

Burkhard Erke, Ralf-M. Marquardt

## Zulassung von Hedge-Fonds in Deutschland: Fluch oder Segen?

*Seit Jahresanfang ist in Deutschland die Auflage von Hedge-Fonds erlaubt. In der Beurteilung solcher Fonds gibt es erhebliche Unterschiede. Während viele Beobachter vor dem Hintergrund ausländischer Erfahrungen die einzel- und gesamtwirtschaftlichen Gefahren der „Zockerportfolios“ herausstellen, versprechen sich nicht nur die Anbieter große Vorteile. Neben der Stärkung des Finanzplatzes wird von der Neuerung oftmals sogar eine Verringerung des individuellen und systematischen Risikos erwartet. Inwieweit stellen die Fonds ein unkalkulierbares Wagnis, inwieweit eine Bereicherung des Investmentwesens dar? Sind allgemeine Aussagen über Hedge-Fonds möglich?*

Anfang Januar 2004 trat das „Gesetz zur Modernisierung des Investmentwesens und zur Besteuerung von Investmentvermögen (Investmentmodernisierungsgesetz)“ in Kraft. Seitdem dürfen sich institutionelle und private Anleger in hierzulande aufgelegten „Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken“, also Hedge-Fonds, engagieren.

Die Bezeichnung „Hedge-Fonds“ dient dabei als unscharfer Sammelbegriff für spezielle, privat gemanagte Investmentgesellschaften<sup>1</sup>. In der Praxis ist deren Anlageverhalten häufig durch ein ehrgeiziges absolutes Renditeziel gekennzeichnet. Im Gegensatz zu anderen Kapitalsammelgesellschaften stellen sie in Aussicht, sich nicht mit einem relativen Erfolg gegenüber einer eventuell auch rückläufigen Benchmark (z.B. dem Aktienindex) zufrieden zu geben. Erklärter Vorsatz ist vielmehr, regelmäßig und somit auch bei fallendem Gesamtmarkt Gewinne zu erwirtschaften.

Als weiteres konstitutives Element eines Hedge-Fonds gilt das Operieren mit Leverage-Effekten und/oder Leerverkäufen. Die Leverage-Wirkung resultiert aus dem Bemühen, den Ertrag aus einer gewählten Anlage des Fonds zu erhöhen, ohne die Einlagen der Anteilseigner aufzustocken. Dies gelingt entweder durch mitinvestierte Kredite oder das Engagement in Derivaten mit entsprechenden Hebeleffekten. Je größer der zugrundeliegende Leverage ist, umso höhere

Gewinne entstehen bei aufgehender Investitionsstrategie, umso größer sind aber auch die Verluste im Misserfolgsfall<sup>2</sup>. Bei Leerverkäufen hingegen handelt es sich um die Veräußerung eines zuvor geliehenen Vermögenswertes. Die Schuldnerposition wird später geschlossen, indem das Aktivum auf dem offenen Markt aufgekauft und dann zurückgegeben wird. Das Eingehen einer solchen „Short-Position“ rechnet sich dann, wenn eine ex ante erwartete Preissenkung des geliehenen Vermögensgegenstandes ex post wirklich einsetzt.

Losgelöst von diesen Ähnlichkeiten können sich aber zwischen den Hedge-Fonds erhebliche Unterschiede in der Anlagestrategie ergeben (vgl. auch die Tabelle). Grob lassen sie sich in drei, nicht strikt voneinander abgrenzbare Klassen einteilen. Zum einen gibt es Institute, die eine „Market-Trend-Strategie“ (oder auch: „Opportunistische Strategie“) verfolgen. Sie setzen auf die Bewegung des gesamten Marktes, sei es bei Aktien, Anleihen, Währungen oder Gütern und gehen dabei aufgrund einer abweichenden Einschätzung gesamtwirtschaftlicher Daten spekulative Positionen ein. Zum zweiten existieren Hedge-Fonds, die Einzelereignisse, wie Firmenneuorganisationen, bevorstehende Insolvenzen oder erwartete Fusionen in „Event-Driven-Strategie“ ausbeuten wollen. In eine dritte Kategorie fallen Fonds mit „Arbitrage-Strategi-

---

*Prof. Dr. Burkhard Erke, 46, lehrt Volkswirtschaftslehre an der FH-Gelsenkirchen, Abteilung Bocholt; Prof. Dr. Ralf-M. Marquardt, 42, lehrt Volkswirtschaftslehre und quantitative Methoden an der FH-Gelsenkirchen, Abteilung Recklinghausen.*

<sup>1</sup> Vgl. K. Dowd: Too Big to Fail?: Long-Term Capital Management and the Federal Reserve, in: Cato-Institute: Briefing Papers, Nr. 52, 23. September 1999, S. 2 f.; U.S. Securities and Exchange Commission: Implications of Hedge Funds, September 2003, S. 33 ff.

<sup>2</sup> In ähnlicher Form stützen sich zwar auch andere Finanzinstitutionen, wie etwa Investment-Banken, auf Leverage-Effekte. Deren Spielräume sind aber durch aufsichtsrechtliche Vorschriften zumeist stärker eingeschränkt als die der Hedge-Fonds und außerdem sind ihre Geschäftsfelder stärker diversifiziert.

en“. Sie setzen darauf, dass die allgemeine Preistendenz des betrachteten Anlagesegments zwar stimmig ist, dass aber die Preisrelationen innerhalb des Sektors noch nicht feinjustiert sind, so dass vorübergehende Störungen in der Preisgleichgewichtsfindung oftmals unter Zuhilfenahme mathematischer Modelle gewinnbringend umgesetzt werden können.

Das Fondsrisiko setzt sich aus den Unsicherheiten im Grundgeschäft, dem Hebel und dem Grad der Liquidierbarkeit von Positionen zusammen. Je nach Klassenzugehörigkeit gibt es aber bereits im Wagnis der Grundgeschäfte deutliche Unterschiede. Market-Trend-Strategien sind auf Dauer nur dann erfolgreich, wenn der Fonds regelmäßig eine bessere Einschätzung als der Markt hat. Die Gefahr von Misserfolgen ist entsprechend hoch. Arbitrage-Strategien hingegen sind im Grundgeschäft wenig riskant, denn sie bauen nur auf marginalen Preisdiskrepanzen auf, die sich bei funktionierenden Märkten rasch beseitigen müssten.

