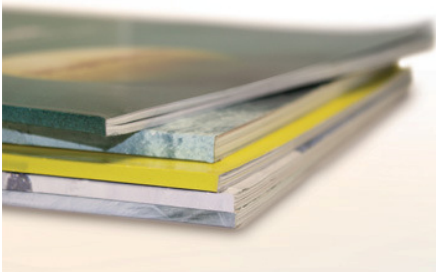


UCITS und Hedgefonds-Manager: Keine Liebesheirat

As originally appeared in STOCKS Magazin, September 2010



BY MATTHEW FEARGRIEVE

In einer Welt, die sich selbst als bestraft für die Exzesse des Zeitraums vor 2007 bezeichnet, sind Transparenz und Liquidität heilig. Regulatoren und politische Organe in der EU und den USA stellen sich auf die neue Finanzwelt mit einer Gesetzgebung ein, welche die ehemals von Banken und Fondsmanagern genossenen Freiheiten einschränken wird. Die Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds in der EU („AIFM-Richtlinie“) sowie der HIRE Act und das Frank Dodd Bill in den Vereinigten Staaten, die neuartige Teile einer umfassenden Finanzreform darstellen, haben erhebliche Auswirkungen für Finanzinstitutionen auf beiden Seiten des Atlantiks. Derweil bleiben die wirtschaftlichen Aussichten für die USA und die Eurozone ungewiss.

Hier kommen die UCITS ins Spiel. Das EU-Regelwerk für UCITS (Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren) besteht schon seit Jahren, aber die UCITS-Richtlinie (oder „Newcits“, um den aktuellen, aufsehenerregenden Spitznamen zu

verwenden) ist das, worüber anscheinend jetzt jeder während des ganzen Abendessens spricht. Die Finanzpresse ist vollgestopft mit Kommentaren über die UCITS. Seminare werden abgehalten, um die UCITS zu erörtern. Fondsmanager, die UCITS-Produkte herausbringen, werden als wegweisende Visionäre gefeiert. Die UCITS entwickelte sich von einer öden Handelsmarke zu dem Verfahren der Wahl für Manager, denen es um die ausgeprägtesten „Alternativen“ bei Investmentstrategien geht. Anzeichen für ein Abflauen der Übertreibung gibt es nicht.

Viele Fachleute, die Hedgefonds-Manager bei der Auswahl der Struktur für ihre Investmentfonds beraten, tun sich schwer damit, ein Stöhnen zu unterdrücken, wenn sie zahlreiche der nervösen Kommentare über die UCITS lesen. Richtig ist, dass die UCITS eine Marke ist, welche Milliardensummen an Investments anzog. Es gibt kein Zweifel, dass manche Sicherungs- oder „Alternativ-“ Strategien in der UCITS abgebildet

werden können. Betrachten wir aber an dieser Stelle einmal die andere Seite: Die Nachteile der UCITS überwiegen ihre Vorzüge.

Also, was sind die Vorteile eines UCITS? Vom Standpunkt eines Managers aus, können sie in einem einzigen Wort zusammengefasst werden: Streuung. Da es sich um ein Investmentprodukt nach EU-Richtlinien handelt, können UCITS in der ganzen EU an Institutionen und Privatanleger vertrieben werden. Dieser automatische „Pass“ ist besonders angesichts der Hürden attraktiv, die nach dem Vorschlag der AIFM-Richtlinie für einen Zugang zur EU errichtet wurden. Noch wichtiger ist, dass die UCITS die Kapitalbeschaffung für Hedgefonds-Manager in der EU erleichtert, indem sie eine bislang *verbotene* Kundengruppe zulässt: Kleinanleger.

Aus Sicht eines Investors bestehen die Vorzüge eines UCITS in dem eingebauten Schutz, der üblicherweise mit solchen Investitionen verbunden ist, die an Witwen und Waisen verkauft werden. Dementsprechend muss der Manager eines UCITS-Produkts strikte Regeln bezüglich der Liquidität und der Diversifikation des Portfolios beachten. Direkte Kreditaufnahme ist unzulässig, synthetische Hebeleffekte können mit Derivaten erzielt werden. In ähnlicher Weise sind tatsächliche Leerverkäufe unzulässig (und ungedeckte Leerverkäufe *vollkommen* unmöglich); der Manager muss stattdessen Derivate einsetzen, um Short-Exposure abzubilden.

