

Baryon

PRIVATE ASSET MANAGEMENT



Sehr geehrte Leserin

Sehr geehrter Leser

Die diesjährigen Landeswahlen in Deutschland und auch Abstimmungen in der Schweiz zeigen, dass der Wähler die Reformbemühungen der Regierungen nicht unterstützt und lieber in den traditionellen Gegebenheiten verharret. Offensichtlich sind in Westeuropa Reformen, die dem Bürger mehr Eigenverantwortung abverlangen, die staatlichen Interventionen zurückdrängen und den Markt öffnen wollen, in dieser Form nicht durchsetzbar. Im krassen Kontrast zu dieser Situation stehen die Reformerfolge der osteuropäischen Staaten. In nur rund 15 Jahren ist es den neuen acht mitteleuropäischen EU-Mitgliedern gelungen, funktionierende Marktwirtschaften einzurichten, die sich heute durch liberalere Wirtschaftsordnungen und modernere Steuersysteme auszeichnen, als dies bei uns der Fall ist. Der diesbezügliche Transformationsprozess, der ein ganzes soziales Gefüge verändert hat, verlief friedlich und kann heute als Erfolg bezeichnet werden.

Dieser Durchbruch in Osteuropa lässt Rückschlüsse auf den Misserfolg im Westen zu. Auffallend ist, dass die grossen Reformschübe in den osteuropäischen Staaten immer mit dem Namen einzelner Wirtschaftspolitiker verbunden waren, welche sich neoliberalen Gedankengut verpflichteten und sich aufgrund der prekären wirtschaftlichen Situation mit unpopulären Massnahmen gegen zögerliche Parlamente durchzusetzen wussten. Zweifellos hat sich der Lebensstandard der Bevölkerung unmittelbar nach den Reformen zuerst verschlechtert. Danach aber wurde ein ungeahntes Wachstumspotenzial freigesetzt und das allgemeine Existenzniveau markant verbessert.

Die in Westeuropa dringend notwendigen Reformen werden folglich nur dann von Erfolg gekrönt sein, wenn unsere Politiker den Mut finden, unpopuläre Massnahmen zu ergreifen und die Bevölkerung von der Unerlässlichkeit dieses Prozesses zu überzeugen vermögen. Oder haben wir den osteuropäischen Staaten vor 15 Jahren nicht gerade dies empfohlen?

Martin Wipfli

Geschäftsführender Partner der Baryon AG

.....

INHALT

- Editorial
 - Wie traditionell sind Hedge Funds?
 - Die Anlagestrategie im 4. Quartal 2004
-

WIE TRADITIONELL SIND HEDGE FUNDS?

Alternative Anlagen in Hedge Funds erfreuen sich bei Anlegern einer wachsenden Beliebtheit. Die erreichten Performancewerte im laufenden und in den vergangenen Jahren sind allerdings enttäuschend. Die Begründung der unbefriedigenden Ergebnisse orientiert sich immer stärker an traditionellen Anlagen. Diese Angleichung und der fehlende Zusatznutzen könnte für die Hedge Funds zu einem Imageverlust führen. Eine Rückkehr zu den Wurzeln der Absicherungsidee ist empfehlenswert.

Die Hedge Funds sind ursprünglich aus separaten Portfolios grosser Familienvermögen entstanden. Der Zweck dieser Portfolios war die Umsetzung spezifischer und oft riskanter Anlagen, wie z.B. Financial Futures auf Waren, Edelmetallen und Zinsen. Die Diversifikation des Gesamtvermögens wurde dadurch maximiert, weil solche «alternativen» Anlagen nicht mit den traditionellen Finanzgeschäften korrelierten. Der Erfolg dieser Strategien erhöhte bald die generelle Nachfrage, sodass der Kreis der Anleger immer grösser wurde.

Performancetest nicht erfüllt

Die ersten offenen Hedge Funds wurden mit dem Ziel gegründet, unabhängig von der allgemeinen Marktlage, überdurchschnittlich hohe Renditen zu erwirtschaften. Da die alternativen Anlagestrategien dies theoretisch auch während negativ tendierenden Finanzmärkten ermöglichten, wurde in den jüngsten Jahren ein beachtlicher Boom ausgelöst. Die bis dato erreichten Resultate sind allerdings deutlich hinter den Erwartungen zurückgeblieben.

Das laufende Jahr zeigt eine unterdurchschnittliche Performance gegenüber traditionellen Anlagemedien. Enttäuschend ist aber vor allem der Umstand, dass gerade in den schlechten Börsenjahren seit 2000 kein Zusatznutzen geschaffen wurde. Die Realität liegt somit weit vom ursprünglichen Ziel der Hedge Funds entfernt.

