

Erschließung von attraktiven Alphaquellen durch Verbriefungen

In einer andauernden Phase niedriger nominaler und realer Kapitalmarktrenditen wird es für institutionelle Anleger immer schwieriger, die notwendigen Erträge am Kapitalmarkt zu generieren, um somit die eingegangenen Leistungsversprechen zu erfüllen. So sind beispielsweise die Zinsen von Staatsanleihen bester Bonität von Anfang 2000 bis Mitte 2005 für einjährige Laufzeiten von 3,9 Prozent auf 2,1 Prozent und die zehnjähriger Laufzeiten von 5,7 Prozent auf 3,2 Prozent gefallen. Ferner haben die in der jüngeren Vergangenheit gestiegenen Risiken von Kursverlusten an den internationalen Aktienmärkten ebenfalls für weitere Unsicherheit gesorgt. Auf der anderen Seite haben die positiven Nachrichten über Erträge von Stiftungen und karitativen Organisationen in den USA sowie ausländischer Pensionsfonds in alternativen Investments von Renditen im deutlich zweistelligen Bereich das Interesse institutioneller Investoren geweckt.

Steigende Quoten für alternative Investments

Neben Private-Equity-Anlagen und Engagements in Rohstoffen nimmt auch das Interesse an Hedgefonds zu. Kapitalanleger wollen damit ihr Gesamtportfolio diversifizieren und so die Renditeaussichten insgesamt verbessern. Auch helfen die alternativen Assetklassen gerade bei volatilen Börsen, die Schwankungen des Kapitalstocks zu reduzieren und die Schiefe der Renditeverteilung eines aus Aktien und Renten bestehenden Portfolios deutlich zu verringern. Die Quoten für alternative Investments scheinen sich – gemessen an den gesamten Kapitalanlagen – bei institutionellen Investoren mittlerweile im mittleren einstelligen Prozentbereich zu entwickeln.

Insbesondere der Markt für Hedgefonds und Private Equity hat in den letzten Jah-

ren sehr viel Zuspruch auf Seiten institutioneller Investoren gefunden. Parallel hierzu ist die Zahl der Hedgefonds und Private Equity Manager und der von ihnen angebotenen Produkte enorm gewachsen. Für Investoren ist es dadurch schwerer geworden, diesen Markt zu überschauen und eine entsprechende Managerselektion vorzunehmen. Dies dürfte dazu führen, dass Fund of Fund Konzepte stärker in den Mittelpunkt des Investoreninteresses rücken werden. Diese Tendenz wird auch durch die teilweise verlustreichen direkten Investments in Private Equity während der Internet-Blase verstärkt.

Dabei wird die Entscheidung der Fondsauswahl und damit der Managerselektion auf den Dachfondsmanager ausgelagert. Dieser sollte zum einen über einen entsprechend umfassenden Marktüberblick verfügen. Dies beinhaltet die sorgfältige Auswahl von Investment-Opportunitäten und -Managern durch disziplinierte und systematische Due Diligence. Zum anderen stehen kurze Abwicklungsprozesse im Vordergrund, um schnell auf attraktive Anlagemöglichkeiten reagieren

zu können und um die faktische Grundlage für eine effiziente Managerauswahl zu haben.

Neben dieser sachlichen Dimension gibt es auch eine qualitative Dimension, die sich in dem persönlichen Netzwerk ausdrückt. So ist die Pflege von Beziehungen und damit frühes Erkennen von Anlagemöglichkeiten wichtig, um sie zielsicher beurteilen und umsetzen zu können. Ferner sollten die Allokations- und Diversifikationsrichtlinien an verfügbare Möglichkeiten, Marktdynamik, Kapitalbewegungen in den verschiedenen Sektoren und Märkten angepasst und ein striktes Einhalten von Auswahlkriterien und Due Diligence Standards sichergestellt sein.

Hedgefonds-Strategien

Anders als etwa bei Aktien-, Renten- oder Immobilienfonds, stellen Hedgefonds aber weniger eine einzelne Anlageklasse dar. Vielmehr definieren sich Hedgefonds über spezifische Anlagestile für eine Vielzahl verschiedener Anlageklassen. Aufgrund dieser wesentlichen Unterscheidung sind Hedgefonds nicht ohne weiteres mit klassischen Spezial- oder Publikumsfonds vergleichbar. So fehlt ihnen zum Beispiel regelmäßig die Liquidität, da Fondsanteile nicht beliebig erwerb- oder veräußerbar sind. Hedgefonds lassen sich in folgende Strategien unterteilen:

- Managed Futures,
- Dedicated Short Bias,
- Global Macro,
- Equity Market Neutral,
- Emerging Markets,
- Fixed Income Arbitrage,
- Convertible Arbitrage,
- Distressed Debt,
- Long/Short Equity,
- Risk Arbitrage.

