



Z:W

Zürcher
Hochschule
Winterthur

School of
Management

Zentrum
Alternative
Investments

Struktur, Trends und Perspektiven der Schweizer Fund of Hedge Funds Industrie

April 2007

Struktur, Trends und Perspektiven der Schweizer Fund of Hedge Funds Industrie

April 2007

Verfasst von:
Markus Altwegg
Franziskus Dürr
Sonia Lodeiro
David Lüthi
Peter Meier

Zürcher Hochschule Winterthur
School of Management
Zentrum Alternative Investments



Um Hedge-Funds ranken sich viele Mythen, und breite Anlegerkreise sind gegenüber dieser Anlageklasse immer noch auf Abstand bedacht. Die meist in Offshore-Zentren, wie den Bahamas oder den Cayman Islands, beheimateten Hedge-Funds verfolgen spezifische Investitionsstrategien, die für viele Anleger nur schwer oder gar nicht mehr nachvollziehbar sind, zumal im Vergleich zu den traditionellen Anlagefonds weniger Informationen über die Geschäftstätigkeit der Hedge-Funds öffentlich zugänglich sind. Zeitungsberichte über spektakuläre Pleiten von Hedge-Funds, wie zuletzt der Fall Amaranth, tragen ebenfalls zur Skepsis bei. Nachdem in den Anfängen vor allem vermögende Private in Hedge-Funds investierten, erkennen zunehmend auch institutionelle Investoren die Vorzüge dieser Anlagestrategien. Besonders im Fokus sind dabei die Dachfonds, auch Fund of Hedge Funds genannt, welche ein breit diversifiziertes Portfolio von Hedge-Funds unterhalten. Sie haben für den Investor den Vorteil, dass er sich nicht mehr selbst um die Evaluation, die Selektion und die Überwachung der einzelnen Hedge-Funds kümmern muss.

Die Schweiz liegt weltweit, nach den USA, an zweiter Stelle, wenn es um die Entwicklung, den Unterhalt und die Placierung von Fund of Hedge Funds geht. Über die Struktur der Branche ist aufgrund der mangelnden Transparenz bisher nur wenig bekannt. Die BrunnerInvest AG gehört seit ihrer Gründung im Jahre 1991 mit zu den Pionieren im Bereich von Fund of Hedge Funds. Seit 1995 verwaltet sie eigene Fund of Hedge Funds mit Fokus auf long-short Aktienfonds. Sie möchte mit der vorliegenden Studie einen Beitrag zur besseren Transparenz und zum Verständnis dieser noch jungen Anlagekategorie leisten. Die Studie wurde vom Zentrum Alternative Investments der Zürcher Hochschule Winterthur (ZHW) durchgeführt, welche seit mehreren Jahren Fund of Hedge

Funds intensiv erforscht. Die ZHW war Begründerin des im Jahre 2003 ins Leben gerufenen Transparency Council Funds of Hedge Funds (TCF), der mittlerweile aus zehn namhaften Mitgliedern der Schweizer Fund of Hedge Funds Branche, unter anderem der BrunnerInvest AG, besteht. Der TCF verfolgt das Ziel, die Transparenz in der Schweizer Hedge-Funds Industrie zu verbessern und Standards für Berichterstattung, Vergleichbarkeit und Analyse zu setzen.

Seit 2006 steht mit dem interaktiven Web-system hedgagate.com der Öffentlichkeit das nahezu komplette Universum an Schweizer Fund of Hedge Funds zur Verfügung. Die ZHW unterhält und analysiert die Datenbank und publiziert auch regelmässig über aktuelle Ergebnisse und Entwicklungen. Hedgagate wurde im Rahmen eines mehrjährigen Forschungsprojekts mit Unterstützung der Complementa AG und der Förderagentur für Innovation des Bundes (KTI) entwickelt. Hedgagate ist für Schweizer Investoren bezüglich Informationstiefe, -breite und -vollständigkeit über Fund of Hedge Funds einzigartig und bildet die Basis für eine erstmalige, detaillierte und analytische Aufarbeitung von Strukturen, Entwicklungen und Trends dieser Anlageform.

BrunnerInvest AG wünscht Ihnen viele neue Erkenntnisse, gute Unterhaltung und zusätzlichen Anlageerfolg durch die Lektüre der Studie.

Erwin Brunner
Im April 2007

Inhaltsverzeichnis

Editorial	5
Inhaltsverzeichnis	6
Einleitung	7
1 Datenuniversum und Struktur von hedgegate	9
2 Struktur der Schweizer Fund of Hedge Funds Industrie	12
2.1 Struktur der Fund of Hedge Funds, unterteilt nach Rechtsform, Strategie und Währung	14
2.2 Gebühren	16
2.3 Liquidität	18
3 Entwicklung der Fund of Hedge Funds von 1995 bis 2006	20
3.1 Rechtsformen	20
3.2 Strategien	22
3.3 Währungen	26
3.4 Fondscharakteristiken	29
4 Performance	31
4.1 Fund of Hedge Funds versus Marktindizes	31
4.2 Alter und Vermögen	33
4.3 Vermögen versus Performance	34
4.4 Rückgabefristen versus Performance	36
5 Trends und Perspektiven	37

Einleitung

Die Schweizer Finanzindustrie ist bekanntermaßen weltweit führend in der Verwaltung von privaten Vermögen wie auch in der Entwicklung von strukturierten Anlageprodukten. Weniger bekannt ist hingegen die wichtige Rolle der Schweiz im Bereich der hoch spezialisierten und wenig transparenten Hedge-Funds, welche meist in Offshore-Zentren wie den Cayman Islands oder den Bahamas domiziliert sind und von den grossen Finanzzentren wie New York oder London aus operieren. Nach Schätzungen von Hedge Fund Research gibt es weltweit rund 10000 Hedge-Funds mit einem Anlagevolumen von über einer Billion US-Dollar. Aus rechtlichen und strukturellen Gründen operieren nur wenige Hedge-Funds aus der Schweiz heraus. Umso erstaunlicher ist daher der Umstand, dass die Schweiz nach den USA den zweitgrössten Markt für Dachfonds von Hedge-Funds, sog. Fund of Hedge Funds (FoHF), unterhält. Dachfonds sind Investmentfonds, die das Geld ihrer Investoren ausschliesslich in Anteile von anderen Investmentfonds investieren. Ein Aktiendachfonds investiert also nicht direkt in einzelne Aktientitel, sondern alloziert sein Vermögen in verschiedene Aktienfonds. Genauso investiert ein Hedge Funds Dachfonds oder Fund of Hedge Funds die Kundengelder in ein Portfolio von Hedge-Funds. Die Fund of Hedge Funds verwalten rund die Hälfte des gesamten Hedge-Funds Vermögens im Umfang von 600 Mrd. USD, wovon rund 200 Mrd. USD über Schweizer Kanäle investiert wurden.

Ein repräsentatives Gesamtbild der Schweizer Fund of Hedge Funds Industrie liess sich bisher aufgrund des intransparenten Marktes nicht erschliessen. Die Fund of Hedge Funds Datenbank vom Zentrum Alternative Investments der Zürcher Hochschule Winterthur liefert nun erstmals die Grundlage für eine umfassende Analyse der Schweizer Fund of Hedge Funds Industrie. Die web-

basierte Datenbank ist auf dem Web-Portal hedgegate (www.hedgegate.com) auch für die Öffentlichkeit frei zugänglich. Sie enthält in ihrer Breite und Tiefe einmalige Informationen über die für Schweizer Investoren relevanten Fund of Hedge Funds. Dies sind einerseits von einer Schweizer Behörde (Eidgenössische Bankenkommission [EBK] bei den Fonds, der SWX bei den Beteiligungsgesellschaften und dem Bundesamt für Sozialversicherungen bei den Anlagestiftungen) registrierte und bewilligte Produkte und andererseits sogenannte Offshore-Funds, welche in der Schweiz nicht zum öffentlichen Vertrieb zugelassen sind. Der grösste Schweizer Anbieter von Fund of Hedge Funds, RMF Investment Management aus Pfäffikon/Schwyz, bietet seinen institutionellen Anlegern fast ausschliesslich Offshore-Produkte an. Die in der Schweiz registrierten Produkte ergeben zwar ein klar definiertes Produktuniversum, bilden aber im Vergleich mit den Offshore-Funds hinsichtlich der Anzahl und des Anlagevermögens nur die Spitze des Eisberges. Schätzungen gehen davon aus, dass die in der Schweiz vertriebenen Offshore Fund of Hedge Funds das achtfache Anlagevolumen der registrierten Produkte enthalten. Für ein repräsentatives Gesamtbild der in der Schweiz vertriebenen Offshore-Funds ist die Datenbasis von hedgegate allerdings zu klein. Die Analyse der Struktur der in der Schweiz vertriebenen Fund of Hedge Funds beschränkt sich deshalb auf das klar definierbare Universum der registrierten Produkte.

Die Studie ist in vier Kapitel gegliedert. In Kapitel 1 werden als Grundlage Datenstruktur und -dimensionen von hedgegate eingehend erläutert sowie das in der Studie verwendete Datenuniversum eingegrenzt. Die Analyse der Struktur der Schweizer Fund of Hedge Funds erfolgt anschliessend nach den Dimensionen Rechtsform, Strategieklassifikation, Währungen und Fonds-



charakteristiken. Das Kapitel 2 präsentiert die Struktur der Fund of Hedge Funds per Ende 2006, gegliedert nach den vorher erwähnten Dimensionen, während in Kapitel 3 die Entwicklung der Branche im Zeitraum von 1995 bis 2006 im Vordergrund steht. In Kapitel 4 wird schliesslich die Performance der Schweizer Fund of Hedge Funds nach verschiedenen Kriterien untersucht. Das Kapitel beginnt mit einer Gegenüberstellung der Performance der Schweizer Dachfonds und der Anlageklassen Hedge-Funds, Aktien und Obligationen. Untersuchungen über den Einfluss spezifischer Fondscharakteristiken auf die Fondsperformance runden dieses Kapitel ab. Das Kapitel 5 spannt schliesslich den Bogen von den Erkenntnissen der vorhergehenden Kapitel zu den Schlussfolgerungen über die Trends und Perspektiven der Schweizer Fund of Hedge Funds Industrie.

1 Datenuniversum und Struktur von hedgegate

Die Datenbank von hedgegate enthält für jeden Fund of Hedge Funds einen breiten Satz von Daten bezüglich qualitativer Fondscharakteristiken wie Lancierungsdatum, Verwaltungsgebühren, Liquidität (Zeichnungsfrist, Rückgabefrist) und vieles mehr. Dazu kommen Zeitreihen für den Nettoinventarwert (NAV, engl. Net Asset Value) und das Fondsvermögen (AuM, engl. Assets under Management) auf monatlicher sowie die Strategie- und geografische Allokation auf Quartalsbasis. Basierend auf dem Nettoinventarwert, werden diverse Rendite- und Performance-Kennzahlen gerechnet. Die Fondsrenditen sowie die anderen Performance-Kennzahlen beruhen auf der Berechnungsmethodik der stetigen Rendite, welche vor allem in akademischen Kreisen Verwendung findet. Die stetige Rendite wird mit der folgenden Formel berechnet:

$$R_t^n = \ln\left(\frac{NAV_t}{NAV_{t-n}}\right)$$

wobei
 n = Anzahl Monate,
 t = Monat

Die Fund of Hedge Funds sind in verschiedene Kategorien bzw. Dimensionen eingeteilt, welche eine spezifische Analyse der Daten erlauben. Bevor auf die für die Studie verwendete Datenbasis und das Vorgehen eingegangen wird, folgt zuerst eine kurze Beschreibung dieser Dimensionen.

1. Rechtsformen

Die Fund of Hedge Funds sind in fünf Kategorien gemäss rechtlichen Kriterien gegliedert:

1. Inländische Fonds (inländische Fund of Hedge Funds werden gemäss Kollektivanlagegesetz [KAG] der Fondskategorie «Übrige Fonds für Alternative Anlagen» zugeteilt)
2. Ausländische Fonds (von der EBK zum öffentlichen Vertrieb in der Schweiz

3. zugelassene ausländische Fund of Hedge Funds)
3. Beteiligungsgesellschaften (an der Schweizer Börse SWX kotierte Beteiligungsgesellschaften, welche in Hedge-Funds investieren)
4. Anlagestiftungen (vom Bundesamt für Sozialversicherung bewilligte kollektive Anlagevermögen für Schweizer Vorsorgeeinrichtungen)
5. Offshore-Funds (in der Schweiz nicht zum öffentlichen Vertrieb zugelassene Produkte)

Hedgegate verfolgt das Ziel, sämtliche in der Schweiz registrierten Produkte auf der Datenbank zu führen. Offshore-Funds werden aufgenommen, falls diese in der Schweiz vertrieben werden.

2. Strategieklassifikation

Hedge-Funds verfolgen die unterschiedlichsten Strategien mit einer Vielzahl von Finanzinstrumenten. Der häufigste und bekannteste Investitionsstil ist long-short Equity, bei dem Aktien sowohl gekauft als auch leer verkauft werden. Die verschiedenen Strategien oder Investmentstile werden nach ihrem Rendite-Risiko-Profil gemäss Abbildung 1 in drei Strategiekategorien eingeteilt.

DER HÄUFIGSTE UND BEKANNTESTE INVESTITIONSTIL IST LONG-SHORT EQUITY, BEI DEM AKTIEN SOWOHL GEKAUFT ALS AUCH LEER VERKAUFT WERDEN.

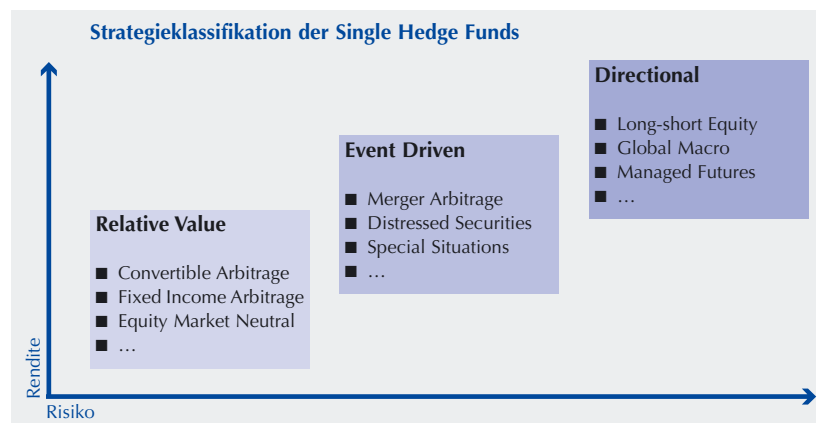


ABBILDUNG 1

DAS GRÖSSTE RISIKO UND DIE HÖCHSTEN RENDITEAUSSICHTEN HABEN DIE STRATEGIEN IN DER KATEGORIE DIREKTIONAL.

Die Kategorie Relative Value enthält Strategien, welche unabhängig von den Marktentwicklungen eine positive Rendite anstreben und dabei das tiefste Rendite-Risiko-Profil aufweisen. Die Strategien in der Kategorie Event Driven bergen das grössere Volatilitätsrisiko, weisen aber auch höhere Renditeaussichten auf. Dabei wird aus gewissen Marktsituationen Gewinne zu erzielen versucht. Bei der Strategie Merger Arbitrage werden im Zuge von Fusionsabsichten oder Firmenkäufen meist die Aktien des Übernahmekandidaten gekauft und die Aktien des Käufers verkauft. Das grösste Risiko und die höchsten Renditeaussichten haben die Strategien in der Kategorie Directional. Diese setzen vorwiegend auf Markttrends und sind deshalb vermehrt allgemeinen Marktschwankungen ausgesetzt.

Das Zentrum Alternative Investments hat auf Stufe der Dachfonds ebenfalls eine Strategieklassifikation eingeführt. Die Strategieklassifikation der Dachfonds erfolgt entsprechend der Single Hedge Funds Klassifikation:

1. Diversifiziert:	Diversifizierte Fonds sind in alle drei Hauptstrategien Relative Value, Event Driven und Direktional investiert.
2. Fokussiert Nicht-Direktional:	Fokussiert Nicht-Direktionale Fonds investieren in Strategien wie Relative Value oder Event Driven, welche positive Renditen unabhängig von den Marktbewegungen zu erzielen versuchen.
3. Fokussiert Direktional:	Fokussiert Direktionale Fonds investieren hauptsächlich in direktionale Hedge-Funds Strategien, welche auf gewisse Markttrends setzen und entsprechend mit den Märkten korrelieren.

In Abbildung 2 ist die Strategieklassifikation auf Stufe der Dachfonds mit den unterschiedlichen Hedge-Funds Strategien dargestellt.

Die Einteilung der Fonds in die drei Strategieklassen basiert auf den Investitionsrichtlinien im Anlagereglement, aber auch auf der effektiven Asset Allocation der Dachfonds, welche auf hedgegate erfasst sind. Die Einteilung der Fonds in die Strategieklassen wird periodisch überprüft und allenfalls angepasst.



ABBILDUNG 2

3. Datenmodell

Das Datenmodell von hedgegate ist in drei Hierarchiestufen gegliedert, um die unterschiedlichen Fondskonstrukte der Fondsanbieter abbilden zu können. Für die Studie sind dabei zwei Hierarchiestufen relevant. Auf der untersten Stufe stehen als Basis die einzelnen Fund of Hedge Funds Produkte. Ein Fund of Hedge Funds ist aufgrund seines Namens und der Anlagewährung eindeutig definiert. Manche Produkte sind allerdings nicht nur in einer, sondern in verschiedenen Anlagewährungen erhältlich. Man spricht dabei von einer sogenannten Master-Feeder-Konstruktion (vgl. Abbildung 3). Sämtliche Gelder werden in einem Masterportfolio nach einer bestimmten Strategie angelegt und verwaltet. Die Basiswährung bzw. Anlagewährung ist meistens der USD. Der Fonds mit der gleichen Währung wie das Masterportfolio ist der Master-Fund. Die zum gleichen oder späteren Zeitpunkt lancierten anderen Währungsklassen des Fonds (z. B. CHF oder EUR) dienen dann als Feeder-Funds für den Master-Fund, d.h., die entsprechenden Gelder werden in die Währung des Masterportfolios (Master-Produkt) umge-

Konstruktion eines Master-Feeder-Produktes

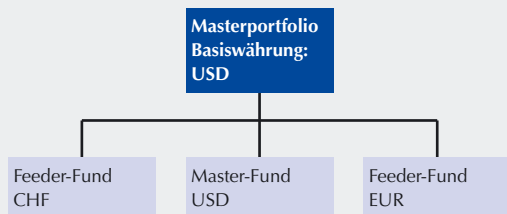


Abbildung A: Beispiel einer Master-Feeder-Konstruktion

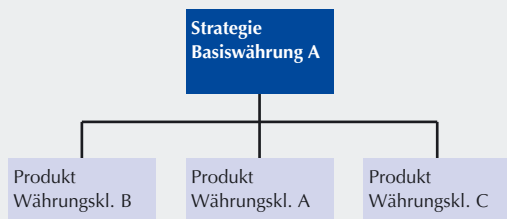


Abbildung B: Datenmodell bei hedgegate

ABBILDUNG 3

tauscht und im Master-Fund angelegt. Das Währungsrisiko der Feeder-Funds wird meist vollständig abgesichert. Für jede Währungstranche des Fonds muss eine eigene Buchhaltung geführt werden.

