

Siegfried Trauth

Hedge-Fonds. Strukturen, Strategien und Auswirkungen auf die Finanzmärkte

Diplomarbeit

BEI GRIN MACHT SICH IHR WISSEN BEZAHLT



- Wir veröffentlichen Ihre Hausarbeit, Bachelor- und Masterarbeit
- Ihr eigenes eBook und Buch - weltweit in allen wichtigen Shops
- Verdienen Sie an jedem Verkauf

Jetzt bei www.GRIN.com hochladen
und kostenlos publizieren



Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek:

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek: Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de/> abrufbar.

Dieses Werk sowie alle darin enthaltenen einzelnen Beiträge und Abbildungen sind urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsschutz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlanges. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, Auswertungen durch Datenbanken und für die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronische Systeme. Alle Rechte, auch die des auszugsweisen Nachdrucks, der fotomechanischen Wiedergabe (einschließlich Mikrokopie) sowie der Auswertung durch Datenbanken oder ähnliche Einrichtungen, vorbehalten.

Copyright © 1999 Examicus Verlag
ISBN: 9783656983361

Siegfried Trauth

Hedge-Fonds. Strukturen, Strategien und Auswirkungen auf die Finanzmärkte

Examicus - Verlag für akademische Texte

Der Examicus Verlag mit Sitz in München hat sich auf die Veröffentlichung akademischer Texte spezialisiert.

Die Verlagswebseite www.examicus.de ist für Studenten, Hochschullehrer und andere Akademiker die ideale Plattform, ihre Fachtexte, Studienarbeiten, Abschlussarbeiten oder Dissertationen einem breiten Publikum zu präsentieren.

1. Investmentfonds

1.1 Grundgedanke und gesetzliche Regelungen traditioneller Fonds

Der Grundgedanke des Investmentgeschäfts besteht darin, „privaten Anlegern bereits mit kleineren Beträgen eine Vermögensanlage nach dem Prinzip der Risikomischung zu ermöglichen, die von Fachleuten erfolgsorientiert betreut und verwaltet wird.“¹ Die gesetzliche Grundlage für das Investmentgeschäft bildet in der Bundesrepublik Deutschland das Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG) und das AuslInvestmentG, das Gesetz über den Vertrieb ausländischer Investmentanteile und über die Besteuerung der Erträge aus ausländischen Investmentanteilen.

Im KAGG werden Kapitalanlagegesellschaften als Unternehmen definiert, „deren Geschäftsbereich darauf gerichtet ist, bei ihnen eingelegtes Geld im eigenen Namen für gemeinschaftliche Rechnung der Einleger nach dem Grundsatz der Risikomischung“² anzulegen. Dabei bilden die Einlagen und die davon beschafften Vermögenswerte ein Sondervermögen, welches vom Vermögen der Kapitalanlagegesellschaft getrennt zu halten ist.³ Über die Höhe der Einlage erhält der Anleger einen Anteilschein (Investmentzertifikat).⁴ Eine Kapitalanlagegesellschaft hat die Möglichkeit mehrere Sondervermögen zu bilden, die sich jedoch in ihrer Bezeichnung unterscheiden müssen und getrennt zu halten sind.⁵ Während die Zertifikate von Publikumsfonds von jedermann erworben werden können, legen Kapitalanlagegesellschaften für institutionelle Anleger auch Spezialfonds auf.

Nach der Art der Kapitalbeschaffung unterscheidet man zwischen offenen⁶ (open-end-funds) und geschlossenen (closed-end-funds) Investmentfonds. Offene Investmentfonds sind bestrebt ständig neue Anleger zu finden, um den Kapitalstock des Sondervermögens möglichst konstant zu halten bzw. zu erhöhen. Dagegen beschaffen sich geschlossene Investmentfonds, „die

¹ Grill-Perczynski, S. 387

² KAGG, § 1

³ KAGG, § 6: „Das bei der Kapitalanlagegesellschaft ... eingelegte Geld und die damit angeschafften Vermögensgegenstände bilden ein Sondervermögen. ... Das Sondervermögen ist von dem eigenen Vermögen der Kapitalanlagegesellschaft getrennt zu halten.“

