

## Hedgefonds 2009: eine Anlagealternative?

Am 24. Oktober des heurigen Jahres erreichte der Kursverfall der globalen Kapitalmärkte seinen bisherigen Höhepunkt mit Abverkäufen, die in mehreren Anlageklassen zu den höchsten jemals beobachteten Verlusten führten.

Markt	Performance September	Performance 1.-24. Oktober	Performance YTD
MSCI World	-12,08%	-26,29%	-39,75%
DAX	-9,21%	-26,33%	-38,17%
Nikkei	-13,87%	-32,07%	-43,97%
MSCI Emerging Markets	-17,71%	-39,77%	-54,20%
LCDX.NA.10 (Senior Loans)	-0,8%	-11,9%	-24,73%
EMBI Plus	-6,71%	-24,14%	-18,25%
HFRX Hedge Fund Index	-6,90%	-8,95%	-19,61%
HFRX Convertible Index	-16,55%	-32,92%	-52,22%

Quelle: Bloomberg, [www.markit.com](http://www.markit.com), CSFB

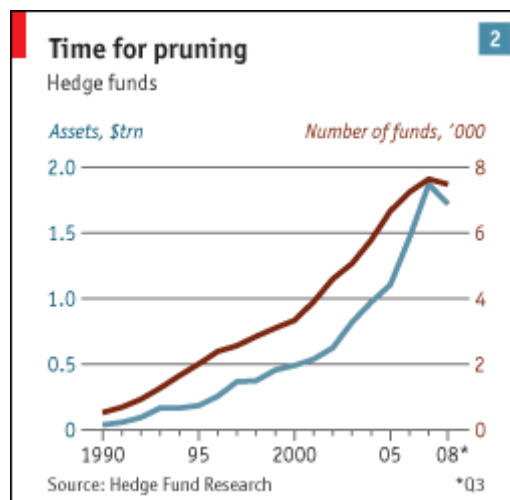
Bemerkenswert waren in diesem Marktumfeld zwei Faktoren:

1. Der Abverkauf, der zu beobachten war, stand in keinem Zusammenhang zu Änderungen des fundamentalen Umfelds oder der makroökonomischen Einschätzung 2009. Das **Deleveraging** im Zuge der Finanzkrise wurde im Oktober noch brutaler an allen Fronten durchgezogen als noch im September unter dem Eindruck des Lehman-Zusammenbruchs. Mittlerweile kommt es sowohl in der Realwirtschaft als auch im Interbankenbereich zu einer echten Liquiditätsverknappung, sogar kommittierte Fazilitäten werden nicht mehr eingehalten. Während die Verunsicherung über Verluste der Banken durch die nationalen Hilfspakete relativiert werden konnte, wurde durch die drastische Liquiditätsverknappung nun die Krise auf Sovereigns mit hoher Außenverschuldung ausgedehnt – ausgehend von Island erfasste die Krise Osteuropa, und mittlerweile alle Emerging Markets, unabhängig von ihrer strukturellen Bonität. Ebenfalls verheerend war der Abverkauf von Krediten – direkt aus Bankportfolios, über Total Return Swaps oder über strukturierte Fazilitäten wie CLOs. Diese Notverkäufe resultierten in historisch noch nie beobachteten Preisniveaus am Kreditsektor. Der Ausverkauf ist derzeit rein liquiditätsgetrieben, und folgt nicht mehr rationalen Preiserwägungen.
2. Hedgefonds können sich nun endgültig von ihrem Anspruch verabschieden, in jeder Marktsituation Kapitalerhalt und Erträge zu gewährleisten. Investoren, die jahrelang teure Fees für diese Versprechung zahlten, rächen sich mit Rücklösungen in nie da gewesener Höhe. Dies verstärkt den Druck auf die Hedgefonds, Assets zu liquidieren, der bereits durch die Liquiditätsverknappung

