

SIGLO Timeout Nr. 2

UCIT III im Bereich für alternative Anlagen – Wolf im Schafspelz oder echte Lösungsalternative?

Einleitung

Begriffe wie „Side Pockets“, „Gates“ und „Suspension“ waren vor der Finanzkrise nur denjenigen Investoren in Hedge Funds bekannt, welche sich die Mühe gemacht haben, einen entsprechenden Anlageprospekt im Detail zu studieren. Dies hat sich zum Leid vieler geändert. In Kombination mit andern Schlagwörtern wie „Fraud“, „Madoff“, „Counter Party Risk“ und „Short Selling Ban“ haben sich viele Anleger Ende des Jahres 2008 enttäuscht und verunsichert von der Hedge Funds Industrie abgewandt. Die Industrie hat auf die (berechtigte) Kritik reagiert und mit Begriffen wie „garantierte Liquidität“, „volle Transparenz“, „erhöhte Vermögenskontrolle“ und „klares regulatorisches Rahmenwerk“ geantwortet: UCIT III. „Undertaking for Collective Investments in Transferable Securities“, oder eben kurz UCIT III, wurde von der Investorengemeinde als neues Kleid für alternative Anlagen freundlich empfangen und mit hohen Zuflüssen alimentiert. Hat das neue Format diese Gegenliebe verdient?

(K)Eine alltägliche Begegnung – ein Fallbeispiel

Gestern haben wir uns mit dem Hedge Fund Manager Gecko Fixed Income Structured Opportunities (Gecko FISO) getroffen. Der Manager geht aktive Positionen im Zinsmarkt ein, welche er, für die Strategie nicht unüblich, mittels Derivaten 10 bis 15 mal gehebelt hat. *Wir notieren: hoher Leverage möglich.*

Neben anderen Anlagen investiert der Fund auch in Mortgage Backed Securities (MBS), welche er optional mit Credit Default Swaps (CDS) absichert. *Wir notieren: Einsatz von strukturierten Krediten und OTC Derivaten möglich.*

Aktuell hat er 6% des Funds in illiquide Kredite von Firmen investiert. Die Positionen haben den Charakter von Private Equity Anlagen. Den Anteil illiquider Anlagen beschränkt er jedoch auf 10% des NAV. Der Manager spricht bei diesem Teil des Portfolios von einem sogenannten „Trash - Ratio“. *Wir notieren: illiquide Positionen von max. 10% (bei unverändertem Fundsvolumen, bei Abflüssen allenfalls noch höher).*

Bezüglich seines maximalen Risikobudgets gibt er an, dass der maximale monatliche Verlust in 1 von 100 Monaten 20% nicht überschreiten soll. Es macht Sinn, diesen

sogenannten monatlichen Value at Risk (VaR) mit einem Sicherheitsintervall von 99% anhand eines Beispiels zu verdeutlichen. Gemäss Jorion (2000) hatte der im Jahr 1998 gescheiterte Hedge Funds LTCM einen entsprechenden VaR von 9%! *Wir fragen uns: Ist ein Absoluter VaR pro Monat als Risikomass tauglich?*

Alle Investoren können zweimal pro Monat ihre Gelder zurückziehen. *Wir notieren: illiquide Anlagen wie im Trash-Teil und bi-monatliche Liquidität können zu einem unausgewogenen Liquiditätsprofil zwischen Aktiven und Passiven führen (Liquidity Mismatch)!*

Fiktive Geschichte mit Überraschungseffekt

Zugegebener Massen, das Meeting hat in dieser Form nie stattgefunden und der Fund ist rein fiktiv und absichtlich einschlägig strukturiert. Risikomanagement basierend auf VaR mit all seinen Stärken und Schwächen, *unausgewogenes Liquiditätsprofil und Leverage* würden heute nach der erlebten Krise sicherlich viele Investoren aufhorchen lassen.

Eine reale Überraschung war für uns jedoch, dass der oben beschriebene Fund mit allen seinen speziellen Eigenheiten rein

theoretisch in ein UCIT III Format integrierbar wäre!

