunden sind. Das Liquiditätsprofil dieser Depotlösungen ist zu 100% von den gekauften Single Hedge Funds abhängig. Falls zum Beispiel nur in SHF investiert wird, die eine jährliche Liquidität aufweisen, wird dies auf der Dachfondsebene eins zu eins gespiegelt.

Rendite gleich enttäuschend

Was nun die bessere Variante für den Investor ist, kann nicht allgemeingültig gesagt werden. Diese Frage stellt sich jedoch nicht nur im Zusammenhang mit alternativen Anlagen, sondern für alle Investoren, die mehrere einzelne Titel oder eine Kollektivanlage (Fonds) kaufen. Die Investoren werden bei beiden der besprochenen Lösungen von anderen abhängig sein, zumindest auf der Ebene der Single Hedge Funds. Falls plötzlich sämtliche Dachfondsanleger eine segregierte Lösung umsetzen würden, käme es zu einer Verlagerung dieser Abhängigkeitsproblematik auf eine tiefere Ebene.

Zur Erinnerung: Im Durchschnitt ist die Rendite der Flaggschifffonds und der segregierten Mandate im vergangenen Jahr gleich enttäuschend ausgefallen. Aus diesem Grund haben viele Anleger ihr Geld zurückverlangt. Die Rücknahmen waren also nicht Auslöser der schlechten Resultate, sondern eine Reaktion darauf. Mittelfristig kann erwartet werden, dass der Hedge-Funds-Markt transparenter wird und es zu einer weiteren Institutionalisierung und Regulierung der Industrie kommt. Dies ist unabhängig von der gewählten Dachfondsumsetzung ein Vorteil für alle Investoren.

Alfredo Fusetti ist Senior Consultant der Beratungsgesellschaft PPC Metrics und Lehrbeauftragter der Universität Zürich.

Varianten für Funds-of-Hedge-Funds-Investoren