vonseiten ihrer Prime Broker massiv war. Sicherheitsabschläge (haircuts) für volatile oder nicht börsengehandelte Instrumente liegen mittlerweile bei 60%. Große Prime Broker wie Morgan Stanley ziehen sich aggressiv aus dem Geschäft zurück, da sie mit Liquiditätsproblemen aus ihrem Asset Management Bereich zu kämpfen haben. (Morgan Stanley verzeichnete beispielsweise allein in ihren Corporate Commercial Paper Mutual Funds Rücklösungen von über USD 40 Mrd., von denen sie USD 23 Mrd. auf die eigenen Bücher nahmen). Etablierte Marktteilnehmer ziehen sich komplett aus dem Leveraging von Fonds zurück. Konsequenz: Wiewohl **Hedgafonds** ihren Leverage seit dem Sommer auf historisch niedrigste Niveaus zurückgefahren haben, sind sie dem **Liquiditätsentzug** selbst und den resultierenden Preisverwerfungen **hilflos** ausgesetzt. Vor allem Strategien, die über Relative Value Konzepte Ineffizienzen ausarbitrieren, also dem klassischen Hedgafondsgedanken folgen, sind in diesem Umfeld unter die Räder geraten. Die wiederholten **Interventionen** haben das Preisgefüge aus Sicht der Hedgafonds weiter **destabilisiert**: Nicht nur war durch das Leerverkaufsverbot selbst die wichtigste Absicherungsstrategie „abgeschafft“ worden, sondern durch die arbiträr anmutenden Rettungsmaßnahmen (Bear Stearns wird gerettet, Lehman nicht, AIG wird gerettet etc.) konnte keine Preisfindung mehr stattfinden. Es steht zu befürchten, dass die zunehmende direkte Involvierung von Staaten bei der Rettung „wichtiger“ Branchen (siehe auch General Motors und Chrysler in den USA), rationale long/short-Strategien zunehmend riskanter werden.

### Wie reagiert die Hedgafondsindustrie?

Der Verkaufsdruck aus **Rücklösungen** trifft große Fonds genauso wie kleine. Große Fonds leiden in ihrer Performance tendenziell sogar stärker, da sie in der Regel höher fremdfinanziert waren als ihre kleinen Cousins. Große Fonds haben allerdings den Vorteil, dass sie auch verkleinert überlebensfähig sind, während die Kleinen potenziell ihre Portfolios nicht mehr ausreichend diversifizieren können, bzw. Kosten nicht mehr abdecken können und deshalb aufgeben.



Wir rechnen mit einer Reduktion des von Hedgafonds verwalteten Anlagevolumens von 30% des Höchststandes 2008. Die Anzahl der Fonds, die vom Markt verschwinden werden, ist potenziell eben aufgrund der Economies of Scale, die Hedgafonds als Boutique-Industrie stark treffen, noch größer. Zwei Zielgruppen, die erst in den letzten Jahren immer stärker in Hedgafonds investierten, zogen sich nun als Erste massiv zurück: Enttäuschte Retailinvestoren und Institutionelle, die selbst unter Verkaufsdruck standen (v.a. Finanzinstitute).

Kurzfristig kann die Industrie diese gewaltigen Verkaufsvolumina nicht absorbieren. Wir sehen im 4. Quartal daher verstärkt die Abrufung von Gates (Limits auf akzeptierte Verkaufsaufträge) bzw. den totalen Freeze (Einfrieren der Fonds auf eine bestimmte Zeit, in der überhaupt keine Verkaufsaufträge entgegengenommen werden). Illiquide Assets werden in sogenannte Side Pockets ausgelagert und von Rücklösungen ausgenommen. Während diese Maßnahmen zum Teil rein egoistisch dem Manager zugutekommen und einen empörenden Mangel an Moral und Ethik offenlegen, muss man allerdings auch zugeben, dass Portfolios, die jetzt durch die Notverläufe der Banken in absurde Preisspiralen getrieben würden, so ihren inhärenten Wert erhalten können und die ausgewiesenen Buchverluste wieder wettmachen können, sobald sich der Markt wieder normalisiert.

