

Nr. 4 2008 (Dezember)***Sehr geehrte Damen und Herren!***

Zum Jahresausklang möchten wir uns bei Ihnen nochmal mit unserem NEWSLETTER melden, der sich zunehmenden Interesses erfreut. Die besondere Aufmerksamkeit gilt den beiden eingefügten Artikeln von ausgewiesenen „Fach-Frauen“ im Kapitalmarkt; zum einen ein Beitrag von Karin Kisling, Benchmark Capital Management (Wien), mit einem „Ausblick auf den Hedge Fonds-Markt 2009“, sowie von Edda Schröder, Invest in Visions, zu den interessanten und jetzt in einen Fonds gegossenen Anlagemöglichkeiten im „Microfinance-Sektor“. Wir von TELOS und RCP selbst resümieren noch ein wenig den aktuellen Stand bei uns.

Ihnen und Ihren Angehörigen wünscht das TELOS-Team ein frohes und besinnliches Weihnachtsfest und einen guten Rutsch in ein erfolgreiches Jahr 2009. Ihr Frank Wehlmann



Dr. Frank Wehlmann
Gesellschafter-Geschäftsführer
TELOS GmbH
Kirchgasse 2
D-65185 Wiesbaden
Internet: www.telos-rating.de

1) Personelles:

Dr. Felix Wittmann, Chief Analyst bei

TELOS GmbH, wurde mit sofortiger Wirkung zum Geschäftsführer bei unserer Schwestergesellschaft Rating Complex Processes RCP GmbH, bestellt. Unter seiner Federführung wurde die Plattform „**telosia**“ entwickelt. Herr Dr. Wittmann kennt unter anderem das Beratungsgeschäft im institutionellen Sektor aus seiner mehrjährigen Tätigkeit bei der Heissmann GmbH (heute Watson Wyatt Heissmann).

Dr. Oliver Roll ist mit Wirkung zum 1. November 2008 bei TELOS eingestiegen. Dr. Roll bekleidete bereits zuvor in verantwortungsvollen Positionen sowohl im Consulting-Geschäft (FERI) sowie bei Asset Managern (u.a. Threadneedle) und ist ein ausgewiesener Kenner des institutionellen Geschäfts. Sein Hauptaugenmerk wird am Anfang auf der Verbreitung der Plattform „**telosia**“ liegen.

2) Aktuelles zu abgeschlossenen Ratings:

„**Qualitative Ratings**“ sind zu einem festen Bestandteil im Asset Management geworden. Marktteilnehmer wie institutionelle Anleger suchen nach Sicherheit bei der Auswahl ihrer Produkte und Manager. Dies wird gerade in Zeiten wie jetzt immer spürbarer. TELOS verfügt heute über eine Palette von sieben Ratingprodukten, angefangen von Manager Ratings über die Bewertung von Master KAGen und Depotbanken, dazu Bewertungen im Bereich Vermögensverwaltung und Pension Solutions bis hin zu Immobilienfonds (-gesellschaften) und Fonds Ratings. Dahinter stehen etwa 100 Asset Manager, die sich in der einen oder anderen Form von TELOS haben bewerten lassen.

Hier die aktuellen Stände zu den Ratingverfahren seit unserem letzten NEWSLETTER (September 2008):

a) **Master KAG-Rating:**

Veröffentlicht wurden die Master KAG Ratings der

- **UNIVERSAL-Investment-Gesellschaft**, die im Folgerating mit der Note „1“ (exzellent) abschloss sowie
- die **ALLIANZ Global Investors**, die die Note „1-“, (exzellent) erzielte.

Beide Ratingreports mit detaillierten Informationen können Sie auf unserer Website „www.telosia.de“ aufrufen.

Weitere Ratings in diesem Bereich werden folgen.

b) **Depotbank-Rating:**

Gemeinsam mit unserem Kooperationspartner **Kommalpha Institutional Consulting**, haben wir bereits im September einen der bedeutendsten Anbieter im Depotbank- und Custody-Markt, die **BNP Paribas Securities Services S.A. (Zweigniederlassung Frankfurt am Main)** bewertet.

