

2 Hedge-Fonds

Anmerkung: *Im Skript Bank und Börse haben Sie die investimentrechtlichen Rahmenbedingungen für die in Deutschland zugelassenen „Sondervermögen und Dach-Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken“ kennen gelernt. Wir wollen nun Hedge-Fonds im Allgemeinen betrachten.*

Grobziel *Sie sollen einen Überblick über die wesentlichen Inhalte und Anlagestrategien von Hedge-Fonds erhalten und deren Chancen und Risiken erkennen.*

Feinziel 1 *Sie sollen den Begriff und die Zielsetzung von Hedge-Fonds kennen und die wesentlichen Anlagestrategien benennen und sinngemäß erläutern können.*

2.1 Begriff des Hedge-Fonds

Der Begriff des **Hedging** kommt aus dem Englischen und ist gleichbedeutend mit „**absichern**“. Bekannt ist der Begriff aus dem Bereich der Aktienfonds mit Absicherungsstrategien, die häufig auch als Hedging-Strategien bezeichnet werden. Allerdings führt dieser Begriff bei den Hedge-Fonds in die Irre, denn mit Absicherungen haben diese Fonds in der Regel wenig gemein.

Die Gattung der Hedge-Fonds kommt aus den USA und gewinnt langsam auch in Deutschland an Boden. Der zweitgrösste Markt für Hedge-Fonds befindet sich momentan in der Schweiz.

Der **erste Hedge-Fonds** wurde im **Januar 1949** durch **Alfred W. Jones** aufgelegt. **Neben** den **traditionellen Anlagen** (Aktien, fest verzinsliche Wertpapiere) kamen **zwei zusätzliche Elemente** hinzu: **Fremdkapital** und **Leerverkäufe**. Mit dem Fremdkapital sollte der gehaltene Marktwert bestimmter Aktienpositionen erhöht werden. Durch die Leerverkäufe profitierte der Fonds auch von negativen Kursentwicklungen. Im optimalen Fall werden beim Leerverkauf Aktien zu einem hohen Niveau verkauft und zu einem späteren Zeitpunkt zu einem niedrigeren Kursniveau wieder gekauft.

Darüber hinaus werden heutzutage auch noch **Derivate** (in der Regel Futures und Optionen) eingesetzt, die ebenfalls **in fallenden Märkten Gewinne** erzielen und **Hebelwirkungen** haben können.

In Deutschland kann sich ein Anleger über KAGs oder Zertifikate-Konstruktionen an Hedge-Fonds beteiligen, wobei nur Dachsondervermögen mit zusätzlichen Risiken als Publikumsfonds zugelassen werden. Zertifikate-Konstruktionen fallen in den Bereich der geschlossenen Fonds.

Aber was sind Hedge-Fonds? Was unterscheidet diese Fonds-Gattung von Aktien-, Renten- oder gemischten Fonds?

Die oberste Zielsetzung dieser Fonds ist die **Erzielung** hoher und vor allem **absoluter Renditen**. Hinter dieser Zielsetzung steckt gleichsam ein **hohes Risiko, denn je rentierlicher eine Anlage ist, desto höher auch das Risiko für den Anleger**.

Um Renditen zu zielen, die nicht nur über den marktüblichen Bench-Marks liegen, sondern auch absolute, d.h. positive Ergebnisse bringen müssen, reichen herkömmliche Anlagestrategien nicht aus.

Aus diesem Grund beruht die Wertentwicklung eines Hedge-Fonds stärker auf den **Fähigkeiten des Managers**, da auch in schlechten Zeiten die Möglichkeit besteht, positive Renditen zu erzielen.