Hedgefonds wissen heute noch nicht, mit welchen regulativen Restriktionen der Gesetzgeber den Finanzmarkt an die Kandare nehmen wird. Während wir nicht erwarten, dass grundsätzlich Leerverkäufe verboten werden oder Leverage verboten wird, gehen wir von Maßnahmen aus, die solche Instrumente für Hedgefonds verteuern werden. Zunehmender Dirigismus wird in den nächsten Jahren die Illiquidität erhöhen und Risk/Rewards verzerren. Mit der direkten Involvierung in Rettungs-/Förderungsaktionen gewisser Branchen steigt nicht nur die Ineffizienz, die zwangsläufig aus solcher Planwirtschaft resultiert, es fällt auch die Prognosequalität für Investoren, die höhere Risikoprämien verlangen werden.

Größere Transparenz bzw. Reporting Pflicht für Hedgefonds werden wahrscheinlich aus populistischen Gründen ebenfalls eingeführt, sind aber wenig relevant für die Entwicklung der Industrie. Es ist bedauerlich, dass sich die politische Führung offenbar immer noch nicht durchringen kann, das völlige Versagen des bestehenden Regelwerks und das völlige Versagen der Regulatoren der Finanzindustrie zuzugeben, währenddessen Hedgefonds als nicht regulierte – und nicht subventionierte – Vehikel sich während dieser Krise als wesentlich stabiler erwiesen und sicherlich nicht als Verursacher systemischer Risiken. Die systemischen Risiken wurden ausschließlich vom regulierten Finanzapparat (Banken, Asset Management Gesellschaften, Versicherungen) generiert. Wenn man sich die schier unvorstellbaren Größenordnungen ansieht, sollte einem auch klar sein, dass diese **Hexenjagd** wirklich lächerlich ist: Die gesamte Hedgefondsindustrie hatte im Sommer 2008 ein Volumen von USD 2 Billionen AuM. International renommierte Banken oder Investmentbanken haben Bilanzsummen, die einzeln größer sind als das gesamte von der Hedgefondsindustrie verwaltete Vermögen:

	Bilanzsumme 2007
Deutsche Bank	EUR 2.020 Mrd.
UBS	SFR 2.272 Mrd.
Citibank	USD 2.187 Mrd.
Morgan Stanley	USD 1.045 Mrd.
Goldman Sachs	USD 1.119 Mrd.

Hinzu kommt der Leverage des regulierten Sektors gegenüber dem unregulierten Sektor. Hedgefonds hatten im September 2008 gerade noch einen Leverage von 1.3 (von historisch durchschnittlich 1.8)<sup>1</sup>. Unter Berücksichtigung von derivativen Aktivitäten könnte sich diese Zahl lt. einer Studie von McKinsey auf 2-3 des verwalteten Vermögens erhöhen. Im Vergleich dazu bewegen sich Banken in völlig anderen Regionen. So gab beispielsweise die Deutsche Bank in ihrem Earnings Forecast vom 28.10. bekannt, ihren Leverage von ca. 40 auf 30 senken zu wollen. BBH schreibt in einem kürzlich erschienenen Bericht, dass europäische Banken im globalen Vergleich sehr hoch gehebelt waren, und dass die deutschen Banken mit

---

<sup>1</sup> Economist Artikel „the incredible shrinking funds“, October 2008

einem Leverage von 50 zu den aggressivsten Instituten zählten.<sup>2</sup> Auf Basis dieser Daten können wir getrost davon ausgehen, dass staatliche Eingriffe den regulierten Markt wesentlich härter treffen werden als den unregulierten Markt. Hedgefonds waren offenbar in der Lage sich selbst wesentlich effizienter zu regulieren als die externen Stellen. Limitierungen werden daher wenig Angriffsfläche finden.

## **Ausblick 2009**

Hedgefonds werden in summa ein weniger opulentes Marktumfeld in Hinblick auf Serviceprovider und Investoren vorfinden, aber sie werden auch weniger Konkurrenz und einen Markt mit extremen Verwerfungen und Marktchancen vorfinden. Denn die Konkurrenz im Hedgefondsmarkt wird sich durch natürliche Selektion stark reduzieren, aber auch die Konkurrenz vom Eigenhandel der Banken wird sich reduzieren – die riesigen staatlichen Hilfspakete werden schwerlich als „Spielkapital“ zur Verfügung stehen, sondern sollen möglichst der Realwirtschaft zugutekommen. Das bedeutet, dass wer Risiko nimmt, in den nächsten Jahren mit satten Prämien rechnen kann.