Nicht nur die Performance von Single Hedge Funds liegt hinter den Erwartungen zurück, son-

dern vor allem auch diejenige der sogenannten «Fund of Funds», welche bei den Privatanlegern im Vordergrund stehen. Diese Fonds investieren ihrerseits in diverse Hedge Funds mit verschiedenen und gezielten Spezialstrategien. Die Kunst besteht darin, diese Strategien optimal aufeinander abzustimmen und innerhalb des Hedge Fund-Universums eine breite Diversifikation zu erreichen. Nachteilig gegenüber den Single Hedge Funds sind die geringere Liquidität, die mangelnde Transparenz und die generell höheren Kosten.

Im Lichte der vorliegenden Performancewerte drängt sich heute die Frage auf, ob die gemachten Versprechen der Fondsmanager in Zukunft eingehalten werden können. Branchenkenner rechnen damit, dass die Phase unbefriedigender Renditen noch nicht vorüber ist, da das vorherrschende Börsenumfeld keine ausreichenden Anlagemöglichkeiten bietet. Die Beschwichtigungsversuche der Hedge Funds-Manager haben sich der Argumentation im traditionellen Anlagegeschäft angeglichen, wobei dies bei Single Hedge Funds mit einer bestimmten Strategie bis zu einem gewissen Punkt nachvollziehbar ist.

Bei den Fund of Funds hingegen entbehren Vergleiche mit traditionellen Anlagen jeder Logik. Diese Fonds hätten im seit 2000 schwierigen Marktumfeld eine Alternative darstellen und mittels breit diversifizierter Spezialstrategien eine klare Outperformance gegenüber den gängigen Anlagemedien erzielen sollen. Tatsache ist aber,

dass die Performance der Fund of Funds-Strukturen sogar hinter den klassischen Single Hedge Funds zurückliegt.

Auf der Basis dieser Betrachtungen kann konstatiert werden, dass insbesondere Fund of Funds-Anlagen traditionellere Eigenschaften haben als den jeweiligen Fondsmanagern lieb ist.

Back to the roots

Die Zukunft von Hedge Funds liegt deshalb eher wieder bei den Single Hedge Funds. Der Anleger wird wieder lernen müssen, dass sich Chancen nur durch eine adäquate Risikobereitschaft eröffnen lassen. Werden nämlich Risiken durch komplizierte Strukturen «wegdiversifiziert», schwinden entsprechend auch die Chancen auf Renditen.

Normalerweise kümmert sich der private Anleger wenig um Korrelationen und Volatilitäten. Bei der Performancebetrachtung wird er sich an der Entwicklung der traditionellen Aktien- und Anleihenindizes orientieren. Auch seine Hedge Fund-Anlagen wird er in positiven Börsenjahren an einem Aktienindex messen und besonders in schlechten Jahren eine Rendite erwarten, die deutlich über jener von risikolosen Anlagen liegt. Diese Betrachtung liegt jedoch weit von den Anlagezielen der meisten Hedge Funds entfernt nämlich grundsätzlich Risiken auszugleichen. Wie die enttäuschende Performance der Fonds zeigt, ist der ursprüngliche Gedanke, gezielt und konsequent Chancen wahrzunehmen, auf der Strecke geblieben.

Aus dieser Erkenntnis ist ein Anspruch nach größerer Transparenz auch bei Hedge Funds erwachsen. Der Anleger wendet sich von unübersichtlichen Strukturen ab, die sich in ihren Strategien zu verzetteln scheinen und sucht Spezialfonds mit klaren Anlagezielen. So kann der Einsatz von Hedge Funds auch besser auf die traditionellen Anlagen abgestimmt werden.

Die Fondsanbieter sind im Begriff, diesen Sinneswandel bei den Anlegern zu erkennen. Die Produkte werden in ihren Zielen klarer und die verfolgten Strategien transparenter gestaltet. Die Entwicklung der Fonds wird für den Anleger nachvollziehbarer und die Vergleichbarkeit der Renditen verbessert. Gleichzeitig wird die Handelbarkeit erhöht und werden die Mindestzeichnungsbeträge reduziert.

Rechtliche Hürden

Für den interessierten Anleger können die zuständigen Fonds-Zulassungsbehörden der entsprechenden Länder allerdings eine Hürde darstellen. In Deutschland ist es beispielsweise seit 2004 erlaubt, als Privatanleger auch in Single Hedge Funds zu investieren. Trotzdem herrscht bei der steuerlichen Behandlung dieser Anlageinstrumente Unklarheit. Somit läuft der Anleger Gefahr, steuerlich benachteiligt zu werden. Bis die Behörden in diesem Feld Klarheit geschafft haben, kann der Investor keine Auswahl treffen. Aus steuertechnischer Sicht muss er sich auf die Fund of Funds mit Vertriebsbewilligung beschränken, obwohl sich diese aus den vorerwähnten Gründen als ineffizient erwiesen haben.

Bei den Zulassungsbehörden in Luxemburg und in der Schweiz scheitern viele Single Hedge Funds an den strengen Diversifikationsgrundsätzen. Zudem ist mit Wartezeiten von deutlich über 12 Monaten zu rechnen, bis die Vertriebsbewilligung erteilt wird. Zwangsläufig registrieren sich die Single Hedge Funds in sogenannten Offshore Staaten im karibischen Raum, wo das Prozedere einfacher, schneller und günstiger erledigt werden kann.