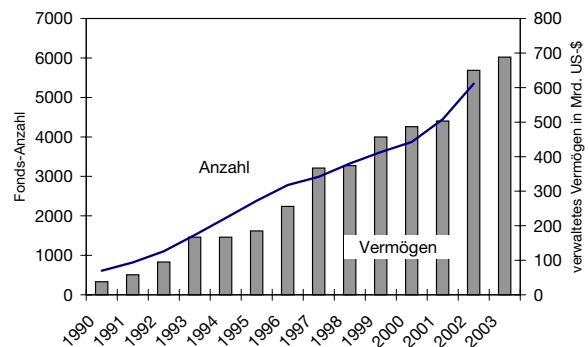
**Die öffentliche Wahrnehmung**

Die Finanzdienstleister feierten das neue Gesetz als „Meilenstein in der deutschen Finanzgeschichte“<sup>3</sup>: Denn die Zulassung der Fonds erweitere den Anlagespielraum und erhöhe damit die Möglichkeit zur Diversifikation. Spektakuläre Profite und auch die Tatsache, dass sich unter Umständen selbst in Baissezeiten Gewinne einfahren ließen, machten diese Anlageform des Weiteren für private und institutionelle Investoren interessant. Angesichts dessen geht der Bundesverband Investment und Asset Management „...in den nächsten drei bis fünf Jahren von einem (Absatz-)Potenzial in Höhe eines deutlich zweistelligen Milliardenbetrags“ aus<sup>4</sup>.

Neben dieser Begeisterung gibt es aber auch zahlreiche mahnende Stimmen. Sie weisen darauf hin, dass ein erhebliches Ausfallrisiko bestehe. Dabei seien eben nicht nur prozentuale Kurseinbußen, sondern im Zweifelsfall sogar Totalverluste des eingesetzten Kapitals denkbar. Insofern handele es sich um „hochriskante Papiere ...“, die allenfalls für den „... sehr erfahrenen Anleger“<sup>5</sup> in Betracht kämen.

Als Negativbeispiel wird dabei oftmals auf den aufsehenerregenden Beinahe-Zusammenbruch von

**Abbildung 1**  
**Weltweite Hedge-Fonds-Entwicklung**



Quellen: Schätzwerte Hedge-Fund-Research, DM-Euro und Handelsblatt.

Long-Term Capital Management (LTCM) im Jahr 1998 verwiesen. Der von den Nobelpreisträgern Merton und Scholes als Gesellschafter mitgemanagte Hedge-Fonds wurde erst nach massiver Vermittlung der amerikanischen Zentralbank in einer konzertierten Aktion von 14 internationalen Kreditinstituten gerettet<sup>6</sup>. Diese Geschäftsbanken beteiligten sich als Hauptgläubiger mit gut 3,6 Mrd. US-\$ an dem maroden Fonds. Die bisherigen Anteilseigner mussten dabei im Gegenzug auf 90% ihrer Beteiligung verzichten.

Im Mittelpunkt der Kritik steht aber nicht nur das Anlagerisiko eines einzelnen Anteilsbesitzers, sondern vor allem auch die Gefahren für die Stabilität der Finanzmärkte insgesamt. Dabei konzentrieren sich die Befürchtungen in der Öffentlichkeit nicht allein auf die Folgewirkungen etwaiger Fondspliten auf dem Finanzmarkt, also auf das „systematische Risiko“. Vielmehr wird den Asset-Managern auch die Macht zugeschrieben, gerade sogar aufgrund erfolgreicher Strategien die Säulen der Finanzwelt ins Wanken bringen zu können<sup>7</sup>. Als legendär gilt etwa die „Schlacht“ von George Soros Quantum-Funds. Mit seiner „Wette“ gegen das überbewertete britische Pfund im Europäischen Währungssystem zwang er die Politik zur Kapitulation und verursachte eine Aufweichung des Systems, das sich bis dahin überraschend solide entwickelt hatte. In die gleiche Richtung weist auch die

<sup>3</sup> Hedge-Funds wollen Milliarden absetzen, in: Handelsblatt vom 10. November 2003.

<sup>4</sup> S. Seip: Interview mit Stefan Seip, in: Absolutreport, Ausgabe Nr. 17, 12/2003, S. 20. (<http://www.absolut-report.de>).

<sup>5</sup> S. Knoppik: Hedgefonds bergen Risiken, in: stern.de vom 22. Dezember 2003, <http://www.stern.de/wirtschaft/boerse/analyse/index.html?id=518002>.

<sup>6</sup> Vgl. B. Eichengreen: Hedge Funds in the New International Financial Architecture, Mai 1999; K. Dowd, a.a.O.; Financial Economists Roundtable, Financial Economists Roundtable Statement on Long-Term Capital Management and the Report of the President's Working Group on Financial Markets, 6. Oktober 1999 (<http://www.luc.edu/orgs/finroundtable>); B. Reszat: Banken im Aus, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 78. Jg. (1998), H. 10, S. 568, (<http://www.hwwa.de/Publikationen/Wirtschaftsdienst/1998>).

<sup>7</sup> Vgl. B. Eichengreen, a.a.O.; K. Tsatsaronis: Special Feature: Hedge-Funds, in: BIS Quarterly Review, November 2000, S. 61 ff.

Anklage des ehemaligen malaysischen Premier-Ministers Mahathir. Er warf den Fonds vor, durch Spekulationen die Südostasienkrise ausgelöst zu haben.