Die Investoren werden wesentlich selektiver Hedgefondsmandate vergeben: „Wald- und Wiesen“-Mandate werden hinterfragt, die Positionierung von Hedgefonds in institutionellen Portefeuilles muss gerechtfertigt werden – mit Ertrag und Diversifikationsargumenten. Gerade „Diversifikation“ wird völlig zu überdenken sein – neben quantitativen Modellen ist die kausale Analyse der Diversifikation und ihrer Tailrisiken entscheidend. Core-Allokationen institutioneller Anleger werden sich auf institutionalisierte Anbieter reduzieren. In diesem Segment wird der Trend stark in Richtung extremer Transparenz und Liquidität zu Alternative Beta führen.

Wir erwarten, dass sich der Hedgefondsmarkt, nachdem er gelichtet wurde, wieder stärker auf seine ursprüngliche Funktion rückbesinnen muss: aus Marktverwerfungen mit effizienten Absicherungstechniken möglichst marktunabhängig Erträge generieren. Wir glauben, dass sophistische Investoren diese Entwicklung maßgeblich beeinflussen werden, indem sie die „Marschrichtung“ vorgeben. Es muss wieder zu einer engen Zusammenarbeit zwischen Manager und Investor kommen – nach dem Vorbild der großen US-Endowments und Family Offices, mit dem Ziel nachhaltiger Erträge zu erwirtschaften, die im zweistelligen Bereich liegen. Denn nur so lassen sich nach den Erfahrungen dieses Jahres die Verlustrisiken rechtfertigen.

## **Wo lassen sich bereits heute hervorragende Ertragsquellen orten?**

Aufgrund des Zusammenbruchs des Interbanken-Marktes und des Handels seit Ausbruch der Krise hat sich vor allem der Fixed Income Markt völlig geändert. Früher wurden alle Instrumente als Spread gegen eine Benchmark Kurve gepreist und aus diesem Verständnis heraus gehandelt. Mit dem Crash gab es aber keine Pricing-Basis mehr, der Relative Value Ansatz war obsolet. Deshalb haben wir es heute mit einem Total Return Ansatz zu tun: Jedes Instrument muss für sich einen Mindestertrag liefern, darüber hinaus werden Risiken und Marktliquidität gepreist. Die wenigen Marktteilnehmer, die heute Geld investieren können, verwenden in der Regel keinen Leverage. Daher können wir heute getrost für jede Asset Klasse von Mindesterträgen ausgehen, die im überjährigen Bereich zweistellige Erträge bringen (egal wo die Government Benchmarks liegen).

Ein weiterer Faktor, den der Markt noch nicht verarbeitet hat, ist die Quasi-Verstaatlichung des Bankensektors. Die Vielzahl von Garantien, die von den diversen Staaten ausgesprochen wurden, wird übrigens derzeit noch kaum evaluiert. Der