⁴ KAGG, § 1

⁵ KAGG, § 6: „Die Kapitalanlagegesellschaft darf mehrere Sondervermögen bilden. Diese haben sich durch ihre Bezeichnung zu unterscheiden und sind getrennt zu halten.“

⁶ In Deutschland sind nur offene Fonds zugelassen, denn § 11 Abs. 2 KAGG schreibt vor: „Jeder Anteilinhaber kann verlangen, daß ihm gegen Rückgabe des Anteilscheins sein Anteil an dem Sondervermögen aus diesem ausgezahlt wird.“

einer Holding vergleichbar sind,⁷ und dem KAGG nicht unterliegen nur bei ihrer Gründung Kapital. Der Kapitalstock bleibt über die gesamte Zeit des Bestehens des Fonds fix.

Nach der Art der Anlagewerte unterscheidet man Investmentfonds wie folgt:

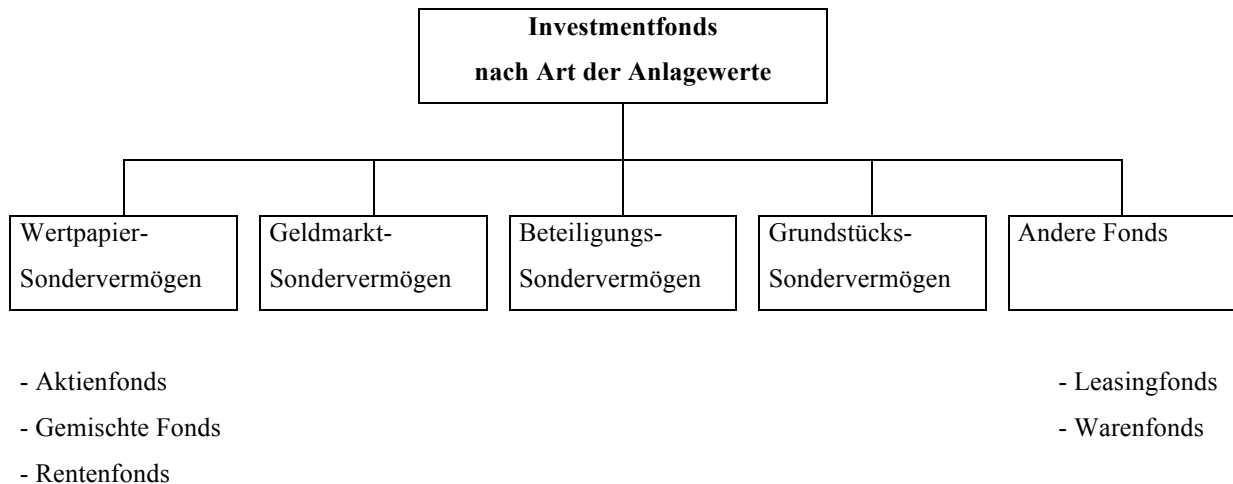


Abbildung 1: Investmentfonds nach Art der Anlagewerte⁸

Da viele Kleinanleger keine Möglichkeit besitzen, sich an den Entwicklungen der Finanzmärkte oder der Wirtschaft direkt zu beteiligen, bildet das Investmentsparen die einzige Alternative für diese Anleger an globalen Tendenzen zu partizipieren. Abbildung 2 stellt die Vor- und Nachteile des Investmentsparens gegenüber.

Zum Schutz der Anleger hat der deutsche Gesetzgeber im KAGG strenge Richtlinien für das Betreiben eines Investmentfonds festgelegt. Nach § 1, Abs. 1 KWG⁹ haben Investmentgesellschaften „den Status von Kreditinstituten und unterstehen somit der Bankenaufsicht.“¹⁰ Im Gegensatz zu anderen Staaten, vor allem den angelsächsischen Ländern und einiger Gebiete der Karibik, dürfen deutsche Investmentfonds sich nicht an anderen Fonds beteiligen (sog. Dachfonds oder Fund-of-Funds).¹¹