### Internationales Hedge-Fonds-Umfeld

Ungeachtet der weit verbreiteten Befürchtungen erscheint bei einem Blick auf das internationale Umfeld die Zulassung deutscher Hedge-Fonds aber als nahezu zwangsläufig. Denn es handelt sich zum einen um ein – gemessen an der Marktdynamik – überaus attraktives Finanzmarktsegment (vgl. Abbildung 1). Zwar ist die Datenbasis aufgrund von Abgrenzungsschwierigkeiten und fehlender Berichtspflicht gegenüber offiziellen Aufsichtsorganen vergleichsweise unsolid. Dennoch deuten die Angaben aller Marktbeobachter in die gleiche Richtung. Ihre Schätzungen gehen davon aus, dass weltweit 6000 bis über 7000 Hedge-Fonds aktiv sind und ein Vermögen von etwa 0,50 – 0,75 Billionen US-\$ verwalten<sup>8</sup>. Die Zahl der Anbieter hat sich dabei innerhalb von zwölf Jahren etwa verneunfacht. Das gemanagte Vermögen ist mit einer jahresdurchschnittlichen Rate von über 25% gewachsen.

Zum anderen befinden sich die institutionellen Rahmenbedingungen weltweit in einem Liberalisierungsprozess<sup>9</sup>. Die weitaus großzügigsten Voraussetzungen finden die Fonds-Manager seit jeher in den Off-Shore-Zentren vor, welche die Anleger mit einem nahezu aufsichts- und regulierungsfreien Umfeld, aber auch mit steuerlichen Vorteilen gezielt anlocken. Unter den On-Shore-Zentren gelten die Vereinigten Staaten als mit Abstand größtes Anbieterland zugleich auch als Vorreiter in Sachen Freizügigkeit. Zwar zeichnen sich in beiden Regionen Einschränkungen ab, sie ändern aber wenig an deren Vorreiterstellung.

Die großzügigen Ausnahmeregelungen in den Vereinigten Staaten erklären sich weitgehend aus dem Ziel der Finanzplatzförderung in Verbindung mit einer als ohnehin unvermeidbar angesehenen Ausweichmög-

lichkeit auf die Off-Shore-Konkurrenz. So stellte der amerikanische Notenbankchef in der Debatte im Anschluss an die LTCM-Krise pragmatisch und zugleich resignierend fest: "It is questionable whether hedge funds can be effectively regulated in the United States alone. ... trades can be initiated from almost any location. Indeed, most hedge funds are only a short step from cyberspace. Any direct US regulations restricting their flexibility will doubtless induce the more aggressive funds to emigrate from under our jurisdiction."<sup>10</sup>

Verglichen mit den Vereinigten Staaten ist der europäische Markt für Hedge-Fonds zwar bislang unterentwickelt<sup>11</sup>. Die Liberalisierungsbemühungen sind in Europa jedoch allgegenwärtig. Getragen wird dieser Trend durch eine EU-Initiative zur Stärkung der Finanzplätze, durch den erwarteten Zuwachs an Abnehmern und durch das Voranschreiten einzelner europäischer Länder (allen voran Großbritannien, Schweiz, Luxemburg, Irland, jüngst aber auch Italien, Frankreich und Schweden). Über das damit verstärkte Regulierungsgefälle nimmt der Anpassungsdruck auf die „Nachzügler“ zu. Zudem gilt es, der latenten Konkurrenz durch die neuen EU-Beitrittsländer zuvorzukommen, die teilweise erwägen, sich als freizügiger, kostengünstiger Finanzstandort zu etablieren<sup>12</sup>.

### Neue Rahmenbedingungen in Deutschland

In diesem Umfeld kann es nicht erstaunen, dass sich auch Deutschland angepasst hat. Es erschien immer mehr als Anachronismus, dass Finanzinstitutionen mit Sitz in Deutschland Geschäfte verwehrt wurden, die sich für eine entsprechend wohlhabende Klientel problemlos und dann sogar im vollkommen regulierungsfreien Raum über Auslandsniederlassungen derselben Finanzinstitutionen in den Off-Shore-Territorien oder indirekt über Hedge-Fonds-Zertifikate durchführen ließen. Das Investmentmodernisierungsgesetz wurde

<sup>8</sup> Die Hedge Fund Association geht von ca. 7000 Fondsanbietern aus. Hedgefundresearch weist weit über 5000 Anbieter mit einem Vermögenswert von fast 0,7 Billionen US-\$ aus. Nach Angaben von Tremont Capital Management sind in Hedge-Fonds derzeit rund 0,75 Billionen \$ angelegt. Die amerikanische Wertpapier- und Börsenaufsicht berichtet von allein 6000 bis 7000 Hedge-Fonds, die in den Vereinigten Staaten operieren und ein Vermögen von ungefähr 0,6 bis 0,65 Billionen US-\$ verwalten. (Vgl. U.S. Securities and Exchange Commission: Implications of Hedge Funds, September 2003, S. vii.)

<sup>9</sup> Vgl. Price Waterhouse Coopers: The Regulation and Distribution of Hedge Funds in Europe – Changes and Challenges, Mai 2003; W. Donaldson (Chairman U.S. Securities and Exchange Commission): Testimony Concerning Investor Protection Implications of Hedge Funds, 10. April 2003, <http://www.sec.gov/news/testimony/041003tswhd.htm>.

<sup>10</sup> A. Greenspan, zitiert in: K. Dowd, a.a.O. S. 9.

<sup>11</sup> Gemessen an den weltweit verwalteten Vermögenswerten von Hedge-Fonds vereinigen die europäischen Anbieter trotz eines zuletzt rapiden Wachstums lediglich etwa 15% auf sich (vgl. Price Waterhouse Coopers, a.a.O., S. 2).

<sup>12</sup> Vgl. Price Waterhouse Coopers, a.a.O., S. 7.

<sup>13</sup> Finanzausschuss des Deutschen Bundestages: Beschlussempfehlung zu dem Gesetzentwurf der Bundesregierung, - Drucksache 15/1533, 15/671 -, 5. November 2003.