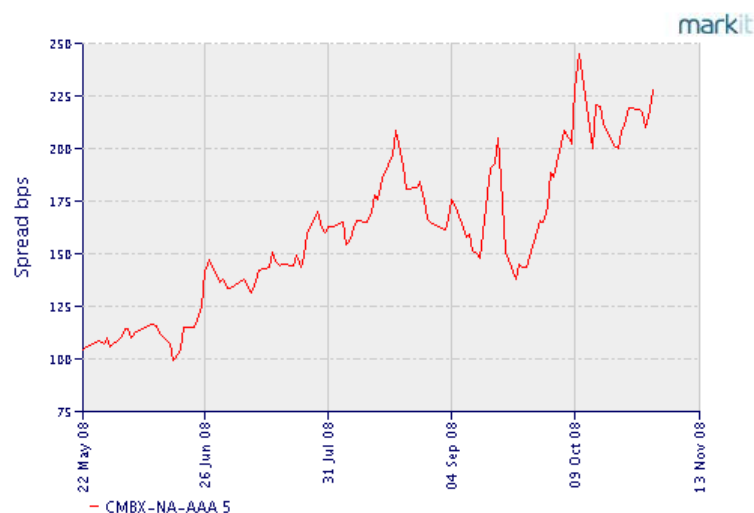
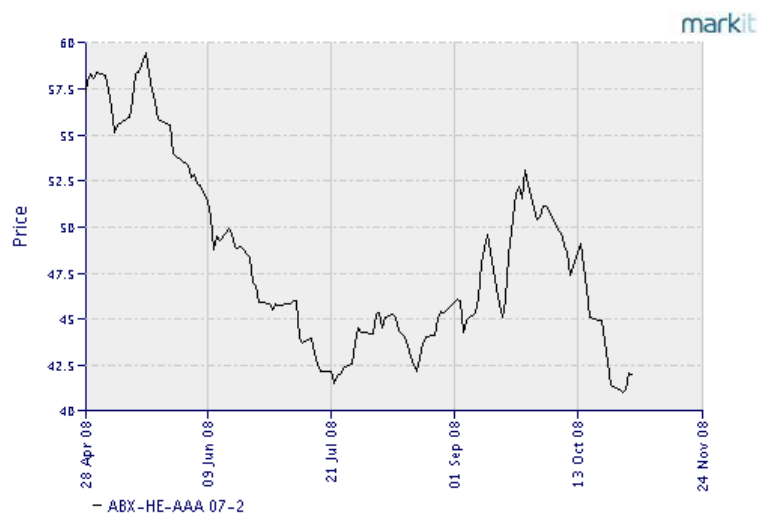
---

<sup>2</sup> Brown Brothers Harriman, Marc Chandler, „It is all your fault“, October 2008

Swap-Markt beispielsweise hat unserer Meinung durch die Promessen im Hinblick auf das Interbank-Geschäft eine völlig neue Pricing Basis erfahren – die Spreads stehen aber immer noch fast auf all-time Highs.

Kurzfristig (Horizont: ab 2. Quartal 2009) sehen wir also besonders attraktive Chancen im Fixed Income Bereich.

1. **Der Asset Backed Markt:** Der Auslöser der aktuellen Krise waren die Subprime Mortgages, als sogenannte Asset Backed Securities in komplexen Strukturen auf den Markt gebracht. Neben Subprime Mortgages wurden auch kommerzielle Immobilienfinanzierungen, Leveraged Buy Out Finanzierungen, Flugzeugfinanzierungen, Credit Card Einnahmen und Autoleasing und vieles mehr in exotische Strukturen verpackt und verkauft. Dieser Markt steht heute vor einem Scherbenhaufen und eröffnet spezialisierten Hedgefonds ein breites Betätigungsfeld, sich die Rosinen aus dem Kuchen herauszupicken.

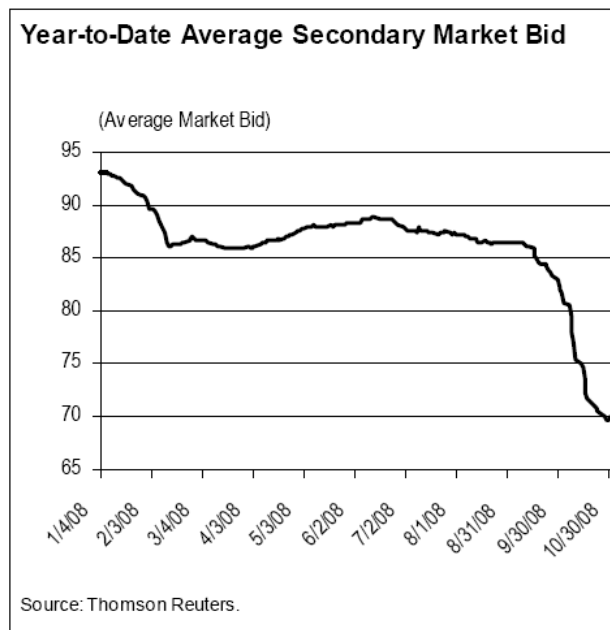


Aufgrund der Liquiditätsenge, die noch lange Zeit brauchen wird, bevor sich die Märkte normalisieren, gehen wir von einer mehrjährigen „Erntephase“ hoher IRRs (Internal Rate of Returns) aus, weniger von der Möglichkeit schnell Kursgewinne zu realisieren. Dieser Markt wird auf lange Zeit illiquid bleiben.

