

# Hedgefonds

Dipl.-Kfm. Martin Eling und Dipl.-Kfm. Carsten Erner, Münster

## 1. Hedgefonds: Begriff und Charakteristika

Auf der Suche nach neuen Anlagemöglichkeiten rücken seit einigen Jahren zunehmend alternative Investments in das Blickfeld der Investoren an den Kapitalmärkten. Als Alternative zu traditionellen Investments z.B. in Aktien oder Anleihen haben neben Private Equity und Managed Futures insbesondere **Hedgefonds** eine hohe Popularität erreicht und sind Gegenstand kontroverser Diskussionen in Wissenschaft und Praxis. Sie werden – vor allem in den USA – seit über 50 Jahren angeboten. Aufgrund gesetzlicher Restriktionen wurden Hedgefonds in Deutschland erst Ende der 90er Jahre über indirekte Beteiligungsformen wie z.B. Zertifikate oder Genussscheine zugänglich gemacht. Das **Gesetz zur Modernisierung des Investmentwesens und zur Besteuerung von Investmentvermögen (Investmentmodernisierungsgesetz)** liberalisiert das deutsche Recht und ermöglicht eine direkte Beteiligung an Hedgefonds (vgl. *Kestler*, 2003, S. 675–679).

Mit dem Sammelbegriff Hedgefonds wird eine sehr heterogene Gruppe von Investmentformen bezeichnet, für die es weder eine Legaldefinition noch eine allgemein akzeptierte Abgrenzung gibt (vgl. *Deutsche Bundesbank*, 1999, S. 31). Entgegen der Bezeichnung dienen Hedgefonds nicht der Absicherung bestehender Positionen, sondern bieten die Möglichkeit, gezielt neue Positionen einzugehen. Zur Definition von Hedgefonds werden in der Literatur einige als typisch erachtete Merkmale herangezogen. Demnach lassen sich vier charakteristische Eigenschaften von Hedgefonds ableiten: Eine **hohe Flexibilität**, ein **spezifisches Risiko-/Renditeprofil**, eine **geringe Regulierung** und eine **stark ergebnisorientierte Entlohnung**. Damit unterscheiden sich Hedgefonds deutlich von traditionellen Investmentfonds (wie z.B. Aktien-, Renten- oder Geldmarktfonds):

- Die Flexibilität bezieht sich auf die Wahl der Assetklasse, der Investmentstrategie, der Märkte sowie der eingesetzten Instrumente und somit auf eine freie Nutzung der Handlungsspielräume. Außerdem können Hedgefonds zur Ausnutzung des Leverage-Effektes Fremdkapital aufnehmen. Traditionelle Investmentfonds sind dagegen z.B. auf bestimmte Assetklassen und Märkte festgelegt. Ein einzelner Hedgefonds-Manager nutzt aber in der Regel nicht die volle Flexibilität, sondern legt einen Schwerpunkt auf bestimmte Assetklassen, Investmentstrategien, Märkte oder Instrumente. Im Gegensatz zu regulierten Investmentfonds kann er jedoch flexibler auf sich bietende Gewinnmöglichkeiten reagieren.