<sup>14</sup> § 112 InvG definiert in Verbindung mit § 2 InvG in abschließender Form als Vermögensgegenstände, die von Single-Hedge-Fonds erworben werden dürfen: Wertpapiere, Geldmarktinstrumente, Derivate, Bankguthaben, Anteile an anderen Investmentvermögen, stille Beteiligungen, Edelmetalle, Waren-Terminkontrakte an organisierten Märkten und Beteiligungen an Unternehmen, deren Verkehrswert ermittelt werden kann. Beteiligungen an nicht börsenzugelassenen Unternehmen oder nicht in organisierten Märkten einbezogenen Unternehmen dürfen dabei 30% des Wertes des Sondervermögens nicht überschreiten.

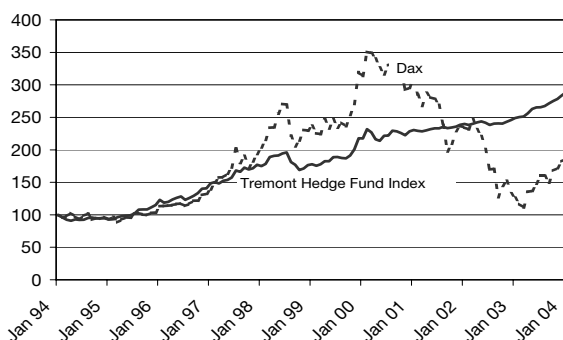
daher auch ausdrücklich damit begründet, „... der Abwanderung von Investmentfonds ins Ausland wegen der dortigen besseren rechtlichen Rahmenbedingungen entgegen zu wirken und die Leistungsfähigkeit und Attraktivität des Investmentstandortes zu steigern ...“<sup>13</sup> Im Einzelnen sieht das Gesetz folgende Bausteine vor:

- Es differenziert zwischen Single-Hedge-Fonds, die eine eigenständige Anlagestrategie verfolgen und Dach-Hedge-Fonds, welche das eingesammlte Kapital verwalten, indem sie es in unterschiedliche Single-Fonds weiterleiten.
- Single-Hedge-Fonds werden in ihrer Strategie nur durch die vordefinierten Anlagefelder eingeschränkt<sup>14</sup>. Sie sind nicht – wie ursprünglich vorgesehen<sup>15</sup> – nur institutionellen, sondern auch privaten Anlegern zugänglich. Allerdings ist der öffentliche Vertrieb untersagt. Statt dessen bedarf es einer gezielten Ansprache im Wege einer Privatplatzierung über Finanzinstitutionen. Dies soll sicherstellen, dass das Marktsegment bewusst auf die institutionellen sowie auf die „gut informierten“, wohlhabenden und damit eher verlustresistenten privaten Anleger zugeschnitten bleibt.
- Die „Dach-Hedge-Fonds“ sollen hingegen auch dem breiteren Publikum offen stehen. Sie diversifizieren das eingesammlte Kapital in mindestens fünf Single-Hedge-Fonds (auch „Zielfonds“), die zwar vom gleichen Anbieter stammen können, dann aber unterschiedliche Manager und Strategien aufweisen müssen. Außerdem muss sichergestellt sein, dass die Dach-Fonds-Geschäftsleitung eine regelmäßige Risikoprüfung durchführt. Darüber hinaus unterliegen Dach-Hedge-Fonds einer Auskunftspflicht gegenüber der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Im Verkaufsprospekt ist ferner an prominenter Stelle darauf hinzuweisen, dass Anleger mit Ausfällen bis hin zu einem Totalverlust rechnen müssen.
- Das Recht auf die Rückgabe der Anteile an Hedge-Fonds kann durch Vorgabe bestimmter Rücknahmeterminen und Kündigungsfristen eingeschränkt werden.

<sup>13</sup> In der Endfassung wurden diese Beschränkungen aufgehoben, da sie in diskriminierender Form lediglich für inländische Anbieter gegolten hätte, während ausländische Fonds hierzulande auch an Privatanleger hätten verkaufen können.

<sup>14</sup> Da den deutschen Fonds ein ähnlich breites Anlagespektrum offen steht, ist zumindest auf Dauer nicht davon auszugehen, dass sie signifikant schlechter abschneiden werden als die ausländische Konkurrenz.

**Abbildung 2**  
**Indexvergleich: Dax und Hedge-Fonds**  
(Januar 1994 = 100)



Quellen: CSFB/Tremont, Yahoo und eigene Berechnungen.

### Einzelwirtschaftliche Beurteilung

Die Tatsache, dass sich die Fonds-Zulassung angesichts des weltweiten Umfelds als unaufhaltsam präsentiert und dass für das neue Produkt ein hoher Zuspruch erwartet wird, lässt nicht automatisch auch eine positive Bewertung zu. Eine ausgewogene Einschätzung muss dabei sowohl die einzel- als auch die gesamtwirtschaftliche Ebene berücksichtigen.

Hinsichtlich der individuellen Anlegerperspektive signalisieren die auf ausländische Erfahrungen gestützten Fakten<sup>16</sup> auf den ersten Blick, dass die Fonds in der Tat eine Bereicherung darstellen (vgl. Abbildung 2 und die Tabelle). Im Performancevergleich schneiden Hedge-Fonds gegenüber alternativen Anlageformen wie dem Dax gut ab. Über die gesamte Hedge-Fonds-Branche, aber auch innerhalb einzelner Strategien, versprechen die Daten nicht nur bessere Renditen, sondern zudem eine deutlich niedrigerer Volatilität<sup>17</sup>. Der eigentliche Reiz von Hedge-Fonds liegt aber darin, sie dem vorhandenen Portfolio beizumischen. Da die Fonds-Performance oftmals kaum mit den traditionellen Anlagen korreliert ist (vgl. Tabelle), trägt die zusätzliche Anlagemöglichkeit zu einer Diversifikation bei, die das Portfoliorisiko insgesamt reduziert.