Eines unserer Lieblingsthemen in diesem Bereich bleiben quasi-verstaatlichte Instrumente, die immer noch mit den Risikoprämien der Subprime-Krise belastet sind – allen voran Agency Mortgages.



- Der **Corporate Credit Markt**: Normalerweise handelt es sich bei Corporate Credit um ein extrem zyklisches Geschäft – man würde sich optimal erst gegen Ende einer Rezession engagieren. Aufgrund des verheerenden Abverkaufs der Bankbilanzen, die dieses Segment in hohem Maße trifft, sehen wir vor allem in den Senior Loans hervorragende Ertragschancen. Der Markt fiel gegenüber früheren Zyklen, als das low bei 87% zu liegen kam, mittlerweile auf 70%.



Selbst bei einer schweren Rezession und extrem hohen Defaults gepaart mit historisch niedrigen Recovery Ratios lassen sich solche Preisniveaus nicht erklären. Hinzu kommt, dass der Markt völlig undiskriminierend abverkauft wurde,

also exzellente Unternehmen genauso wie der Marktschnitt unter den Hammer kamen. Gerade die Buyout Welle der letzten Jahre, die sich auf gelistete Großunternehmen konzentrierte, eröffnet völlig neue Qualitätskategorien in den traditionellen Rating-Klassen.

Ein Nebenkriegsschauplatz des Corporate Credit Marktes waren die Convertibles, die völlig annulliert wurden, und selbst ohne Berücksichtigung der Optionskomponente IRRs jenseits der 20% bieten.

3. Der **Sovereign-Markt und Local Currencies**: Mit dem Abverkauf der Emerging Markets nach der Island Krise und im Zuge des Platzens der Commodity Bubble wurden Emerging Markets bis zur Lächerlichkeit abverkauft. So notierte Russlands Staatsschuld im Oktober weit über 1000 BP, Kasachstan, das überhaupt keine Außenverschuldung hat, bot Returns von 25% auf Credit Default Swaps. Argentinien, das tatsächlich Default anpeilt, ist wesentlich teurer. Die Liste lässt sich beliebig fortsetzen. Der Absturz des BRL war von der Auflösung von Carry-Trades und dem gleichzeitigen Abverkauf des Aktienmarktes geprägt. Wir haben heute wieder Risikoprämien wie wir sie seit der Brasilienkrise 1999 nicht mehr sahen. Auch der Absturz Koreas erinnert an 1997, nur dass sich die volkswirtschaftliche Gesamtrechnung dieser Staaten heute völlig anders darstellt als damals.

Sämtliche Themen, die wir hier aufgreifen, konzentrieren sich also auf den Fixed Income Markt. Warum nicht Aktien? Zweifelsohne gibt es derzeit stark unterbewertete Aktien und für Long-short-Fonds ein breites Betätigungsfeld. Wir wissen aber noch nicht, wie tief die Rezession tatsächlich wird, und damit sind Earnings Forecasts problematisch. Auch werden wahrscheinlich mehr Industrien, als wir dies heute abschätzen können, staatliche Unterstützung und damit staatliche Eingriffe erleben, was eine Neuordnung gewisser Märkte nach sich ziehen kann und damit das mikroökonomische Kräfteverhältnis nachhaltig beeinflussen wird. Zinsen hingegen und Zinsspreads unterliegen Mean Reversion-Gesetzen aufgrund ihrer Endlichkeit in höherem Maße. Sofern wir nicht sehr schnell eine massive Inflationierung erleben, liefern daher Fixed-Income-Märkte kurz nach einem Crash den besten Risk/Reward.

Kisling

5. November 2008