Den vorangegangenen Ausführungen konnten Sie bereits entnehmen, dass Hedge-Fonds riskante Investments und nicht für jedermann geeignet sind und daher oft **hohe Mindestanlagesummen** haben. Auf Grund des hohen Risikos ist es z.B. in den USA nur solchen Personen erlaubt in Hedge-Fonds zu investieren, die über ein Jahreseinkommen von mindestens 200.000 USD oder über ein Vermögen von mindestens 1.000.000 USD verfügen. Teilweise werden diese Grenzen durch die Fonds selbst nach oben geschraubt, indem Mindestanlagen von 1 Mio. USD oder mehr verlangt werden. Der Hintergrund ist verständlich, denn die Zahl der Anleger pro Fonds ist in den USA auf maximal 499 beschränkt. Heutzutage besteht jedoch auch über Dach-Hedge-Fonds die Möglichkeit mit kleinen Anlagebeträgen zu investieren.

Hedge-Fonds können komplizierte Strategien verwenden und in Märkten investieren, die wenig liquide sind (geringe Handelsaktivitäten). Aus diesem Grund benötigen sie deshalb oft lange Zeit, um Positionen in derartigen Märkten auf bzw. abzubauen. In der Regel sind deshalb Käufe und Verkäufe von Hedge-Fonds-Anteilen zumeist nur einmal pro Monat bzw. Quartal möglich, d.h. **die Verfügbarkeit des Kapitals ist eingeschränkt**.

Hedge-Fonds-Manager erhalten in der Regel eine **leistungsabhängige Vergütung**, die davon abhängt, wie hoch die erzielte Rendite ist.

Bevor wir nun auf die einzelnen Anlagestrategien eingehen, sind die **Techniken des „Leverage“** oder Hebeleffekte zu definieren:

2.2 Leerverkauf

Beim **Leerverkauf** (Short Selling) werden z.B. Aktien von einem Händler oder Investmentfonds geliehen und dann am Markt verkauft.

Ein Manager verkauft leer, wenn er ein Papier für überbewertet hält und erwartet, dass es im Kurs sinkt. Wenn seine Einschätzung aufgeht, kann er beim Ablauf des Rückgabetermins der Aktien diese am Markt zu niedrigeren Kursen erwerben und somit einen Gewinn erzielen. Der Vorteil besteht darin, dass die Gebühren für die Aktienleihe wesentlich geringer sind, als der erzielte Gewinn.

Dies zeigt aber auch schon das **Risikopotential**. Wenn die Einschätzung des Managers nicht zutrifft, fallen nicht nur die Verluste aus der „Wiedereindeckung“ der Aktien an, sondern auch die Transaktionskosten für den Kauf bzw. Verkauf und die Gebühren für die Aktienleihe.

2.3 Aufnahme von Fremdkapital

Durch die Aufnahme von **Fremdkapital** („Leverage“) sollen **Erträge vervielfacht** werden.

Beispiel: Ein Fonds mit einem Volumen von 150 Mio. EUR nimmt noch einmal die gleiche Summe als Fremdkapital auf, so dass das gesamte Anlagevolumen 300 Mio. EUR beträgt. Wird jetzt in einem Jahr ein Nettoertrag nach Kosten von 10% erzielt, kann nach Abzug der Zinsen in Höhe von 6% ein zusätzlicher Ertrag von 4% bezogen auf das Fremdkapital von 150 Mio. EUR erzielt werden, also 6,0 Mio. EUR. Der Gesamtertrag der ursprünglichen Kapitalanlage von 150 Mio. EUR setzt sich also aus dem Ertrag 10% auf 150 Mio., d.h. 15 Mio. EUR und 6 Mio. EUR aus dem Fremdkapital zusammen, also insgesamt 21 Mio. EUR oder 14%.