⁷ Büschgen, Das kleine Börsenlexikon, S. 376

⁸ Grill-Perczynski, S. 389

⁹ KWG, § 1, Abs. 1: „Kreditinstitute sind Unternehmen, die Bankgeschäfte betreiben. ... Bankgeschäfte sind ... die in § 1 des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften bezeichneten Geschäfte (Investmentgeschäft).“

¹⁰ Büschgen, Das kleine Börsenlexikon, S. 372

¹¹ KAGG, § 8, Abs. 6: „Für ein Sondervermögen können Anteile eines anderen Sondervermögens ... nicht erworben werden.“

Vorteile	Nachteile
Risikomischung Wertpapierfonds erhalten Effekte vieler Emittenten. Der Kursrückgang eines Papiers oder der Konkurs eines Emittenten schlagen nur in geringem Umfang auf den Inventarwert durch. Sowohl das Kursrisiko als auch das Ertragsrisiko sind gemildert. Kleine Stückelung Investmentzertifikate können mit kleinen Anlagebeträgen erworben werden. Verwaltung durch Fachleute Die Sondervermögen von Kapitalanlagegesellschaften werden von Experten verwaltet, die ständig über die Marktentwicklung informiert sind. Sicherheit Die Vorschriften des KAGG über die Anlagepolitik, die Verwaltung und Haftung des Sondervermögens und der Zwang zur Einschaltung einer Depotbank geben den Anlegern zusätzlichen Schutz. Liquidität Aufgrund der gesetzlichen Rücknahmeverpflichtung müssen Investmentzertifikate jederzeit zum Inventarwert zurückgenommen werden. Publizität Kapitalanlagegesellschaften veröffentlichen börsentäglich Ausgabe- und Rücknahmepreise. Sie sind ferner zur Veröffentlichung von Verkaufsprospekten, Rechenschaftsberichten und Halbjahresberichten verpflichtet.	Meistens durchschnittliche Wertentwicklung Durch die breite Streuung des Fondsvermögens führen Kurssteigerungen einzelner Wertpapiere nicht zu entsprechend hohen Steigerungen bei den Ausgabe- und Rücknahmepreisen. Daher bieten viele Kapitalanlagegesellschaften Fonds an, die auf eine Branche oder Region spezialisiert sind. Unbeweglichkeit großer Fondsvermögen Große Sondervermögen können ihre Wertpapiere meistens nicht so schnell umschichten, wie dies aus der Anlagepolitik notwendig wäre. Massive Käufe würden starke Kurssteigerungen, massive Verkäufe starke Kursverluste bei den im Fonds befindlichen Wertpapieren auslösen. Höhere Kosten gegenüber Direktanlage Die Geldanlage in Investmentzertifikaten kann durch Ausgabeaufschläge und durch Verwaltungskosten gegenüber der Direktanlage höhere Kosten verursachen. Gefahr der Substanzausschüttung bei Aktienfonds Bei Aktienfonds besteht die Gefahr, daß realisierte Kursgewinne oder Verkaufserlöse aus Bezugsrechten und damit Substanz ausgeschüttet wird.

Abbildung 2: Vor- und Nachteile des Investmentsparens¹²

Ebenso sind Leverage-Funds und Hedge-Funds in Deutschland verboten, da diese neben den Sondervermögen auch noch Kredite zu spekulativen Zwecken einsetzen. Das Risiko für eine Investition in diese Fonds erhöht sich dadurch, daß Teile des Sondervermögens als Kreditsicherheiten hinterlegt werden. Erlaubt jedoch der Gesetzgeber in § 9 KAGG „in besonderen Fällen für kurze Zeit“¹³ eine Kreditaufnahme „bis zur Höhe von 10 vom Hundert des Sondervermögens“,“¹⁴ kann dies durchaus gerechtfertigt sein. Eine solche Situation ist denkbar, wenn trotz grundsätzlicher positiver Erwartung, plötzlich (vielleicht nur zufallsbedingt) massiv Anteilscheine zurückgegeben werden. Durch die Kreditaufnahme kann dann verhindert werden, daß der Fonds Vermögenswerte abstoßen muß um seinen Auszahlungsverpflichtungen nach-