NEUE DEPOTBANK-RATINGS:

Vor kurzem konnten wir das Rating der **Landesbank Hessen-Thüringen Girozentrale (HELABA)** bekannt geben. Die HELABA schloss mit dem „sehr guten“ Ergebnis „2“ ab.

Ganz aktuell können wir Ihnen mit diesem NEWSLETTER auch das Rating des internationalen Global Custodian **State Street Bank GmbH** mitteilen, der die Ratingnote „1-“ („Exzellent“) erzielte.

c) TELOS Fonds Ratings (TFR)

Die Ergebnisse der aktuellsten **TELOS Fondsratings** finden Sie in der Tabelle auf der folgenden Seite.

3) Aktuelles zur Plattform „telosia“:

Die von uns **für institutionelle Anleger und Asset Manager** gleichermaßen entwickelte Plattform „telosia“ ist auf dem besten Wege, sich im Markt zu etablieren.

Stand heute haben sich fast **90 Asset Manager, nationale wie internationale Häuser**

- auch für Investoren neue Anbieter mit interessanten Investmentansätzen - auf telosia angemeldet und auch großteils bereits Produkte und ihr Firmenprofil eingestellt. Auf seiten der bereits als Teilnehmer registrierten **institutionellen Anleger** findet sich die gesamte repräsentative Marktbreite, mithin Banken, Versicherer, Corporates, Versorgungseinrichtungen und andere Investoren. Diese repräsentieren Assets under Management im dreistelligen Milliarden-Euro-Bereich. Sehr erfreulich ist, dass bereits die ersten Mandate ausgeschrieben wurden. Dies macht unseres Erachtens deutlich, dass gerade die institutionellen Anleger in einem schwierigen Fahrwasser, wie wir es derzeit erleben, nach Orientierung suchen. Nach kurzer Zeit seit Einführung können wir damit schon zum Jahresende resümieren, dass „telosia“ den Nerv der Zeit getroffen hat und auf sehr gute Resonanz stößt.

„Ein Jahr wie 2008 wollen wir nicht noch einmal erleben“, dies oder Ähnliches ist immer öfter im ausklingenden Jahr zu hören. Manager werden zunehmend auch als Lösungsanbieter von Investoren angesprochen; das ist, was wir aus vielen Gesprächen und Diskussionen mitgenommen haben. Mit „telosia“ wollen wir für beide Seiten, Anleger wie Manager, eine **Brücke schlagen**, um die unbedingt erforderliche Transparenz im Markt zu erhöhen. Ziel ist es zum einen, Anlegern eine bislang nicht bekannte Möglichkeit zu eröffnen, bei Interesse an einem beabsichtigten Investment durch Zuhilfenahme von telosia den Weg zu dem richtigen Manager über alle Assetklassen hinweg zu finden (Funktion als **Pitch-Datenbank**). Damit wollen wir unsere weitreichenden Kontakte zu Managern wie zu Anlegern für beide Seiten nutzbringend einsetzen. Vor kurzem haben wir „telosia“ auch zu einer **Informations-Plattform** ausgebaut. Unter der Rubrik „**white papers**“ finden Teilnehmer erste von uns freigegebene Fachartikel von Anbietern im Markt. Dazu stellen wir in dieser Sparte eine Reihe interessanter **Studien** zur Verfügung, die wir im Laufe der Jahre durchgeführt haben. Und dies zum **kostenfreien Download**.

Asset Manager wie Investoren melden sich unter www.telosia.de und „Open New Account“ an. Sie erhalten dann ein „Kennwort“, das Ihnen jederzeit die aktive Nutzung der Datenbank gestattet. Sie können in Ihrem Hause verschiedenen Personen den Zugang - auch mit unterschiedlichen Nutzungsmöglichkeiten (z.B. nur „Leserecht“ oder mit „Befugnis, Daten einzustellen bzw. zu verändern“) einräumen.

Aktuelle Studien:

Zum achten Male führen wir gemeinsam mit „Institutional Money“ (FondsProfessionell) unsere **jährliche Spezialfondsmarkt-Studie (2009)** durch.