Robert Schlichting, Direktor, Merrill Lynch Investment Managers, Frankfurt am Main

Dass alternative Assetklassen wie Hedgefonds und Private-Equity-Anlagen in den vergangenen Jahren das Interesse institutioneller Anleger geweckt haben, ist für den Autor nur der Ausgangspunkt seiner Überlegungen. Nach einer Betrachtung verschiedener Hedgefonds- und Private-Equity-Strategien prüft er deren Eignung auf dem Verbriefungsmarkt. Seine These: Investoren erhalten mit geeigneten Verbriefungsstrukturen die Möglichkeit, diese Assetklassen in ihre persönlichen Anlageziele beziehungsweise -restriktionen einzupassen. (Red.)



Abbildung 1: Performance einzelner Hedgefonds-Strategien seit 1995

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
↑	Global Macro 30,7%	Emerging Markets 34,5%	Global Macro 37,1%	Managed Futures 20,7%	Long/Short Equity 47,2%	Convertible Arbitrage 25,6%	Distressed Debt 20,0%	Managed Futures 18,3%	Emerging Markets 28,7%	Distressed Debt 15,6%	Dedicated Short Bias 17,7%
	Distressed Debt 26,1%	Global Macro 25,6%	Emerging Markets 26,6%	Long/Short Equity 17,2%	Emerging Markets 44,8%	Dedicated Short Bias 15,8%	Global Macro 18,4%	Dedicated Short Bias 18,2%	Distressed Debt 25,1%	Emerging Markets 12,5%	Emerging Markets 15,1%
	Long/Short Equity 23,0%	Distressed Debt 25,5%	Long/Short Equity 21,5%	Equity Market Neutral 13,3%	Distressed Debt 22,2%	Equity Market Neutral 15,0%	Convertible Arbitrage 14,6%	Global Macro 14,7%	Global Macro 8,0%	Long/Short Equity 11,6%	Distressed Debt 8,2%
	Convertible Arbitrage 16,6%	Convertible Arbitrage 17,9%	Distressed Debt 20,7%	Risk Arbitrage 5,6%	Convertible Arbitrage 16,0%	Risk Arbitrage 14,7%	Equity Market Neutral 9,3%	Equity Market Neutral 7,4%	Long/Short Equity 17,3%	Global Macro 8,5%	Global Macro 7,3%
	Fixed Income Arbitrage 12,5%	Long/Short Equity 17,1%	Equity Market Neutral 14,8%	Distressed Debt -1,7%	Equity Market Neutral 15,3%	Global Macro 11,7%	Fixed Income Arbitrage 8,0%	Emerging Markets 7,4%	Managed Futures 14,2%	Fixed Income Arbitrage 6,8%	Long/Short Equity 6,8%
	Risk Arbitrage 11,9%	Equity Market Neutral 16,6%	Convertible Arbitrage 14,5%	Global Macro -3,6%	Risk Arbitrage 13,2%	Fixed Income Arbitrage 6,3%	Emerging Markets 5,8%	Fixed Income Arbitrage 5,7%	Convertible Arbitrage 12,9%	Equity Market Neutral 6,5%	Equity Market Neutral 3,6%
	Equity Market Neutral 11,0%	Fixed Income Arbitrage 15,9%	Risk Arbitrage 9,8%	Convertible Arbitrage -4,4%	Fixed Income Arbitrage 12,1%	Managed Futures 4,3%	Risk Arbitrage 5,7%	Convertible Arbitrage 4,0%	Risk Arbitrage 9,0%	Managed Futures 6,0%	Risk Arbitrage 2,3%
	Managed Futures -7,1%	Risk Arbitrage 13,8%	Fixed Income Arbitrage 9,4%	Dedicated Short Bias -6,0%	Global Macro 5,8%	Long/Short Equity 2,1%	Managed Futures 1,9%	Distressed Debt -0,7%	Fixed Income Arbitrage 8,0%	Risk Arbitrage 5,5%	Fixed Income Arbitrage 0,5%
	Dedicated Short Bias -7,4%	Managed Futures 12,0%	Managed Futures 3,1%	Fixed Income Arbitrage -8,2%	Managed Futures -4,7%	Distressed Debt 1,9%	Dedicated Short Bias -3,6%	Long/Short Equity -1,6%	Equity Market Neutral 7,1%	Convertible Arbitrage 2,0%	Managed Futures 0,4%
↓	Emerging Markets -16,9%	Dedicated Short Bias -7,4%	Dedicated Short Bias 0,4%	Emerging Markets -37,7%	Dedicated Short Bias -14,2%	Emerging Markets -5,5%	Long/Short Equity -3,7%	Risk Arbitrage -3,5%	Dedicated Short Bias -32,6%	Dedicated Short Bias -7,7%	Convertible Arbitrage -3,0%