¹² Grill-Perczynski, S. 394

¹³ KAGG, § 9, Abs. 3

¹⁴ ebd.

zukommen. Die Begrenzung und Meldepflicht¹⁵ der Kreditaufnahmen dürfte aber wohl „auch dem Mißtrauen des Gesetzgebers gegenüber der Leistungsfähigkeit der Fondsverwaltung, vor allem im Hinblick auf die spekulativen Neigungen in jüngerer Zeit aufgetretener Auslandsfonds-Manager, entspringen.“¹⁶ Aus Gründen des Anlegerschutzes legt das KAGG Höchstmengen und auch die Werte fest, die von einer Kapitalanlagegesellschaft für ein Sondervermögen erworben werden dürfen.¹⁷

Die Einzelheiten der Anlagepolitik der Investmentgesellschaft können den Vertragsbedingungen für die jeweiligen Sondervermögen, die vom Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen genehmigt werden müssen,¹⁸ entnommen werden. Am Ende eines Geschäftsjahres sind die Kapitalanlagegesellschaften verpflichtet einen Rechenschaftsbericht vorzulegen und diesen im Bundesanzeiger zu veröffentlichen.¹⁹

**1. Wert des Sondervermögens
(Inventarwert)**

Wertpapiervermögen	
zum Tageswert (Kurswert)	188.850.000 DM
+ Bankguthaben	21.280.000 DM
+ Sonstiges Vermögen	320.000 DM
- Verbindlichkeiten	130.000 DM
= Fondsvermögen	210.320.000 DM

2. Inventarwert je Anteilschein

Fondsvermögen	210.320.000 DM
umlaufende Anteile	6.825.869 Stück
	= 30,81 DM/St.

3. Ausgabepreis

Anteilwert	30,81 DM
+ Aufschlag (3%)	+ 0,92 DM
	= 31,73 DM

Abbildung 3: Die Wertermittlung bei einem Wertpapier-Sondervermögen²⁰

¹⁵ KAGG, § 9, Abs. 3 „Die Aufnahme und die Rückzahlung von Krediten nach Satz 1 sind der Bankaufsichtsbehörde zu melden.“

¹⁶ Hans E. Büschgen, Rentabilität und Risiko der Investmentanlage, S. 65

¹⁷ siehe § 8 KAGG

¹⁸ siehe § 15 KAGG

¹⁹ siehe § 25 KAGG

²⁰ Grill-Perczynski, S. 393

Da deutsche Investmentzertifikate nicht an der Börse gehandelt werden, ermitteln die Investmentgesellschaften täglich nach Börsenschluß einen Ausgabe- und Rücknahmepreis für die Anteilscheine. Grundlage für die Berechnung ist der Inventarwert. Dabei wird der Wert des Sondervermögens durch die Anzahl der Anteilscheine geteilt. Der Inventarwert entspricht dem Rücknahmewert. Bei Ausgabe der Investmentzertifikate kann je nach Vertragsbedingungen ein Aufschlag auf den Inventarwert verlangt werden.

1.2 Alternative Investmentfonds

1.2.1 Nicht-traditionelle Fonds und Investitionsprogramme

Die Auswahl der Anlagewerte für traditionelle, gesetzlich stark regulierte Investmentfonds ist gering und beschränkt sich auf Aktien, Anleihen oder Immobilien in entwickelten Märkten. Derivate werden nur zu Zwecken des Hedging eingesetzt und auch die Eröffnung von ‚short positions‘ oder der Einsatz von geliehenen Werten erfolgt nur in ganz geringem Umfang. Traditionelle Investmentfonds gehen überwiegend ‚long positions‘ ein.