Zusammengefasst in der Übersicht stellt sich dies folgendermassen dar:

		150 Mio. EUR
Anlagebetrag		
+ Fremdkapital		150 Mio. EUR
Anlagebetrag		300 Mio. EUR
10% Ertrag	+	30 Mio. EUR
FK-Zinsen 6% aus 150 Mio. EUR	-	9 Mio. EUR
Ertrag nach Sollzinsen		21 Mio. EUR

bezogen auf Kapitaleinsatz 150 Mio. 14% Performance

2.4 Einsatz von Derivaten

Beim Kauf von Derivaten, wie z.B. Optionsscheinen oder Termingeschäften/ Futures **investiert der Manager nicht direkt in eine Aktie**, sondern **erwirbt** das **Recht** bzw. die Pflicht, diese **Aktie** zu einem bestimmten Zeitpunkt **zu erwerben**. Der Kurs des Derivats steht in Zusammenhang mit den Kursbewegungen des zugrunde liegenden Wertes, der **Kapitaleinsatz** dafür beträgt jedoch - je nach Ausgestaltung des Derivates - nur ein **Bruchteil**. So kann der Manager mit einem geringen finanziellen Aufwand einen hohen Ertrag erwirtschaften. Die Funktionsweise von Optionen und Futures wird in der Lerneinheit 3 beschrieben.

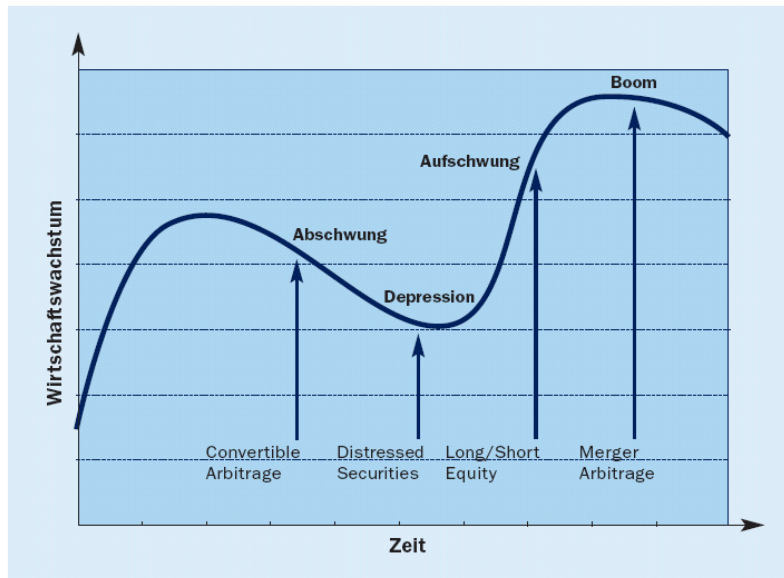
2.5 Arten von Hedgefonds

- a) **Single-Hedge-Fonds** werden von einem Manager verwaltet und gehen zumeist einer einzigen Strategie nach. Anleger, die Single-Hedge-Fonds kaufen wollen, sollten über Erfahrung und über exzellente Finanzkenntnisse verfügen. Denn einzelne Strategien können deutlich risikoreicher sein, als eine Bündelung vieler Strategien. In Deutschland dürfen Single-Hedge-Fonds nicht öffentlich vertrieben werden.

- b) **Dach-Hedge-Fonds** investieren in viele verschiedene Single-Hedge-Fonds (auch Ziel-Hedge-Fonds genannt). Ihr Portfolio ist also breit gestreut und deswegen weniger risikoreich als ein Single-Hedge-Fonds allein. Seit Januar 2004 können in Deutschland Privatanleger mit einer niedrigen Mindestanlage Summe Anteile an Dach-Hedge-Fonds kaufen.

2.6 Anlagestrategien bei Hedgefonds

Weltweit wird die Zahl der Hedge-Fonds auf über 6.500 geschätzt, die sich vor allem in ihrer **Anlagestrategien** unterscheiden.



Wie Sie bei dem Schaubild erkennen können, gibt es für die jeweiligen Strategien besonders günstige Zeitpunkte im Konjunkturverlauf. Im Folgenden werden die Strategien im Einzelnen erläutert:

A) Marktneutrale (oder Relative Value) Strategien:

Diese Strategien basieren auf Bewertungs- oder Preisdifferenzen zu einem bestimmten Zeitpunkt an verschiedenen Börsenplätzen bei Aktien, Anleihen, oder anderen Wertpapieren. Selbst kleinste Kursunterschiede zwischen verwandten Wertpapieren werden ausgenutzt, z. B. zwischen Rententiteln von Emittenten vergleichbarer Bonität oder zwischen Aktien der gleichen Branche oder zwischen Derivaten und deren Basiswerten. Das Ausnutzen dieser Preisunterschiede nennt man Arbitrage.