Allerdings leiden die auch von den Fondsanbietern häufig präsentierten Statistiken unter einer gewissen Schönfärberei<sup>18</sup>: So wird ein „Back-Fill-Bias“ erzeugt,

<sup>17</sup> Als Ursachen hierfür wird auf die Gewinnmöglichkeiten auch in Baisse-Phasen, auf starke materielle Anreize hochprofessioneller Asset-Manager durch ein erfolgsorientiertes Dotierungssystem und auf die im Rahmen der rechtlichen Vorschriften ungewöhnlich hohe Flexibilität in der Reaktion auf veränderte Marktsituationen verwiesen. Vgl. B. Eichengreen, a.a.O., S. 5.

<sup>18</sup> Vgl. C. Asness, R. Kraill, J. Liew: Do Hedge Funds Hedge?, in: The Journal of Portfolio Management, Herbst 2001, S. 7.

## FINANZMÄRKTE

### Performance-Vergleich ausgewählter Strategien: Januar 1994 - Februar 2004

	Portfolio	Strategiebeschreibung	Überschussrendite	Standardabweichung der Renditen	Sharpe-Maß	Korrelationskoeffizient mit dem DAX	Maximale Monatsrendite	Minimale Monatsrendite
			in %				in %	
Market-Trend-Strategien	Global Macro	Das Fondsmanagement geht „long“- und „short“-Positionen in Anleihen, Aktien oder Finanzderivaten ein. Die Positionen spiegeln die Einschätzung der Fondsmanager hinsichtlich der zukünftigen Wirtschaftsentwicklung wider.	7,23	15,01	0,48	0,43	13,27	-9,28
	Long/Short Equity	Der Fondsmanager besitzt „long“- und „short“-Positionen in bestimmten Marktsegmenten. Das Marktrisiko wird ausgeschaltet. Unter-(Über-)bewertete Aktiva werden gekauft (leerverkauft).	5,23	14,50	0,36	0,36	13,34	-15,57
	Dedicated Short	Ein Portfolio aus Aktien und Derivaten, das per Saldo „short“ ist und auf Kursverluste wettet.	-9,28	17,62	-0,53	0,39	16,99	-11,98
	Emerging Markets	Das Fondsmanagement investiert weltweit in Aktien und Anleihen von „emerging markets“.	1,87	20,85	0,09	-0,62	15,17	-26,62
Event-Driven	Distressed Securities, Mergers, ...	Aktienorientierte Strategie. Der Fondsmanager erwartet bestimmte Unternehmensnachrichten und wettet auf hieraus resultierende Kursbewegungen.	4,08	11,04	0,37	0,46	6,75	-15,89
	Arbitrage-Strategien	Convertible Arbitrage	Nutzt Preisineffizienzen zwischen Wandelanleihen und Aktien aus.	3,02	10,06	0,30	0,57	8,03
Equity Market Neutral		Portfolio aus „short“- und „long“-Positionen in Aktien eines Marktes mit dem Ziel, den Einfluss des Gesamtmarktes zu minimieren.	3,07	9,20	0,33	0,29	7,66	-5,63
Fixed Income Arbitrage		Das Fondsmanagement hedged das Zinsrisiko seines Portfolios durch Eingehen sich neutralisierender Positionen.	-0,38	9,24	-0,04	0,56	5,90	-7,30
	Tremont Hedge Fund Index	Durchschnitt über alle Fonds	4,00	12,63	0,32	0,48	10,08	-11,86
	DAX		2,57	24,90	0,10	1,00	21,38	-25,42

In Anlehnung an C. Asness, C. R. Kraill, J. Liew: Do Hedge Funds Hedge?, in: The Journal of Portfolio Management, Herbst 2001, S. 6-19. Die Überschussrenditen sind definiert als jahresdurchschnittliche Hedge-Fonds-Rendite in Euro minus jahresdurchschnittliche Rendite des REX. Das Sharpe-Maß ist als einfaches Maß für die Rendite-Risiko-Relation aus dem Quotienten Überschussrendite/Standardabweichung gebildet und ist umso günstiger, je höher es ausfällt.

Quellen: CSFB/Tremont web site (<http://www.hedgeindex.com>) und eigene Berechnungen.

indem in Indexreihen oftmals nur solche Fonds aufgenommen werden, die in der Vergangenheit recht erfolgreich waren. Ferner ergibt sich ein Bewertungsproblem, wenn die Fonds in Vermögenswerten auf engen Märkten ohne kontinuierliche Preisnotierung investiert haben. In den monatlichen Meldungen an die Marktbeobachter unterstellen die Manager dann für einzelne Aktiva „künstliche“ Preise, die eher zu optimistisch angesetzt sind. Überzeichnet werden die

oben ausgewiesenen Erfolge auch durch einen „Survivor-Bias“. Denn es fließen eben nur Daten von solchen Fonds ein, die sich behaupten konnten. Dass dabei nach Angaben der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich 7 – 10% der Fonds auf der Strecke bleiben, wird nicht berücksichtigt<sup>19</sup>. Und nicht nur bezogen auf die Gefahr des Totalverlustes, sondern auch auf den erzielbaren Erfolg dürfen die Zahlen nicht darüber hinwegtäuschen, dass sich aufgrund der enormen Heterogenität der einzelnen Investmentgesellschaften hinter den Durchschnittsangaben selbst innerhalb einer Strategie, die zudem rasch wechseln kann<sup>20</sup>, überaus unterschiedliche Einzelschicksale verbergen.

<sup>19</sup> Vgl. K. Tsatsaronis, a.a.O., S. 63.

<sup>20</sup> So entwickelte sich LTCM vom klassischen Arbitrage- hin zum Macro-Funds und vergrößerte die Leverage-Relation (verwaltete Vermögen zu eingelegten Aktiva) von 16:1 auf zunächst 25:1, dann schon im Zuge der Krise auf 45:1 und später auf noch höhere Werte. Vgl. K. Dowd, a.a.O., S.3 ff.; B. Eichengreen, a.a.O.

<sup>21</sup> M. Neus zitiert in: U.S. Securities and Exchange Commission, a.a.O., S. 34.

<sup>22</sup> Vgl. S. Brown, W. Goetzmann: Hedge Funds with Style, in: NBER-Working-Paper Nr. 8173, März 2001.