Im Kontrast dazu stehen die „non-traditional investment funds and programs“,²¹ deren Anlagemöglichkeiten eine größere Bandbreite umfassen. Die Investmentfonds engagieren sich in Bereichen, die von den traditionellen Fonds nicht abgedeckt werden oder eine Betätigung gesetzlich eingeschränkt ist. Dabei setzen sie alle Investmenttechniken einschließlich der Eröffnung von ‚short positions‘ ein. Man findet diese nicht – traditionellen Investmentfonds vor allem in folgenden Segmenten:

- Märkten in Entwicklungsländern oder Regionen mit Wachstumspotential (emerging markets)
- Handel mit hochrentierenden, damit risikoreichen Anleihen (high yield and junk bonds)
- Bereitstellung von Risikokapital (venture capital)
- Immobilien
- Rohstoffe
- Handel mit börsenzugelassenen und over-the-counter angebotenen Derivaten
- Handel mit strukturierten Produkten

²¹ Cottier, S. 7

1.2.2 Managed Futures

Als im Jahre 1865 am Chicago Board of Trade (CBOT) erstmals standardisierte Terminverkäufe mit Getreide stattfanden, war der Grundstein für den modernen Futures-Handel gelegt.²² Jedoch sollten noch über einhundert Jahre vergehen, bis schließlich 1972 an der Chicago Mercantile Exchange der erste ‚financial futures‘ abgeschlossen wurde und erst in den 80er Jahren wurden Optionen auf Futures angeboten. ‚Financial futures‘ sind heute bereits bedeutender als Warenterminkontrakte und stellen ein wichtiges Segment der Finanzmärkte dar.²³

Ursprünglich wurden ‚managed futures‘ als Alternative zur direkten Investition in einen Rohstoff kreiert. Der eigentliche Handel ausschließlich mit Futures wurde nach dem Zweiten Weltkrieg in den USA entwickelt.²⁴ Der Handel und die Abstimmung der Positionen waren jedoch zeitaufwendig und erst durch die Entwicklung der Datenverarbeitung war es ab Mitte der 60er Jahre möglich, computergestützte Handelssysteme einzusetzen. Jetzt waren die Händler in der Lage eine Vielzahl von Aktien gleichzeitig zu beobachten, Trends zu errechnen und sehr schnell auf Änderungen zu reagieren. In den 70er Jahren wurden die Modelle und Systeme immer mehr verfeinert und es entstanden die ersten ‚managed futures funds,‘ die sich zunächst auf Währungen, Zinsen und Indizes konzentrierten. Heute sind diese Fonds auf allen Finanzmärkten zu finden.²⁵

Durch unterschiedliche nationale Regelungen konnte sich der Futures-Handel nicht in allen Ländern durchsetzen. Heute sind die USA der bedeutendste Markt für ‚managed futures.‘ Neben dem Begriff ‚managed futures‘ findet man in der Literatur auch die Bezeichnungen ‚futures funds‘ oder ‚managed derivatives.‘ Alle diese Begriffe beschreiben letztlich nur das Kerngeschäft der ‚managed futures funds:‘ Investitionen vor allem in Futures und Derivate.

Da eine Investition in Futures und Optionen immer eine starke Hebelwirkung auslöst, sind ‚managed futures funds‘ dem Leverage-Effekt besonders ausgesetzt. Ihre vorwiegende Betätigung auf Märkten mit hoher Liquidität erfordert eine starke Flexibilität und die Anwendung von Handelssystemen, die fähig sind, Trends zu erkennen. Statt vieler Investmentinstrumente

²² Cottier, S. 7f beschreibt die Entwicklung des Handels mit ‚managed futures‘

²³ ebd., S. 8: “Financial futures and options based on individual stocks, stock indices, interest rate products and currencies have become far more important than commodity futures and options.”

²⁴ Der erste ‚managed futures fund‘ nahm im Jahre 1949 in den USA seinen Geschäftsbetrieb auf.

²⁵ Cottier, S. 9: “Nowadays, managed futures funds and programs can be found in many industrialized countries.”

setzen die Fondsmanager oftmals nur Futures ein und konzentrieren sich auf bestimmte Märkte. Da für diese Fondsart in den USA strenge Publizitätsvorschriften bestehen, erlauben ‚managed futures funds‘ dem Anleger eine höhere Transparenz.

