

# Ucits III – die täglich liquide Alternative

Attraktive Alternative zu Offshore Hedge Funds – Die Ucits-III-Struktur hat den Investoren einiges zu bieten – Erhöhte Anforderungen an das Risk Management

MATTHIAS WEBER

Die Hedge-Funds-Industrie wird 2009 um 70 bis 80% auf noch 300 Mrd. \$ schrumpfen; nur Fonds, die praktisch ohne Leverage agieren, werden überleben – so lautet die radikale Meinung von Barclays Capital. Näher am Marktkonsens liegt die Einschätzung von Morgan Stanley mit einer Kontraktion von 1900 auf 900 Mrd. \$. Anleger verkaufen Hedge Funds en masse, einzelne Privatbanken sind vollständig aus Hedge Funds bzw. Funds of Hedge Funds ausgestiegen.

Als Grundproblem entpuppte sich die mangelnde Fristenkongruenz von Aktiven und Passiven: Viele Strategien basierten auf Liquiditätsprämien für Anlagen wie Wandelanleihen, Loans oder Small Caps. Je mehr die Liquiditätsprämien schrumpften, desto höher musste der Hebel sein. Diese Fremdfinanzierung war oft kurzfristig wie etwa im Fall Peloton, wo der Prime Broker über Nacht die Finanzierung zurückzog. Die Finanzierungsprobleme der Investmentbanken liessen das Kartenhaus zusammenbrechen. Die Performance kam unter Druck, die Investoren reagierten mit Kündigungen. Die Hedge Funds verkauften die liquiden Anlagen, blieben auf den illiquiden Positionen sitzen und mussten Rücknahmen aussetzen. Auch in den Madoff-Fonds versiegte der Zufluss, das Schneeballsystem brach zusammen. Dieser Skandal löste eine neue Kündigungswelle aus – keiner wollte der Letzte sein.

## Was tun mit der Liquidität?

Nun sitzen die Anleger im Cash, halten Forderungen gegenüber Regierungen, die sich einen Wettlauf in der Verschuldung liefern und kaum Zinsen zahlen. Ein Portfolio allein aus erstklassigen Anleihen und Aktien kann sehr direktional sein – wenig vorteilhaft, sollten die Inflationserwartungen anziehen. Nach den hohen Vermögensverlusten suchen die Investoren absolut orientierte Strategien, die in einer Baisse die Verluste eindämmen.

Alternative Strategien sind gefragt, aber nur unter folgenden Bedingungen: totale Liquidität – die Anleger wollen jederzeit über die Assets verfügen. Minimaler Leverage, denn stark gehebelte Strategien überleben einen Crash nicht. «Wasserdichte» Anlageinstrumente – Investoren bevorzugen regulierte und transparente Fonds gegenüber Offshore Hedge Funds und strukturierten Produkten. Tiefere Kosten, denn Anleger sind nicht mehr bereit, die hohen Gebühren zu akzeptieren.

Nicht alle alternativen Strategien können und sollen die Bedingung totaler Liquidität erfüllen. Der Markt wird sich aufteilen in illiquide Strategien wie Distressed Assets, die langfristig die Chance auf hohe Rendite bieten, aber Private-Equity-Strukturen mit langem Lock-up bedingen, und liquide Strategien, die sich

meist problemlos unter dem Regime von Ucits III umsetzen lassen

Als Basis dient in der EU die Ucits-Produktive 2001, deren Interpretation und Konkretisierung von den nationalen Regulatoren wahrgenommen wird. Das Schweizer Kapitalanlagegesetz (KAG) orientiert sich an den EU-Vorgaben. Die folgenden Ausführungen können somit meist auch auf Schweizer Effektenfonds angewendet werden; überdies bietet die Schweiz mit den «übrigen Fonds für alternative Anlagen» ein Gefäss für in der Schweiz aufgelegte Hedge Funds.