UCIT III ist kein Allheilmittel

Wer sich im Detail mit dem Rahmenwerk für komplexe UCIT III auseinandersetzt, wird feststellen, dass der Anlagerahmen das investierbare Anlageuniversum zwar einschränkt, jedoch nach wie vor sehr viele Freiheiten lässt. Das Qualitätslabel UCIT III mit seinem nach wie vor hohen Freiheitsgrad ersetzt deshalb die gründliche Due Diligence des interessierten Investors nicht.

Wer sich des Weiteren erhofft hat, dass Begriffe wie „Gates“, „Suspension“ oder andere Formen von eingeschränkter Liquidität mit dem UCIT III Rahmenwerk für ein und alle Mal von der Bildfläche verschwunden sind, muss ebenfalls enttäuscht werden. Im Sommer dieses Jahres hat ein asiatischer L/S Equity Fund im UCIT III Format Rücknahmen suspendiert. Gemäss Regulierung hat der Manager auch im UCIT III Format das Recht, in Stresssituationen seine Liquidität zu Gunsten seiner Investoren einzuschränken. Ist dies mit Bezugnahme auf eine mögliche „Trash Ratio“ von 10% überraschend? Vor Marketingaussagen wie „garantierter Liquidität“ muss deshalb eindringlich gewarnt werden. Es wird dem geneigten Investor auch hier nicht erspart bleiben, den jeweiligen Prospekt mit allen „if’s“ und „when’s“ genau zu studieren.

Auch für die Krankheit „Betrug“ bzw. „Fraud“ ist UCIT III kein Allheilmittel. Im März 2008 ist der Herald (Lux) US Absolut Return, ein UCIT III Fund kollabiert. Er hatte seine Gelder zu 100% mit Madoff investiert.

Die genannten Probleme der vergangenen Krise, auf welche das UCIT III Rahmenwerk eine Antwort hätte sein sollen, sind nicht abschliessend gelöst. Ist der Hedge Fund im Rahmenwerk des UCIT III ein Wolf im Schafspelz oder eine echte Handlungsalternative?

UCIT III hat Vorteile, aber nicht für jeden

Zur Beantwortung der Frage, ob es sich beim UCIT III Format für alternative Anlagen nur um „alten Wein in neuen Schläuchen“

handelt, ist eine differenzierte Betrachtungsweise aus Sicht des Investors notwendig. Dabei sind folgende Faktoren für jeden einzelnen Investor individuell zu beantworten:

a) Steuern

Für steuerpflichtige Investoren, welche in Jurisdiktionen beheimatet sind, welche die Kapitalsteuer kennen, kann das UCIT III Rahmenwerk deutliche Vorteile aufweisen. So werden beispielsweise für einen englischen Privatinvestor, welcher unseren Muster Fund Gecko im UCIT Format kaufen würde, Kapitalgewinne mit einem Steuerfuss von 18% besteuert. Wenn er sich jedoch für die auf den Cayman domilizierte Offshore Struktur entscheidet, kommt ein Steuerfuss von 50% zum tragen. Ein Renditeunterschied nach Steuern von 32% betrachten wir als ein sehr überzeugendes Argument!

b) Aufsichtsrechtliche Aspekte

Die regulatorischen Anforderungen spielen für die Mehrheit der Investoren ebenfalls eine zentrale Rolle. Einer deutschen Versicherung ist es beispielsweise nicht ohne Auflagen bzw. entsprechender Strukturen möglich, in einen Hedge Fund mit Offshore Struktur zu investieren. Wird dieselbe Strategie jedoch im Rahmenwerk von UCIT III implementiert, kann die Versicherung argumentieren, dass es sich dabei um ein sogenanntes Richtlinienkonformes Sondervermögen handelt. Mit diesem operationellen Etikettentausch wird aus einem Hedge Funds mit all seinen Auflagen eine reguläre Anlage ohne weitere Einschränkungen. Eine Tatsache, die uns staunen lässt.