<sup>23</sup> K. Dowd, a.a.O., S. 3.

Ein Marktbeobachter weist denn auch mahndend darauf hin: "When speaking about hedge funds whether the average hedge fund is less risky or more risky, I think this misses the point. It's not a monolithic institution. Hedge funds ... are incredibly entrepreneurial; are constantly innovating and mutating."<sup>21</sup>

Als problematisch erweist sich zudem die fehlende Persistenz in der Leistung eines einzelnen Fonds. Studien zeigen, dass sich Erfolge bzw. Misserfolge einzelner Manager weniger systematisch als eher zufallsbedingt entwickeln<sup>22</sup>. Das einmalige überdurchschnittlich gute Abschneiden garantiert in Zukunft nicht das Ausbleiben von „Flops“. Das oben erwähnte Beispiel von LTCM verdeutlicht dies übrigens. Vor dem Beinahe-Crash galt der Fonds aufgrund seiner Reputation noch als „Wall Street's darling“<sup>23</sup>.

Wie bei anderen Investmentfonds, wird der Anleger neben den Risiko-Rendite-Profilen sicherlich auch die Gebührengestaltung sorgfältig studieren müssen, zumal hohe Einmalgebühren die Anlegerflexibilität beeinträchtigen. Ersten Angaben zufolge dürften diese einmaligen Ausgabeaufschläge immerhin im Bereich von 4 – 6% liegen<sup>24</sup>. Dazu wird jährlich eine Management-Gebühr in einer Größenordnung von 1% – 2%<sup>25</sup> erhoben. Hinzu kommt eine Performance-Fee, die sehr unterschiedlich ausgestaltet sein kann.

### Gesamtwirtschaftliche Beurteilung

Hinsichtlich der makroökonomischen Beurteilung sind zunächst die Vorzüge des Gesetzes zu erwähnen. Sie erstrecken sich zum einen auf das Finanzplatzargument, dass aber nur insoweit zieht, als hier zusätzliche Geschäfte erschlossen und nicht nur andere Transaktionen verdrängt werden.

Zum anderen können Hedge-Fonds auch in viererlei Hinsicht zur Marktvollkommenheit beitragen.

- Erstens versuchen sie, durch eine über die aktuelle Markteinschätzung hinaus gehende Analyse temporäre Über- und Unterbewertungen bzw. Abweichungen vom inneren Wert eines Vermögenswertes auszubeuten. Damit geben sie aber nicht nur Signale ihrer abweichenden Einschätzung an andere Marktteilnehmer, so dass der Markt seine Haltung eventuell neu überdenkt, sondern sie stoßen mit ihren eigenen Transaktionen bereits eine erste Korrektur der mutmaßlichen Preisstörungen an. Sofern die Fonds mit ihrer Beurteilung richtig liegen, beschleunigen

sie dadurch die Entwicklung zu „fairen“ Gleichgewichtspreisen und tragen damit zur Effizienz des Preismechanismus bei. Liegen sie allerdings falsch, vernichten sie die ihnen anvertrauten Mittel, wobei aus gesamtwirtschaftlicher Sicht dann allenfalls tröstend ist, dass den Verlusten oftmals Gewinne eines anderen Marktakteurs gegenüber stehen und dass chronisch schlechte Fonds ohnehin über den Wettbewerb aussortiert werden.

- Zweitens erhöhen sie auf flexible Weise die Liquidität in den Finanzmärkten und tragen gerade in vermeintlich unterbewerteten Bereichen zu einem Überwinden etwaiger Engpässe bei.
- Drittens erweitern die Fonds das Anlagespektrum und verbessern so für die Gesamtheit der Anleger die Möglichkeiten, eine auf sie individuell abgestimmte Rendite-Risiko-Relation zu finden.
- Viertens erleichtert die Existenz von Hedge-Fonds auch den Absatz von Derivaten. Dies ist dann gesamtwirtschaftlich von Vorteil, wenn die Derivate eingesetzt werden, um hemmende Risiken in Verbindung mit realwirtschaftlichen Geschäften – beispielsweise über Terminkontrakte – an andere, weniger risikoaverse Marktteilnehmer zu „verkaufen“.

Das Investmentmodernisierungsgesetz beinhaltet aber auch Gefahren. Das betrifft zum einen die Effizienz des Preismechanismus auf den Finanzmärkten. Während die Hedge-Fonds – wie oben dargestellt – auf der einen Seite zwar die Möglichkeit bieten, den Preismechanismus zu stärken, können sie auf der anderen Seite auch dessen Schwächung bewirken. Essenzielles Anliegen eines Fonds ist es ja nicht, einen Beitrag zur gesamtwirtschaftlichen Effizienz zu leisten, sondern Gewinne zu erwirtschaften. Ob dabei die Preise in die makroökonomisch angemessene Richtung tendieren, ist für das Asset-Management belanglos. Und selbst dann, wenn die Tendenz stimmt,

<sup>25</sup> Vgl. B. Eichengreen, a.a.O., S. 9. 1994 hatten Macro-Fonds auf eine Dollar-Aufwertung gegenüber der D-Mark gesetzt. Die Kalkulation ging nicht auf, die Positionen mussten geschlossen werden, d.h. die erworbenen Dollarguthaben wurden aufgelöst und die zuvor leer-verkauften D-Mark-Beträge mussten zurückgekauft werden. Dadurch geriet der Dollar überraschend gegenüber der D-Mark unter Abwertungsdruck, die Schwankungen wurden eher verstärkt.

<sup>26</sup> Vgl. B. Eichengreen, a.a.O., S. 16 und 19. So zeichnete sich beispielsweise 1998 bei LTCM ab, dass zum Bedienen von Krediten Longpositionen in Wertpapieren aufzulösen waren, die eigentlich als unterbewertet eingestuft wurden und von denen sich das Management einen Kursanstieg versprach. In Antizipation dieses Schrittes trennten sich dann bei Ankündigung der LTCM-Schieflage auch andere Marktteilnehmer von den Papieren, verstärkten den vermeintlich ungerechtfertigten Kursrutsch und verschärften so die Probleme von LTCM.