Das Masterportfolio wird bei hedgegate als Strategie und die verschiedenen Feeder-Funds inkl. der Master-Funds werden als Produkte bezeichnet. Das Fondsvolumen wird sowohl auf der Master- als auch der Masterportfolio-Stufe erfasst. Das Fondsvolumen des Masterportfolios entspricht der Summe des Anlagevolumens des Master-Produktes sowie der Feeder-Funds umgerechnet in die Währung des Masterportfolios.

Datenuniversum

Per 23.3.2007 sind in hedgegate insgesamt 378 Produkte erfasst. Davon sind 105 Offshore-Funds und 212 in der Schweiz registrierte Produkte. Beim Rest handelt es sich um 61 liquidierte Produkte. In der Studie sind die 212 in der Schweiz registrierten Produkte berücksichtigt. Zieht man von den 212 Produkten sämtliche Feeder-Funds ab,

so sind noch 114 Master-Produkte berücksichtigt. Im Anhang A sind in den Tabellen a bis d die Zahl der verwendeten Produkte und Master-Produkte unterteilt nach Rechtsform, Strategie und Währung aufgeschlüsselt. In der Tabelle e sind die liquidierten FoHF aufgelistet.

Die Analyse der Vermögensentwicklung basiert auf der Stufe der Master-Produkte mit dem Gesamtvermögen des Masterportfolios. Einzig im Kapitel 3.3 über die Entwicklung der verschiedenen Währungen werden die Fondsvermögen auf Stufe der einzelnen Produkte mit den Feeder-Funds verwendet. Nicht alle Anbieter liefern jedoch Daten über die Vermögen der Feeder-Funds, und teilweise sind nicht alle Feeder-Funds eines Master-Produktes in hedgegate enthalten. Aus diesen Gründen sind die Fondsvermögen auf Master- und Produktstufe nicht identisch. Während sich das Vermögen aller in der Studie berücksichtigten Master-Produkte auf 25.7 Mrd. USD beläuft, summiert sich das Volumen der einzelnen Produkte nur auf 22.5 Mrd. USD.

Zu leichten Verzerrungen in der Analyse der Vermögensentwicklung und der Performance der Fund of Hedge Funds trägt der Umstand bei, dass nicht von allen Produkten die Zeitreihen über das Fondsvermögen und den Net Asset Value (NAV) pro Anteil seit der Lancierung vorhanden sind. Vor allem bei Fonds, die eine Laufzeit von über zehn Jahren aufweisen, konnten die Anbieter die Daten nicht vollständig liefern. Hedgegate ist bemüht, eine qualitativ hochstehende Datenbank zu führen, ist dabei jedoch auf die entsprechenden Informationen der Anbieter angewiesen.

PER 23.3.2007 SIND IN HEDGEGATE INSGESAMT 378 PRODUKTE ERFASST. DAVON SIND 105 OFFSHORE-FUNDS UND 212 IN DER SCHWEIZ REGISTRIERTE PRODUKTE.

2 Struktur der Schweizer Fund of Hedge Funds Industrie

Die Inkraftsetzung des Anlagefondsgesetzes (AFG) im Jahre 1995 war der Startschuss für einen Boom der Schweizer Fund of Hedge Funds Branche. Vor 1995 waren nur gerade die beiden FoHF DINVEST – Total Return von der Union Bancaire Privée (1986) und der LODH Delta Global Fund von Lombard Odier Darier Hentsch (1991) lanciert wor-

den. Beide gehören heute zu den zehn grössten Dachfonds in der Schweiz. Unter den Pionieren sind neben den beiden grossen Privatbanken auch die Privatbankiers Reichmuth&Co sowie die beiden auf Hedge-Funds spezialisierten Vermögensverwalter BrunnerInvest AG und die GL Funds AG zu finden. Im Jahre 1998 wurden mit Altin AG (Bank Syz&Co), Castle Alternative Invest AG (LGT) und creInvest AG (Julius Bär/GAM) drei Fund of Hedge Funds im Rechtskleid einer Beteiligungsgesellschaft an der SWX kotiert.

Entwicklung des Fondsvolumens und der Produktanzahl von 1995 bis 2006

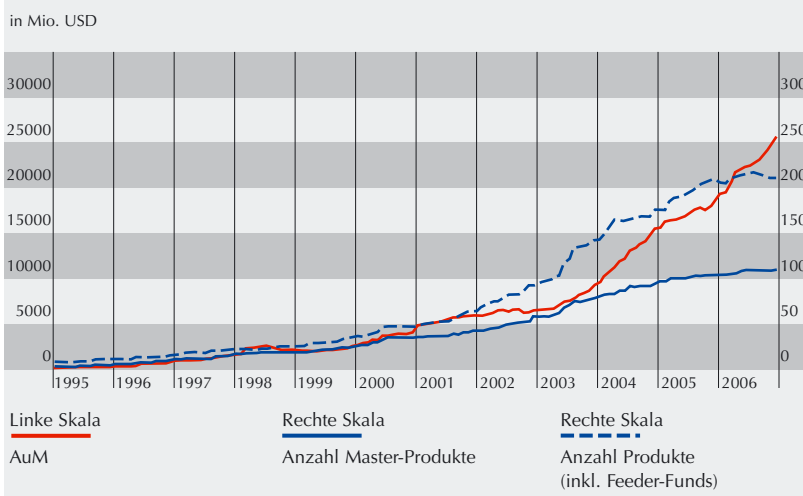


ABBILDUNG 4

Das Gesamtfondsvolumen der FoHF stieg von 111 Mio. USD per Ende 1995 auf 6.4 Mrd. USD im Jahre 2002. Das Fondsvolumen wuchs in dieser Zeitperiode jährlich um durchschnittlich 79%. Seither vervierfachte sich das Anlagevolumen auf 25.7 Mrd. USD per Ende 2006. In den letzten drei Jahren verdoppelte sich zudem die Anzahl der Master-Produkte auf 114. Zählt man die verschiedenen Feeder-Funds ebenfalls dazu, so waren insgesamt 212 Produkte erhältlich.

Der führende Anbieter von in der Schweiz registrierten Hedge-Funds ist die Genfer Privatbank Lombard Odier Darier Hentsch mit einem Anlagevolumen von 3.7 Mrd. USD oder 14.5% des Gesamtvermögens der Schweizer Fund of Hedge Funds. Neben den beiden ausländischen Grossbanken, der britischen HSBC und der niederländischen ABN Amro Bank, sowie dem britischen Investment Manager FIM Advisers LLP liegen sieben Schweizer Finanzinstitute in den Top Ten. Unangefochten an der Spitze liegt der Finanzplatz Genf mit den drei Vertretern Lombard Odier Darier Hentsch, Union Bancaire Privée und dem auf Alternative Anlagen fokussierten Investment Manager Optimal Investment SA. Die Genfer Finanzbranche befasste sich seit den 70er-Jahren mit Hedge-Funds und nimmt in der Schweiz seither eine Führungsrolle ein. Bereits an fünfter Stelle liegen die Privatbankiers Reichmuth&Co aus Luzern. Der

Top-Ten der Anbieter

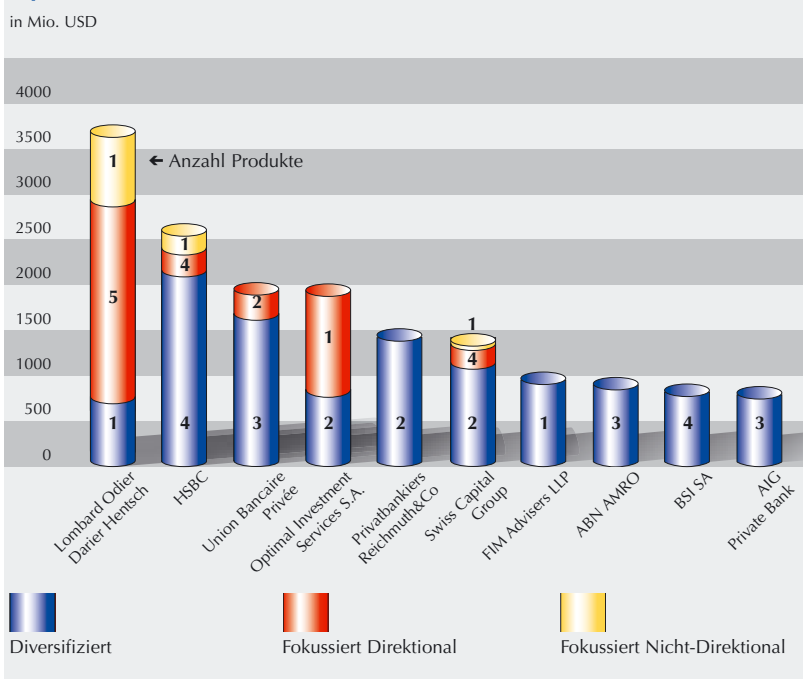


ABBILDUNG 5

Finanzplatz Zürich ist durch die Swiss Capital Group und die AIG Private Bank vertreten. Die Top Ten von insgesamt 34 Anbietern, von welchen die Fondsvermögen bekannt sind, verwalten zusammen 65 % des Gesamtvermögens.

Von den Top Ten ist einzig die Tessiner Bank BSI SA (ehemalige Banca della Svizzera Italiana) mit keinem Produkt in den Top Ten der grössten Produkte vertreten (vgl. Abbildung 6). Lombard Odier Darier Hentsch stellen mit dem LODH Multiadvisers – Global Arbitrage und dem LODH Delta Global Fund sogar zwei Fonds in den Top Ten und sogar deren fünf sind in den Top Twenty. Zusammen vereinen die ersten zehn 41% und die ersten zwanzig 61% des Gesamtvermögens auf sich.

Der mit Abstand grösste Fonds ist der HSBC GH Fund mit einem Vermögen knapp unter der 2-Mrd.-USD-Grenze. Der Fonds ist über viele Strategien diversifiziert. An vierter Stelle folgt der erste Fokussiert Direktionale Fonds Optimal European Opportunities (Ireland) Fund, welcher in long-short-Equity-Strategien investiert. Die Performance der Produkte über die letzten drei Jahre, gemessen an der Sharpe Ratio, ist mit Werten von meist über 1 überdurchschnittlich.

Abbildung 7 verdeutlicht, dass Ende 2003 mit Ausnahme des DINVEST – Total Return noch kein Produkt ein Fondsvermögen von über 310 Mio. USD auswies. Der im Jahre 2004 einsetzende weltwirtschaftliche Aufschwung, verbunden mit den steigenden Notierungen an den Finanzmärkten, liess die Fondsvermögen innerhalb von drei Jahren explodieren. Am meisten zulegen konnten der HSBC GH Fund (+1047%), Reichmuth Matterhorn (+557%) und der SC Low Volatility Fund (+413%). Der AIG Diversified Strategies Fund und der SC Low Volatility Fund stagnierten allerdings ab

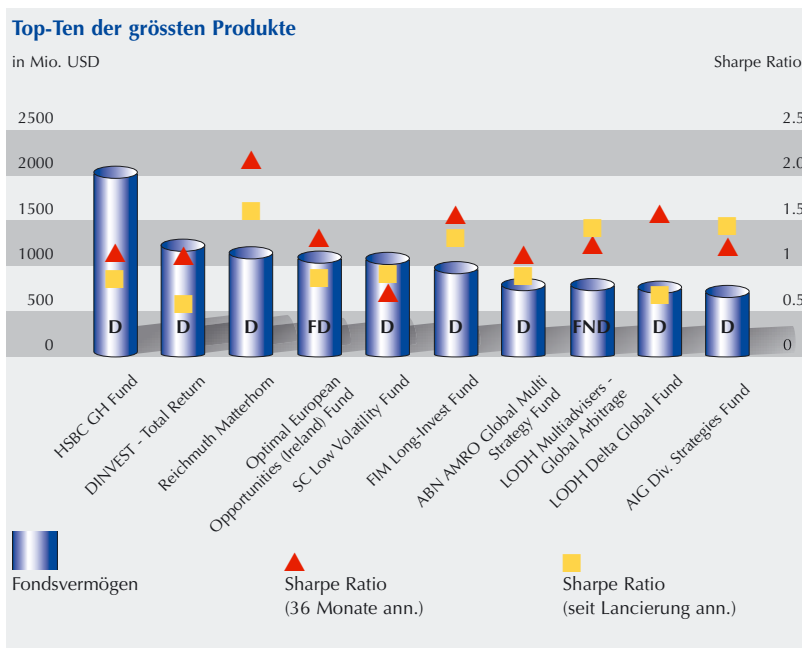


ABBILDUNG 6

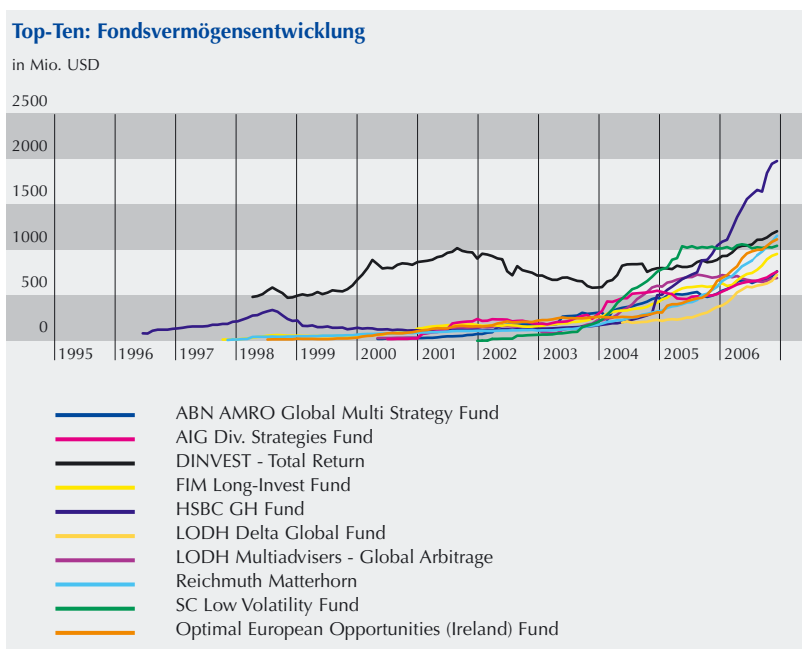


ABBILDUNG 7

Mitte 2005. Im Anhang B sind die Top-Ten-Produkte mit den Produktcharakteristiken in der Tabelle e aufgelistet. In den nächsten Kapiteln wird die Struktur der FoHF nach verschiedenen Kriterien näher untersucht.

2.1 Struktur der Fund of Hedge Funds, unterteilt nach Rechtsform, Strategie und Währung

Sowohl im Fondsvolumen als auch in der Menge an Produkten dominieren die ausländischen Fonds den Schweizer Markt. Sie vereinen knapp 60% des gesamten Fondsvolumens und über 50% der Produkte auf sich und sind in Luxemburg (48%), auf der britischen Kanalinsel Guernsey (35%) und in Dublin (17%) domiziliert. In der Schweiz stehen den Anlegern neben den Fund of Hedge Funds im Rechtskleid eines Fonds auch noch die an der SWX kotierten Beteiligungsgesellschaften und die den Vorsorgeeinrichtungen vorbehaltenen Anlagestiftungen für Investitionen offen. Zusammen weisen sie ein Fondsvermögen von 3.1 Mrd. USD auf und haben einen Anteil von 11.9% am Gesamtvermögen.

Rund zwei Drittel aller Produkte mit einem Vermögensanteil von knapp 75% sind der diversifizierten Strategiekategorie zuzuordnen. Die Fokussiert Direktionalen Produkte, welche den Marktschwankungen viel stärker unterliegen als die diversifizierte Klasse, sind

mit einem Anteil von 28% an den Produkten und 21% am Gesamtvermögen deutlich im Hintertreffen. Eine bisher nur marginale Rolle spielen die Fokussiert Nicht-Direktionalen Produkte, welche ausschliesslich Relative Value Strategien verfolgen, die wenig mit dem Markt korrelieren. In der Tabelle 1 ist die Anzahl der Master-Produkte und deren Fondsvermögen unterteilt nach der Rechtsform und der Strategie aufgelistet.

Die Basiswährung der Hedge-Funds wie auch der Dachfonds ist hauptsächlich der USD, da der Grossteil des Anlageuniversums der Hedge-Funds in dieser Währung notiert. In der Schweiz sind 71% der Produkte mit einem Anteil von 78% am Gesamtvermögen in USD notiert. Die wenigen Dachfonds mit der Referenzwährung EUR verfolgen denn auch meist auf den europäischen Raum begrenzte Strategien wie z. B. long-short Equity Europe. Beinahe 20% der Produkte mit einem Vermögensanteil von 10% sind in CHF aufgelegt. Der Anteil der Währungen am Gesamtfondsvolumen ist in Tabelle 2 aufgeschlüsselt.