Bei den **Master KAGen** haben wir wieder eine umfassende Erhebung über diesen Markt durchgeführt. Die entsprechende Studie liegt vor.

Die **Zufriedenheitsstudie 2008**: haben wir auch in diesem Jahr wieder –nun zum vierten Male– gemeinsam mit Prof. Homburg & Partner, Mannheim, erstellt. Hier haben wir institutionelle Anleger nach deren Zufriedenheit mit den Asset Managern befragt, mit denen sie aktuell zusammenarbeiten. Die besten Anbieter sind mit einem Award gekürt worden. Für die telefonisch befragten 304 institutionellen Investoren sind die Sieger in den nach Assets und Management geordneten Kategorien folgende:

Im Bereich über 30 Mrd. € verwaltetes Vermögen in Deutschland liegen **Universal, cominvest und Union Investment** vorn. Bei 10-30 Mrd. € verwaltetem Vermögen gewinnen **Erste Sparinvest, Bayern Invest und Helaba Invest**. Den Bereich unter 10 Mrd. € verwaltetes Vermögen in Deutschland führen **Lampe, Berenberg und Black Rock** an.

FONDSNAME:	ISIN:	Rating:	Datum:
Wallberg Manager Select	LU0111456637	AA-	08/2008
Jupiter European Opportunities	LU0260086623	AA-	08/2008
Trafalgar Capital Specialized Investment Fund-FIS	LU028528287289 LU028528287529	AA	09/2008
M&G Global Leaders Fund	GB0030934490 GB0030934508	AAA-	08/2008
LuxTopic - Aktien Europa	LU0165251116	AA+	10/2008
Julius Baer BF Local Emerging Markets	LU0256065409	AAA-	09/2008
Cominvest Corps-Corent	DE0005316285	AA-	10/2008
Jupiter New Europe	LU0300038378	AA	10/2008
Threadneedle Emerging Market Bond Fund	GB0002773652	AA+	09/2009
Cominvest Fondak	DE0008471012	AA-	11/2008
IShares DJ Asia Pacific Select Dividend 30 (DE)	DE000A0H0744	AAA-	10/2008
IShares DJ STOXX Select Dividend 30 (DE)	DE0002635299	AAA-	10/2008
IShares DJ EURO STOXX Select Dividend 30 (DE)	DE0002635281	AAA-	10/2008
IShares Dow Jones U.S. Select Dividend (DE)	DE000A0D8Q49	AAA-	10/2008





**Edda Schröder,
Geschäftsführende Gesellschafterin**

**Invest In Visions GmbH
Kennedyallee 119a
60596 Frankfurt
Tel: +49 69 69 76 72 31
www.investinvisions.com**

Neue Wege gehen!

Invest In Visions wurde im September 2006 von Edda Schröder gegründet. Ziel des Unternehmens ist es, Produktlösungen im Bereich Mikrofinanz für Institutionelle und Private Investoren zu konzipieren und zu vermarkten.

Die Wallberg Gruppe ist ein unabhängiges Investmenthaus, unter dessen Dach sich mehrere erfahrende Branchenexperten zusammengeschlossen haben. Ein besonderes Kennzeichen ist sein Multi Manager Ansatz.

Im Oktober 2008 hat Invest In Visions als Initiatorin, gemeinsam mit der Wallberg KAG, den Wallberg Global Microfinance Fund aufgelegt. Dieser richtet sich an institutionelle Kunden als auch an Private. Nähere Informationen zum Produkt erhalten Sie über:

info@investinvisions.com und www.wallberg.eu

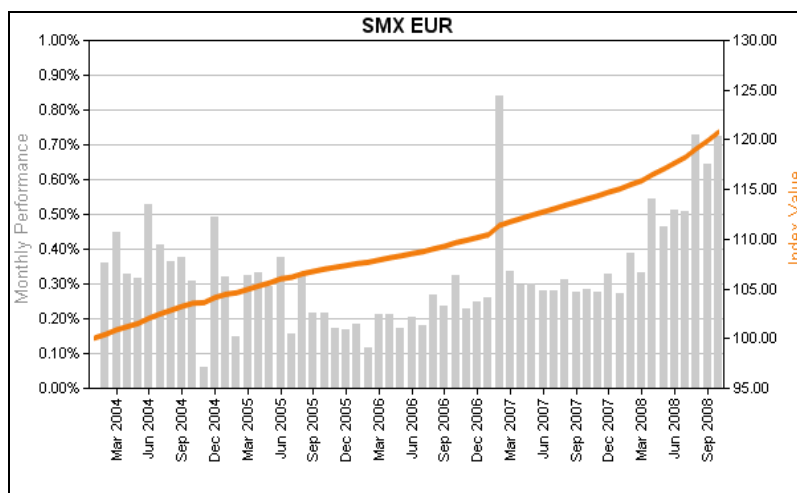
Mikrofinanz – Basic Banking!

Das Nobelpreis gekrönte Konzept Mikrofinanz – die Bereitstellung von Kleinstkrediten an Existenzgründer in den Entwicklungsländern – funktioniert seit über 30 Jahren hervorragend. Die Rückzahlungsquoten der Endkreditnehmer, die sonst keinen Zugang zu Finanzdienstleistungen bekommen und keine Sicherheiten bieten können – außer ihre eigene Arbeitskraft –, liegt nach wie vor bei ca. 98 %, die Wachstumsraten der Mikrofinanzinstitute – der Kleinstbanken die diese Kredite vergeben – liegen bei 30-70%. Warum? Die Kredite, deren Höhe zwischen 20 USD z.B. in Asien und ca. 3000 USD in Osteuropa liegen, werden aufgrund einer schlüssigen Geschäftsidee und einer Cashflow-Analyse der Kreditnehmer vergeben. Die durch das tägliche Geschäft erzielten Einnahmen sind die Sicherheit für die fristgerechte Rückzahlung der Kredite. Die Kreditprodukte sind einfach, die Beträge klein und die Laufzeiten sehr kurz. Daher ist das Risiko der Mikrofinanzinstitute überschaubar und das Geschäft transparent. Eine Eigenschaft, die in der heutigen Zeit wieder an Wichtigkeit gewinnt.

Laut Schätzungen der Weltbank gibt es im Mikrofinanzmarkt noch eine Finanzierungslücke von ca. 300 Mrd. USD. Bisher wurden ca. 31 Mrd. in diesen Markt investiert, davon 6 Mrd. seit 2003 von institutionellen und privaten Investoren. Die Motivation dafür ist unterschiedlich. Neben einer stetigen Rendite, einer geringen Volatilität und dem sozial Aspekt, spielt die geringe Korrelation eine wichtige Rolle.

Mikrofinanz hat sich weitestgehend von den Finanzmärkten abgekoppelt. Vom originären Geschäftsfeld – die Vergabe von Kleinstkrediten an „Existenzgründer“ in den Entwicklungsländern – ist es auch verständlich. Das tägliche Geschäft der Marktfrau in Peru oder dem Schuster in Kambodscha wird nicht durch die politischen oder wirtschaftlichen Entwicklungen in den USA oder Europa beeinträchtigt.

Historisch gesehen hat Mikrofinanz stabile positive Erträge erwirtschaftet, egal welche Finanzmarkt-turbulenzen in den Industrieländern oder Schwellenländern stattfanden. Die Graphik zeigt den Symbiotics Microfinance Index in EURO seit Berechnung in 2004



[The SMX EURO - Symbiotics Microfinance Index is calculated based on the reported Net Asset Values of five Microfinance Investment Vehicles \(MIVs\).](#)

Bis Ende Oktober weist der Index eine Rendite von 5,24% aus bei einer Volatilität von 0,53%.

Untermauert wird diese Statistik von einer Studie von der New York Stern Business School in der diese die Korrelation der Kreditportfolios der Mikrofinanzinstitute mit den Globalen Aktienmärkten über einen Zeitraum von 1998-2006 verglichen haben. Zugrunde liegen die Daten von 325 Mikrofinanzinstituten in 66 Emerging Markets.