Die Arbitrage-Strategien werden folgendermaßen unterteilt:

- **Fixed-Income-Abitrage:**

Die Fixed Income Arbitrage nutzt Kursungleichgewichte zwischen verwandten Anleiheinstrumenten. Dabei werden Rentenpapiere (oftmals Staatsanleihen) gekauft und gleichzeitig Instrumente, die diese Papiere nachbilden, leer verkauft. Ziel ist es, von dem Kursungleichgewicht (Arbitrage) der gekauften Anleihe und dem leer verkauften Instrument zu profitieren.

- **Convertible Arbitrage:**

Diese Strategie nutzt Preisdifferenzen zwischen verschiedenen Wertpapieren: Der Fondsmanager kauft die Wandelschuldverschreibung (Convertible Bond) eines Unternehmens und verkauft gleichzeitig die zugrunde liegende Aktie. So kann er Erhöhungen der Aktienvolatilität – also der Schwankungsbreite der Kurse – oder eine Verbesserung der Bonität des Schuldners ausnützen.

- **Equity Market Neutral**

Hier hält der Manager leer verkaufte (short) und gekaufte (long) Aktienpositionen in gleicher Höhe und ist so unabhängig vom Auf und Ab der Märkte. Es kommt einzig auf seine Fähigkeit an, die richtigen Werte auszuwählen.

Beispiel: Ein Manager ist überzeugt, dass sich die Aktien der Firma A besser entwickeln werden, als die der Firma B. Er kauft also A-Papiere und verkauft B-Titel leer. Sein Gewinn wird umso höher, je grösser der Kursvorsprung von A gegenüber B ist. Dabei kommt es nur auf den Kursunterschied an, nicht darauf, ob die Aktien insgesamt im Kurs nach oben gehen.

B) Ereignisbezogene (oder Event driven) Strategien:

Diese Strategien sind darauf aus, von Ausnahmesituationen bei einzelnen Werten zu profitieren.

- **Merger Arbitrage:**

Dahinter verbirgt sich eine Aktienstrategie, bei der auf die Ankündigung von Ereignissen reagiert wird, die für das Fortbestehen der betroffenen Firmen von Bedeutung sind. Beispiele hierzu wären Buy-Outs, Fusionen, Übernahmen oder Veräußerungen. In der Regel werden dabei die Aktien der übernommenen Gesellschaft durch den Fondsmanager gekauft und gleichzeitig die geliehenen Aktien der übernehmenden Gesellschaft leer verkauft.

- **Distressed Securities:**

Diese Strategie spezialisiert sich auf Unternehmen, die sich in wirtschaftlichen Schwierigkeiten befinden. Sie sind oft inmitten einer Umstrukturierungsphase. Hier wird versucht, von der Preisänderung von Wertpapieren zu profitieren, deren Emittent entweder kurz vor der Insolvenz steht oder gerade saniert wurde.

Beispiel: Der Hedge-Fonds-Manager kauft z.B. die Anleihen (niedriges Risiko) oder Aktien (höheres Risiko) des Unternehmens. Ist die Neustrukturierung erfolgreich, steigen sie deutlich im Wert, der Hedge-Fonds erzielt einen guten Gewinn.