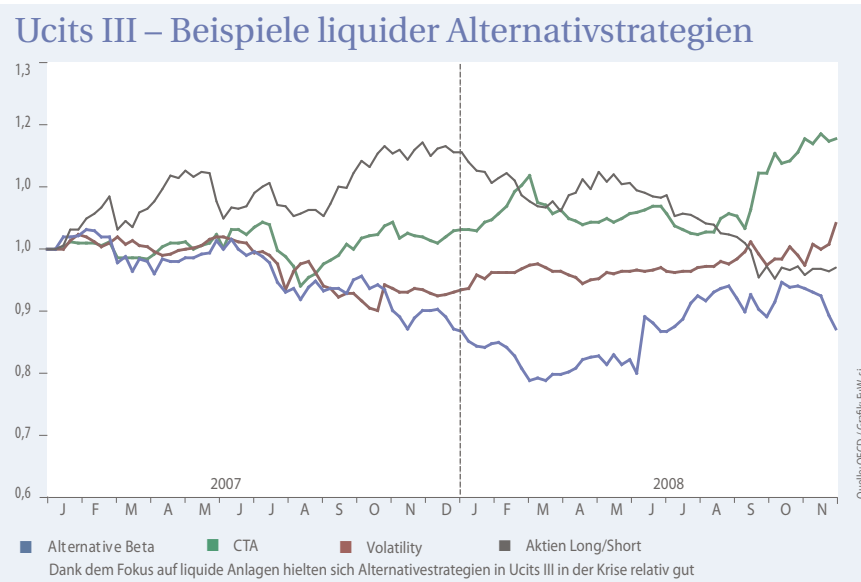
Grundsätzlich entscheidet der Fondsmanager, ob er seinen Fonds als komplex (sophisticated) oder nicht komplex (non-sophisticated) einstufen lassen will. Komplexe Fonds haben den Vorteil, dass sie permanente Derivate zu Anlagezwecken inklusive Risikosteigerung einsetzen können. Sie erzeugen so asymmetrische Payoffs oder synthetische Short-Positionen. Short-Positionen werden also über Derivate wie Swaps oder Contracts für Differenz umgesetzt, denn die Direkte erlaubt keinen «ungedeckten» Verkauf.

Allerdings interpretiert Irland seit Oktober 2007 den Verkauf von zuvor ausgeliehenen Titeln als «gedeckten» Verkauf und akzeptiert somit physisches Shorting. Auch Frankreich zeigt sich flexibel, nicht aber Luxemburg; eine europaweite Regelung ist in Diskussion. Leverage kann zwar über Derivate erzeugt werden, die Aufnahme von Krediten ist indes nur in einzelnen Ländern (aber weder in Irland noch in Luxemburg) mit bis zu 10% für Anlagezwecke erlaubt. Entsprechend sind Ucits-Fonds von der Kappung der Kreditlinien kaum betroffen.

Für Gegenpartierisiken bestehen umfassende Regelungen. Für Kreditinstitute sind sie auf 10%, für übrige Institute auf 5% begrenzt – mit Abzügen je nach Investment und Laufzeit. Die Fonds müssen mindestens zwei Mal im Monat Zeichnungen und Rücknahmen akzeptieren. Viele Fonds bieten tägliche Liquidität ohne Kündigungsfristen und mit einer Valuta von zwei bis fünf Tagen.

## Zulässige Anlagen

Welche Anlagen unter Ucits III zulässig sind, regelt die Eligible Assets Directive von 2007: Erlaubt sind transferierbare Anlagen, deren Verlust auf das eingesetzte Kapital begrenzt ist, für die detaillierte Informationen und eine «verlässliche» Bewertung vorliegen. OTC-Derivate müssen täglich liquidierbar sein, zu einem fairen Wert und bei Bedarf des Fonds, eine vollständige Abhängigkeit von der Gegenpartei ist zu vermeiden. Anlagen in Rohstoffe oder Immobilien sind über diversifizierte Indizes möglich. Auch Investments in Volatilität, Credit Default Swaps, CO<sub>2</sub>-Zertifikate oder Closed-End Funds sind zugelassen. Schliesslich umfasst das Universum auch ABS, MBS, CDO und



