

Hedgefondsanlagen für institutionelle Investoren – USA als Vorbild?

Alternative Investmentprodukte stoßen bei institutionellen Anlegern auf immer größeres Interesse. Der Kundenkreis für alternative Investments reicht heute weit über wohlhabende Privatanleger und Stiftungen in den USA hinaus, die Pioniere in Anlagen dieser Anlageklasse waren. Alle Zeichen deuten darauf hin, dass die Popularität alternativer Geldanlagen unter globalen Großinvestoren auch in Zukunft weiter zunehmen wird.

Der Grund für das gestiegene Interesse ist einfach zu erklären: Bislang stellt die Zufriedenheit der Anleger die Basis für das Wachstum innerhalb dieser Anlagekategorie dar. So lieferten Hedgefonds in den letzten beiden Jahrzehnten unter den verschiedensten Marktbedingungen fast durchgängig positive Erträge. Sie tragen zudem zur Diversifizierung von Portfolios bei, weil sie Alternativen zu festverzinslichen Wertpapieren und Long-Only-Aktienstrategien bieten.

Portfoliodiversifikation

Gemäß einer kürzlich von der State Street Corporation zusammen mit dem 2005 Global Absolute Return Congress durchgeführten Studie zeigten sich befragte amerikanische Institutionen einhellig zufrieden mit dem Niveau der Portfoliodiversifikation, das ihnen durch Hedgefonds ermöglicht wurde. Für die Studie wurden verschiedene Kongressteilnehmer befragt, von denen 18 Prozent Organe der betrieblichen Altersvorsorge repräsentierten, 42 Prozent öffentliche oder staatliche Pensionseinrichtungen und 40 Prozent Stiftungen.

In Deutschland halten sich institutionelle Anleger bei der Nutzung alternativer Investments bislang noch zurück. Seitdem die im Jahr 2004 novellierte Gesetzgebung auch deutschen Pensionseinrichtungen

und Versicherungen den Einsatz von Hedgefonds-Anlagen gestattet, machen nur wenige Institutionen von dieser Möglichkeit auch tatsächlich Gebrauch. Nach Angaben des BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V. sind derzeit mit rund 1,3 Milliarden Euro nur etwa zwei Prozent des Vermögens deutscher Pensionseinrichtungen in Hedgefonds investiert. Die Gründe für diese Zurückhaltung sind vielfältig. Offen bleibt die Frage, ob alternative Investments im Laufe der Zeit in Deutschland einen größeren Anklang finden werden. Eines jedenfalls ist sicher: Deutsche institutionelle Anleger unterliegen genauso wie ihre globalen Pendanten der dringlichen Notwendigkeit, die größer werdende Lücke zwischen Zahlungsverpflichtungen und Einnahmen zu

schließen. Um dieser Herausforderung erfolgreich zu begegnen, müssen Investoren die Vermögensallokation und die Auswahl der geeignetsten Anlageprodukte in den Mittelpunkt stellen.

Auf der Suche nach Alphaquellen

Die Unterdeckung von Pensionsverbindlichkeiten in Europa hat zugenommen. Die Regulierung der Liquidität von Pensionsfonds sowie die Anwendung internationaler Rechnungslegungsstandards lenken das Augenmerk zunehmend auf die Pensionsrisiken. Infolge dieser Entwicklungen sind institutionelle Anleger vermehrt bestrebt, ihre Geldanlagen besser auf ihre Pensionsverbindlichkeiten abzustimmen. Daraus wiederum resultiert ein wachsendes Bewusstsein für die Bedeutung von Mehrerträgen (Alpha), die den Gesamtmarkt übertreffen. Diversifizierte Alpha-Quellen zu finden und in das Portfolio zu integrieren, wird auch mit Blick auf anhaltend mäßige Aktien- und Anleihenrenditen immer wichtiger.

Anders als in den meisten Ländern, in denen Pensionszahlungen über eigenständige Einrichtungen abgewickelt werden, begünstigen die deutschen Steuergesetze traditionell ein System, bei dem Pensionsverpflichtungen durch die Vermögenswerte des Trägerunternehmens gedeckt und von diesem direkt ausbezahlt werden. Aus diesem Grund gerieten insbesondere inländische Unternehmen unter Druck, die zu Grunde liegenden Risiken ihrer Pensionszusagen zu identifizieren, Maßnahmen zu deren finanzieller Abdeckung zu ergreifen, Anlagestrategien zu überdenken und deren Auswirkungen auf die Rechnungslegung zu überwachen.