MFIs		S&P 500	MSCI World Index	MSCI EM Index	Domestic GDP
Accounting Beta	NOI				
Profitability Indicators	ROE				✓
	Profit Margin		✓		✓
Asset Growth Indicators	TA % change				✓
	LP % change				✓
Asset Quality Indicator	PAR 30				✓

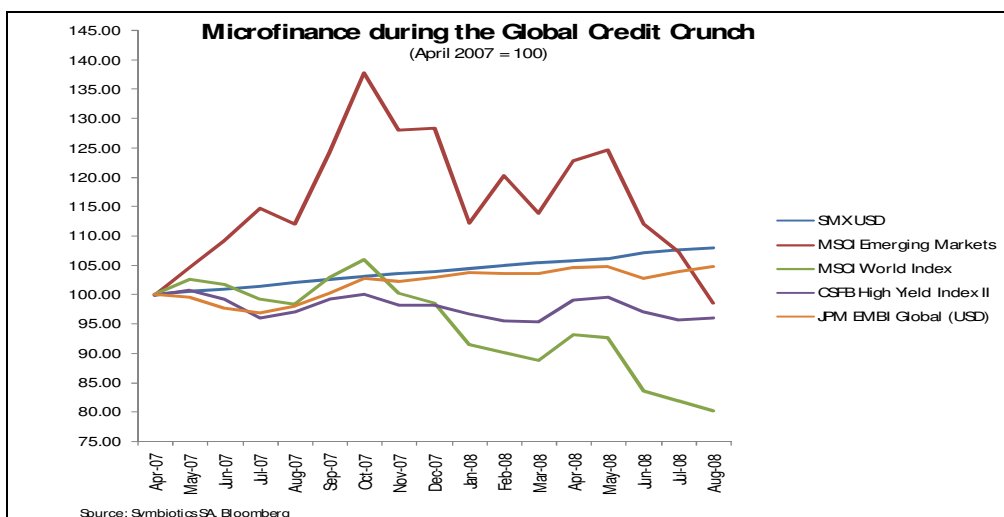
Emerging Market Institutions		S&P 500	MSCI World Index	MSCI EM Index	Domestic GDP
Accounting Beta	NOI	✓	✓	✓	✓
Profitability Indicators	ROE	✓	✓	✓	✓
	Profit Margin	✓	✓	✓	✓
Asset Growth Indicators	TA % change	✓	✓	✓	✓
	LP % change	N/A	N/A	N/A	N/A
Asset Quality Indicator	PAR 30	N/A	N/A	N/A	N/A

Emerging Market Commercial Banks		S&P 500	MSCI World Index	MSCI EM Index	Domestic GDP
Accounting Beta	NOI	✓	✓	✓	✓
Profitability Indicators	ROE	✓	✓	✓	✓
	Profit Margin	✓	✓	✓	✓
Asset Growth Indicators	TA % change	✓	✓	✓	✓
	LP % change	✓	✓	✓	✓
Asset Quality Indicator	PAR 30	✓	✓	✓	✓

Es gibt mehrere Gründe, warum sich Mikrofinanzinstitute (MFIs) in den Finanz- und Wirtschaftskrisen vom Markt abkoppeln:

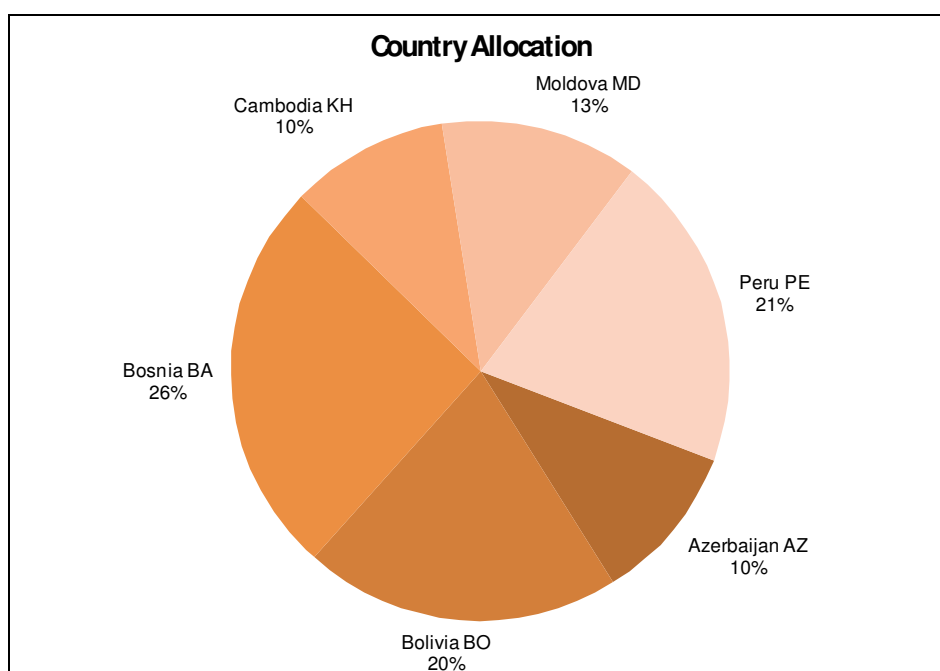
1. Nur wenige MFIs sind an den Börsen gelistet.
2. Die Kreditnehmer üben ihre Tätigkeit überwiegend im regionalen Bereich eines Landes aus.
3. MFIs haben eine stabile Eigenkapitalstruktur und ein geringes Leverage.

Diese stabilen positiven Renditen stehen im starken Kontrast zu anderen Anlageklassen sei Beginn der Finanzkrise.



Aber völlig abkoppeln kann sich der Mikrofinanzmarkt wahrscheinlich von der Weltwirtschaftskrise langfristig auch nicht. Liquiditätsengpässe, Währungsschwankungen und Inflation können langfristig auch auf den Mikrofinanzmarkt Auswirkungen haben. Die Mikrofinanzinstitute refinanzieren sich, neben den eigenen Spareinlagen, auch über internationale Investoren. Neben den „Geldgebern der ersten Stunde“, wie Weltbank oder regionale Entwicklungsbanken, wird eine zweite Gruppe immer wichtiger: private und institutionelle Investoren wie Stiftungen, Unternehmer, Pensionskassen. Wenn diese aufgrund der Finanzkrise die Investitionen zurückfahren, können die Mikrofinanzinstitute Ihre Wachstumszahlen nicht verwirklichen. Denn der Bedarf an Krediten in den Entwicklungsländern für Existenzgründer ist nach wie vor ungebrochen. Daher ist es als Fondsmanager gerade jetzt besonders wichtig zu wissen, wie die Liquiditätsströme verlaufen und wie die Währungsportfolios der Mikrofinanzinstitute abgesichert sind. Hinzu kommt die Auswahl der Länder in den Emerging Markets. Wie bei vielen Anlageklassen ist es wichtig, eine breite Streuung zu haben um die Risiken der Länder und der Institutionen zu reduzieren.

Der Wallberg Global Microfinance Fund erfüllt diese Voraussetzung. Er investiert global und hat in den Investmentrichtlinien eine breite Diversifikation vorgeschrieben. Die ersten Investitionen wurden in folgende Länder vorgenommen.



Der Fonds vergibt unverbriefte Darlehen an Mikrofinanzinstitute in den Emerging Markets. Die Laufzeiten dieser Kredite liegen im Durchschnitt bei 20 Monaten. Die Zielrendite des Fonds beträgt 6 % p.a.

Der Wallberg Global Microfinance Fund wird von Symbiotics, einem der weltweit führenden Investmentmanager im Bereich Mikrofinanz, gemanaged. Das Gründer Team kann auf eine 10jährige Erfahrung (u.a. Auflage des ersten kommerziellen Mikrofinanzfonds) zurückgreifen.