<sup>27</sup> Vgl. B. Eichengreen, a.a.O., S. 8 f.

<sup>24</sup> Vgl. zu dieser und den nachfolgenden Angaben die Ergebnisse einer Umfrage in: Überblick bewahren, in: New Investor 1.04 vom 25. März 2004, S. 18 f.

hat der Fonds eher ein Interesse daran, dass eine angebrachte Richtungskorrektur in einer Übertreibungen einmündet. Sollte der Fonds nun über Marktmacht verfügen, wird er lediglich versuchen, die Kurse zu seinen Gunsten zu beeinflussen, ohne dass dabei automatisch eine Annäherung an die „wahren“ Gleichgewichte erfolgt. Darüber hinaus drohen Preisschwankungen dann eigendynamisch akzentuiert zu werden, wenn große „Spieler“ unter den Hedge-Fonds oder kleine Akteure mit entsprechend großem Leverage „auf dem falschen Bein erwischt werden“. Dies folgt aus der Notwendigkeit, Positionen vorzeitig auflösen zu müssen<sup>25</sup> oder aus antizipierendem Verhalten anderer Marktteilnehmer<sup>26</sup>.

Allerdings sollte der Markteinfluss der Hedge-Fonds – sowohl in positiver als auch in negativer Hinsicht – nicht überschätzt werden<sup>27</sup>. Verglichen mit dem Kapital anderer internationaler Finanzmarktakteure vereinigen die Hedge-Fonds trotz ihrer beachtlichen Entwicklung nur einen geringen Bruchteil an eingelegten Mitteln auf sich. Zwar vergrößert sich die Marktwirkung der Hedge-Fonds mit dem Leverage-Effekt. Dies trifft aber beispielsweise für die führenden Investmenthäuser noch viel mehr zu. Eichengreen kommt daher zu dem Schluss: "Thus, one can reasonably question whether hedge funds alone move markets on the ground that other investors follow many of the same trading and investment strategies and have many times more capital under management. ... There is little evidence ... that hedge funds play a catalytical role in herding in financial markets."<sup>28</sup>

Ambivalent in der Einschätzung ist ein weiterer Aspekt. So wünschenswert es ist, dass durch die Fonds-Zulassung die Unterbringung von Derivaten zur Risikoabsicherung erleichtert wird, umso problematischer erscheint es, dass damit zugleich auch Derivate zum Zweck der reinen Spekulation einfacher zu platzieren sind. Gesamtwirtschaftlich resultieren aus diesen Spekulationen zwar Nullsummenspiele. Bedenklich ist aber, dass für derartige Wetten erhebliche Ressourcen gebunden werden und dass sich damit die „Casino-Mentalität“ in der Ökonomie weiter ausbreitet. Dies gilt insbesondere dann, wenn die Fonds in der Hoffnung, bei drohender Insolvenz durch Banken oder den Staat bzw. Steuerzahler aufgefangen zu werden, eine Neigung zu besonders riskanten Strategien entwickeln.

Diese Moral-Hazard-Gefahr ist zu befürchten, wenn die Politik hier keine klaren Signale setzt und die Fonds sich mit wachsender Größe eine „Too-big-to-fail-Mentalität“ aneignen<sup>29</sup>.

Ein weiterer Aspekt in der Beurteilung betrifft die gesamtwirtschaftliche Risikoeinschätzung. Wenn auch einzelwirtschaftlich im Durchschnitt zu erwarten ist, dass durch das Beimischen von Hedge-Fonds-Anteilen eine Risikominderung im Portfolio erzielt werden kann und dass das Ausfallrisiko zumindest bei Dachfonds aufgrund der verlangten Streuung in Zielfonds begrenzt ist, so kann in Einzelfällen aufgrund hochspekulativer Geschäfte eine Insolvenz von Fonds nicht ausgeschlossen werden. Einzelwirtschaftlich kann man dies dann zwar – sofern kein Missbrauch durch die Vermögensverwalter vorausging – noch lapidar mit dem Hinweis abtun, dass jeder Anleger in Hoffnung auf überdurchschnittliche Renditen das Risiko eben bewusst in Kauf genommen hat und nun auch mit den Folgen leben muss.

Makroökonomisch kann dies gleichwohl dann zu einem Problem werden, wenn diese Insolvenz auf andere Marktteilnehmer ausstrahlt. Abgesehen von den oben schon angedeuteten Störungen im betroffenen Marktsegment, in dem etwa Long-Positionen mit entsprechenden Kursstörungen vorzeitig geschlossen werden müssen, betrifft dieser Einwand insbesondere die Gefahr eines verstärkten „systematischen Risikos“ für die Finanzmärkte insgesamt. In Abhängigkeit vom gewählten Hebel des Fonds sind dabei neben den Anteilseignern auch die Kreditinstitute betroffen, die den Vermögensverwaltern für die vergrößerte Durchschlagskraft ein Darlehen gegeben haben. Mit einer Insolvenz des Fonds fallen diese Kredite aus. Der Konkurs trifft damit zugleich auch andere Finanzinstitute und es verstärkt sich die Gefahr einer gegenseitigen Ansteckung. In diesem Sinne äußerte sich auch der Präsident der amerikanischen Notenbank: "(The bankruptcy of LTCM) could have potentially impaired the economies of many nations, including our own."<sup>30</sup>

### Disziplinierung der Fonds

Die regulatorischen Vorkehrungen des Gesetzes zur Vermeidung dieser Gefahr fallen, soweit sie unmittelbar bei den Fonds ansetzen, eher knapp aus. Verglichen mit anderen Finanzinstitutionen genießen insbesondere die Single-Hedge-Fonds im Berichtsw-

<sup>28</sup> B. Eichengreen, a.a.O., S. 8/9 und 11.

<sup>29</sup> Vgl. zu dieser Problematik und der bezweifelten Notwendigkeit eines Auffangens von LTCM durch die Vermittlung der amerikanischen Notenbank: K. Dowd, a.a.O.