Hebelprodukte, Leerverkäufe, Derivate: Das sind einige der wichtigsten Instrumente, die einem

Hedgefonds-Manager bei seiner Jagd nach dem heiligen Gral zur Verfügung stehen: nicht-korrelierte Rendite oder *Alpha*. Die auf ihnen lastenden Auflagen und Verbote führen uns zu dem ersten ernsthaften Nachteil eines UCITS: niedrigere Investmentrenditen. Innerhalb eines Regelwerks, welches für long only Produkte für Kleinanleger gedacht ist, können Renditen, die nicht mit einem Index korreliert sind, besonders schwer erzielt werden. Gegenüber vergleichbaren Non-UCITS Hedgefondsprodukten können die Ergebnisse bis zu 50 Basispunkte monatlich weniger betragen. Und es gibt einen zweiten Nachteil bei UCITS: niedrigere Gebühren. Einerseits ist das eine gute Nachricht für Investoren, andererseits kann ein Manager, der nicht die in einem Non-UCITS-Modell mögliche Renditen erreicht, nicht dasselbe Gebührenniveau durchsetzen. Während die herkömmliche „2 und 20“-Struktur von Gebühren theoretisch bei einem UCITS möglich ist, zeigt sich in der Realität, dass Manager deutlich geringere Gebühren erheben.

Das Problem der niedrigeren Gebühren und Renditen verbindet sich für Investoren und Manager gleichermaßen mit den höheren Verwaltungskosten. Es kann bis zu 100.000 Euro kosten, ein UCITS mit einer schlichten long/short Strategie zu entwickeln. Mit einer komplexen Strategie, die eine zusätzliche Regulierungslast impliziert, steigen die Kosten auf 200.000 Euro. Die gleiche Strategie kann mittels eines herkömmlichen Offshore-Modells (beispielsweise auf den Kaimaninseln) zu erheblich geringeren Kosten auf den Markt gebracht werden. Die Produkteinführungszeit wird für den Manager,

der Marktchancen nutzen möchte, ein Problem. Bei vorsichtiger Berechnung dauert die Einführung eines UCITS-Produkts 2 - 6 Monate. Offshore ist diese Zeit deutlich kürzer.

Letztlich ist ein UCITS auch nur ein Produkt in einem Universum von Investmentprodukten. Wenn Investoren und Manager Lust auf relativ geringere Renditen, niedrigere Gebühren und höhere Kosten haben, dann sollen sie das machen. Beunruhigend dabei ist aber, dass diese Nachteile als Preis für eine „bessere“ Regulierung akzeptiert werden. Die verstärkte Aufsicht von Regulierungsbehörden gilt vielen Investoren als Garantie für die *Sicherheit* eines UCITS-Investments. Das Paradox besteht darin, dass das UCITS-Regelwerk tatsächlich ein relativ wenig getestetes Modell für Hedge- oder andere alternative Anlagestrategien ist.

Während die wichtigsten alternativen Strategien wie equity long/short, Marktneutralität und absolute Rendite innerhalb von UCITS (zu höheren Kosten) abgebildet werden können, bedeuten die Verbote von Leerverkäufen und Auflagen bei Hebelprodukten, Derivaten und anderen Instrumenten, dass einige der wichtigsten alternativen Strategien – beispielsweise diejenigen, die auf Waren, gemanagte Futures, Arbitrage von problembehafteten und festen Erträgen konzentriert sind – nur schwer oder gar nicht abgebildet werden können. Das liegt teilweise an dem Verbot des Investments in Waren oder in Waren-Derivate, die über keine ausreichende Liquidität zur Erfüllung der UCITS-Anforderungen verfügen oder die gegen den Ausschluss von

Sachvermögen verstoßen. Diese Beschränkungen zwingen Manager, Indizes zu entwickeln oder in solche Indizes zu investieren, die *per se* als Vermögenswert gelten und auf die ihnen zugrunde liegenden Sachvermögen verweisen, einschließlich herkömmlicher Offshore-Hedgefonds und anderer Arten „riskanter“ Produkte. Auf diese Weise wird ein UCITS-Produkt zu einer „Verpackung“ einer Vielzahl zugrunde liegender Vermögenswerte.