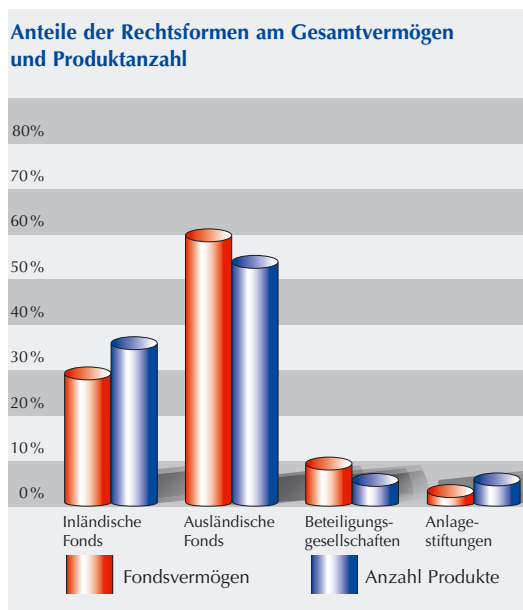


ABBILDUNG 8

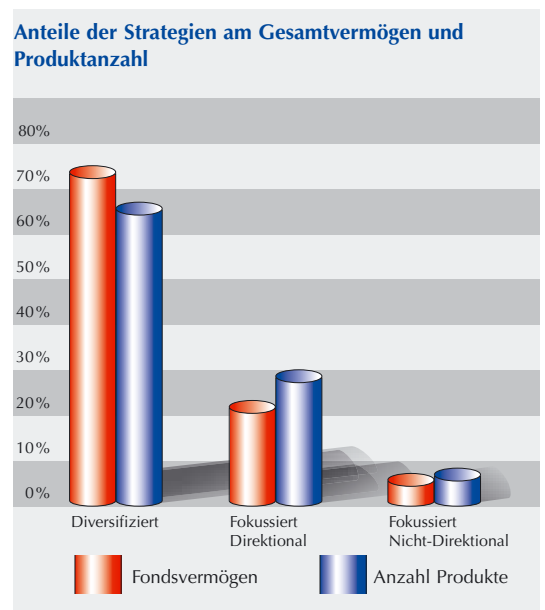


ABBILDUNG 9



hauptsächlich EUR und CHF, angeboten werden. Der Anleger ist mit einem Feeder-Fund zwar in CHF investiert, doch die Gelder werden umgehend in USD umgetauscht und im USD-Produkt angelegt. Der Feeder-Fund unterscheidet sich vom USD-Produkt nur insofern, als das USD-Währungsrisiko gegenüber dem CHF abgesichert ist. Insgesamt sind für 32 Fonds mit der Referenzwährung USD auch Feeder-Funds im CHF mit einem Fondsvermögen von rund 3 Mrd. USD emittiert. Im EUR sind gar 43 Feeder-Funds mit einem Fondsvermögen von 3.9 Mrd USD aufgelegt.

IN DER SCHWEIZ SIND 71% DER PRODUKTE MIT EINEM ANTEIL VON 78% AM GESAMT-VERMÖGEN IN USD NOTIERT.

Viele Anleger möchten das Fremdwährungsrisiko ausschliessen und bevorzugen deshalb CHF-Anlagen. So haben sämtliche sechs Anlagestiftungen, welche in Hedge-Funds investierten, mit einem Fondsvermögen von 764 Mio. USD die Basiswährung CHF. Diesem Bedürfnis kommt die Hedge-Funds-Branche auch entgegen, indem für viele Produkte mit der Basiswährung USD auch sog. Feeder-Produkte in anderen Währungen,

Anzahl der Master-Funds und die Fondsvolumen (in Mio. USD) nach Rechtsform und Strategie

	Inländische Fonds		Ausländische Fonds		Anlagestiftungen		Beteiligungsgesellschaften	
	Anzahl	AuM	Anzahl	AuM	Anzahl	AuM	Anzahl	AuM
D	32	6689	29	9173	5	735	6	2287
FD	4	457	26	4958	1	29	–	–
FND	3	260	4	1119	–	–	–	–
Total	39	7406	59	15250	6	764	6	2287

TABELLE 1

Anzahl der Master-Funds und die Fondsvolumen nach Rechtsform und Währung

	Inländische Fonds			Ausländische Fonds			Anlagestiftungen			Beteiligungsgesellschaften		
	Anzahl	AuM (Basiswährung)	AuM (in USD)	Anzahl	AuM (Basiswährung)	AuM (in USD)	Anzahl	AuM (Basiswährung)	AuM (in USD)	Anzahl	AuM (Basiswährung)	AuM (in USD)
USD	26	5978	5978	47	12186	12186	–	–	–	5	1997	1997
CHF	9	1272	1057	5	892	732	6	932	764	–	–	–
EUR	4	280	370	5	1684	2222	–	–	–	1	219	290
JPY	–	–	–	2	13120	110	–	–	–	–	–	–
Total	39	7406	7406	59	15250	15250	6	764	764	6	2287	2287

TABELLE 2

VOR ALLEM FÜR MIT HEDGE-FUNDS WENIG VERTRAUTE INVESTOREN BIETEN DIE FUND OF HEDGE FUNDS EINE GUTE EINSTIEGS-MÖGLICHKEIT.

2.2 Gebühren

Die FoHF haben gegenüber Einzelanlagen in Hedge-Funds den Vorteil, dass sie dem Anleger Zugang zu einem breit diversifizierten Portfolio von Hedge-Funds zu wesentlich geringeren Einstiegsbeträgen bieten. Vor allem für mit Hedge-Funds wenig vertraute Investoren bieten die FoHF eine gute Einstiegsmöglichkeit. Der aufwendige Selektions- und Due Diligence Prozess für ein optimiertes Hedge-Funds Portfolio wird vom Manager des FoHF übernommen, wobei dieser auch Zugang zu Hedge-Funds erhält, welche für andere Anleger für Neuzeichnungen geschlossen sind. Der Nachteil der FoHF ist deren doppelte Gebührenstruktur. Gebühren fallen sowohl auf Stufe der einzelnen Hedge-Funds als auch auf Stufe des FoHF an. Je nach Gebührenstruktur der Hedge-Funds und des FoHF können die Auswirkungen auf die Netto-Performance beträchtlich sein. Die aktiv gemanagten FoHF veranschlagen im Vergleich mit den traditionellen Fonds durchschnittlich die wesentlich höheren Gebühren. Die Gebühren setzen sich aus der fixen Verwaltungsgebühr in Prozent des Fondsvolumens und einer

performanceabhängigen Gebühr zusammen. Mit der Performancegebühr wird der Manager zu einem gewissen Prozentsatz am Gewinn beteiligt.

In vielen Fällen ist die Performancegebühr im Sinne des Anlegers an Bedingungen geknüpft. So sind Fonds mit einer High Water Mark ausgestattet. Mit der High Water Mark wird festgelegt, dass die periodische Performancegebühr nur dann anfällt, wenn der Inventarwert (NAV) des Fonds die letzte Höchstmarke wieder überschritten hat. Nach einer Baissephase erhält der Manager folglich erst dann wieder eine Performancebeteiligung, wenn er die vorhergehenden Verluste wieder ausgeglichen hat. Lediglich zwei Fonds haben keine High Water Mark. Zudem wird die Performancegebühr nur erhoben, falls die Rendite eine bestimmte Marke (Hurdle Rate) übersteigt. Wie die Abbildung 12 verdeutlicht, sind bei über der Hälfte der Fonds mit einer Performancegebühr keine Hurdle Rates festgelegt.

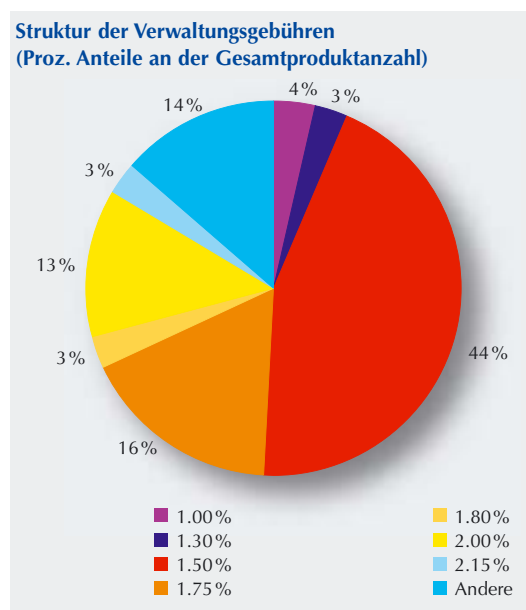


ABBILDUNG 10

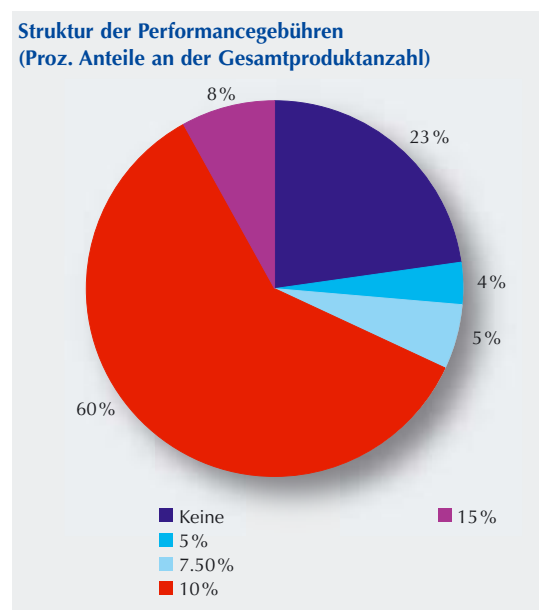


ABBILDUNG 11

89% aller Produkte verlangen eine Verwaltungsgebühr von mindestens 1.5%, und bei 9% beträgt die Gebühr über 2%. Die Produkte mit einer Verwaltungsgebühr von 1.5% sind mit einem Anteil von 44% am häufigsten vertreten, gefolgt von den Produkten mit 1.75% (16%) und mit 2% (13%). Die grosse Mehrheit der Fonds (60%) ist zudem mit einer Performancegebühr von 10% ausgestattet, während andererseits beinahe ein Viertel der Fonds (23%) auf eine solche Gebühr verzichten. Stellt man für die Fonds die Verwaltungsgebühr der Performancegebühr gegenüber, so ergibt sich das in den Abbildungen 13 und 14 dargestellte Bild.

In beiden Abbildungen markieren die Kreise jeweils die verschiedenen Kombinationen aus Verwaltungs- und Performancegebühren der Fonds, während die Grösse der Kreise in Abbildung 13 von der relativen Produktanzahl der entsprechenden Kombination und in Abbildung 14 vom relativen Fondsvolumen bestimmt ist. Von allen Kombinationen sind die Fonds mit einer Verwaltungsgebühr von 1.5% und einer Performancegebühr von 10% am häufigsten vertreten. Die Fonds mit

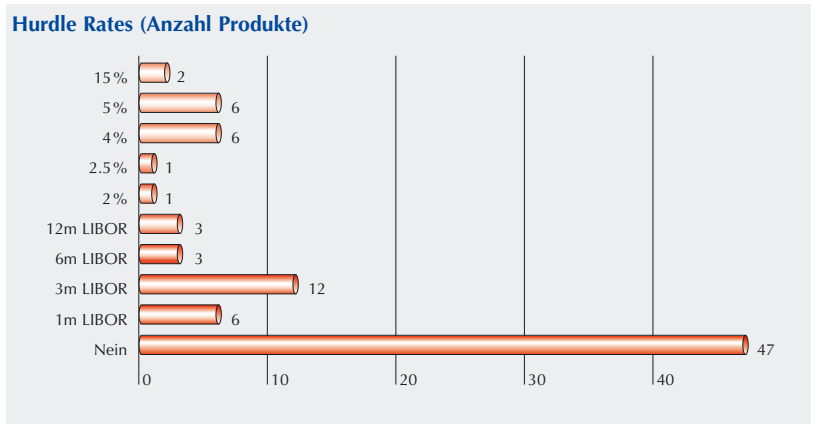


ABBILDUNG 12

dieser Gebührenstruktur vereinen auch das grösste Anlagevolumen auf sich. Es zeigt sich, dass nur wenige Fonds mit einer Verwaltungsgebühr von unter 1.5% keine Performancegebühr und im Gegensatz dazu nur wenige Fonds mit einer Verwaltungsgebühr von über 2% auch eine Performancegebühr verlangen. In Abbildung 14 wird zudem ersichtlich, dass das Anlagevolumen der Fonds ohne Performancegebühr überdurchschnittlich hoch ist. Das Segment der Fonds mit einer Verwaltungsgebühr von 1.5%, aber ohne Performancegebühr beinhaltet neben dem Fonds Gutzwiller TWO sämtliche sieben

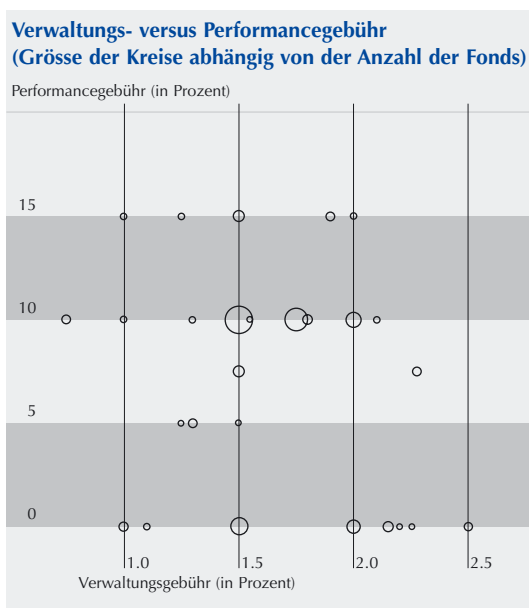


ABBILDUNG 13

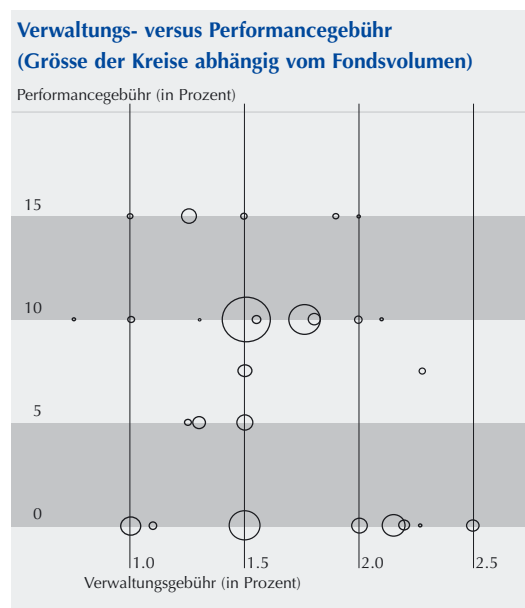


ABBILDUNG 14

EIN WESENTLICHER VORTEIL DER FUND OF HEDGE FUNDS GEGENÜBER EINEM SELBST ZUSAMMENGESTELLTEN SINGLE HEDGE FUNDS PORTFOLIO IST DEREN HÖHERE LIQUIDITÄT, D.H. KÜRZERE ZEICHNUNGS- UND RÜCKGABEFRISTEN FÜR NEUE FONDSANTEILE.

Produkte von Lombard Odier Darier Hentsch, welche zu den grössten im Markt gehören (Gesamtvermögen: 3.7 Mrd. USD). In der Kombination herausragend sind Reichmuth Matterhorn (Vermögen: 1.2 Mrd. USD) und Himalaja (Vermögen: 266 Mio. USD) von den Privatbankiers Reichmuth&Co, für die nur eine Verwaltungsgebühr von 1% anfällt. Die einzigen Produkte mit einer Verwaltungsgebühr von über 2% und einer Performancegebühr von mindestens 7.5% sind die beiden Fonds Bonhôte Alternative Multi-Arbitrage und Multi-Performance sowie Bank Hofmann Alternative Strategies.

2.3 Liquidität

Ein wesentlicher Vorteil der FoHF gegenüber einem selbst zusammengestellten Single Hedge Funds Portfolio ist deren höhere Liquidität, d.h. kürzere Zeichnungs- und Rückgabefristen für neue Fondsanteile. Die Rückgabefrist bemisst die Zeitperiode ab dem formellen Kündigungstermin des Fondsanteiles und dem Zeitpunkt, in dem der Anleger das Geld ausbezahlt erhält. Hinzu kommt noch die Ankündigungsperiode, d.h.

die Anzahl Tage vor dem offiziellen Kündigungstermin, in denen die Rückgabeabsicht dem Anbieter mitgeteilt werden muss. Während vor allem Hedge-Funds, welche in illiquide Finanzinstrumente investieren, die Rückgabefrist oft auf ein halbes bis ganzes Jahr festsetzen, ist diese auf Stufe der FoHF viel geringer. Die für Investoren attraktive höhere Liquidität der FoHF birgt allerdings für diese auch ein nicht zu vernachlässigendes Liquiditätsrisiko, falls viele oder gewichtige Anleger gleichzeitig aus dem FoHF aussteigen wollen.

Die Zeichnungsfrist beträgt für 89% aller Fonds einen Monat. Eine Ausnahme bilden die an der SWX kotierten Beteiligungsgesellschaften, die täglich gehandelt werden können, sowie auf wöchentlicher Basis die Fonds GAM Global Multi-Alpha, GL Galileo Pacific Fund, GL Galileo Japan Fund und SAAF Japan Plus Fund sowie die Anlagestiftung AWi Hedge Fund CHF. Auch die Rückgabefrist ist für die meisten Fonds (69%) auf einen Monat festgesetzt. Ein Fünftel der FoHF sind mehr in Einklang mit den Rückgabefristen der Single Hedge Funds und nehmen nur vierteljährlich Anteile zurück.