- Traditionelle Investmentfonds zielen darauf ab, eine im Vergleich zu einer adäquaten Benchmark höhere Rendite zu erwirtschaften (relatives Renditeziel). Dagegen versuchen einige Hedgefonds durch das Eingehen spezifischer Positionen eine vom Marktumfeld unabhängige positive Rendite zu erzielen (absolutes Renditeziel). Andere Hedgefonds hingegen streben nach bestimmten Risiko-/Renditeprofilen, die durch traditionelle Investments nicht erreicht werden können.
- Traditionelle Investmentfonds sind zahlreichen gesetzlichen Restriktionen unterworfen, z.B. einem Verbot des Leerverkaufes sowie Beschränkungen bei der Kreditaufnahme und beim Einsatz von Derivaten. Hedgefonds entziehen sich diesen Regeln durch die Wahl ihrer Rechtsform und ihres Standortes. In den USA firmieren Hedgefonds in der Rechtsform der kaum regulierten Limited Partnership. Hedgefonds außerhalb der USA haben in der Regel ihren Sitz in einem Offshore-Zentrum (z.B. Bermuda oder Cayman-Islands) und wählen ebenfalls eine wenig regulierte Rechtsform. Der Standort bietet in diesem Fall auch steuerliche Vorteile.
- Die Entlohnung orientiert sich bei traditionellen Investmentfonds an einer Verwaltungsgebühr. Diese hängt von der verwalteten Anlagesumme und damit nur indirekt von der Wertentwicklung des Fonds ab. Dagegen erheben Hedgefonds, neben einer Verwaltungsgebühr von durchschnittlich 1,6 % pro Jahr, eine Erfolgsbeteiligung in Höhe von durchschnittlich 15,6 % des jährlichen Fondsgewinns (vgl. *Liang*, 2000, S. 311). Damit wird die Entlohnung des Fondsmanagers direkt an die Wertentwicklung des Fondsvermögens gebunden.

Werden Hedgefonds im Modellrahmen der neoklassischen **Portfolio-Selection-Theory** analysiert, stellen sie sowohl bei isolierter Betrachtung als auch in Wertpapierportefeuilles potenziell attraktive Investments dar. Hedgefonds bieten aufgrund der spezifischen Risiko-/Renditeprofile und der damit verbundenen niedrigen Korrelationen mit traditionellen Investments eine Möglichkeit zur Diversifikation. Somit dienen sie dem Aufbau von Positionen, die durch eine Verlagerung der Linie der effizienten Portefeuilles zu einem höheren Nutzenniveau führen können (vgl. *Könberg/Lindberg*, 2001, S. 21–22).

## 2. Hedgefonds-Strategien

Durch die zahlreichen Gestaltungsmöglichkeiten haben sich sehr differenzierte Hedgefonds-Strategien entwickelt.

Diese sind schwierig miteinander zu vergleichen, da prinzipiell jeder Hedgefonds seine individuelle Strategie verfolgt. Hedgefonds können jedoch nach ihren Risikoeigenschaften in drei Gruppen eingeteilt werden. Mit zunehmendem Risiko (in Form der Volatilität der Renditen) lassen sich **marktneutrale**, **ereignisgetriebene** und **opportunistische** Strategien unterscheiden (vgl. *Breuer/Gürtler/Schuhmacher*, 2002, S. 268).

Bei marktneutralen Strategien wird versucht, Preisunterschiede zwischen ähnlichen Anlageinstrumenten auszunutzen. Das Marktrisiko wird dabei durch das Eingehen gegenläufiger Positionen weitgehend eliminiert. Marktneutrale Positionen sind auf absolute Renditeziele ausgerichtet, wobei die Volatilität der Renditen gering ist. Zu den marktneutralen Hedgefonds-Strategien gehören z.B. die **Fixed Income Arbitrage** und die **Convertible Arbitrage**:

- Bei der Fixed Income Arbitrage werden z.B. mit Hilfe der Analyse von Zinsstrukturkurven und von Volatilitätsverläufen (subjektive) Fehlbewertungen von festverzinslichen Wertpapieren identifiziert. Anschließend wird auf eine Beseitigung dieser Fehlbewertungen spekuliert. Man kann z.B. durch den gleichzeitigen Kauf von Anleihen schlechter Bonität und Leerverkauf von Anleihen guter Bonität auf eine Verringerung der Renditeunterschiede zwischen diesen Wertpapieren setzen. Diese Strategie verfolgte der in der Wirtschaftspresse intensiv diskutierte LTCM-Hedgefonds (Long Term Capital Management) im August 1998. Aufgrund der Russlandkrise kam es aber nicht zu der erwarteten Verringerung, sondern zu einer starken Ausweitung der Renditeunterschiede.
- Im Rahmen der Convertible Arbitrage werden z.B. unterbewertete Wandelanleihen gekauft und gleichzeitig die zugrunde liegende Aktie leer verkauft. Bei einem Kursanstieg (Kursrückgang) der Aktie soll dann mit der Wandelanleihe mehr verdient (weniger verloren) werden als mit der Aktie verloren (verdient) wird.