Quelle: CSFB/Tremont. Stand: 30. September 2005.

Zunächst einmal profitieren Hedgefonds als alternative Investments von der gesteigerten Anlageflexibilität vieler Kapitalmarktakeure. Ihr Anteil an der strategischen Asset Allocation ist steigend, wenngleich auch von vergleichsweise geringen Ausgangsniveaus. Dies resultiert aus der oben beschriebenen Kapitalmarktsituation. Eine Analyse der letzten Jahre zeigt, dass sich die verschiedenen Hedgefonds-Strategien im Zeitablauf sehr unterschiedlich entwickelt haben. Vor allem aber scheint es keine Hedgefonds-Kategorie zu geben, die im Zeitablauf gleich bleibende absolute und/oder relative Ertragsersparungen rechtfertigen würde.

In der angeführten Übersicht (Abbildung 1) hat sich etwa die Kategorie „Convertible Arbitrage“ in den einzelnen Jahren in absoluter und relativer Sicht sehr unterschiedlich entwickelt. Die zuletzt eher enttäuschende Ertragsentwicklung geht

einher mit relativ niedrigen Aktienvolatilitäten. Ein Dachfonds kann darauf in seiner taktischen Asset Allocation entsprechend reagieren und seine Gewichtungen anpassen. In einem recht unübersichtlichen Markt verschiedener Hedgefonds-Strategien und einer Vielzahl von Hedgefonds-Managern werden Dach-Hedgefonds damit zu einer interessanten Alternative im Vergleich zur Direktinvestition. Aus diesem Blickwinkel betrachtet, bieten sie interessierten Anlegern entsprechende Marktexpertise, effektiven Marktzugang und einen disziplinierten Entscheidungs- und Kontrollprozess.

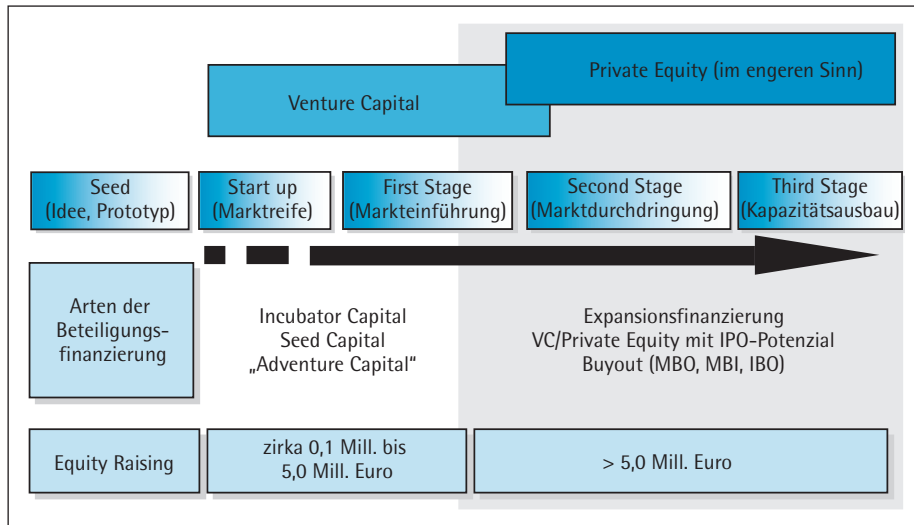
Private-Equity-Strategien

Auch der Bereich Private Equity, in Deutschland eher unter dem Begriff Venture Capital bekannt, besitzt schon einen relativ hohen Bekanntheitsgrad. Der Neue Markt und die dadurch ausgelöste Emissi-

onswelle von vielfach über Private Equity finanzierte – Start-Up-Unternehmen rückten diesen Bereich in das Licht der Öffentlichkeit, wenn auch teils mit mäßigem Erfolg. Dennoch ist nicht zuletzt aufgrund der geringen Korrelation und attraktiven Risiko-Rendite-Eigenschaften gegenüber den traditionellen Anlageformen der Private-Equity-Bereich eine sehr interessante Anlageform für institutionelle Investoren.