<sup>30</sup> A. Greenspan, zitiert in: K. Dowd, a.a.O., S. 6.

<sup>31</sup> Vgl. Mehr Transparenz durch Hedge-Funds-Ratings, in: Neue Zürcher Zeitung vom 2. Februar 2004.

sen, bei Kontrollen und in der Flexibilität der Anlagestrategie erhebliche Freiheitsgrade. Dies wurde aber bewusst so in Kauf genommen, da der internationale Regulierungsrahmen einfache Umgehungsmöglichkeiten bietet (siehe oben), um sich im Zweifelsfall auch jedweder Regulierung zu entziehen. Insofern versteht sich das Gesetz mit seinen Zugeständnissen an die Fonds als realistischer Second-best-Ansatz, um die Geschäfte im Inland zu halten und sie so wenigstens einer Teilregulierung zu unterziehen.

Die Disziplinierung der Fonds obliegt somit zum Großteil ihren Anlegern und Kreditgebern. Dabei müssen sich Anleger in Single-Hedge-Fonds in Kenntnis des Risikos und der im Prospekt skizzierten Vorgaben mehr oder weniger mit einer eingeschränkten Transparenz zufrieden geben. Bei einer Dach-Fonds-Anlage können sie die Überwachung der darin zugrunde liegenden Single-Fonds immerhin an die Dachfonds delegieren, die ihrerseits der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht auf Anfrage Rechenschaft ablegen müssen. Zudem erhalten sie aufgrund der Vorgabe, wonach mindestens fünf Zielfonds eingebunden sein müssen, schon vorab eine gewisse Risikostreuung.

Ein Hedge-Fonds-Rating, wie es von der Fondsanalyse-Gesellschaft Morningstar angekündigt wurde<sup>31</sup>, vermag in diesem Kontext nur einen Teil der Unsicherheit von Anlegern abzubauen. Denn auch die Rating-Agenturen stehen vor dem Dilemma, es mit stark heterogenen Fonds zu tun zu haben, deren komplizierte, im Detail eventuell häufig wechselnde Strategien zudem zu einer Kennziffer verdichtet werden müssen, ohne dass inzwischen ausreichend Erfahrungswerte zum Standing einzelner Fonds vorliegen.

Mit Blick auf die Kreditgeber von Hedge-Fonds sieht hingegen das Kreditwesengesetz (KWG) bereits nachhaltige Regulierungen für die Vergabe von Darlehen vor<sup>32</sup>. Dazu gehört neben einer eventuellen Hinterlegung von Sicherheiten eine Offenlegungspflicht seitens des Kreditnehmers bei größeren Krediten. Angesichts der Möglichkeit des flexiblen Strategiewechsels sollten hier die Banken ferner regelmäßig Rückmeldungen über die jeweilige Anlagestrategie erhalten, wobei durch eine strikte Trennung zwischen Kredit- und Vermögensanlageabteilung der Bank Insider-Ge-

schäfte unterbunden werden müssen<sup>33</sup>. Des Weiteren dürfte die erforderliche Eigenkapitalunterlegung nach Grundsatz 1 des KWG bei Ausleihungen an Hedge-Fonds entsprechend hoch ausfallen und im Zuge von „Basel-II“ noch verschärft werden. Darüber hinaus ist zu bedenken, dass das Investmentförderungsgesetz eine Beschränkung der Hebel und Leerverkäufe durch das Finanzministerium über eine einfache Rechtsverordnung immerhin als Option vorsieht.

### Fazit

Abschließend bleibt festzuhalten, dass eine pauschale Bewertung der Erlaubnis von Hedge-Fonds angesichts der enormen Vielfalt möglicher Strategien und Hebel unangemessen wäre. Die Zulassung bietet gleichermaßen Chancen und Risiken und zwar sowohl aus einzel- als auch aus gesamtwirtschaftlicher Perspektive.

Bei aller Euphorie in Anbetracht der Performance-Vergleiche bedarf es nicht nur angesichts der skizzierten Schwächen in der Datenerhebung der Vorsicht. Gerade ein Engagement in Single-Hedge-Fonds kann zu unangenehmen Überraschungen führen. Insofern ist der vom Gesetz vorgezeichnete Weg einer Kanalisierung von unterschiedlichen Anlegertypen folgerichtig: Wer wirklich als Privatanleger in Single-Hedge-Fonds investieren will, muss dies zum einen auf der Grundlage einer wohlüberlegten Entscheidung in Kenntnis des hohen Risikos tun und zum andern muss er auch in der Lage sein, Totalausfälle zu verkraften. Breitere Anlegerschichten dürften angesichts der Rahmenbedingungen vorrangig Dachfonds auswählen, die aber auch sehr unterschiedlich risikobehaftet sein können.

Inwieweit eine verbesserte Markteffizienz eintreten wird, ist ebenfalls unklar. Statt einer verbesserten Effizienz der Finanzmarktpreise könnte in Einzelfällen ebenso gut eine verstärkte, fundamental nicht zu rechtfertigende Instabilität der Märkte entstehen. Auch ein Ansteigen systematischer Risiken ist denkbar, zumal sich die Vorschriften angesichts des Regulierungsgefälles zu anderen Ländern aus pragmatischen Erwägungen in Grenzen halten und stark auf ein Mitwirken von Kapital- und Kreditgebern setzen. Mehr wäre hier erst denkbar, wenn die Staaten mit niedrigen Auflagen im Zuge der internationalen Koordination zu einem Aufgeben ihrer Trittbrettfahrerrolle bewegt werden könnten.

---

<sup>32</sup> Den Banken wird eine zentrale Rolle im Zusammenhang mit dem LTCM-Konkurs eingeräumt. Erst die unglaublichen Hebel und die Tatsache, dass viele Kredite unbesichert vergeben wurden, ermöglichten die gewaltige Schiefelage von LTCM. Vgl. B. Eichengreen, a.a.O., S. 13 ff.

<sup>33</sup> Vgl. B. Eichengreen, a.a.O., S. 29 und 33.