Es zeichnet sich auch ab, dass bei der Kapitalunterlegung für Versicherungen (Solvency II) die ansonsten identische Strategie einer UCIT III Struktur gegenüber einer Offshore Struktur bevorzugt wird. Dieses aufsichtrechtliche „Sponsoring“ zu Gunsten der UCIT Struktur ist aus rein finanzökonomischer Sicht ebenfalls

irritierend. Auch hier halten wir fest: Vorteil UCIT III.

c) Liquidität

Liquidität beziehungsweise die Kündigungsbedingungen für investierte Vermögen sind bei der Anlage in Hedge Funds ein zentrales Entscheidungskriterium. Im UCIT III Rahmenwerk ist vorgesehen, dass der Fund mindestens zweimal pro Monat Rücknahmen zulässt. Viele Anbieter offerieren sogar tägliche Liquidität. Dies ist als positiv zu werten, sofern das Versprechen auch gehalten wird.

d) Kosten

Es ist wie überall auf der Welt. Alles hat seinen Preis. UCIT III stellen sowohl an den Administrator als auch an den Global Custodian erhöhte Ansprüche. Die Vorschriften bezüglich Überwachung, die Regeln bezüglich der Bewertung sowie mögliche Haftbarkeit für nicht finanzielle Risiken führen zu erheblichen Mehrkosten, welche sich bei einzelnen Produkten bis auf rund 100 Basispunkte pro Jahr aufsummieren können! Dies ist unter anderem dann der Fall, wenn der UCIT III Fund mittels eines Swaps auf ein Managed Account synthetisch repliziert wird.

Das Beharren auf eine volle Kostentransparenz zahlt sich hier aus. Je nach dem wie ein Investor den Mehrwert einer erhöhten Kontrolle und teilweise Garantien in Fall von operationellen Risiken bewertet, kann sich diese Versicherungsprämie unter Umständen lohnen. Wenn ein Investor keine fiskalischen oder aufsichtsrechtlichen Auflagen hat, ist mit Sicherheit auch eine ordentlich geführte Managed Account Lösung (es gilt auch hier: traue schau wem) oder das Direktinvestment in den Offshore Fund mehr als nur eine Alternative.

e) Rendite / Risiko

Die wohl wichtigste und auch entscheidende Frage ist, ob es den Managern gelingt, im UCIT III Rahmenwerk attraktive Anlageresultate zu erzielen. Intuitiv erscheint

es plausibel, dass das eingeschränkte Anlageuniversum einerseits zu höheren Tradingkosten (Implementierung von Short Positionen als Beispiel) und andererseits zu verringerten Opportunitäten führt. Dies dürfte bei liquiden Strategien einen geringeren Einfluss haben als bei weniger liquiden Strategien (Liquiditätsprämie).

Diesbezüglich sollte ein Investor die Rendite - Dispersion zwischen dem Offshore Fund und dem UCIT Fund im Auge behalten. Wir haben uns an einem realen Beispiel orientiert, um das Offshore Flaggschiff mit dem UCIT III Fund zu vergleichen. Obwohl die beiden Funds einen sehr ähnlichen Namen tragen, liegt die Überlappung der Positionen bei weniger als 10%. Dies wurde uns vom Manager auch mündlich bestätigt. Wenn das auch nicht die Regel ist: Wo A draufsteht muss nicht unbedingt A drin sein. Der aktuelle Rückzug von Bluetrend aus dem UCIT III Format setzt hier ebenfalls ein deutliches Zeichen.

Was jetzt? Ja, nein? Jein!

Hedge Funds im UCIT III Format haben klare Vorteile: bevorzugte Behandlung im Bezug auf aufsichtsrechtliche Aspekte, die Besserstellung bezüglich der steuerlichen Bewertung betroffener Investoren, die versprochene Liquidität sowie auch der Mehrwert der spezifischen operationellen Anforderungen beziehungsweise Kontrollen für den Endinvestor. Diese Vorteile sind jedoch nicht für alle Investorengruppen relevant. Für eine Pensionskasse nach Schweizer Recht wiegen die Nachteile tendenziell höherer Kosten der UCIT Lösung sowie die Einschränkung des Anlageuniversums schwerer. Eine Beobachtung ist jedoch für alle Investoren gleicher Massen zu beachten: das UCIT III Rahmenwerk ersetzt eine genaue Prüfung der zu Grunde liegenden Anlage nicht. Dafür ist das mögliche Risikobudget bzw. das zugelassene Anlageuniversum zu breit formuliert.

Aus neutraler Beobachter haben wir ein flaes Gefühl im Magen, dass die aufgeflamnte Liebe zwischen Investoren und Hedge Funds im UCIT III Rahmenwerk an zu hohen Erwartungen zerbrechen könnte.