Bei dem Finanzierungskonzept von Private Equity beteiligen sich Investoren am Eigenkapital wachstumsstarker Unternehmen, um im Gegenzug an deren wirtschaftlichem Erfolg teilzuhaben. Die Unternehmen profitieren, denn sie werden nicht mit hohen Zinszahlungen belastet. Die Investoren profitieren am Wachstum der Unternehmen, deren Wertsteigerung sich auf den Wert ihrer Beteiligung niederschlägt (Abbildung 2).

Abbildung 2: Formen des Venture Capital (VC) und Private Equity



Schätzungen gehen davon aus, dass gegenwärtig weltweit mehr als 2000 Private-Equity-Managementteams tätig sind. Im Gegensatz zu den klassischen Anlageklassen sind tägliche Informationen, Preise und Performancevergleiche nicht ohne weiteres verfügbar. Der Private-Equity-Markt ist weder transparent noch effizient und weist daher eine sehr geringe Korrelation zwischen Risiko und Rendite auf, die ja für traditionelle Anlagen typischerweise erwartet wird. Zugang zu den potenziellen Erträgen dieser einzigartigen Anlagekategorie zu finden, ist für Investoren eine schwierige Herausforderung, zugleich aufgrund möglicher

zweistelliger Renditen aber auch lohnenswert.

Herausforderungen eines Private Equity Investors

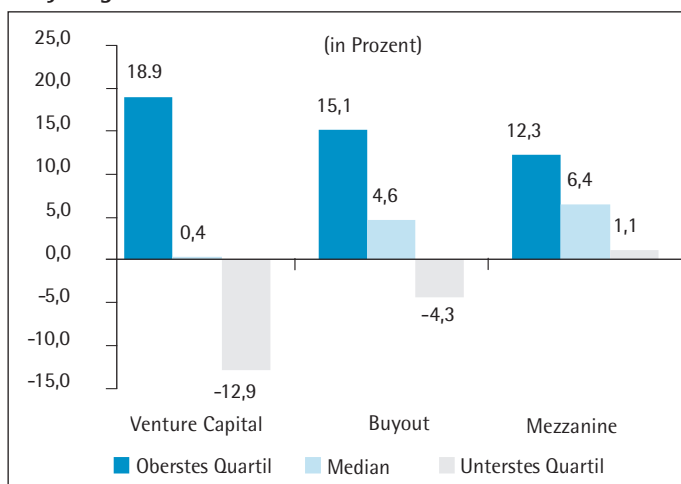
Gäbe es einen Index von Private Equity Partnerships, in den Anleger investieren könnten, so würden die dabei zu erzielenden Renditen denen des Aktienmarktes entsprechen oder geringfügig darunter liegen. Derartige Renditen bieten keine Kompensation für das eingegangene Risiko. Die Attraktivität von Private Equity liegt vor allem in dem Potenzial, außerordentliche Renditen zu erwirtschaften. Diese Rendi-

ten, die nur von erstklassigen Partnerships erzielt werden, liegen langfristig jährlich bei über 18 Prozent bei Investitionen in sämtlichen Finanzierungsstadien und geografischen Regionen.

Ein weiteres Anzeichen für die mangelnde Effizienz des Marktes ist der hohe Unterschied der von Private Equity Partnerships erwirtschafteten Renditen – insbesondere auch im Vergleich zu traditionellen Anlagen. Die Spanne zwischen den von Partnerships des obersten und des untersten Viertels erzielten langfristigen Renditen beträgt mehr als 30 Prozent (Abbildung 3).