Die Hauptaufgabe des 30köpfigen Teams von Symbiotics ist der Due Dilligence Prozess der Mikrofinanzinstitute sowie die Portfoliokonstruktion und Überwachung. Ausschlaggebend für ein regelmäßiges detailliertes Monitoring ist ihre Datenbank. Mit dieser – die einzigartig ist im Markt – kann Symbiotics die Mikrofinanzinstitute analysieren, vergleichen und Plausibilitätsprüfungen durchführen. Das wichtigste jedoch ist nach wie vor der regelmäßige Besuch der Institute vor Ort. Denn nur eine vertrauensvolle Geschäftsbeziehung, ob zwischen Bank und Kunden oder Fondsmanager und Mikrofinanzinstitut, kann nachhaltige, langfristige und erfolgreiche Geschäfte nach sich ziehen.

Hedgefonds 2009: eine Anlagealternative?

Ein Beitrag von Karin Kisling, Chief Investment Officer, BENCHMARK CAPITAL MANAGEMENT GmbH

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, CSFB

Bemerkenswert waren in diesem Marktumfeld zwei Faktoren:

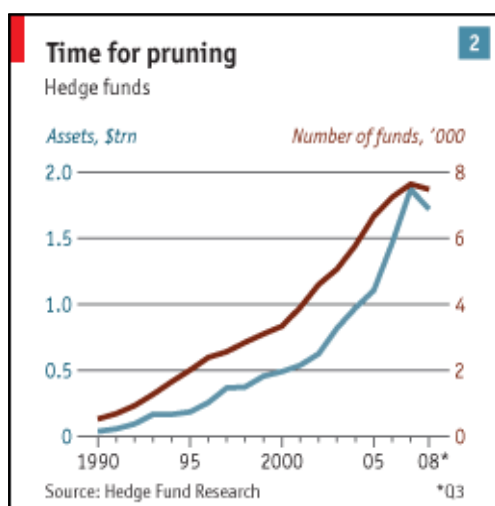
1. Der Abverkauf, der zu beobachten war, stand in keinem Zusammenhang zu Änderungen des fundamentalen Umfelds oder der makroökonomischen Einschätzung 2009. Das **Deleveraging** im Zuge der Finanzkrise wurde im Oktober noch brutaler an allen Fronten durchgezogen als noch im September unter dem Eindruck 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 **Hedgefonds** 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 Hedgefondsgedanken folgen, sind in diesem Umfeld unter die Räder geraten. Die wiederholten **Interventionen** haben das Preisgefüge aus Sicht der Hedgefonds 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 Hedgefondsindustrie?

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 Hedgefonds 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 Hedgefonds als Boutique-Industrie stark treffen, noch größer. Zwei Zielgruppen, die erst in den letzten Jahren immer stärker in Hedgefonds 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 Verkaufsoorder) bzw. den totalen Freeze (Einfrieren der Fonds auf eine bestimmte Zeit, in der überhaupt keine Verkaufsoorder 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 offen legen, 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 sol-

cher 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)¹. 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 einem Leverage von 50 zu den aggressivsten Instituten zählten.² 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 institu-

¹ Economist Artikel „the incredible shrinking funds“, October 2008

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

tionalisierte 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 nachhaltig Erträge zu erwirtschaften, die im zweistelligen Bereich liegen. Denn nur so lassen sich nach den Erfahrungen dieses Jahres die Verlustrisiken rechtfertigen.

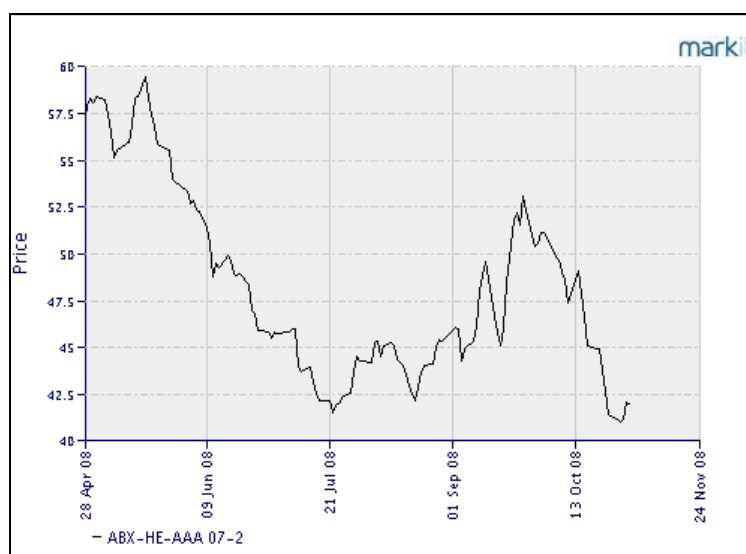
Wo lassen sich bereits heute hervorragende Ertragsquellen orten?