## Offshore Hedge Funds und Ucits-III-Fonds – ein Vergleich

	Offshore Hedge Funds	Ucits-III-Fonds (komplex)
<b>Universum</b>	ca. 10 000, Tendenz abnehmend	ca. 200, Tendenz stark zunehmend
<b>Anbieter</b>	oft kleine Anbieter, deren Reputation keinen hohen Wert hat	teilweise dieselben Anbieter, aber auch grosse Anbieter, für die ein Verlust an Reputation teuer wäre
<b>Regulierung</b>	Offshore Fonds mit laxer Aufsicht; keine Einschränkung in Anlagetätigkeit; im Konkursfall meist Totalverlust	regulierte Onshore Fonds (EU: Ucits III; CH: KAG; komplexe Fonds, übrige Fonds für alternative Anlagen) mit Anforderungen an Anlageinstrumente, -techniken, Risikomanagement und Reporting
<b>Zugelassene Anlagen</b>	alle	bankübliche Anlagen und falls liquid und zuverlässig bewertbar diversifizierte Rohstoff- und Immobilienindizes; Total Return Swaps, Credit Default Swaps, Volatilität, CO <sub>2</sub> -Zertifikate, Closed-End Funds etc. (Direktive 2007/16/EC)
<b>Portfolio-Transparenz</b>	Positionen werden kaum offengelegt	volle Transparenz über revidierte Halbjahres- und Jahresberichte
<b>Liquidität</b>	monatliche Bewertung und Rücknahmefristen von 40 bis 100 Tagen und mehr	oft tägliche Bewertung und Handelbarkeit von Anteilen; mindestens 2 Mal pro Monat
<b>Anlagerisiko</b>	unbeschränkt (vgl. LTCM, Bear Stearns)	beschränkt via absoluten maximalen Value at Risk von 20% (99% Konfidenz, 1 Monat) oder von relativ 200% VaR eines Portfolios ohne Derivate maximal 10% für Anlagezwecke
<b>Kreditaufnahme</b>	unbeschränkt	nur über Derivate; in Irland und Frankreich physisches Covered Shorting erlaubt
<b>Shorting</b>	unbeschränkt inkl. Naked Shorting	
<b>Kosten-Standards</b>	2% Management Fee, 20% Performance Fee, 0,5% für Depotbank, Administration, Directors, Revision etc.	ab 1% pauschal bis zum Level von Hedge Funds
<b>Deutsche Steuertransparenz</b>	selten vorhanden	meist vorhanden
<b>Einsatz bei Verwaltungsauftrag</b>	nur via Dachfonds (Richtlinie für Vermögensverwaltungsaufträge, Art. 12, SBVG, 2005)	meist nur via Dachfonds (Richtlinie für Vermögensverwaltungsaufträge, Art. 12, SBVG, 2005)
<b>Flexibilität für Dachfondsmanager</b>	Portfolio mangels Liquidität der Fonds sehr schwerfällig	taktische Anpassungen täglich möglich

Quelle: Ifund Services

Total Return Swaps. Anlagen in Hedge-Funds-Indizes sind in Diskussion.

Das Universum an Ucits-III-Fonds mit alternativen Strategien umfasst zurzeit über 200 Vehikel. Die Anbieter lassen sich in drei Kategorien gliedern: Hedge-Fund-Manager, die bewährte Strategien neu in Ucits-Form offerieren, traditionelle Fondsanbieter, die in alternative Ansätze vorstossen, und kleinere Anbieter, die sich auf innovative Ansätze in Ucits-Struktur spezialisieren. Aneboten werden liquide Hedge-Fund-Strategien, die keinen grossen Bedarf an Fremdfinanzierung haben: Relative Value in Aktien, Obligationen und Währungen, Trading-Strategien wie CTA, Global Macro oder Volatilität, Long/Short Equity und begrenzt Event Driven.

Zum Beispiel basiert ein marktneutraler Aktienfonds auf den Ratings der Fundamentalanalysten: Hohe Ratings geht er

long und tiefe Ratings short. Ein Long-Short-Aktienfonds teilt die Titel in Stile wie Wachstum, Substanz, Zyklischer und Zinnsensitiv auf und geht diese Stile auf Basis des Konjunkturzyklus long oder short. Andere Fonds investieren über Derivate in die Volatilität diverser Märkte. Managed-Futures-Fonds wenden quantitative Methoden an, die kurz- und mittelfristige Trends erkennen. Weitere Fonds investieren in Futures auf Aktien, Zinsen und Rohstoffe, wobei Korrelations- und Extremrisiken herausgehedgt werden.