Gegenüber einer Direktanlage weisen ‚managed futures‘ folgend Vorteile auf:²⁶

- Die Märkte, auf denen Futures gehandelt werden, sind häufig liquider als Kassamärkte
- Die Feststellung eines Preises kann genauer gestaltet werden, da die Schritte, in denen die Kurse steigen oder fallen können, geringer sind, als an den Aktien- oder Rentenbörsen. Futures binden weniger Kapital. ‚Short positions‘ sind einfach zu eröffnen.
- Eine Investition in Futures kann in einigen Ländern unter steuerlichen Gesichtspunkten vorteilhaft sein.

‚Managed futures funds‘ und Hedge-Fonds sind nicht identisch, obwohl beide in ihrer Investmentstrategie ähnlich sind.

2. Hedge-Fonds: Entwicklung, Größe, Erfolge

In diesem Kapitel soll ein Überblick über die Branche, die derzeitigen Strukturen und Erfolge gegeben werden. Zunächst wird die Entstehung der Hedge-Fonds beschrieben und mit den verfügbaren Daten deren Entwicklung, ihre Erfolge und das Verhalten einiger großer Fonds bei makroökonomischen Ereignissen aufgezeigt.

2.1 Die Entwicklung der Hedge-Fonds

Der Begriff ‚Hedge-Fonds‘ kann sehr umfassend gebraucht werden und trifft für eine Vielzahl von Investmentfonds zu. In der öffentlichen Meinung jedoch werden diese Fonds eher negativ gesehen, gelten als Spekulanten in hochriskanten Geschäften, statt risikobewußter Investoren.

²⁶ Cottier, S. 12f

Um ein besseres Verständnis für diese Gattung der Fonds zu bekommen, soll hier zunächst die Entstehung der Branche geschildert werden.¹

2.1.1. Das Modell des Alfred Winslow Jones

„Als eigentlicher Gründervater von abgesicherten Portfoliostrategien gilt Alfred Winslow Jones, welcher sich bereits seit 1940 – also lange vor der Zeit, als standardisierte Hedgingprodukte am Markt käuflich waren – erfolgreich mit Absicherungsthesen auseinandergesetzt hat.“² Jones wurde in Melbourne geboren, emigrierte später in die USA, wo er 1924 ein Soziologiestudium an der Harvard University abschloß. In den 40er Jahren war er als Journalist tätig und publizierte in Wirtschaftsfragen für die Magazine *Fortune* und *Time*.

„Während der Vorbereitungen seines durch *Fortune* publizierten Artikels ‚Fashion in Forecasting‘ gelangte ... Jones in Kontakt mit den renommiertesten Technikern und Analysten der Wall Street, welche sein finanzwirtschaftliches Denken stark prägten.“³ Daraufhin entwickelte, der in Sachen Spekulation eigentlich unerfahrene Alfred Jones, sein Investitionsmodell. Somit begann dessen unglaublicher Erfolg und der einer ganzen Branche.⁴

Am 1. Januar 1949 nahm in New York der *Jones Hedge Fund* als erster Hedge-Fonds seinen Geschäftsbetrieb auf. Alfred Jones hatte mit dem nach ihm benannten Fonds den ersten Investmentfonds dieser neuen Gattung gegründet. Durch den Einsatz von Instrumenten und Techniken, die bereits an den Finanzmärkten vorhandenen waren, wollte er einen Teil des Marktrisikos, dem ein Wertpapierportfolio unterliegt, eliminieren.

Bereits seit den Anfängen des Terminhandels ist die Technik des ‚Leerverkaufens‘, d.h. der Verkauf von geliehenen Wertpapieren zur kurzfristigen Spekulation, bekannt. Ebenso kannte man die Wirkung des Leverage-Effekts, wenn Kredite zu spekulativen Zwecken eingesetzt

¹ Chadha/Jansen, S. 27: “Since the term ‘hedge Fund’ is currently applied to a wide variety of funds, and popular notions often depict hedge funds as highly leveraged risk-takers or speculators rather than as risk averse hedgers, it is useful to begin with a little story.”

² Keller, S. 11

³ ebd.

⁴ Ledermann/Klein, S. 6: “This amateur investor established his investment partnership.”