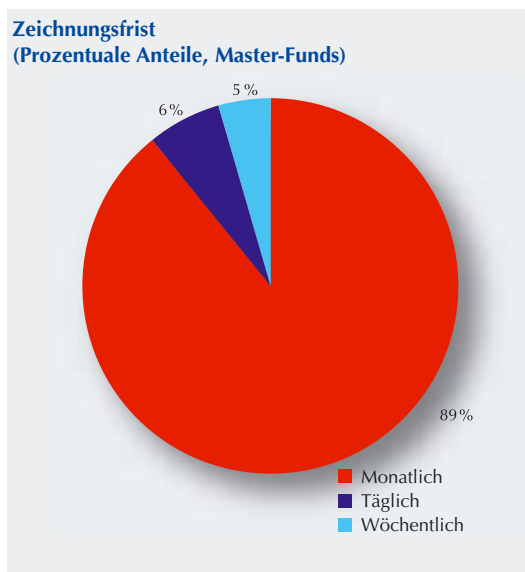


ABBILDUNG 15

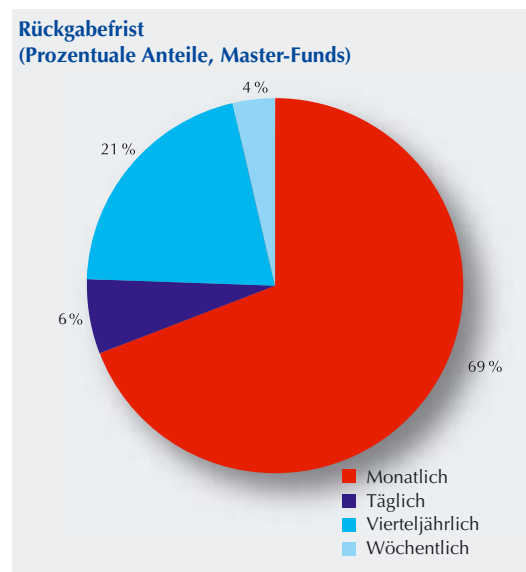


ABBILDUNG 16



Struktur der Rückgabefristen

(Die Flächen sind proportional zur Anzahl der Produkte)

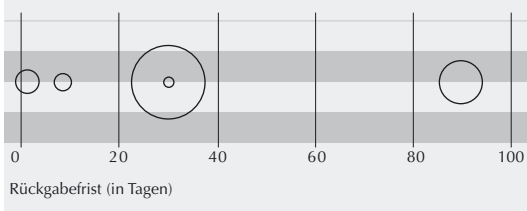


ABBILDUNG 17

Struktur der Gesamtfristen

(Rückgabefrist und Ankündigungsperiode)

(Die Flächen sind proportional zur Anzahl der Produkte)

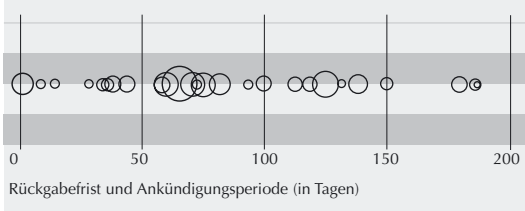


ABBILDUNG 18

In der Abbildung 17 ist die Struktur der Rückgabefristen für die Fund of Hedge Funds dargestellt. Die Grösse der Kreisflächen entspricht dabei der relativen Anzahl der Produkte. Interessant ist nun der Vergleich mit der Abbildung 18, wenn zur Rückgabefrist noch zusätzlich die Ankündigungsperiode hinzugezählt wird. Die berechnete Frist ergibt die maximale Zeitperiode, die für den Investor von der Ankündigung der Rückgabe bis zur Rückzahlung des Geldes verstreicht. Die gesamte Frist von der Ankündigung der Rückgabe eines Fondsanteiles bis zur Rückzahlung des Geldes ist dabei wesentlich höher, als wenn nur die Rückgabefrist berücksichtigt wird. Gewisse Fonds bieten zwar eine monatliche Rückgabefrist an, doch wird gleichzeitig eine Ankündigungs-

periode von 90 Tagen verlangt. Bis der Investor sein Geld zurückerhält, vergehen also maximal 120 Tage. Aus diesem Grund ist das Spektrum der Fristen von der Ankündigung der Rückgabe bis zum Erhalt des Geldes wesentlich breiter als bei der Rückgabefrist. Rund die Hälfte der Fonds setzen die Gesamtfrist zwischen 58 und 95 Tagen fest. Für ein Drittel der Fonds beträgt die Gesamtfrist sogar mehr als 100 Tage. Zu den Produkten mit den höchsten Fristen gehören vor allem die Anlagestiftungen.

3 Entwicklung der Fund of Hedge Funds von 1995 bis 2006

DIE IM AUSLAND DOMIZILIERTEN UND IN DER SCHWEIZ REGISTRIERTEN FOHF DOMINIEREN SOWOHL IN DER ANZAHL ALS AUCH IM FONDSVOLUMEN DEN SCHWEIZER MARKT.

Nachdem in Kapitel 2 einführend die Struktur der Schweizer Fund of Hedge Funds in einer statistischen Betrachtung per Ende 2006 aufgezeigt wurde, steht in diesem Kapitel die strukturelle Entwicklung der Fonds im Zeitraum von 1995 bis 2006 im Vordergrund. Die Analyse erfolgt analog zu Kapitel 2, unterteilt nach den Dimensionen Rechtsform, Strategie, Währungen und Fondscharakteristiken. Neben der Vermögensentwicklung der Fonds, unterteilt nach den verschiedenen Dimensionen, ist gleichzeitig die Performance ein wichtiger Bestandteil der Analyse.

3.1 Rechtsformen

Die im Ausland domizilierten und in der Schweiz registrierten FoHF dominieren sowohl in der Anzahl als auch im Fondsvolumen den Schweizer Markt seit 1995. In den Anfängen waren neben den ausländischen Fonds nur noch die an der SWX kotierten Beteiligungsgesellschaften von Bedeutung. Die drei im Jahre 1996 lancierten Gesellschaften creInvest AG, Castle Alternative Invest AG und Altin AG überschritten innert kurzer Zeit die Marke von 200 Mio. USD Anlagevermögen. In den Jahren 1999, 2000 und 2001 kamen die Absolute

Beteiligungsgesellschaften Absolute Invest, Absolute US, Absolute Europe und Absolute Managers an die Börse. Jede dieser Beteiligungsgesellschaften verfolgt eine andere Investitionsstrategie. Zum Jahresbeginn 2001 verwalteten die Beteiligungsgesellschaften ein Anlagevermögen von knapp über 2 Mrd. USD und hatten damit einen Anteil am Gesamtvermögen der FoHF von 42% (vgl. Abbildung 19). Andererseits existierten nur ein paar wenige inländische Fonds wie der Delta Global Fund von Lombard Odier Darier Hentsch (Lancierung im Jahre 1991), Reichmuth Matterhorn (1997) der Privatbankiers Reichmuth&Co und SAAF II (CH) Global Fund (1998) von der Bank Clariden Leu. Nach dem Börsencrash von 2000 bis 2002 entdeckten auch die Vorsorgeeinrichtungen die Hedge-Funds als Anlageklasse und begannen vor allem in FoHF zu investieren. Die 1994 gegründete Anlagestiftung AAA Fondation pour l'Accès à l'Allocation d'Actifs bot den Pensionskassen 2001 mit dem Teilvermögen AAA Alternative das erste Stiftungsvermögen an, welches in ein breit diversifiziertes Hedge-Funds Portfolio investiert. Mit dem Teilvermögen AAA Alternative long-short wurde 2004 bisher einmalig ein Stiftungsvermögen lanciert, welches nur in long-short Strategien investiert. Neben AAA

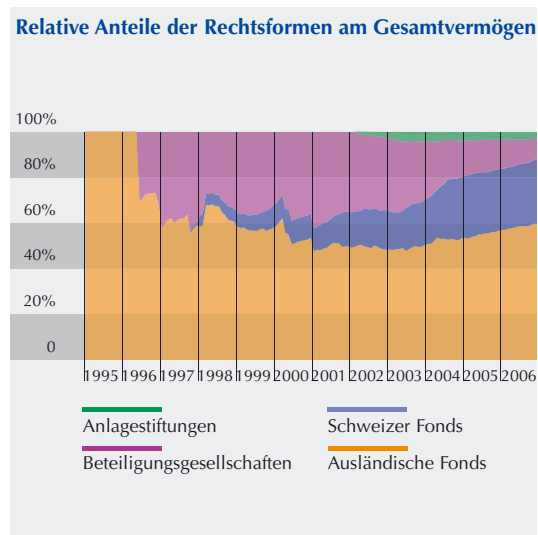


ABBILDUNG 19

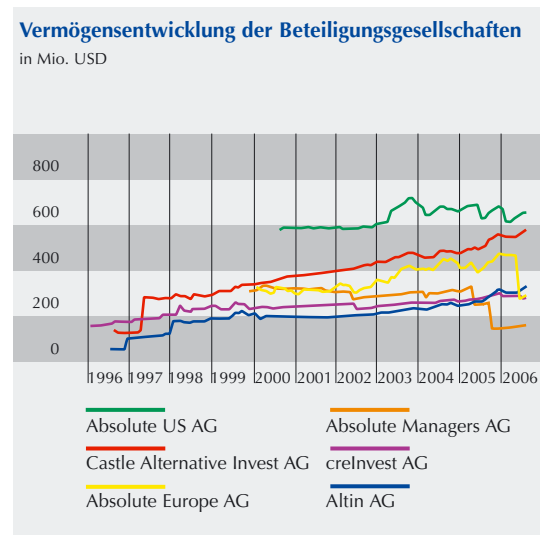


ABBILDUNG 20

traten auch die Anlagestiftungen Avadis und Credit Suisse relativ früh mit Hedge-Funds-Teilvermögen auf den Markt.

Zum Jahresende 2002 verwalteten 36 ausländische Fonds ein Anlagevermögen von 3.1 Mrd. USD, 12 inländische Fonds ein Vermögen von 1.1 Mrd. USD, 6 Beteiligungsgesellschaften ein Vermögen von 2 Mrd. USD und 3 Anlagestiftungen ein Vermögen von 170 Mio. USD.

Im Zuge der seit 2003 einsetzenden Erholung der Finanzmärkte stiegen das Angebot und das Volumen der FoHF stark an. Am meisten legten die inländischen Fonds zu. Von 2003 bis 2006 verdreifachte sich das Angebot von 12 auf 39 Produkte, und das Vermögen stieg um mehr als das Sechsfache von 1.1 Mrd. auf 7.4 Mrd. an (vgl. Abbildungen 21 und 22). Die Zahl der ausländischen Fonds stieg in der gleichen Periode von 36 auf 59 Produkte, während sich das Vermögen von 3.1 Mrd. auf 15.3 Mrd. beinahe verfünffachte. Im Gegensatz zu den FoHF stagnierten die Beteiligungsgesellschaften mehr oder weniger auf dem Niveau von 2003 (vgl. Abbildung 20). Einzig die Castle Alternative AG entwickelt sich seit Jahren kontinuierlich und verwaltet heute ein Vermögen von 577

Mio. USD. Die Beteiligungsgesellschaften Absolute Managers, Absolute Europe und Absolute US tätigten in den Jahren 2004 bis 2006 diverse Kapitalrückzahlungen an die Aktionäre. Im Jahre 2004 verschwand zudem die Absolute Invest AG vom Markt. Die Beteiligungsgesellschaften verloren so kontinuierlich an Marktanteilen, während die inländischen FoHF den grössten Marktanteilgewinn verbuchen konnten.

DIE BETEILIGUNGSGESELLSCHAFTEN VERLOREN KONTINUIERLICH AN MARKTANTEILEN, WÄHREND DIE INLÄNDISCHEN FOHF DEN GRÖSSTEN MARKTANTEILGEWINN VERBUCHEN KONNTEN.

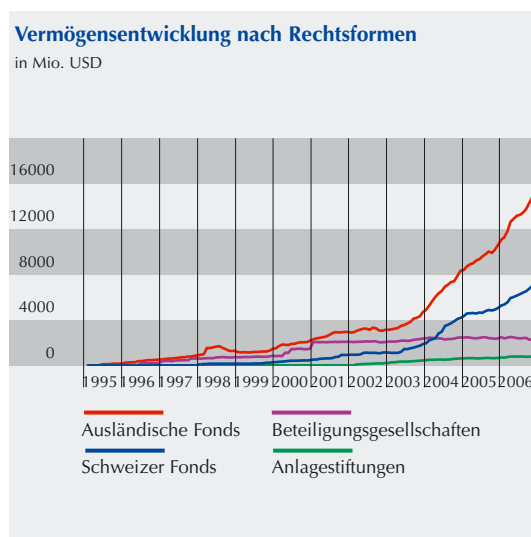


ABBILDUNG 21

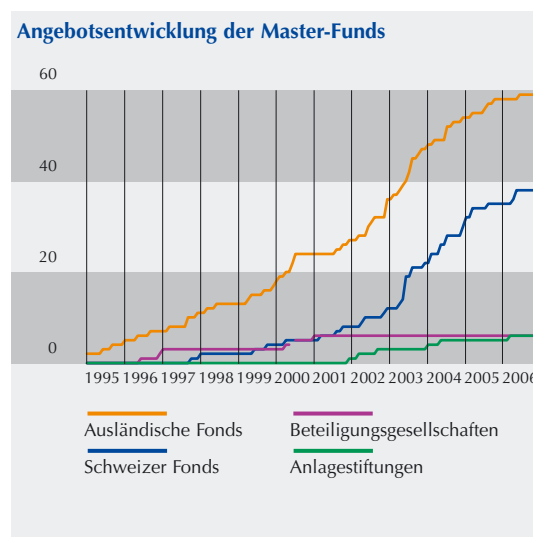


ABBILDUNG 22

**AUCH RISIKOBEREINIGT
WAR DIE PERFORMANCE
VON FOHF ANSPRE-
CHEND UND DEUTLICH
BESSER ALS JENE VON
AKTIEN.**

In Tabelle 3 ist die Performance der FoHF nach unterschiedlichen Rechtsformen und über verschieden lange Zeitperioden festgehalten. Über die zehn Jahre von 1997 bis 2006 rentierten inländische Fonds mit jährlich 9.9% am besten und die Beteiligungsgesellschaften mit 8.5% am geringsten. Auch risikobereinigt war die Performance von FoHF ansprechend und deutlich besser als jene von Aktien, was die entsprechenden Sharpe Ratios (Überschussrendite gegenüber dem kurzfristigen Zinssatz im Verhältnis zur Volatilität) zum Ausdruck bringen. Es gilt allerdings zu beachten, dass über den Horizont von zehn Jahren die Zahl der FoHF recht eingeschränkt ist und nur ein inländischer FoHF, nämlich der LODH Delta Global Fund, seit über zehn Jahren existiert.

boten zu diversifizieren und neue Hedge-Funds mit Relative Value Strategien entstanden waren, welche ihrerseits geringere Renditeschwankungen aufweisen.

Auffallend konsistent und ansprechend war die Performance der Beteiligungsgesellschaften. Es konnten allerdings nur Castle, creInvest und Altin durchgängig analysiert werden, weil die übrigen Beteiligungsgesellschaften Umstrukturierungen vornahmen und keine konsistenten Inventarwerte liefern konnten. Bescheiden fielen die Renditen der Anlagestiftungen aus. Die dennoch deutlich positiven Sharpe Ratios weisen allerdings darauf hin, dass die für Pensionskassen bestimmten Portfolios sehr geringe Volatilitäten aufweisen und so dem Sicherheitsbedürfnissen der Vorsorgeeinrichtungen nachkommen.

Performance nach Rechtsformen (annualisierte Werte)									
		Ausländische Fonds		Inländische Fonds		Beteiligungsgesellschaften		Anlagestiftungen	
		Anzahl Fonds		Anzahl Fonds		Anzahl Fonds		Anzahl Fonds	
Rendite:	3 Jahre	8.04%	48	5.83%	24	7.39%	3	3.91%	3
	5 Jahre	6.68%	27	6.31%	9	8.05%	3	-	-
	10 Jahre	8.88%	9	9.86%	1	8.45%	3	-	-
Sharpe Ratio:	3 Jahre	0.87	48	0.61	24	0.76	3	0.47	3
	5 Jahre	0.85	27	0.98	9	1.22	3	-	-
	10 Jahre	0.56	9	0.88	1	0.81	3	-	-

TABELLE 3

In der jüngeren Vergangenheit, über fünf und drei Jahre, waren die Renditen etwas geringer, was besonders bei den inländischen FoHF auffällt. Weniger deutlich fällt die Performanceverflachung auf, wenn man die risikobereinigte Messgrösse, die Sharpe Ratio, zu Rate zieht. Bei den ausländischen FoHF war die Sharpe Ratio in den letzten drei Jahren etwas höher als zuvor, obwohl die Renditen leicht tiefer liegen. Gründe für die nach wie vor hohen Sharpe Ratios bei Fund of Hedge Funds sind die tiefen Zinssätze und die rückläufige Volatilität der Fondsrenditen. Die Volatilitäten von FoHF waren vor einigen Jahren stark rückläufig, weil sich den Portfoliokonstrukteuren vermehrt Möglichkeiten

3.2 Strategien

Auf dem Markt für Fund of Hedge Funds sind Produkte, welche breit über verschiedene Strategien investiert sind, am häufigsten anzutreffen und vereinen seit Jahren zwischen 70% und 80% des Gesamtvermögens auf sich. Diversifizierte FoHF verteilen ihre Gelder auf die Strategieklassen Relative Value, Directional und Event Driven und decken damit sämtliche Hedge-Funds Strategien ab. Den grössten Anteil dürfte dabei die direktionale Strategie long-short Equity ausmachen, da diese Stilrichtung die führende Hedge-Funds Strategie ist. Die Strategie-Zusammensetzung der Diversifizierten FoHF wurde für 22 Produkte, für welche Daten für das gesamte Jahr 2006 vorhanden waren, genauer untersucht. Das Median-Produkt enthält dabei die folgenden Strategieanteile: Cash (4%), Directional (54%), Event Driven (14%), Relative Value (17%) und verschiedene Strategien (11%). Das Ergebnis verdeutlicht, dass die diversifizierten Produkte einen hohen Anteil an direktionalen Strategien

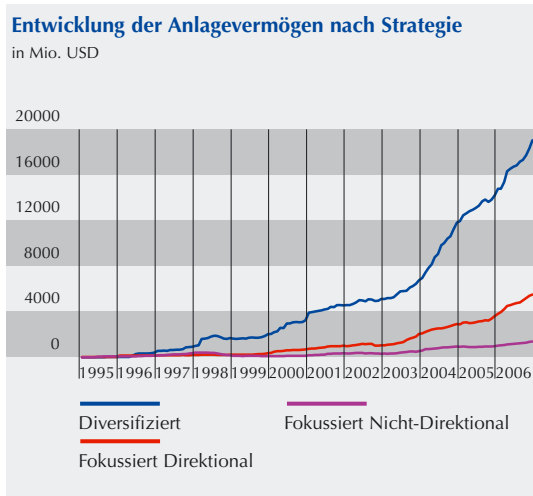


ABBILDUNG 23

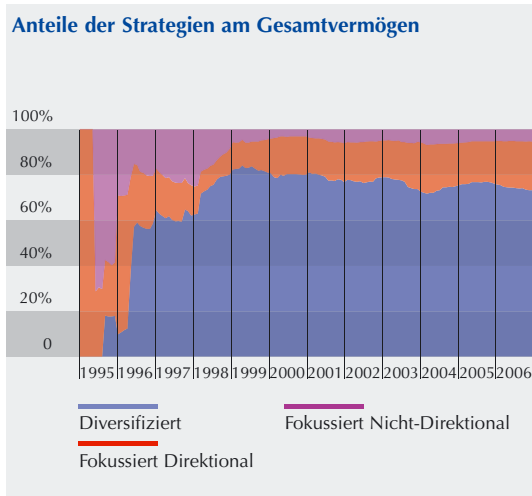


ABBILDUNG 24

besitzen und deshalb verstärkt den allgemeinen Marktbewegungen ausgesetzt sind.