Ereignisgetriebene Strategien versuchen Spekulationsmöglichkeiten hinsichtlich bestimmter Ereignisse (z.B. Insolvenz, Restrukturierung, Übernahme) auszunutzen. Die Renditen ereignisgetriebener Hedgefonds sind volatil als die marktneutraler Hedgefonds. **Distressed Securities** und **Risk Arbitrage** sind zwei ereignisgetriebene Strategien:

- Im Bereich Distressed Securities werden Investitionen in Unternehmen, die sich in finanziellen oder operativen Schwierigkeiten befinden, getätigt. Es wird auf eine Fortführung der Unternehmenstätigkeit spekuliert.
- Die Merger Arbitrage zielt auf Kursbewegungen bei (antizipierten) Unternehmensübernahmen ab. Dazu werden Aktien des Übernahmekandidaten gekauft. Gleichzeitig werden Aktien des übernehmenden Unternehmens leer verkauft, wodurch auf die Realisation der Übernahme spekuliert werden kann.

Hedgefonds, die opportunistische Strategien verfolgen, versuchen, sich an bestimmte Bewegungen der internationalen Kapitalmärkte anzupassen. Ihre Renditen weisen die

höchste Volatilität der drei Strategiegruppen auf. Opportunistische Strategien zielen, ebenso wie ereignisgetriebene, auf besondere Risiko-/Renditeprofile ab, die mit traditionellen Investments nicht erreicht werden können.

**Global Macro** und **Long/Short Equity** stellen zwei opportunistische Strategien dar:

- Bei der Global Macro-Strategie wird auf fundamentale Richtungsänderungen von Preisen bestimmter Assetklassen weltweit spekuliert. Global Macro-Manager verfolgen einen Top-down-Ansatz. Sie prognostizieren globale ökonomische Trends und setzen auf ganze Assetklassen statt auf einzelne Titel.
- Die Long/Short Equity-Strategie umfasst Long- und Shortpositionen im Kassa- und Terminmarkt. Dabei werden unterbewertete Aktien gekauft und überbewertete Aktien leer verkauft. So kann gleichzeitig auf einen Kursanstieg der unterbewerteten Aktien und auf einen Kursrückgang der überbewerteten Aktien spekuliert werden. Die Strategie muss nicht marktneutral ausgerichtet sein.

### 3. Marktübersicht und Ausblick

Seit Beginn der Neunzigerjahre wächst der Hedgefonds-Markt sehr schnell. Die **Anzahl** der Hedgefonds betrug weltweit zum Ende des Jahres 2002 schätzungsweise 7.500 (vgl. *Van Hedge Fund Advisors*, 2003). Das verwaltete **Anlagevolumen** ist seit 1990 durchschnittlich um 20,4 % pro Jahr gestiegen. Es wird derzeit auf 650 Mrd. USD geschätzt. Im Vergleich zu traditionellen Investmentfonds (weltweites Marktvolumen von 11.209 Mrd. USD) ist dies gering (vgl. *FEFSI*, 2003, S. 1). Hedgefonds werden sowohl von Privatanlegern (insbesondere von vermögenden Einzelpersonen) als auch von institutionellen Investoren (z.B. von Banken, Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds) nachgefragt. Als Anbieter von Hedgefonds treten häufig ehemalige Mitarbeiter von Investmentbanken auf, die sich durch die Gründung eines Hedgefonds selbstständig machen.