C) **Direktionale Strategien:**

Die Direktionalen Strategien basieren auf Marktprognosen und nutzen globale Trends aus:

- **Long/Short-Equity**
Bei der Long-Strategie werden nach Meinung des Fonds-Managements unterbewertete Aktien oder deren Derivate gekauft, um von der erwarteten Kurssteigerung zu profitieren. Bei der Short-Strategie verkauft das Management zunächst geliehene Wertpapiere, die als überbewertet eingestuft wurden, um diese später zu einem niedrigen Kurs zurückzukaufen. Die Long/Short Equity kombiniert die Long- mit der Short-Strategie. Hierbei muss der Fondsmanager einschätzen, in welche Richtung die Kurse und deren Volatilität gehen. Der Unterschied zu Equity Market Neutral-Strategie besteht darin, dass die Aktienpositionen nicht die gleiche Höhe haben.
- **Dedicated Short Bias**
Hier konzentriert sich der Fondsmanager (fast) vollständig auf den Leerverkauf (short) von Wertpapieren. Er leiht sich dabei die als überbewertet eingestuften Aktien und verkauft diese sofort, um diese bei sinkenden Kursen wieder günstig zurückzukaufen.
- **Managed Futures:**
Hedge-Fonds dieser Kategorie erzielen aus den Preisbewegungen auf den Aktien-, Zins-, Devisen- und Rohstoffmärkten Gewinne. Auf der Grundlage von Computermodellen oder Chartanalysen werden Kauf- oder Verkaufszeitpunkte bestimmt. Dabei setzen die Manager vor allem darauf, dass sich typische Kursreaktionen der Vergangenheit wiederholen. Hier werden Long- und / oder Short-Strategien miteinander kombiniert. (Nähere Erläuterungen zum Thema Futures siehe auch Lerneinheit 3).
- **Global Macro:**
Die so genannten Global-Makro-Fonds spekulieren auf die gesamtwirtschaftlichen Entwicklung verschiedener Volkswirtschaften oder ganzer Regionen. Sie schätzen ein, in welche Richtung globale Trends und Ereignisse den Markt bewegen werden. Das Ziel ist hierbei, Kursausschläge und Kursveränderungen durch geänderte Wirtschaftsprognosen

oder politische Ereignisse vorherzusagen. Einige Fonds setzen dabei auf Währungsänderungen, andere auf Zinsbewegungen oder auf Aktien oder Rohstoffe.

Beispiel: Ein Fondsmanager, der von sinkenden Ölpreisen ausgeht, wird Leerverkäufe von Ölkontrakten vornehmen. Bei steigender Kurs-erwartung wird er Kaufoptionen auf Ölkontrakte erwerben, um überproportional zu partizipieren (long-Position). Oft setzen diese Fonds dafür Fremdkapital ein.

Risiko-Rendite-Profil von Hedge-Fonds-Strategien



Wie Sie der Grafik entnehmen können, haben die oben beschriebenen Strategien ein **unterschiedliches Risikopotenzial**.

Allerdings unabhängig davon, welche Strategie gewählt wird, spielt die **Erwartung des Fonds-Managers für bestimmte Entwicklungen die entscheidende Rolle**. Dies ist ausschlaggebend für den Erfolg des Investments.

In der nächsten Lerneinheit werden wir die Chancen und Risiken bei einer Anlage in Hedgefonds kennen lernen.

Fragen und Aufgaben zu Lerneinheit 2

Aufgabe 1

Lesen Sie bitte den vorliegenden Text!

Methode: EA Zeit: 20

Aufgabe 2

- a) Zeigen Sie kurz die Entwicklung der Gattung der Hedge-Fonds auf! Was unterscheidet einen Hedge-Fonds grundsätzlich von anderen Fonds-Arten?
- b) Welche Zielsetzungen werden mit Hedge-Fonds verfolgt?

Methode: GA Zeit: 20/18//38

Aufgabe 3

- a) Erläutern Sie, mit welchen Mitteln Fondsmanager so genannte Hebelwirkungen erzielen können.
- b) Geben Sie einen Überblick über Anlagestrategien bei Hedge-Fonds und erläutern Sie kurz deren wesentliche Inhalte!

Methode: GA Zeit: 25/20//40

Gesamt: 65/38//103

- Finanzfachwirt/in (FH)
 - Anlageklasse Offene Fonds
 - Strukturierung von Investmentfonds
 - Lerneinheit 2
-