Investoren, die erstmals in Hedge-Funds investieren, entscheiden sich meist für solche Produkte, da diese mit weniger Risiko behaftet sind als die direktionalen Produkte. Direktionale FoHF sind in weit stärkerem Masse den Markttrends unterworfen. Die grosse Mehrheit der direktionalen FoHF investiert fast ausschliesslich in long-short Equity Hedge-Funds. Bei den ersten lancierten FoHF waren die direktionalen Produkte stark vertreten. Lombard Odier Darier Hentsch brachten 1995 die ersten Direktionalen Fonds LODH Multiadvisers – U.S. Equity und LODH Multiadvisers – Global Trading auf den Markt. Der unabhängige Vermögensverwalter BrunnerInvest AG gehörte ebenfalls zu den Ersten und lancierte in den Jahren 1995/96 mit den Star MM Funds Multi Mondial, Circle Asia Pacific und Circle Europe gleich drei Fonds.

Zudem gibt es noch ein paar vereinzelte FoHF, welche ihren Fokus ausschliesslich auf Relative Value oder Event Driven Strategien legen. Diese Fokussiert Nicht-Direktionalen Fonds sind mit den Aktien- und Obligationenmärkten am wenigsten korreliert. Die beiden Fonds LODH Multiadvisers – Global Arbitrage und HSBC – Multiadvisers Arbitrage verwalten zusammen 75% des Anlagevolumens der Fokussiert Nicht-Direktionalen Produkte. In der Zeitperiode von 2003 bis 2006 verdoppelte sich die Zahl der diversifizierten Fonds von 35 auf 72, während sich das Anlagevolumen von 5.1 Mrd. USD auf 18.9 Mrd. beinahe vervierfachte. Die Zahl der Fokussiert Direktionalen FoHF wuchs in der gleichen Zeitperiode zwar nur um 13 auf insgesamt 31, doch ihr Vermögen stieg von 1 Mrd. USD um mehr als das Fünffache auf 5.4 Mrd. USD.

Die Diversifizierten und Fokussiert Direktionalen FoHF weisen zwar eine ähnliche Altersstruktur auf, unterscheiden sich aber deutlich im Fondsvolumen. Der Grössenunterschied verdeutlicht die Rangliste der grössten Produkte, bei denen acht eine diversifizierte und nur eines eine fokussiert direktionale Strategie verfolgt (vgl. Abbildung 6).

**BRUNNERINVEST AG
LANCIERTE 1995/96 MIT
DEN STAR MM FUNDS
MULTI MONDIAL,
CIRCLE ASIA PACIFIC
UND CIRCLE EUROPE
GLEICH DREI
DIREKTIONALE FONDS.**

Anlagevolumen versus Alter der Fonds für diversifizierte und directionale Produkte

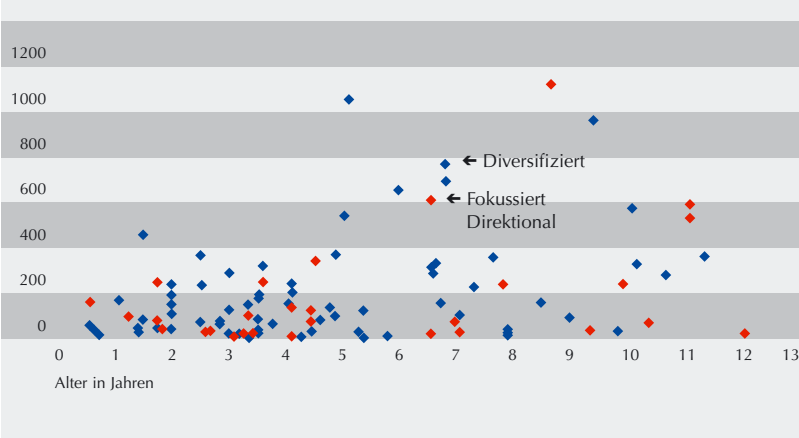


ABBILDUNG 25

Das Median-Produkt beider Strategien ist jeweils seit rund 4 1/3 Jahren auf dem Markt und verwaltet bei den Diversifizierten FoHF ein Anlagevermögen von 151 Mio. USD und bei den Fokussiert Direktionalen eines von 76 Mio. USD.

Die Fokussiert Direktionalen FoHF erwirtschafteten im Vergleich mit den anderen Strategien über die Zeitperioden von 3, 5 und 10 Jahren die höchsten durchschnittlichen Renditen. Am ausgeprägtesten war die Renditedifferenz für die letzten drei Jahre, wo die directionalen Produkte auf der Welle der boomenden Aktienmärkte mitreiten konnten. Sie erzielten eine durchschnittliche Rendite von 8.47%, während die Diversifizierten und Fokussiert Nicht-Direktionalen FoHF Renditen von 6.36% bzw. 6.54% erreichten. Die Datenbasis ist allerdings vor allem für die Fokussiert Nicht-Direktionalen Produkte dünn.

Performance nach Strategien (annualisierte Werte)

		Diversifiziert		Fokussiert Direktional		Fokussiert Nicht-Direktional	
		Anzahl Fonds		Anzahl Fonds		Anzahl Fonds	
Rendite:	3 Jahre	6.36%	50	8.47%	23	6.54%	5
	5 Jahre	6.68%	25	7.96%	13	5.77%	2
	10 Jahre	8.88%	7	9.20%	5	5.54%	1
Sharpe Ratio:	3 Jahre	0.74	50	0.88	23	1.28	5
	5 Jahre	0.92	25	0.84	13	1.40	2
	10 Jahre	0.77	7	0.43	5	0.47	1

TABELLE 4

Unter Berücksichtigung des Risikos ergibt sich hingegen eine andere Rangierung. Die risikobereinigte Performance, gemessen an der Sharpe Ratio, ist für die Fokussiert Nicht-Direktionalen FoHF über den 3- und 5-

DIE FOKUSSIERT DIREKTIONALEN FONDS ERWIRTSCHAFTETEN IM VERGLEICH MIT DEN ANDEREN STRATEGIEN ÜBER DIE ZEITPERIODEN VON 3, 5 UND 10 JAHREN DIE HÖCHSTEN DURCHSCHNITTLICHEN RENDITEN.

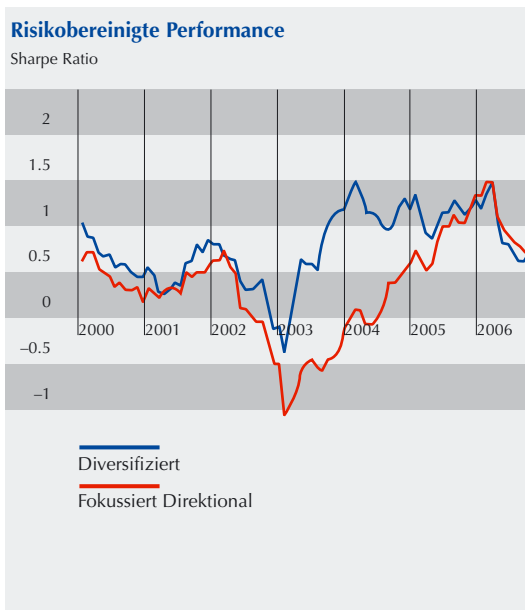


ABBILDUNG 26

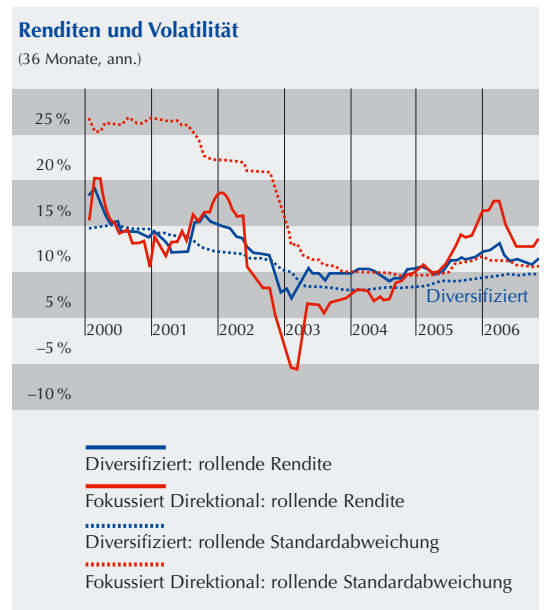


ABBILDUNG 27

Jahres-Horizont am höchsten. Die Fokussiert Nicht-Direktionalen FoHF haben mit Abstand das geringste Risiko, weshalb ihre risikoadjustierte Performance am höchsten liegt. Aufgrund der geringen Anzahl Fokussiert Nicht-Direktionaler FoHF ist das Resultat aber mit gewissen Vorbehalten zu versehen.

Die Direktionalen FoHF bergen das höchste Risiko in sich und liegen, gemessen an der Sharpe Ratio, im 3-Jahres-Horizont knapp vor und im 5-Jahres-Horizont knapp hinter den Diversifizierten FoHF. In der Periode von 2000 bis 2006 war die über 36 Monate rollende durchschnittliche Sharpe Ratio für die Diversifizierten FoHF, mit Ausnahme des letzten Jahres, die meiste Zeit deutlich höher als bei den Fokussiert Direktionalen FoHF (siehe Abbildung 26). Der Aktienmarktcrash in den Jahren 2000 bis Frühjahr 2003 schlug sich dabei deutlich in der Performance der Direktionalen FoHF nieder. Die Gegenüberstellung der Renditen und Risiken der beiden Strategien in Abbildung 27 zeigt die Determinanten der risikoadjustierten Performance. Das Risiko der Direktionalen FoHF war in den Jahren 2000 bis 2002 deutlich höher als dasjenige der diversifizierten Produkte. Während des dramatischen Aktienmarktsturzes ab Sommer 2002 bis Anfang März 2003 reduzierten die Fokussiert Direktionalen FoHF ihr Risiko aber deutlich und haben seither nur noch ein geringeres Risiko als die diversifizierten Produkte. Die Fokussiert Direktionalen FoHF erhielten von der ab Frühjahr 2003 einsetzenden Erholung der Aktienmärkte starken Rückenwind und überflügelten die diversifizierten Produkte seit Mitte 2005 sowohl hinsichtlich der Renditen als auch der Sharpe Ratio.

Interessante Aspekte liefert der Vergleich der Diversifizierten und Direktionalen FoHF hinsichtlich ihrer Korrelation mit den globalen Aktienmärkten und den Hedge-Funds. Für

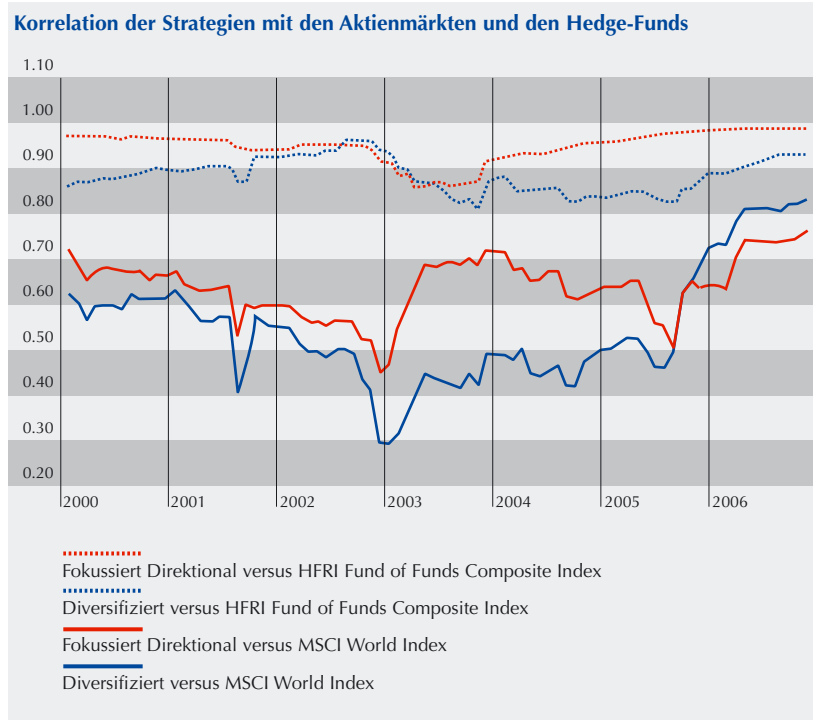


ABBILDUNG 28

beide Strategien wurde jeweils deren 36 Monate rollende Korrelation mit dem MSCI World Index als Benchmark für die Aktienmärkte und mit dem HFRI Fund of Funds Composite Index für die Hedge-Funds berechnet. In Abbildung 28 sind die Korrelationen über die Periode von 2000 bis 2006 dargestellt. Sowohl die Diversifizierten als auch die Direktionalen FoHF sind eng mit dem HFRI Fund of Funds Composite Index korreliert, wobei vor allem die direktionalen Produkte sich nahezu im Gleichschritt mit dem Index entwickeln. Dies könnte ein Indiz dafür sein, dass die direktionalen Produkte im Fund of Funds Index von HFR eine hohe Gewichtung haben. Die Renditeentwicklung der FoHF verläuft natürlich weniger eng mit dem MSCI World Index. Dabei würde man erwarten, dass die Direktionalen FoHF stärker mit den Aktienmärkten korrelierten als die Diversifizierten Fonds. Umso erstaunlicher ist der steile Korrelationsanstieg der diversifizierten Produkte mit den Aktienmärkten seit Ende 2005. Die Diversifizierten

DIE FOKUSSIERT DIREKTIONALEN FOHF ÜBERFLÜGELN DIE DIVERSIFIZIERTEN PRODUKTE SEIT MITTE 2005 SOWOHL HIN-SICHTLICH DER RENDITEN ALS AUCH DER SHARPE RATIO.



Fonds sind mittlerweile dem Aktienmarkt-trend sogar stärker ausgesetzt als die direk-tionalen Produkte.

3.3 Währungen

Der USD ist sowohl bei den Hedge Funds als auch den Fund of Hedge-Funds die Haupt-währung. Von den in der Schweiz registrier-ten Master-Funds haben rund 71% die Basis-währung USD und verwalten mit 20.2 Mrd. USD rund 80% des Gesamtvermögens. Die 20 FoHF mit der Basiswährung CHF ver-

walten 3.1 Mrd. (2.6 Mrd. USD) und die 10 FoHF mit der Basiswährung EUR verwalten 2.2 Mrd. EUR (2.9 Mrd. USD). Die FoHF mit der Referenzwährung EUR sind auf Anlagen im EUR-Raum fokussiert und verfolgen gross-teils long-short Equity Strategien. Neben den drei Hauptwährungen USD, EUR und CHF gibt es die beiden auf Japan spezialisierten Fonds GL Galileo Japan Fund und SAAF Japan Plus Fund, welche in der Referenz-währung Yen aufgelegt sind.

DIE DIVERSIFIZIERTEN FOHF SIND MITTLERWEILE DEM AKTIENMARKTTREND SOGAR STÄRKER AUSGESETZT ALS DIE DIREKTIONALEN PRODUKTE.

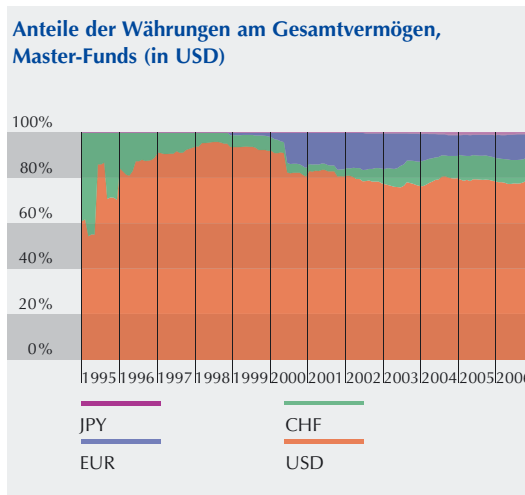


ABBILDUNG 29

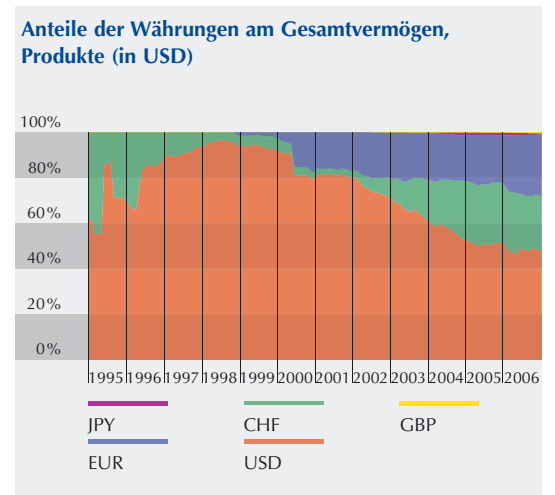


ABBILDUNG 30

Das Bild verändert sich jedoch stark, wenn auch die sogenannten Feeder-Funds mitberücksichtigt werden. Feeder-Funds sind Fondsanteile eines Fonds mit einer anderen Referenzwährung als derjenigen des Master-Funds. Bei 49 von insgesamt 79 Fonds mit der Basiswährung USD wurden auch Fondsanteile in anderen Währungen aufgelegt. In Tabelle 5 sind die Master-Feeder-Konstruktionen zahlenmässig aufgelistet.

Master-Feeder-Produkte per Ende 2006			
	Anzahl	Fondsvolumen (Mio. USD)	in Prozent vom Mastervermögen
Master in USD	49	15459	
Feeder-Funds EUR	43	3866	25%
Feeder-Funds CHF	32	2961	19%
Feeder-Funds GBP	4	88	1%
Feeder-Funds JPY	2	10	0%
Master in EUR	4	1614	
Feeder-Funds USD	2	523	32%
Feeder-Funds CHF	1	5	0%
Master in CHF	4	682	
Feeder-Funds USD	1	131	19%

TABELLE 5

Per Ende 2006 waren 49 Master-Feeder-Produkte mit der Referenzwährung USD auf dem Markt mit einem Gesamtvermögen von 15.5 Mrd. USD. Zu den 49 Master-Funds kommen nochmals 81 Feeder-Funds, welche hauptsächlich die Referenzwährungen EUR und CHF besitzen und in die insgesamt 6.9 Mrd. USD investiert wurden. Die Feeder-Funds für die Masterportfolios in USD haben insgesamt einen Anteil von 45% am Gesamtvermögen. Nicht alle Anbieter von Master-Feeder-Produkten liefern jedoch Informationen über die Vermögensentwicklung der Feeder-Funds. Der Anteil der Feeder-Funds am Gesamtvermögen dürfte wohl ungefähr die Hälfte betragen. In der Abbildung 30 zeigt sich, wie mit zunehmender Zahl der aufgelegten Feeder-Funds der USD als Anlagewährung systematisch an Gewicht einbüsst. Der Vergleich unterliegt allerdings einer Verzerrung, da sämtliche Währungen zum jeweils aktuellen Devisenkurs umgerechnet wurden und deshalb die Währungsschwankungen einen Einfluss auf die Vermögensanteile der verschiedenen Währungen haben.