Institutionelle Investoren nutzen heute immer ausgefeiltere Methoden, um Vermögensverwalter auszuwählen und deren

Gary Enos, Executive Vice President, Head of Alternative Investment Services, State Street Corporation, und Stefan Gmür, Managing Director, State Street Bank GmbH, München

In den USA haben einer aktuellen Studie zufolge heute bereits fast die Hälfte der institutionellen Investoren zehn Prozent oder mehr ihrer Portfolios in Hedgefonds investiert. Und auch deutsche Pensionseinrichtungen und Versicherungen, die bislang eher zögerlich den Zugang zu den sogenannten Alternative Investments finden, werden aus Sicht der Autoren diesem Trend folgen. Ihre These: Ausgefeiltere Methoden zur Auswahl und Leistungsmessung und Vergütung der Vermögensverwalter auf der einen Seite, aber auch größere Transparenz und Risikokontrolle seitens der Hedgefondsanbieter auf der anderen Seite werden dafür sorgen, dass Hedgefonds keine kurzfristige Mode sein werden, sondern langfristig ein wichtiges Element des Institutionellen Asset Managements darstellen. (Red.)

Leistung zu messen und zu vergüten. Daraus folgt ein zunehmendes Interesse an einer Unterscheidung der individuellen Managerleistung „Alpha“ von der allgemeinen Marktentwicklung „Beta“. Die große Mehrheit der Teilnehmer an der State Street Studie gab beispielsweise an, neue Manager auf selektiver Basis für die Generierung von Alpha- und Beta-Erträgen zu benennen. Als Konsequenz ergibt sich, dass Vermögensverwalter nicht nur weiterhin absolute Erträge liefern, sondern auch ihren realen Alpha-Beitrag nachweisen müssen. Denn für viele Investoren ist es eine Herausforderung, zumindest auf kurze Sicht, die Ergebnisse ihrer Alpha- und Beta-Manager zu überwachen.

Eine Frage der Akzeptanz

Die Mehrheit der an der State-Street-Studie beteiligten Investoren erklärte zwar, Alpha- und Beta-Erträge eines bestimmten Managers voneinander unterscheiden zu können. Mehr als ein Drittel der Befragten gab allerdings an, dass ihnen diese Unterscheidung nicht möglich sei. Begründet wurde dies zumeist mit einem Mangel an passenden Werkzeugen und Ressourcen.

Die Hälfte der befragten Investoren nutzt überdies, der Studie zufolge, keine Techniken zur Alpha-Portierung, obwohl der Zugang zu solchen flexiblen Mehrertragsquellen eine erhöhte Transparenz bei der Performancemessung und Vergütung ermöglicht. Auf diese Weise können Investoren mit einem niedrigen Tracking Error ihre Portfoliodiversifikation erhöhen. Weil die Vorzüge einer Trennung von Alpha- und Beta-Erträgen institutionellen Anlegern

immer bewusster werden, sind jene Vermögensverwalter heute besonders gut am Markt positioniert, die ihren Kunden eine große Bandbreite von Beta-Anlagen und austauschbaren Alpha-Quellen anbieten können.

Hedgefonds-Strategien sind unter institutionellen Investoren inzwischen weitgehend als zweckmäßige und unverzichtbare Komponente eines diversifizierten Anlageportfolios akzeptiert. So gaben vier von fünf an der State-Street-Studie von 2005 beteiligten Pensionsfonds an, dass die Haltung ihrer Entscheidungsorgane gegenüber Hedgefonds heute deutlich positiver ist als noch vor einem Jahr. Der Umstand, dass die meisten befragten Institutionen im kommenden Jahr neue Manager für alternative Investments einstellen wollen, ist ein weiterer gewichtiger Hinweis für die gestiegene Akzeptanz dieser Anlageform.

Der Studie zufolge haben heute bereits fast die Hälfte der institutionellen Investoren zehn Prozent oder mehr ihrer Portfolios in Hedgefonds investiert. Dies ist ein deutlicher Anstieg im Vergleich zur Vorjahresstudie, als dieser Anteil bei nur etwas mehr als einem Drittel lag. Die überwältigende Mehrheit der Befragten äußerte zudem, wie schon im Jahr 2004, die Absicht, zulasten von aktiven und passiven Long-Only-Aktienanlagen mehr Mittel in Hedgefonds umzuschichten.

Veränderte Risikoprofile

Sicherlich sind auch Hedgefonds nicht ohne Risiko. Bis vor Kurzem war diese Anlageklasse in vielen Rechtsgebieten

nur gering reguliert, Informationen über Strategien und Wertentwicklung flossen nur spärlich. Zudem wurden manche Hedgefonds-Strategien in der Öffentlichkeit negativ wahrgenommen. Ohne Zweifel wurden damit die Ambitionen gegenüber Hedgefonds gebremst, weil Pensionsfondsmanager treuhänderische Verpflichtungen, regulatorische Anforderungen und öffentliche Überprüfungen berücksichtigen müssen. Inzwischen sind gesetzliche Änderungen weltweit auf den Weg gebracht, um Hedgefonds besser zu regulieren.