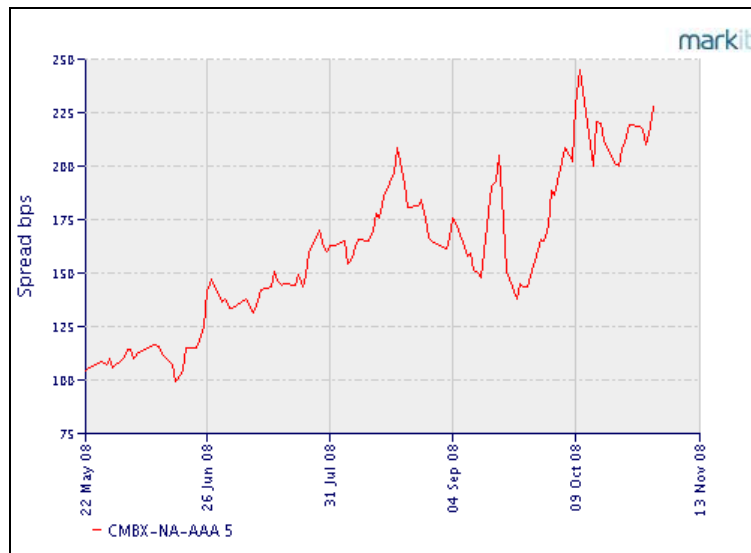
Aufgrund des Zusammenbruchs des Interbanken-Marktes und des Handels seit Ausbruch der Krise hat sich vor allem der Fixed Income Markt völlig geändert. Früher wurden alle Instrumente als Spread gegen eine Benchmark Kurve gepreist und aus diesem Verständnis heraus gehandelt. Mit dem Crash gab es aber keine 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 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.



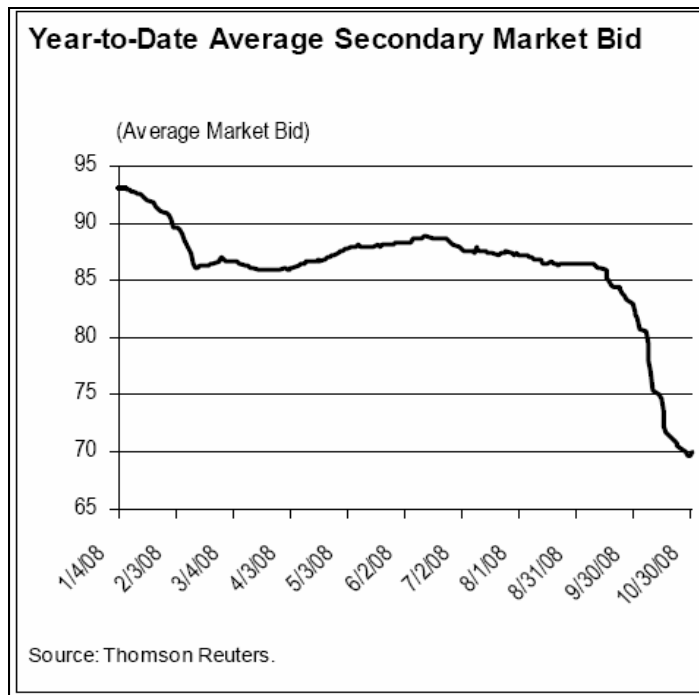


Aufgrund der Liquiditätsenge, die noch lange Zeit brauchen wird, bevor sich die Märkte normalisieren, gehen wir von einer mehrjährigen „Erntephase“ hoher IRRs (Internal Rate of Returns) aus, weniger von der Möglichkeit schnell Kursgewinne zu realisieren. Dieser Markt wird auf lange Zeit illiquid bleiben.

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.

2. 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 annihiliert 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.