In der Periode von 2003 bis 2006 hat das Anlagevolumen der FoHF mit der Referenzwährung CHF von bescheidenen 718 Mio.

IN DER PERIODE VON 2003 BIS 2006 HAT DAS ANLAGEVOLUMEN DER FOHF MIT DER REFERENZWÄHRUNG CHF VON BESCHIEDENEN 719 MIO. CHF UM 810% AUF 6.5 MRD. CHF ZUGENOMMEN.

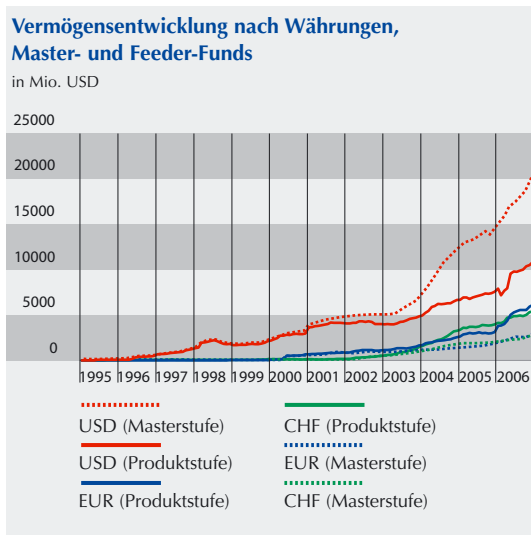


ABBILDUNG 31

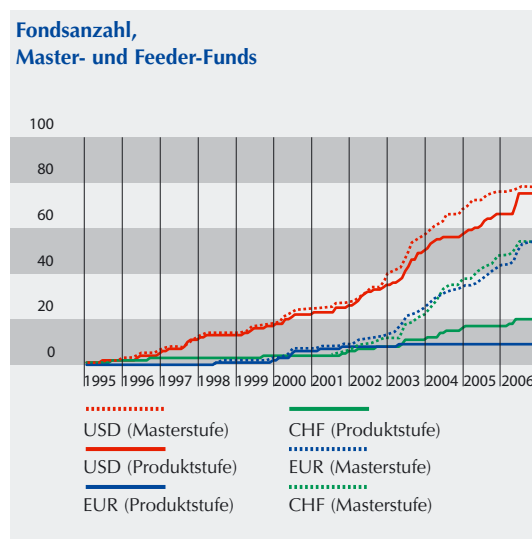


ABBILDUNG 32

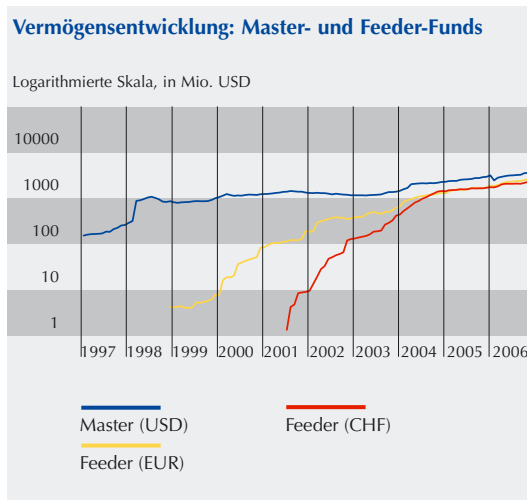


ABBILDUNG 33

CHF um 810% auf 6.5 Mrd. CHF zugenommen. Die EUR-Fonds verzeichneten noch einen Anstieg um 330% von 1.1 Mrd. auf 4.6 Mrd. EUR, während die USD-Fonds ihr Vermögen nur noch um 170% von 4 Mrd. auf 10.8 Mrd. USD steigern konnten. Bei vielen Master-Feeder-Funds mit der Referenzwährung USD haben die meist später lancierten Feeder-Funds das grössere Anlagevolumen als der Master-Fund. In Abbildung 33 ist die Vermögensentwicklung von 26 Master-Feeder-Funds mit der Masterwährung Dollar dargestellt. Es wurden nur solche Fonds berücksichtigt, welche sowohl CHF- als auch EUR-Feeder-Funds auflegten.

Den stärksten Volumenanstieg verzeichneten die Feeder-Funds in CHF. Ihr Anlagevermögen setzte innerhalb der letzten vier Jahre

zu einem fulminanten Höhenflug an und stieg von 124 Mio. USD auf 2.2 Mrd. USD. Die EUR-Feeder-Funds vermehrten ihr Anlagevermögen im gleichen Zeitraum von 351 Mio. USD auf 2.6 Mrd. USD. Zusammen vereinen die Feeder-Funds 4.8 Mrd. USD auf sich, während die Master-Funds nur ein Vermögen von 3.7 Mrd. USD besitzen. Die Nachfrage von Schweizer und europäischen Investoren nach Fund of Hedge Funds mit den Referenzwährungen CHF und EUR ist gross und wird von vielen Anbietern mit der Auflegung von Feeder-Funds ihrer USD-FoHF entsprochen.

Die Master-Produkte mit der Referenzwährung USD erzielten über die letzten drei Jahre mit einer durchschnittlichen annualisierten Rendite von 7.22% die beste Performance. Vor allem die CHF-Produkte lagen mit 4.36% deutlich zurück.

Die Performanceunterschiede sind aber noch kein Beleg für das bessere Management der USD-Produkte, zumal die Stichprobe bei den EUR- und CHF-Produkten sehr klein ausfällt. Vielmehr spielen Währungsabsicherungskosten eine wesentliche Rolle. Vor allem die in CHF emittierten Fonds sind einem erheblichen Währungsrisiko ausgesetzt, da deren Anlagevermögen sich aus Hedge-Funds in Fremdwährungen, vor allem Dollar, zusammensetzt. Die Absicherung (Hedging) der Fremdwährungsrisiken kann sehr kostspielig sein. Die Kosten sind abhängig von der Zinsdifferenz zwischen den Ländern der beiden Währungspaare. Da sich die Zinsdifferenz zwischen den USA und der Schweiz vor allem in den letzten drei Jahren ständig ausweitete, trieb dies die Absicherungskosten der FoHF in CHF in die Höhe. Im 5-Jahres-Horizont sind die durchschnittlichen Renditen für alle Währungen fast gleich hoch.

DEN STÄRKSTEN VOLUMENANSTIEG VERZEICHNETEN DIE FEEDER-FUNDS IN CHF.

Performance nach Währungen (annualisierte Werte)

		USD		EUR		CHF	
		Anzahl Fonds		Anzahl Fonds		Anzahl Fonds	
Rendite:	3 Jahre	7.22%	56	5.72%	9	4.36%	11
	5 Jahre	6.68%	28	6.51%	6	6.74%	6
	10 Jahre	9.20%	10	-	-	8.08%	3
Sharpe Ratio:	3 Jahre	0.84	56	0.83	9	0.72	11
	5 Jahre	1.03	28	0.91	6	0.97	6
	10 Jahre	0.79	10	-	-	0.59	3

TABELLE 6

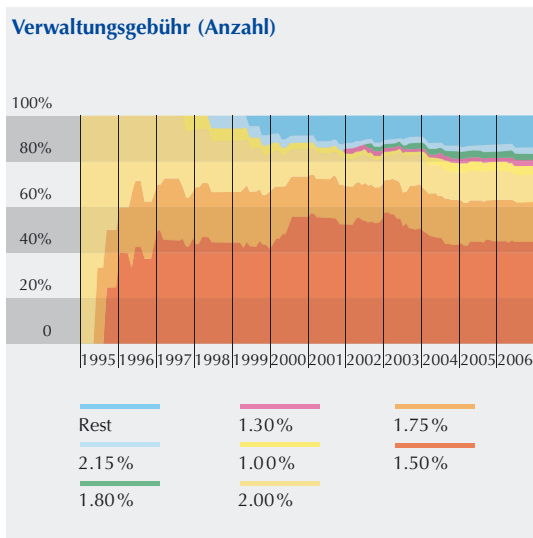


ABBILDUNG 34

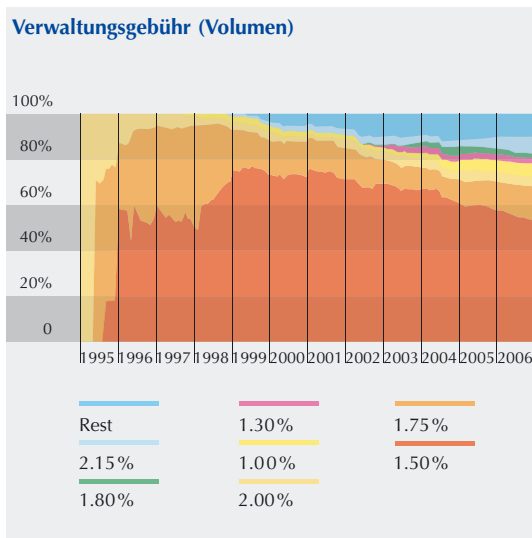


ABBILDUNG 35

3.4 Fondsscharakteristiken

Die Gebührenstruktur der FoHF hat sich über die Periode von 1995 bis 2006 unterschiedlich entwickelt. FoHF mit einer Verwaltungsgebühr von 1.5% sind am häufigsten. Ihr Anteil schwankt seit 1997 zwischen 40% und knapp 60%.

Gemessen am investierten Anlagevermögen ergibt sich jedoch ein anderes Bild. Im Jahre 1999 waren nahezu 80% des Gesamtvermögens in FoHF mit einer Verwaltungsgebühr von 1.5% investiert. Der Anteil ist seit diesem Höchststand sukzessive auf heute

53% gefallen. Auf der anderen Seite hat einerseits das Volumen der FoHF mit einer tieferen Verwaltungsgebühr in der Höhe von 1% bzw. 1.3% und andererseits jenes mit einer höheren Gebühr von 1.8% bzw. 2.15% anteilmässig zugenommen. Ein ähnliches Bild ergibt sich bei den FoHF hinsichtlich der Performancegebühr. Die FoHF mit einer Performancegebühr von 10% dominieren den Markt und haben einen Anteil zwischen 60% und 70% seit dem Jahr 2000. An zweiter Stelle liegen die FoHF ohne Performancegebühr mit einem Anteil zwischen 21% und 27%.

DIE FOHF MIT EINER PERFORMANCEGEBÜHR VON 10% DOMINIEREN DEN MARKT.

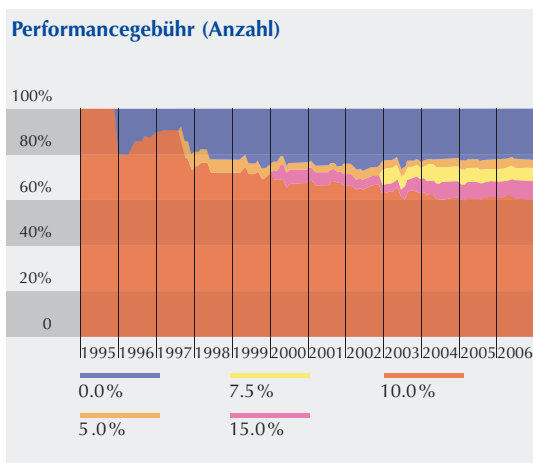


ABBILDUNG 36

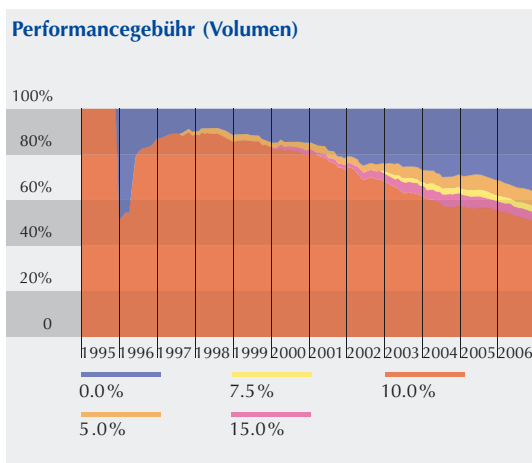


ABBILDUNG 37

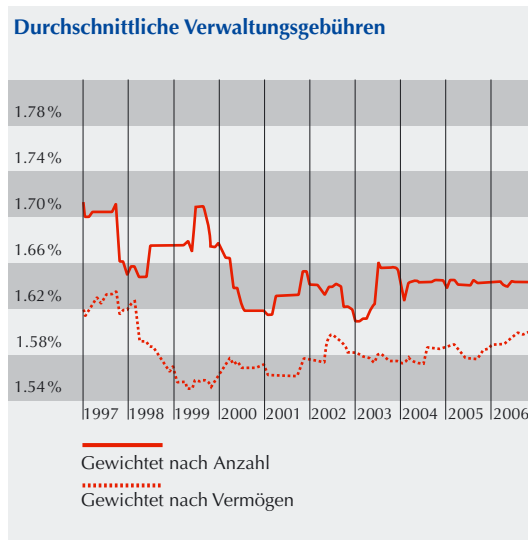


ABBILDUNG 38

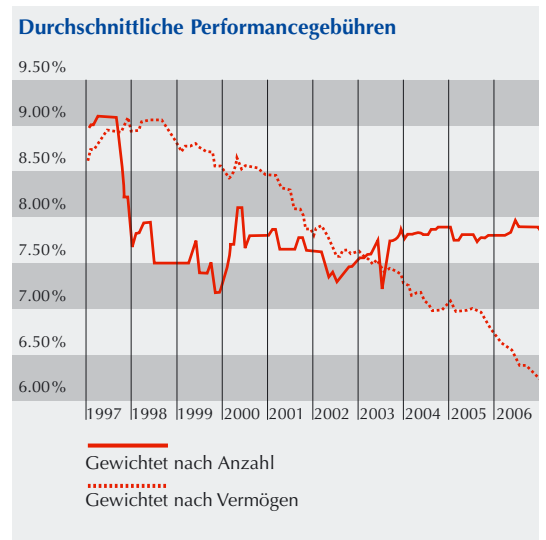


ABBILDUNG 39

Gemessen am Anlagevermögen ist hier der Anteil der FoHF mit einer Performancegebühr von 10% seit dem Höchststand Ende 1997 mit 90% auf mittlerweile 50% gefallen. Hingegen ist der Vermögensanteil der FoHF ohne Performancegebühr von knapp 10% auf 36% gestiegen. Näheren Aufschluss über die Entwicklung der Verwaltungs- und Performancegebühren liefern die Abbildungen 38 und 39 mit den durchschnittlichen Gebühren über die Periode von 1997 bis 2006. Die durchschnittlichen Gebühren sind jeweils nach der Anzahl Produkte sowie dem Anlagevermögen gewichtet.

Die durchschnittliche Verwaltungsgebühr beträgt seit drei Jahren nahezu konstant 1.64%, während die vermögensgewichtete Gebühr leicht tiefer um die Marke von 1.58% schwankt und gegen Ende 2000 auf 1.6% zunahm. Die durchschnittliche Performancegebühr pendelt ebenfalls, mit wenigen Ausnahmen, seit 1998 in einer engen Spanne zwischen 7.5% und 8%. Dagegen präsentiert sich vermögensgewichtet ein völlig anderes Bild. Innerhalb von neun Jahren ist hier die durchschnittliche Performancegebühr um 2.75% auf 6.25% gefallen.



4 Performance

In diesem Kapitel werden anhand der in der Schweiz registrierten Fund of Hedge Funds Fragestellungen über die Zusammenhänge von spezifischen Fondscharakteristiken und ihrem Einfluss auf die Performance bzw. den Erfolg näher untersucht. Die Gegenüberstellung des Alters und des Anlagevermögens der FoHF gibt näheren Aufschluss, ob ein positiver Zusammenhang zwischen Alter und Anlagevermögen besteht und ob vor allem FoHF, welche sich schon längere Zeit im Markt bewähren konnten, zu den Grössten der Branche zählen. Aufschlussreich ist ebenfalls, inwiefern einerseits die Grösse und andererseits die Liquiditätsbedingungen eines FoHF Einfluss auf dessen Performance haben. Die Analysen sind deskriptiv und ohne statistische Fundierung, da dies den Rahmen der Studie sprengen würde. Zu Beginn wird einleitend die Performance der Schweizer Fund of Hedge Funds mit verschiedenen Indizes verglichen.

4.1 Fund of Hedge Funds versus Marktindizes

Die Risiko-Rendite-Eigenschaften der in der Schweiz registrierten FoHF werden in der Folge mit Marktindizes der wichtigsten Anlageklassen Hedge-Funds, Aktien und Anleihen verglichen. Die Anlageklasse der Hedge-Funds wird durch den HFRI Fund of Funds Composite Index von Hedge Fund Research repräsentiert. Der Index ist der eigentliche Benchmark für die Schweizer FoHF, da er ebenfalls das Universum der FoHF abdeckt. Rein informativ werden zum Vergleich noch der MSCI World Index für die Anlageklasse Aktien und der JP Morgan Global Bond Index für die Anleihen herangezogen. Zum Vergleich werden nur die Master-Funds mit dem USD als Referenzwährung herangezogen, da sämtliche Indizes ebenfalls die Basiswährung USD haben.

Performanceübersicht (annualisierte Werte)

		FoHF Referenzwährung USD	Anzahl Fonds	HFRI Fund of Funds Composite Index	MSCI World Index	JP Morgan Global Government Index
Rendite:	3 Jahre	7.73%	60	8.04%	11.96%	2.88%
	5 Jahre	7.44%	30	7.24%	7.82%	7.98%
	10 Jahre	8.31%	11	7.78%	5.92%	5.18%
Sharpe Ratio:	3 Jahre	0.86	60	1.15	1.12	-0.07
	5 Jahre	1.03	30	1.30	0.42	0.79
	10 Jahre	0.77	11	0.61	0.14	0.25

TABELLE 7

In den letzten drei Jahren waren die boomenden Aktien die klaren Outperformer gegenüber den anderen Anlageklassen. Gemessen an der Sharpe Ratio lagen sie hingegen knapp hinter den Fund of Hedge Funds (HFRI Fund of Funds Composite Index). Die Hedge-Funds bieten aufgrund ihrer Absolute Return Strategien einerseits einen gewissen Kapitalschutz bei Bären-Märkten, der jedoch mit der geringeren Partizipation bei steigenden Märkten einhergeht. Gleichzeitig ist das Risikoprofil der Hedge-Funds eher mit demjenigen der Bonds als mit dem der Aktien vergleichbar. Das tiefere Risiko der Hedge-Funds resultierte in einer leicht höheren Sharpe Ratio. Noch deutlicher treten die Konstellationen im 5-Jahres-Horizont zu Tage. Der Aktienmarkteinbruch im Jahre 2002 zeigt bei der risikoadjustierten Performance der Aktien über die letzten fünf Jahre seine Spuren. Die Hedge-Funds konnten hingegen bei dieser Marktkonstellation ihre Stärken voll ausspielen und verzeichneten eine Sharpe Ratio von 1.15 verglichen mit 0.42 der Aktien.