Auch die Hedgefondsbranche selber zeigte sich nicht immun gegenüber dem allgemeinen Verlangen nach mehr Risikokontrolle. So haben die meisten Hedgefondsfirmen ihre Bemühungen verstärkt, nicht anlagenspezifische Risiken unter Kontrolle zu bringen. Dazu gehören etwa betriebliche Risiken alltäglicher Vorgänge wie der Bewertung, Handelsabwicklung, Dokumentation und Abstimmung.

Die beste Wahl

Die von institutionellen Investoren in diesen Bereichen verlangten Kontrollen, Sicherungseinrichtungen und Transparenzvorkerhungen werden inzwischen von den meisten Hedgefonds erfüllt. Dies aber erfordert einen substanziellen Aufwand, den manche Hedgefondsfirmen nicht selber leisten wollen. Sie beauftragen stattdessen kompetente Drittfirmen mit der Erbringung administrativer Dienstleistungen, die die Integrität ihrer Geschäftsprozesse gewährleisten.

Diese können beispielsweise Tätigkeiten wie die Handelsabwicklung, die Wertpapierverwahrung, die Anteilsbewertung, das Anlegerberichtswesen, sowie das Liquiditäts- und Risikomanagement umfassen.

Jeder Hedgefonds-Manager wird sich früher oder später auf seine Kernkompetenzen konzentrieren, und schon heute wächst die Einsicht, dass die Auslagerung bestimmter Dienstleistungen sowohl für Hedgefondsfirmen als auch für deren Kunden Vorteile mit sich bringt. Je transparenter die Kosten werden, umso eher werden sich Fondsgesellschaften innovativen Lösungen von Fremddienstleistern zuwenden, um den administrativen Aufwand zu reduzieren. Wurde die Entscheidung zur Auslagerung einmal gefällt, so ist der ideale Partner ein erfahrener Anbieter mit der nachprüfaren Fähigkeit, detaillierte und



fehlerfreie Berichtsanforderungen zu erfüllen. Solche Dienstleister können nicht nur die Transparenz verbessern, sie helfen Fondsanbietern zudem dabei, weltweit ständig wechselnden regulatorischen Anforderungen gerecht zu werden. Auch institutionelle Anleger nutzen zunehmend Dienstleistungen von Drittanbietern, um gesetzliche Bestimmungen zu erfüllen.

Ein Beispiel für die Auswirkungen regulatorischer Veränderungen ist die Neufassung des deutschen Investmentrechts von 2004. Die durch das Gesetz für Anleger geschaffene Möglichkeit, auch alternative Investments zu nutzen, erhöhte die Komplexität der Depotbankfunktion. Ihr Geschäftsmodell wurde damit aber auch vielseitiger, wengleich Depotbankdienstleister heute differenzierter aufgestellt sein müssen als jemals zuvor. Sie benötigen zudem modernste Technologien, um Clearing-, Settlement- und Verwahrfunktionen sicher durchführen zu können. Dies hat zur Folge, dass in einem komplexen und rasch wechselnden Marktumfeld die Auswahl innovativer und kompetenter Partner für Investmentdienstleistungen eminent wichtig ist.

Langfristige Perspektiven

Was als Anlagevehikel für besonders wohlhabende Privatinvestoren begann, hat sich inzwischen zu einem normalen Bestandteil institutioneller Anlageportfolios entwickelt. Wenn sich die vorherrschenden Trends fortsetzen, könnten institutionelle Investoren bald in etwa die Hälfte aller Hedgefonds-Anlagen weltweit investiert sein. Auch wenn deutsche Pensionseinrichtungen und Versicherungen noch etwas zögerlich auf den Alternative-Investments-Zug aufspringen, werden sie mit großer Wahrscheinlichkeit erkennen, dass Hedgefonds und andere alternative Anlageformen als Bestandteil eines diversifizierten Portfolios unverzichtbar sind. Hedgefonds sind keine vorübergehende Mode, sie werden langfristig eine wichtige Rolle spielen. Investmentdienstleister müssen sich deshalb darauf einrichten, die speziellen Bedürfnisse der Hedgefondsbranche und institutioneller Anleger zu erfüllen. Unternehmen mit moderner Technologie, regulatorischer Expertise und einer langfristigen Branchenerfahrung werden beim Aufbau der Infrastruktur für den wachsenden Hedgefondsmarkt eine wichtige Rolle spielen.