Die Gründung eines Hedgefonds unter deutschem Recht war bisher nicht sinnvoll, da Unternehmen, die in Deutschland Investmentgeschäfte betrieben, zahlreichen Restriktionen unterlagen (z.B. einem Verbot von Leerverkäufen). Auch eine Investition eines in Deutschland steuerpflichtigen Anlegers in einen ausländischen Hedgefonds war bislang unattraktiv, da diese unter das Auslandsinvestmentgesetz fiel und mit sehr hohen Steuern belegt war. Erst in den vergangenen Jahren wurden **Hedgefonds-Produkte** entwickelt, über die auch ein deutscher Investor an der Wertentwicklung von Hedgefonds teilhaben kann. Solche Produkte werden vor allem von Großbanken in Form von Zertifikaten emittiert. Diese sind Inhaberschuldverschreibungen, die die Wertentwicklung eines Hedgefonds-Index oder eines Hedge-Dachfonds verbriefen. Daneben werden weitere indirekte Beteiligungsformen, wie z.B. Genussscheine, angeboten. Das Investitionsvolumen ist

## Das aktuelle Stichwort

noch gering. Die von deutschen Investoren in Hedgefonds-Produkte investierte Anlagesumme wird auf 5 Mrd. USD geschätzt (vgl. o. V., 2003, S. 70). Das Marktvolumen traditioneller Investmentfonds beträgt dagegen 210 Mrd. USD (vgl. FEFSI, 2003, S. 1).

Das im Januar 2004 in Kraft getretene **Investmentmodernisierungsgesetz** schafft die zur Gründung und zum Vertrieb von Hedgefonds **notwendigen Rahmenbedingungen**. Hedgefonds können Leerverkäufe, Fremdkapital und Derivate einsetzen. Sowohl institutionelle Anleger als auch Privatanleger können sich direkt an Hedge-Dachfonds und Hedge-Einzelfonds beteiligen. Allerdings dürfen nur Dachfonds, die die Kundengelder über mindestens fünf Einzelfonds streuen, öffentlich vertrieben werden. Hedge-Einzelfonds dürfen hingegen nur über eine Privatplatzierung verkauft werden.

In den nächsten Jahren ist mit einer **weiteren Zunahme** der Hedgefonds-Investments zu rechnen. Für den weltweiten Hedgefonds-Markt wird ein Marktwachstum von ca. 10 % pro Jahr prognostiziert (vgl. *Merril Lynch/Cap Gemini Ernst & Young*, 2003, S. 13). Aufgrund der Liberalisierung durch das Investmentmodernisierungsgesetz ist in

Deutschland – ausgehend von einem sehr niedrigen Niveau – mit weit höheren Wachstumsraten zu rechnen.

## Literatur

- Breuer, W., M. Gürtler, F. Schuhmacher*, Alternative Assetklassen – Hedgefonds, in: *J. Coche, O. Stotz* (Hrsg.), *Asset Allocation*, Köln 2002, S. 259–280.
- Deutsche Bundesbank* (Hrsg.), Hedge-Fonds und ihre Rolle auf den Finanzmärkten, in: *Deutsche Bundesbank*, Monatsberichte, März 1999, S. 31–44.
- FEFSI* (Hrsg.), FEFSI International Statistical Release 2003 Q1 – Supplementary Tables, URL: <http://www.fefsi.org>, 2003.
- Kestler, A.*, Neues Investmentgesetz bringt den Finanzplatz Deutschland voran, in: *Die Bank*, o. Jg. (2003), S. 675–679.
- Könberg, M., M. Lindberg*, Hedge Funds. A Review of Historical Performance, in: *The Journal of Alternative Investments*, Vol. 4 (2001), Summer, S. 21–31.
- Liang, B.*, Hedge Funds. The Living and the Dead, in: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 35 (2000), S. 309–326.
- Merril Lynch, Cap Gemini Ernst & Young* (Hrsg.), *World Wealth Report 2003*, URL: <http://www.cgey.com>, 2003.
- o. V., Hans-come-lately, in: *Economist*, Vol. 366 (2003), Nr. 8315 vom 15.03.2003, S. 70.
- Van Hedge Fund Advisors* (Hrsg.), *All About Hedge Funds*, URL: <http://www.hedgefund.com>, 2003.