An Bedeutung gewinnen Alternative-Beta-Strategien: Hedge-Fund-Manager generieren Performance nicht primär über Alpha, sondern über Exposure zu alternativen Betas wie Volatilität, Momentum oder Carry. Diese Beta-Strategien lassen sich nachbilden; da die Kosten nur 1% betragen statt wie bei Hedge Funds 4 bis

6%, kann auf ein allfälliges Alpha gut verzichtet werden.

Im Gegensatz zu einem Offshore Hedge Fund hat ein Ucits-III-Fonds Anforderungen an das Risikomanagement zu erfüllen. Der Manager muss einen formellen Risikomanagementprozess aufsetzen, der dem Einsatz von Derivaten und der Anlagestrategie angemessen ist. Der Prozess muss vom Regulator freigegeben werden. Er berücksichtigt Erfahrung und Fachwissen des Personals betreffend Risikomanagement und Umgang mit Derivaten, die verwendeten Risikoanalysemethoden, die Kontroll- und Eskalationsmechanismen sowie die eingesetzten Systeme. Neben Gegenpartei-, Liquiditäts- und Konzentrationsrisiken muss auch das globale Marktrisiko überwacht werden.

## Value at Risk

Für komplexe Fonds muss der Value at Risk berechnet werden, der für «normale» Marktsituationen den Verlust anzeigt, der mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit nicht überschritten wird (in Irland und Luxemburg 99% Konfidenz über zwanzig Tage). Der Fondsmanager muss entweder einen absoluten Value at Risk von 20% einhalten oder einen relativen Value at Risk, der höchstens doppelt so hoch ist wie für ein Portfolio ohne Derivate (beispielsweise zweimal MSCI Europa). Ist für eine Strategie der Value at Risk nicht aussagekräftig, sind andere Ansätze zu verwenden. Um die Auswirkungen aussergewöhnlicher Marktsituationen abzusichern zu können, sind monatlich Stressstests durchzuführen, die extreme Bewegungen in relevanten Risikofaktoren abbilden.

Mit der Umsetzung der Aufsichtspflicht durch den Regulator hapert es: Noch im März 2008 wurde mit dem Herald (Lux) US Absolute Return ein Fonds in einer luxemburger Ucits-III-Struktur lanciert, der sein Vermögen bei Madoff investierte. Ob die Anleger auf die Depotbank Rückgriff nehmen können, steht zur Diskussion – gemäss Ucits müssen die Depotbanken die Vermögen überwachen, selbst wenn diese bei einer Drittpartei platziert sind.

Für den Anleger ist der Zugang zu Ucits-Fonds einfacher als zu Hedge Funds; Preise und Informationen sind leicht erhältlich. Eine Prüfung des Anbieters, der Strategie und ihrer Umsetzung ist jedoch unerlässlich. Zudem kann eine Bank oder ein Vermögensverwalter für die Verwaltungsmandate selten komplexe Ucits-III-Fonds direkt einsetzen: Die Richtlinien der Bankiervereinigung verlangen für nichttraditionelle Anlagen eine Diversifikation, die dem Niveau eines Dachfonds entspricht. Im Markt gibt es inzwischen erste Dachfonds, die mit Ucits-III-Fonds bei täglicher Liquidität ähnliche Anlageziele verfolgen wie Dach-Hedge-Funds.

Matthias Weber, Partner und CIO Ifund Services, Zürich.



## Nicht der Wind bestimmt die Richtung, sondern der Steuermann.

Beim Asset Management ist das Prinzip genau dasselbe.

Als unabhängiger Asset Manager bieten wir Finanzintermediären, Institutionen und Privatkunden erstklassige Anlagelösungen an. Seit 25 Jahren setzen wir uns erfolgreich für unsere Kunden ein. Wir verstehen ihre Anlageziele, setzen sie um und passen die Risiken den Kundenbedürfnissen an.

Unser Investment-Ansatz ist aktiv, der Fokus alternativ und die Perspektive global.

Wir bei GAM lassen uns nicht vom Wind abtreiben – wir arbeiten stetig daran, den Kurs zu halten.

Mehr Informationen erhalten Sie unter 044 388 30 30 oder beim Besuch unserer Homepage [www.gam.com](http://www.gam.com).

**GAM**

Zürich · London · Dubai · Hongkong · New York · Tokio