Konklusion

Der Einsatz von Hedge Funds muss sich wieder am Ursprungsgedanken orientieren und an Komplexität verlieren. Tendenziell werden Fund of Funds gegenüber Single Hedge Funds an Attraktivität verlieren. Erfolgreich werden jene Fonds sein, welche eine klar definierte und transparente Strategie konsequent umsetzen und sich nicht zu stark auf die Minimierung von Risiken und Korrelationen fokussieren. Im Vordergrund dürften klassische prozyklische Short/Long Aktienstrategien sein. Der Einsatz von Hedge Funds wird sich im Rahmen dieser Entwicklung besser auf die restlichen traditionellen Anlagen abstimmen lassen. Der Zugang zu und die Beurteilung von Produkten werden für den Privatanleger vereinfacht.

Die Baryon AG verfolgt die Entwicklungen im Bereich der alternativen Anlagen laufend und setzt diese für Ihre Kunden situativ ein.

DIE ANLAGESTRATEGIE

IM 4. QUARTAL 2004

Die Weltwirtschaft hat sich im 2. und voraussichtlich auch im 3. Quartal 2004 deutlich abgeschwächt. Der Hauptgrund dürfte bei den stark gestiegenen Rohstoffpreisen liegen, insbesondere beim Öl. Das 4. Quartal wird zeigen, ob diese Abschwächung nur vorübergehender Natur war und ob auf den Wachstumspfad zurückgefunden wird. Die Aktienmärkte sind gegenüber den Anleihen günstig bewertet.

Wirtschaftliches Umfeld

Die wirtschaftliche Dynamik in den USA hat sich im 2. Quartal 2004 überraschend stark abgeschwächt. Das annualisierte Wachstum fiel von 4.5% im 1. Quartal auf aktuell 2.8%. Der stark gestiegene Ölpreis dürfte der Hauptgrund für die vorübergehende Schwäche der US-Wirtschaft sein. Einzelne Indikatoren konnten sich im Laufe des 3. Quartales erholen. Entscheidend wird jedoch sein, ob sich die Wirtschaft im 4. Quartal wieder beleben kann. Dämpfend dürfte sich der Abbau hoher Lagerbestände über die nächsten Quartale auswirken.

Die Entwicklung in Europa verlief weitgehend parallel. Die Erholung des Arbeitsmarktes verläuft jedoch harziger als in den USA, was sich weiterhin negativ auf die Detailhandelsumsätze auswirkt. Die Volkswirtschaft Europas ist besonders stark auf Exportimpulse angewiesen, weshalb die Entwicklung in den USA scharf beobachtet wird.

Auch in Japan war im 2. Quartal eine deutliche Wachstumsverlangsamung zu verzeichnen. Die Unternehmensgewinne und auch die Auftragseingänge zeigen allerdings eine nach wie vor dynamische Wirtschaftsentwicklung.

Aktienmärkte

Schwache Wirtschaftszahlen und der hohe Ölpreis führten die Aktienmärkte im 3. Quartal in einen Abwärtstrend. Das Öl war einer von vielen Roh-

stoffen, die sich in den letzten Monaten massiv verteuerten. Teilweise ist diese Entwicklung auf die reale Nachfrage, vor allem aus China, zurückzuführen. Ein verstärkender Einfluss hatten aber auch spekulative Transaktionen an den Warenmärkten. Entsprechend vermeldeten Unternehmen, insbesondere aus dem Nahrungsmittel- und Chemie-sektor, tiefere Margen, weil Preissteigerungen auf den Rohstoffen nur teilweise auf den Konsumenten überwältigt werden konnten.

Aktien sind momentan gegenüber Anleihen unterbewertet. Trotzdem herrschen ökonomische und politische Unsicherheiten, weshalb wir an unserer vorsichtigen Haltung festhalten und in der Aktienquote leicht untergewichtet bleiben. Wir bevorzugen die Sektoren Gesundheit, Industrie und Technologie.

Anleihemärkte

Die Wirtschaftsabschwächung der letzten 6 Monate hat wieder zu tieferen Renditen geführt. Der Zinserhöhungszyklus hat aber bereits begonnen und die Anleihen sind im Verhältnis zu den Aktien teuer. Wir bleiben in mittelfristigen Laufzeiten positioniert.

Währungen

Der USD konnte sich gegenüber den wichtigsten Währungen stabilisieren. Der erste Impuls einer wirtschaftlichen Belebung dürfte wieder von den USA ausgehen und damit kurzfristig den USD begünstigen.

Baryon AG, Private Asset Management

Weisses Schloss, General Guisan-Quai 36, CH-8002 Zürich

Telefon +41. 1. 206 20 50, Telefax +41. 1. 201 90 89

info@baryon.com, www.baryon.com