Das ist weit von dem für Kleinanleger gedachten und long-only Produkt entfernt, welches ein UCITS ursprünglich sein wollte. Manager und Regulatoren holen gleichermaßen alles aus UCITS heraus. Neue UCITS-Regeln sind in Vorbereitung, um mit der Entwicklung Schritt zu halten. Es werden aber alternative, riskante und möglicherweise nicht liquide Strategien in das UCITS-Modell hineingezwängt. Die Liquiditätsauflagen schützen Kleinanleger in UCITS nicht, wenn einzelne Marktrisiken dazu führen, dass ein Investment illiquide oder schwer zu verwerten wird. Tatsächlich wird dessen Liquidität kleinere Anleger schädigen, sofern institutionelle Anleger ihr Geld abziehen und den Markt mitnehmen.

Es wird zunehmend befürchtet, dass der Zusammenbruch eines UCITS in dieser Art stattfinden kann. Ein derartiger Zusammenbruch kann dazu führen, dass Milliarden aus dieser Anlageform abgezogen werden. Hier machen wir unsere letzte und nachdrücklichste Warnung. Die Regulatoren in den wichtigsten UCITS-Ländern, Irland und Luxemburg, verfügen über relativ wenig

Erfahrung bei Angelegenheiten, die Hedgefonds betreffen. Der Kollaps eines UCITS beliebiger Größe wird ein harter Test für ihre Reaktionsfähigkeit sein. Da 700 mit Madoff in Zusammenhang stehende Verfahren die Gerichte in Luxemburg lähmen, ist es fraglich, ob das dortige Justizsystem den Kollaps eines großen Fonds bewältigen könnte. Ganz anders auf den Kaimaninseln, wo es dreißig Jahre regulatorische Erfahrung gibt und ein Rechtssystem, welches auf Gerichten in England beruht. Letztlich müssen Investoren und Manager entscheiden, welchem Rechtssystem sie vertrauen möchten.

UCITS ist ein nicht erprobtes Regelwerk. Seine weitere Entwicklung wird mehr von Managern als Investoren gelenkt werden. Manager, die groß genug sind, um die höheren Kosten eines UCITS aufzufangen (wie Brevan Howard, BlueCrest, Cheyne Capital und Jabre Capital, um nur einige zu nennen), werden das Modell weiterhin neben ihren

vorhandenen Offshore-Produkten verwenden, zumindest solange, bis der Konjunkturzyklus wieder anzieht und das Geld von Kleinanlegern weniger wichtig wird. Die Mehrheit der Manager wird ihre Zehen in das Wasser von UCITS stecken und Vertriebsplattformen verwenden, die von Investmentbanken wie der Deutschen Bank und Merrill Lynch eingerichtet wurden. Für die große Mehrheit von Hedgefonds-Managern wird UCITS weiterhin zu teuer und zu restriktiv bleiben. Das wird zu einer (sich bereits abzeichnenden) Divergenz zwischen den Managern der schlichten long/short Strategien führen, die UCITS anwenden möchten, und Managern komplexerer, tatsächlich „alternativer“ Strategien, die Offshore-Fonds auf den Cayman Islands und anderen führenden Offshore-Plätzen verwenden werden.

MATTHEW FEARGRIEVE
Local Team Leader - Funds & Investment Services, Partner - Zurich
mfeargrieve@applebyglobal.com

This publication is intended only to provide a summary of the subject matter covered. It does not purport to be comprehensive or to provide legal advice. No person should act in reliance on any statement contained in this publication without first obtaining specific professional advice.

September 2010

© Appleby

Bahrain
Bermuda
British Virgin Islands

Cayman Islands
Guernsey
Hong Kong

Isle of Man
Jersey
London

Mauritius
Seychelles
Zurich