DIE HEDGE-FUNDS BIETEN AUFGRUND IHRER ABSOLUTE RETURN STRATEGIEN EINERSEITS EINEN GEWISSEN KAPITALSCHUTZ BEI BÄREN-MÄRKTEN, DER JEDOCH MIT DER GERINGEREN PARTIZIPATION BEI STEIGENDEN MÄRKTEN EINHERGEHT.

**DIE HEDGE-FUNDS
ERZIELEN DENN AUCH
ÜBER EINEN LÄNGEREN
ZEITRAUM BETRACHTET
DIE HÖHERE SHARPE
RATIO ALS DIE AKTIEN.**

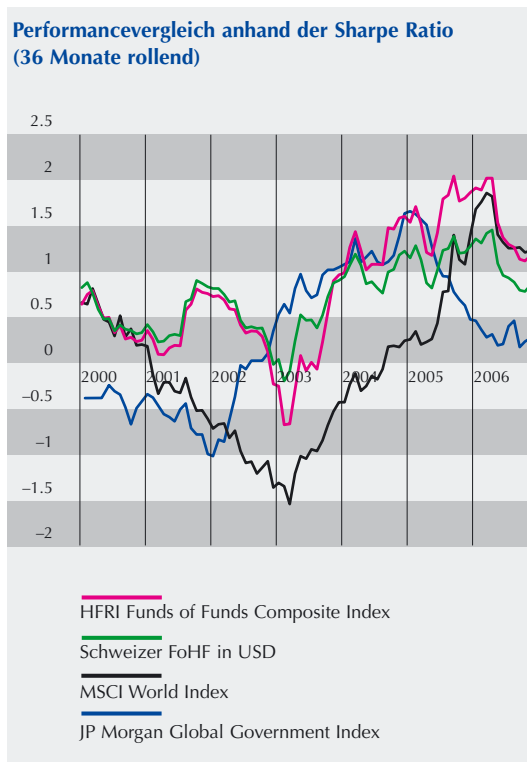


ABBILDUNG 40

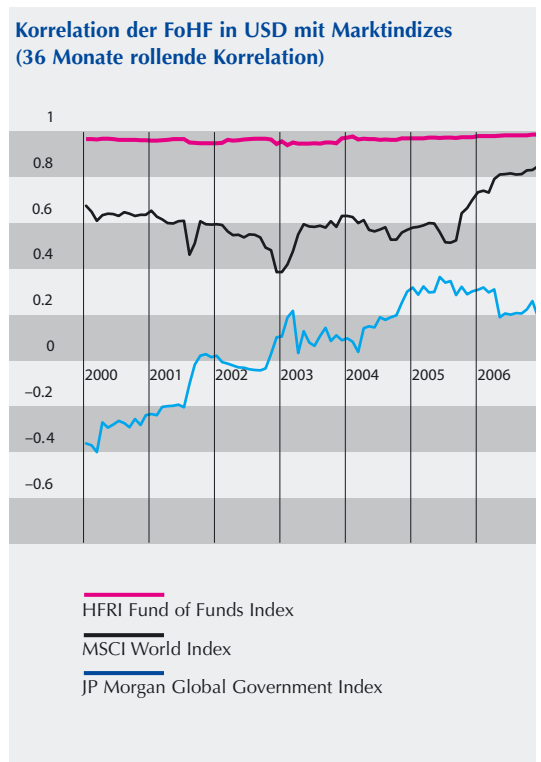


ABBILDUNG 41

Die Hedge-Funds erzielen denn auch über einen längeren Zeitraum betrachtet die höhere Sharpe Ratio als die Aktien (vgl.

Abbildung 40). Angesichts der florierenden Weltwirtschaft erreichten die Aktien bei historisch tiefer Volatilität im letzten Jahr aber dieselbe risikobereinigte Performance wie die Fund of Hedge Funds.

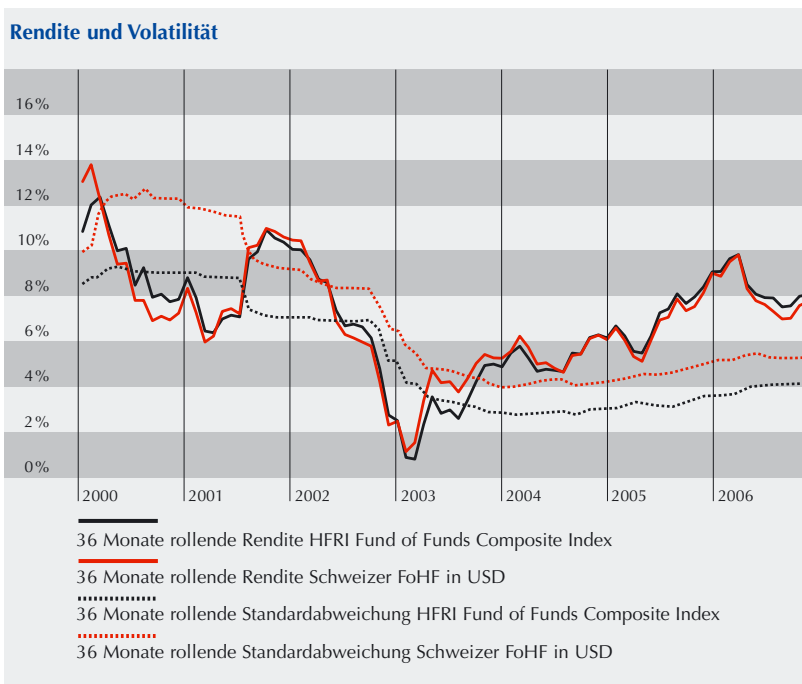


ABBILDUNG 42

Im Vergleich mit der risikoadjustierten Performance des HFRI Fund of Funds Composite Index schneiden die in der Schweiz registrierten FoHF im Durchschnitt schlechter ab. Die FoHF liegen zwar bei den Renditen auf gleicher Höhe mit den FoHF im HFRI Index, sie sind aber gleichzeitig einem höheren Risiko ausgesetzt.

Die Schweizer Fund of Hedge Funds korrelieren erwartungsgemäss nahezu perfekt mit dem HFRI Fund of Funds Composite Index, während sie den Trends der Aktienmärkte weniger stark ausgesetzt waren (vgl. Abbildung 41). Sie haben sich vermehrt auf steigende Aktienmärkte positioniert, und in der Folge hat ihre Abhängigkeit von der Marktentwicklung stark zugenommen. Die Korrelation mit den Aktienmärkten hat mit einem Wert von über 0.8 ein hohes Niveau erreicht.

4.2 Alter und Vermögen

So wie der Wein einer gewissen Reife bedarf, bevor er für den Geniesser attraktiv genug erscheint, müssen auch FoHF einige Jahre Bestand haben, bevor eine breite Investorenschaft Vertrauen in sie fasst. Die Abbildung 43 zeigt einen solchen Zusammenhang recht deutlich. Ein gewisses Alter ist eine Voraussetzung, dass ein FoHF zu den ganz Grossen aufsteigen kann. Alter allein ist aber andererseits keine Garantie für Wachstum und Grösse. Alle fünf FoHF mit Vermögen von über einer Milliarde USD sind mindestens seit fünf Jahren auf dem Markt. Andererseits gibt es aber auch rund ein Dutzend FoHF, die schon länger als fünf Jahre existieren, aber nicht über 50 Mio. USD hinausgewachsen sind.

Klar ist, dass Alter allein nicht erfolgreich macht. Viele andere Einflussfaktoren spielen eine wichtige Rolle: die Performance, die Marke und die Fondsfamilie sowie die Gebühren und die Stärke des Vertriebsnetzes. Dennoch sind der Lebenszyklus von Fondsprodukten und damit auch das Alter mitentscheidend für den Erfolg. Ein Fondsanbieter ohne eigenes grosses Vertriebsnetz muss zunächst einen mehrjährigen Leistungsausweis erbringen. Erst mit einem Performance Record kann er dann die Anleger von seinem

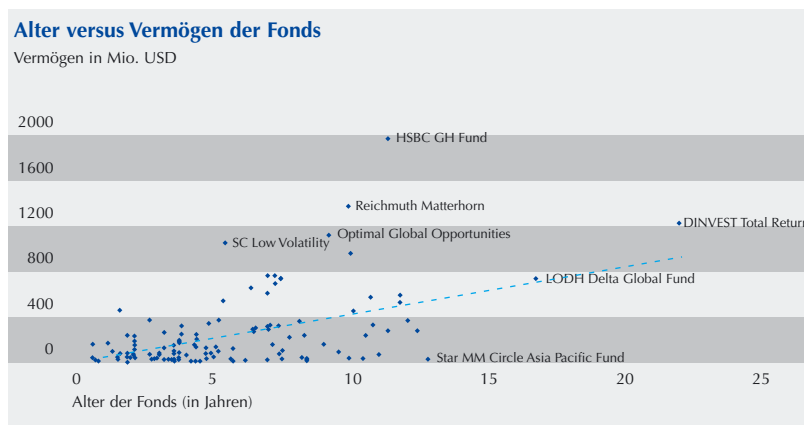


ABBILDUNG 43

Produkt überzeugen. So ist erklärbar, weshalb ein Grossteil der Fonds in der Abbildung 43 links unten angesiedelt ist, nämlich dort, wo die jungen Fonds mit geringen Vermögen sind. Andererseits haben alle FoHF mit einem Vermögen von über 500 Mio. USD mindestens ein Alter von drei Jahren.

Interessant sind auch die Muster, die sich im Hinblick auf die Gründungszeit der FoHF beobachten lassen. Die Hälfte der FoHF sind jünger als 4.4 Jahre, d.h., sie sind nach Mitte 2002 gegründet worden. Sehr viele Fund of Hedge Funds wurden während und nach dem Aktienbörseneinbruch im Jahr 2002 gegründet, offensichtlich als Alternative zu den damals verlustgeplagten Aktienanlagen. Die relative Attraktivität von Hedge-Funds während der Aktienbaisse erwies sich als eigentlicher Akzelerator für die Gründung von Fund of Hedge Funds. Während der Zeit davor, zwischen 1995 und 2002, entstanden zwar auch in regelmässigen Abständen neue Fonds. Zu den frühen Produkten gehören insbesondere die Beteiligungsgesellschaften, welche dank ihrer Handelbarkeit an der Börse schnell eine breitere Bekanntheit erreichten und zu grossen Hedge-Funds Pools heranwuchsen. Ihre Popularität litt dann aber zu Unrecht mit dem Fall der Visionen von Martin Ebner, bei denen es sich ebenfalls um Beteiligungsgesellschaften handelte. Mehrere

DIE RELATIVE ATTRAKTIVITÄT VON HEDGE-FUNDS WÄHREND DER AKTIENBAISSE ERWIES SICH ALS EIGENTLICHER AKZELERATOR FÜR DIE GRÜNDUNG VON FUND OF HEDGE FUNDS.

dieser Hedge-Funds Beteiligungsgesellschaften konnten ihre Vermögen aber bis heute auf hohem Niveau halten, und mit der neuerlichen Einführung von ähnlichen Beteiligungsgesellschaften in Grossbritannien könnten sie künftig vielleicht sogar wieder populär werden.

Am augenfälligsten im Hinblick auf ihre Grösse und ihr Alter sind die Fonds mit Ursprung in Genf. Der grösste FoHF mit annähernd 2 Milliarden USD gehört der HSBC-Familie an, deren Hedge-Funds Geschäft vor allem aus dem Private Banking Arm aus Genf heraus vorangetrieben wurde. Die ältesten Schweizer Fund of Hedge Funds entsprossen ebenfalls Genfer Häusern, nämlich der Union Bancaire Privée und Lombard Odier Darier Hentsch.

4.3 Vermögen versus Performance

Das Zusammenwirken zwischen der Performance und der Höhe der Fondsvermögen ist vielschichtig. Vermögen kommen durch Nettozuflüsse und Renditen zustande. Zwischen den Renditen und Vermögen besteht deshalb, partiell betrachtet, eine positive Beziehung, d.h., Fonds mit hohen Renditen wachsen stärker. Eine hohe Performance zieht zusätzlich Investoren an und führt auf

diese Weise zu Vermögenswachstum. In Abbildung 44 ist der Zusammenhang zwischen der Performance der letzten drei Jahre und der Vermögen dargestellt. Die Trendlinie deutet auf einen geringen positiven Zusammenhang hin. Als Messgrösse für die Performance dient die Sharpe Ratio, d.h. das Verhältnis zwischen der Überschussrendite und der Volatilität. Beträgt die Sharpe Ratio eins, ist zu erwarten, dass der FoHF nur jedes sechste Jahr weniger rentiert als eine risikofreie festverzinsliche Anlage. Eine Sharpe Ratio von eins oder darüber kann somit als gute bis sehr gute Performance betrachtet werden. Die Sharpe Ratio der 81 abgebildeten FoHF betrug zwischen 2004 und 2006 im Mittel 0.8.

Bemerkenswert ist, dass die vier grössten Fonds, HSBC GH Fund, DINVEST Total Return Fund, Reichmuth Matterhorn und Optimal European Opportunities, Sharpe Ratios von über eins aufweisen. Generell zeigt sich ein Cluster von «Erfolgreichen Giganten» mit verhältnismässig hohen Sharpe Ratios und Vermögen von über 500 Millionen USD. Eine ansprechende Performance ist, neben anderen Bedingungen wie einem schlagkräftigen Vertrieb, offensichtlich auch eine Voraussetzung für die erfolgreiche Absetzung von Fund of Hedge Funds. Ein zweites Cluster «Erfolgreiche Fonds» weist ebenfalls ansprechende Performance aus bei Vermögen zwischen 75 und 400 Millionen USD. Unter den kleinsten Fonds mit Vermögen von weniger als 50 Millionen befinden sich wenige mit Sharpe Ratios von über eins und viele mit geringerer Performance. Bei kleinen Fonds können sich die Fixkosten für das Aufstarten, die Administration oder das Marketing negativ auf die Performance auswirken. Aus der Sicht der Fondsanbieter ist die Grösse des Vermögens ein entscheidender Erfolgsfaktor, weil die Fondsgrösse, via die proportionale Verwaltungsgebühr, das

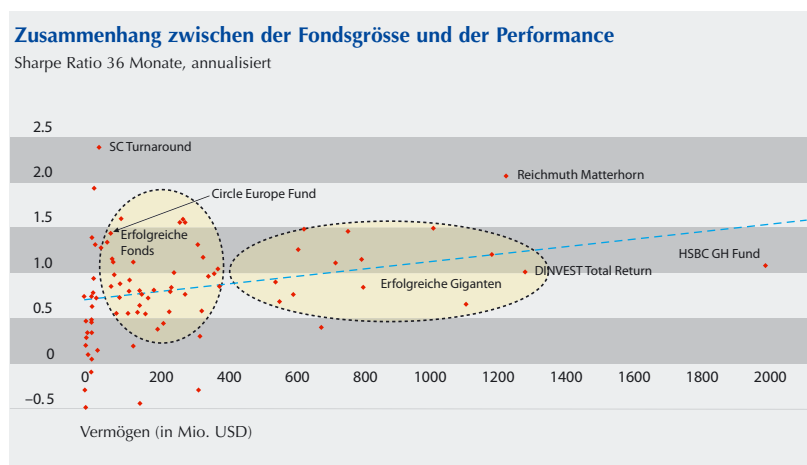


ABBILDUNG 44



Einkommen massgeblich bestimmt und nicht alle Fonds auch eine performanceabhängige Gebühr haben. Unsere bisherige Analyse zeigt jedoch ein heterogenes Bild. Alter und Performance erklären die Höhe der Vermögen nur zu einem kleinen Teil. Offensichtlich sind noch weitere Faktoren wichtig wie die strategische Ausrichtung, die Vertriebsmöglichkeiten oder die Reputation des Anbieters und der Fondsfamilie. Während der vergangenen drei Jahre (2004 bis 2006) war das Marktumfeld für aktienabhängige Strategien ausserordentlich günstig. Fokussiert Direktionale Strategien konnten deshalb stark an Vermögen zulegen. Auch bei den Fund of Hedge Funds zeigt sich das Phänomen des Performance Chasing, d.h., die Anleger rennen jenen Fonds nach, welche in der jüngsten Vergangenheit die beste Performance an den Tag legten. Mitentscheidend für den Grössenerfolg ist auch das Vertriebssystem der Fondsanbieter. Hier zeigt sich allerdings ein differenziertes Bild. Neben grossen Banken gibt es auch Kleinstbanken oder Fondsboutiquen, welche ihre Fund of Hedge Funds bis über die Milliardengrenze ausbauen konnten. Auf der anderen Seite finden sich aber auch nachhaltige High-Performers, welchen es nicht gelang, ihre

Fonds auf eine «Langstreckenflughöhe» von über 100 Millionen USD zu hieven. Wie das Bankgeschäft lebt auch das Fondsgeschäft von der Reputation des Anbieters und der ganzen Fondsfamilie. Mehreren Privatbanken der Romandie gelang es bereits in den Neunzigerjahren, ihr Image für alternative Investments zu etablieren und darauf gestützt grosse Fondsvermögen für Hedge-Funds zu bilden.

Einschränkend ist darauf hinzuweisen, dass es sich bei dem in der vorliegenden Studie ausgewiesenen Fondsvermögen nur um die Spitze des Eisberges handelt. Die Schweizer Fund of Hedge Funds machen mit 26 Milliarden USD nur etwa einen Achtel der Offshore-Produkte aus, und seit einigen Jahren verbreiten sich auch Zertifikatsprodukte oder Managed Accounts. RMF und Harcourt sind zwei grosse Anbieter, die sich fast ausschliesslich auf den institutionellen Markt konzentrierten und fast nur Offshore-Funds anbieten. Die von ihnen gemanagten Offshore-Vermögen erscheinen in den vorliegenden Auswertungen nicht. Ähnliches gilt auch für die zwei Schweizer Grossbanken, welche das Hedge-Funds Geschäft insbesondere mit Offshore Gefässen mit viel Elan für ihre eigene Kundschaft vorantreiben.