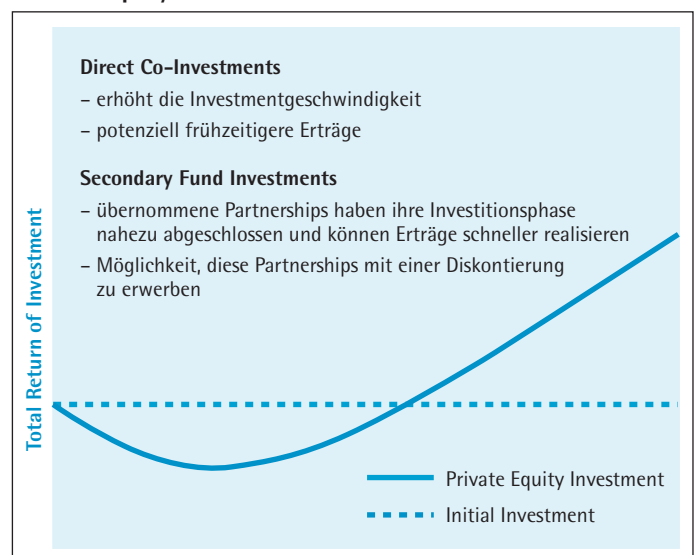
Typischerweise wird bei Private-Equity-Investitionen eine Kapitalverpflichtung (auch Commitment genannt) einer neu aufgelegten (primary) Private Equity Partnership gegenüber abgegeben. In der Regel fängt die Partnership bereits an, Beteiligungen zu realisieren, bevor das gesamte Kapital investiert ist. Dies bedeutet, dass der Investor nie mit 100 Prozent der von ihm bereitgestellten Gelder in die Private Equity Partnership investiert. Historisch schwankt die durchschnittliche Exponierung zwischen 50 Prozent und 70 Prozent. Um dem Investor ein höheres Exposure in Private Equity zu ermöglichen werden so genannte Overcommitment-Strategien eingesetzt. Es sollte eine optimale Kombination von erstklassigen Primary Private Equity Partnerships und Secondary Private Equity Partnerships sowie Direct-Co Investments bestehen, die idealerweise auch den so ge-

Abbildung 3: US Private Equity – Unterschied zwischen 15-jährigen Renditen des obersten und untersten Quartils



Quelle: Venture Economics Information Services Cumulative Vintage Year Composite Performance pooled IRR averages for the 15-year periods ended September 30, 2004.

Abbildung 4: Optimale Kombination von Private-Equity-Investitionen



nannten J-Curve-Effekt zu minimieren helfen (Abbildung 4).

Verbriefungen als Schlüssel für die alternative Investmentanlage

Weder (Dach-)Hedgefonds noch Private Equity sind direkt mit klassischen Spezial- oder Publikumsfonds vergleichbar. Daher eignen sie sich nicht immer für eine direkte Anlage. Gründe hierfür können zum Beispiel das regulatorische Umfeld oder interne Anlagerichtlinien sein. Durch eine Verbriefung von Hedgefonds und Private Equity lassen sich verschiedene Merkmale dieser Anlageklasse gezielt variieren. Ferner stehen im Zusammenhang mit Hedgefonds und Private Equity viele Kapitalgeber vor dem Problem, dass diese Anlageklassen nur geringe ordentliche Erträge in Form von Zinsen oder Dividenden erwirtschaften. Die Renditen werden maßgeblich über Wertsteigerungen erzielt. Dennoch eignen sich gerade diese Assetklassen aufgrund ihrer niedrigen Korrelation zu den klassischen Anlageklassen für einen realen Substanzerhalt des Vermögens und damit für einen Inflationsausgleich.

Als Verbriefungsform bieten sich Namensschuldverschreibungen, Anleihen oder Zertifikate an. Emittenten sind häufig Banken oder Zweckgesellschaften (Special Purpose Vehicles). Durch Verbriefungen lassen sich im wesentlichen Risikoprofil, Cash-Flow, Liquidität, Übertragbarkeit und formelle Ausstattung effektiv variieren. Das Risiko kann – etwa durch eine Verbriefung mit Kapitalgarantie – wirksam begrenzt werden. Damit ist der Erhalt des eingesetzten Kapitals zu einem bestimmten Zeitpunkt gewährleistet.

Durch eine Verbriefung kann auch die Übertragbarkeit verbessert werden, oder im Falle des Private Equity Investments überhaupt erst fungibel gemacht werden, da diese als Wertpapiere im Regelfall über die klassischen Clearing-Systeme abgewickelt werden. Über Verbriefungsstrukturen können auch Zahlungsströme variiert werden. So sind etwa Mindestausschüttungen, automatische Thesaurierungen und (Teil-) Kündigungsmöglichkeiten (Puttable Security) möglich. Investoren erhalten damit die Möglichkeit, diese Assetklassen in ihre persönlichen Anlageziele und -restriktionen optimal einzupassen, da die Verbriefungsstruktur individuell mit dem jeweiligen institutionellen Investor vorher abgestimmt wird.