**NEBEN GROSSEN
BANKEN GIBT ES AUCH
KLEINSTBANKEN ODER
FONDSBOUTIQUEN,
WELCHE IHRE FUND
OF HEDGE FUNDS
BIS ÜBER DIE
MILLIARDEN-GRENZE
AUSBAUEN KONNTEN.**

4.4 Rückgabefristen versus Performance

Die Liquidität ist neben der Volatilität ein zusätzliches Risikomerkmäl, welches ein rationaler Investor nur dann bereit ist einzugehen, wenn er dafür eine Entschädigung erhält. In Abbildung 45 ist der partielle Zusammenhang zwischen der Liquidität und der Performance von Fund of Hedge Funds dargestellt. Theoretisch müsste also eine geringere Liquidität mit einer höheren Performance einhergehen, d.h., mit zunehmender Kündigungsfrist und längeren Kündigungsperioden müsste eine tendenziell höhere Performance zu beobachten sein. Tatsächlich zeigt sich eine solche Tendenz. Die Trendlinie in Abbildung 45 ist leicht positiv. Allerdings streuen die einzelnen Fonds augenfällig um die Trendlinie.

Die geringste Liquidität weist die Anlagestiftung der Credit Suisse bei einer gleichzeitig geringen Rendite auf. Der entsprechende Punkt liegt in der Abbildung rechts unten. Am besten ist die Liquidität bei den Beteiligungsgesellschaften, welche als Aktien mindestens einen täglichen Handel ermöglichen. Diese Fonds sind ganz links angesiedelt.

Eine hohe Liquidität bei Fund of Hedge Funds ist allerdings noch keine Garantie, dass eine solche Anlage tatsächlich auch

schneller und günstiger realisiert werden kann. Bei den Beteiligungsgesellschaften hat der Anleger ein Spread-Risiko, d.h., der Aktienkurs kann vom Inventarwert abweichen. In den vergangenen Jahren machten diese Preisspannen bis 20% aus. Bei den Fonds ist der Anbieter verpflichtet, Fondsanteile im Rahmen der Kündigungsfrist und der Rücknahmetermine zurückzuzahlen. Bei einer Häufung von Rücknahmen muss der Fonds seine Ziel-Hedge-Funds im selben Tempo liquidieren können, und dies ist umso eher möglich, je liquider die Zielfonds im Verhältnis zum FoHF sind. Dieses Verhältnis wäre bei obiger Analyse ebenfalls in Betracht zu ziehen. Insgesamt sind die Kündigungsfristen und -termine bei Single Hedge Funds während der letzten Jahre deutlich gestiegen, was von den FoHF, im Sinne einer Fristenkongruenz, aber nur teilweise nachvollzogen wurde. Die Frage bleibt offen, ob alle FoHF genügend lange Fristen haben, um im Falle von Rücknahmewellen ihre Zielfonds genügend schnell liquidieren zu können.

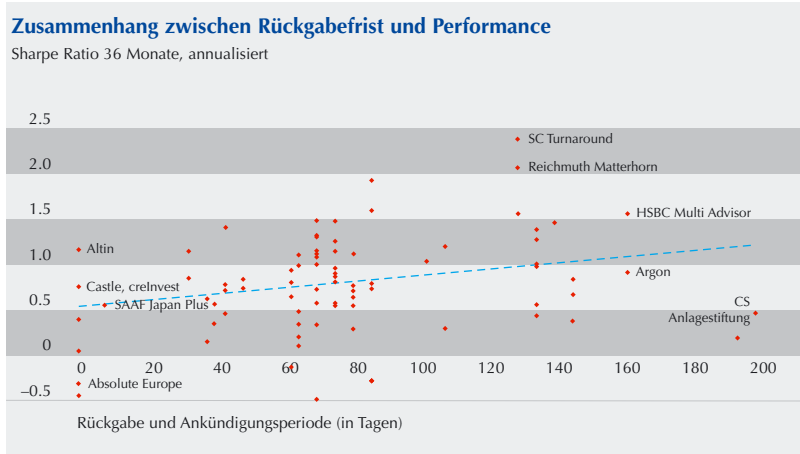


ABBILDUNG 45

5 Trends und Perspektiven

Die in der vorliegenden Studie untersuchten Schweizer Fund of Hedge Funds reflektieren auf der einen Seite die globale Entwicklung dieser Finanzprodukte, welche mit rund 600 Mrd. USD Vermögen bald die Hälfte der Single Hedge Funds beherrschen. Auf der anderen Seite zählten Genfer Privatbanken zu den Pionierinvestoren in den Sechzigerjahren, und bis heute gelten Asset Manager in Zürich, Zug oder Pfäffikon als Innovatoren beim Gestalten von Hedge-Funds Portfolios für institutionelle und private Anleger. In keinem anderen Land der Welt gibt es eine derartige Vielfalt für eine breite Anlegerschaft, via Poolvermögen in Hedge-Funds investieren zu können. Die Popularisierung nahm ihren Anfang Mitte der Neunzigerjahre mit den Beteiligungsgesellschaften. Mit dem Kauf von Aktien konnte sich bereits damals jede Person an Hedge-Funds beteiligen, und wie sich im Nachhinein zeigte, auch mit nachhaltigem Erfolg. Mit zum Publikumserfolg beigetragen hatte das neue Anlagefondsgesetz 1995, welches vor allem Fund of Hedge Funds zulässig.

Retailisierung und Wachstumsbeschleunigung

Eine eigentliche Retailisierung des Vertriebs setzte im Jahr 2000 ein, was sich besonders auch an der Auflegung von CHF- und EUR-Anteilen zeigte. Wenig versierten Anlegern sollte mit Heimwährungsanteilen auch das USD-Risiko abgenommen werden. Die Hälfte der Fondsanteile basieren heute auf dem CHF und dem EUR, obwohl die Basiswährung von Hedge-Funds weitgehend der USD ist. Mit der Verfügbarkeit von heimischer Basiswährung für die Fondsanteile einher ging eine Wachstumsbeschleunigung bei den Schweizer Fund of Hedge Funds. Von 2003 bis 2006 vervierfachte sich das gesamte Vermögen von 6 auf 26 Mrd. USD. Die Zahl der Master-Produkte stieg während der

gleichen vier Jahre von 50 auf 114. Das stürmische Wachstum der Schweizer FoHF überflügelte wahrscheinlich die in der Schweiz deponierten Offshore-Funds, deren Vermögen nicht genau bekannt sind und von Experten auf gegen 200 Mrd. USD per Ende 2006 geschätzt werden. Die Placierung von Hedge-Funds via FoHF scheint in der Schweiz noch dynamischer zu verlaufen als auf globaler Ebene. Ein Viertel bis ein Fünftel des globalen Hedge-Funds Volumens dürfte Ende 2006 in der Schweiz platziert gewesen sein. Vom gesamten in der Schweiz deponierten Vermögen von 4000 Mrd. USD wären mit 200 Mrd. USD rund 5% in Hedge-Funds investiert.

Vielfalt und Differenzierung

Die wachsende Vielfalt an Schweizer FoHF zeigt sich an den verschiedenen Rechtsformen und Strategien. Während im Jahr 2000 die Beteiligungsgesellschaften noch 40% am Vermögen der Schweizer Fund of Hedge Funds ausmachten, eroberten bis Ende 2006 die zugelassenen Anlagefonds fast 90%. Unter den Anlagestiftungen sind nur einzelne erfolgreich gewachsen, obwohl sie als «Fonds für Pensionskassen» mit einer leichten Regulierung durchaus ihre Vorteile hätten. Betrachtet man die FoHF aufgrund ihrer strategischen Ausrichtung, sind die breit diversifizierten Produkte mit einem Vermögensanteil von 75% nach wie vor am beliebtesten. Klar im Vormarsch sind aber seit dem Technologieboom 1999 fokussiert Direktionale Strategien wie die Familie Star MM Funds der BrunnerInvest AG. Sie machen etwa 20% der Vermögen aus und investieren vor allem in long-short Equity, und dies oft zusätzlich fokussiert auf Asien oder Europa. Aufgrund der Marktgrösse und der Vielfalt der vorhandenen Anlagestrategien der weltweit 10000 Single Hedge Funds wird sich das Angebots an FoHF weiter

KLAR IM VORMARSCH SIND ABER SEIT DEM TECHNOLOGIEBOOM 1999 FOKUSSIERTE DIREKTIONALE STRATEGIEN WIE DIE FAMILIE STAR MM FUNDS DER BRUNNERINVEST AG. SIE MACHEN ETWA 20% DER VERMÖGEN AUS UND INVESTIEREN VOR ALLEM IN LONG-SHORT EQUITY.

DIE RENDITEN VON FOKUSSIERT DIREKTIONALEN FOHF WAREN EIN BIS ZWEI PROZENTPUNKTE HÖHER ALS JENE DER DIVERSIFIZIERTEN FOHF, ENTSPRECHEND HÖHER WAREN ALLERDINGS AUCH IHRE VOLATILITÄTEN.

differenzieren und spezialisieren. Nachdem sich ein solcher Trend seit einigen Jahren im Hinblick auf long-short-Aktienstrategien zeigte, zeichnen sich künftige Perspektiven bei festverzinslichen Anlagen und speziell den grossen Märkten für Asset Backed Securities ab.

Intensiverer Wettbewerb über die Performance

Das rasante Wachstum der FoHF lockte zusätzliche und neue Anbieter auf den Markt. Zu Beginn waren es die diskreten Genfer Privatbanken, dann spezialisierte Asset Manager, gefolgt von der Breite der Privatbanken, und schliesslich auch die grossen Banken. Neben dem Brand der Bank kommen immer mehr auch die Preise ins Spiel des Wettbewerbs, d.h. die Performance und die Gebühren.

Marktkonforme und noch besser überdurchschnittliche Performance ist bereits notwendig für die Attraktion zusätzlicher Vermögen, was mindestens für Anbieter ohne eigenes Vertriebsnetz gilt. Risikobereinigt war die Performance aller Schweizer Fund of Hedge Funds seit 1995 auf einem ansprechenden Niveau (einer Sharpe Ratio von 0.8) recht stabil. Die Renditen, welche beim Investor netto anfielen, sind zwar in den letzten Jahren zurückgegangen, gleichzeitig fielen aber auch die Zinssätze und die Volatilitäten, was sich wiederum günstig auf die risikobereinigte Performance auswirkte. Auch im Vergleich zu den globalen FoHF-Indizes erweisen sich die Schweizer Fonds als ebenbürtig. Die Renditen von Fokussiert Direktionalen FoHF waren ein bis zwei Prozentpunkte höher als jene der Diversifizierten FoHF, entsprechend höher waren allerdings auch ihre Volatilitäten.

Die Gebühren scheinen sich unter dem zunehmenden Konkurrenzdruck kaum zu beugen. Die fixen Verwaltungsgebühren nahmen seit 1999 vermögensgewichtet sogar wieder leicht zu, von 1.56% auf 1.60%. Die performanceabhängigen Gebühren hingegen waren mindestens vermögensgewichtet rückläufig und fielen von 9% (1998) auf 6.25%.

Zweite Produktgeneration

Der Markt für Fund of Hedge Funds ist noch nicht gesättigt. Zu komfortabel sind ihre Rendite-Risiko-Eigenschaften mit geringem Verlustpotenzial für private und institutionelle Investoren. Auch das Angebot an Single Hedge Funds als Investitionsobjekte für die FoHF wird nicht versiegen. Bestehende FoHF werden vielmehr von neuen alternativen Strategien und synthetischen Produkten herausgefordert werden. Hybride Fonds, die vorwiegend long-Positionen halten, und nur teilweise absichern, sind genauso im Vormarsch wie synthetische Strategien, welche direkt in handelbare Anlagen wie Aktien, Obligationen, Währungen oder Rohstoffe investieren. Vor allem institutionellen Anlegern kommt diese neue Produktgeneration gelegen, weil sie einen leichteren Durchblick zu den effektiven Transaktionen erlauben, neues Marktvolumen erschliessen und mit geringeren Gebühren belastet sein werden. Die bisherige Innovationskraft der Schweizer Fund of Hedge Funds Industrie und das beträchtliche Investorenpotenzial in der Schweiz sind gute Voraussetzungen dafür, dass die Schweiz auch bei der zweiten Generation von Hedge-Funds Portfolios an der Spitze dabei sein wird.

Anhang A:

Anzahl der verwendeten Produkte

Tabelle a
Anzahl der Master-Produkte nach Rechtsform und Strategie

Rechtsform	Strategie	Aktiv	Liquidiert	Total
Schweizer FoHF	Diversifiziert	35	3	38
	Fokussiert Direktional	4	1	5
	Fokussiert Nicht-Direktional	3	1	4
Ausländische FoHF	Diversifiziert	30	3	33
	Fokussiert Direktional	26	2	28
	Fokussiert Nicht-Direktional	4	2	6
Beteiligungsgesellschaft	Diversifiziert	6	2	8
	Fokussiert Direktional	0	0	0
	Fokussiert Nicht-Direktional	0	0	0
Anlagestiftung	Diversifiziert	5	0	5
	Fokussiert Direktional	1	0	1
	Fokussiert Nicht-Direktional	0	0	0
Total		114	14	128

Tabelle b
Anzahl der Master-Produkte nach Rechtsform und Währung

Rechtsform	Währung	Aktiv	Liquidiert	Total
Schweizer FoHF	CHF	11	0	11
	EUR	5	0	5
	JPY	0	0	0
	USD	26	5	31
Ausländische FoHF	CHF	5	1	6
	EUR	5	1	6
	JPY	2	0	2
	USD	48	5	53
Beteiligungsgesellschaft	CHF	0	1	1
	EUR	1	0	1
	JPY	0	0	0
	USD	5	1	6
Anlagestiftung	CHF	6	0	6
	EUR	0	0	0
	JPY	0	0	0
	USD	0	0	0
Total		114	14	128

Tabelle c
Anzahl der Produkte nach Rechtsform und Strategie

Rechtsform	Strategie	Aktiv	Liquidiert	Total
Schweizer FoHF	Diversifiziert	35	3	38
	Fokussiert Direktional	4	1	5
	Fokussiert Nicht-Direktional	3	1	4
Ausländische FoHF	Diversifiziert	30	3	33
	Fokussiert Direktional	26	2	28
	Fokussiert Nicht-Direktional	4	2	6
Beteiligungsgesellschaft	Diversifiziert	6	2	8
	Fokussiert Direktional	0	0	0
	Fokussiert Nicht-Direktional	0	0	0
Anlagestiftung	Diversifiziert	5	0	5
	Fokussiert Direktional	1	0	1
	Fokussiert Nicht-Direktional	0	0	0
Total		212	21	233

Tabelle d
Anzahl der Produkte nach Rechtsform und Währung

Rechtsform	Währung	Aktiv	Liquidiert	Total
Schweizer FoHF	CHF	29	5	34
	EUR	23	2	25
	GBP	1	0	1
	JPY	0	0	0
	USD	28	5	33
Ausländische FoHF	CHF	24	1	25
	EUR	38	1	39
	GBP	3	0	3
	JPY	4	0	4
	USD	50	5	55
Beteiligungsgesellschaft	CHF	0	1	1
	EUR	1	0	1
	GBP	0	0	0
	JPY	0	0	0
	USD	5	1	6
Anlagestiftung	CHF	29	5	34
	EUR	23	2	25
	GBP	1	0	1
	JPY	0	0	0
	USD	28	5	33
Total		212	21	233

Tabelle e
Liquidierte Produkte

1	Absolute Invest AG
2	Acorn Alternative Strategies AG
3	CS Alternative Strategies Trust (Lux) Low Volatility
4	CS PRS (Lux) Relative Value
5	CS PST (Lux) Equity Alpha
6	CS PST (Lux) Global Strategies
7	CS PST (Lux) Technology long-short
8	GAM Global Multi-Trading USD
9	GAM Global Multi-Trading CHF
10	GAM Global Multi-Trading EUR
11	GL Galileo Vision2100 Fund
12	Leu Prima Relative Value Fund USD
13	Leu Prima Relative Value Fund CHF
14	Leu Prima Relative Value Fund EUR
15	SL Alternative Balanced -A1-
16	SL Alternative Balanced -B1-
17	SL Alternative Growth -A1-
18	SL Alternative Growth -B1-
19	SL Alternative Market Neutral -A1-
20	SL Alternative Market Neutral -B1-
21	Star MM - BIAG Global Science and Tech Fund

Anhang B:

Top-Ten der grössten Produkte

Tabelle f
Top-Ten der grössten Produkte

Rang	Name	Anbieter	Lancierung	Rechtsform	Strategie	Währung	AuM (in Mio. USD)	Sharpe Ratio (36 M. ann.)	Sharpe Ratio (seit Lancie- rung, ann.)
1	HSBC GH Fund	HSBC	01.06.1996	Ausländischer FoHF	Diversified	USD (Master)	1982	1.08	0.77
2	DINVEST - Total Return	UBP	15.07.1986	Ausländischer FoHF	Diversified	USD (Master)	1210	1.01	0.52
3	Reichmuth Matterhorn	Privatbankiers Reichmuth & Co	01.10.1997	Schweizer FoHF	Diversified	USD (Master)	1159	2.07	1.45
4	Optimal European Opportunities (Ireland) Fund	Optimal Investments Services S.A.	01.06.1998	Ausländischer FoHF	Fokussiert Direktional	EUR (Master)	1121	1.2	0.84
5	SC Low Volatility Fund	Swiss Capital Group	03.12.2001	Ausländischer FoHF	Diversified	USD (Master)	1050	0.65	0.89
6	FIM Long-Invest Fund	FIM Advisers LLP	01.09.1997	Ausländischer FoHF	Diversified	USD (Master)	960	1.49	1.3
7	ABN AMRO Global Multi Strategy Fund	ABN AMRO	01.04.2000	Ausländischer FoHF	Diversified	USD (Master)	768	0.84	0.88
8	LODH Multiadvisers – Global Arbitrage	Lombard Odier	30.06.2000	Ausländischer FoHF	Fokussiert Nicht- Direktional	USD (Master)	764	1.15	1.34
9	LODH Delta Global Fund	Lombard Odier	31.05.1991	Schweizer FoHF	Diversified	USD (Master)	727	1.46	0.62
10	AIG Div. Strategies Fund	AIG Private Bank	28.03.2000	Schweizer FoHF	Diversified	USD (Master)	692	1.11	1.33

Abkürzungsverzeichnis

AuM	Assets under Management (Anlagevermögen)
CHF	Schweizer Franken
D	Diversifiziert
EBK	Eidgenössische Bankenkommission
EUR	Euro
FD	Fokussiert Direktional
FND	Fokussiert Nicht-Direktional
GBP	Great Britain Pound
JPY	Yen
NAV	Net Asset Value (Nettoinventarwert)
SWX	Swiss Exchange (Schweizer Börse)
USD	USDollar



Utoquai 31, CH-8008 Zürich
T +41 (0)44 269 50 90
www.brunnerinvest.ch

A MEMBER OF SWISS ASSOCIATION OF ASSET MANAGERS
(SAAM) VSV