

Hintergrund

August 2000

Hedge Fonds

©2000. Herausgeber: Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, Grüneburgweg 102, 60323 Frankfurt am Main, Deutschland (Selbstverlag). Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe gebeten. Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben können wir nicht übernehmen, und keine Aussage in diesem Bericht ist als solche Garantie zu verstehen. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers/der Verfasser wieder und stellen nicht notwendigerweise die Meinung von Lazard oder deren assoziierter Unternehmen dar. Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder Lazard noch deren assoziierte Unternehmen übernehmen irgendeine Art von Haftung für die Verwendung dieser Publikation oder deren Inhalt. Weder diese Veröffentlichung noch ihr Inhalt noch eine Kopie dieser Veröffentlichung darf ohne die vorherige ausdrückliche Erlaubnis von Lazard auf irgendeine Weise verändert oder an Dritte verteilt oder übermittelt werden. Mit der Annahme dieser Veröffentlichung wird die Zustimmung zur Einhaltung der o.g. Bestimmungen gegeben.

Hedge Fonds

- ◆ In den USA gehören Hedge Fonds zu den am stärksten wachsenden Segmenten der Finanzindustrie, während Europa Nachholbedarf hat.
- ◆ Hedge Fonds sind sehr schwer abzugrenzen. Grundlegende Merkmale sind das Ziel der absoluten Performance, das weitgehende Fehlen von Regularien und staatlicher Aufsicht, die Leerverkäufe und Leverage erlauben, die performanceabhängige Verwaltungsvergütung, die spezielle rechtliche Konstruktion der Anlageform und die Offenheit für alle denkbaren Strategien und Finanzinstrumente.
- ◆ Der Hedge Fonds Markt ist wenig transparent und sehr heterogen. Grundlegend ist die Einteilung in die verschiedenen Investmentstile, insbesondere Global Makro, Long/Short-Strategien, marktneutrale Ansätze und Event Driven Fonds.
- ◆ Funds of Funds, die in ein Portfolio von Hedge Fonds investieren, sind als Reaktion auf die Intransparenz des Marktes sehr populär geworden.
- ◆ Der große Vorteil von Hedge Fonds für den traditionellen Anleger sind höhere risikoadjustierte Erträge und niedrige bzw. keine Korrelationen zu den klassischen Märkten, so daß der Investor von der risikoreduzierenden Wirkung der Diversifikation profitieren kann.
- ◆ Noch ist die Hedge Fonds Industrie nicht transparent genug. Zudem fehlen für Analyse Zwecke noch lange historische Zeitreihen und Erfahrungen in ausgeprägten Börsenmärkten. Dies erklärt die bei einigen Anlegern noch vorhandene Zurückhaltung gegenüber Hedge Fonds.
- ◆ Mittelfristig sollten sich die starken Argumente, die für Hedge Fonds als Anlagealternative sprechen, aber auch in Deutschland durchsetzen. Werden Transparenzdefizite und regulatorische (steuerliche) Hürden genommen, sollte sich in Deutschland eine Hedge Fonds Industrie etablieren, so daß die Anleger ihren Nachholbedarf befriedigen können.

Hedge Fonds

Ereignisse um Hedge Fonds bringen die Gemüter seit Jahren in Wallung. Ob George Soros mit seinem Quantum Funds 1992 das britische Pfund zum Rückzug aus dem EWS zwingt oder 1998 zur Abwertung des russischen Rubels beiträgt, ob die Hedge Fonds Industrie 1994 spektakuläre Crashes erlebt, ob die Beinahe-Pleite des "Long Term Capital Management" im Herbst 1998 das Weltfinanzsystem an den Rand des Abgrunds bringt, oder ob sich ehemalige Flaggschiffe wie Tiger Management im Frühjahr 2000 still und heimlich aus dem Gewerbe zurückziehen, "weil sie die Welt nicht mehr verstehen"; immer können sich die Repräsentanten der großen Hedge Fonds sicher sein, kontroverse Diskussionen in der Öffentlichkeit auszulösen. Insbesondere die Fähigkeit, trotz relativ kleiner Volumina in engen Märkten (wie dänischen Pfandbriefen) durch das Ausnutzen von Leverage dominante Akteure zu werden, ließ Hedge Fonds immer wieder ins Gerede kommen. Die einen sprechen vom "Mythos der Hedge Fonds", die anderen vermuten "übelstes Spekulantentum", während eine dritte Gruppe davon träumt, "den Stein der Weisen" entdeckt zu haben. Wir wollen in diesem Artikel den Begriff "Hedge Fonds" etwas entmystifizieren und in die Realität zurückholen, Hedge Fonds als relativ risikoarme Anlagealternative für viele Investoren vorstellen, und eine Übersicht über die gegenwärtige Hedge Fonds Industrie geben. Hedge Fonds sind weder (wie es der Name nahe legen würde) stets völlig gehedgete Anlageprodukte (weil dann kaum Erträge zu erzielen wären), noch sind die Mehrzahl der Fonds grenzenlos geleveragete hochexplosive Risikofonds, bei denen man stets mit Totalverlust rechnen muß.

Was sind Hedge Fonds?

Es gibt kaum einen Begriff, der so oft in der Zeitung steht, und doch so schwer abzugrenzen ist, wie Hedge Fonds. Denn sie bewegen sich definitionsgemäß in einem Marktumfeld, das durch wenige Regularien, eher geringe Transparenz, und einen starken Einfluß von Manager-Persönlichkeiten gekennzeichnet ist. Allgemein gesagt gehören Hedge Fonds zu der Gruppe nicht traditioneller, alternativer Anlagen als Gegensatz zu herkömmlichen Investments wie Aktien oder Renten. Zu der Gruppe alternativer Anlagen gehören neben den Hedge Fonds noch Managed Futures, Private Equity, Venture Capital und in gewissem Sinne auch High Yield. Der erste Hedge Fonds wurde 1949 von Alfred Winslow Jones in den USA aufgelegt und hat sich über die Jahrzehnte in erster Linie in den USA als Anlage für vermögende (und kenntnisreiche) Privatkunden entwickelt, bevor in den letzten Jahren allmählich auch eine Industrie in Europa mit Produkten auch für institutionelle Investoren aufgebaut wurde.

Es gibt keine allgemein anerkannte Definition von Hedge Fonds, sondern man kann Hedge Fonds nur durch gewisse Merkmale charakterisieren, von denen die meisten Hedge Fonds zumindest einige aufweisen (vgl. Thomas Weber, Das Einmaleins der Hedge Fonds, 1999; Tremont Partners / TASS Investment Research, The Case for Hedge Funds, 1999)

- ◆ **Zielrichtung:** Hedge Fonds erstreben eine absolute Performance, eine positive und risikoeffiziente Wertentwicklung unabhängig vom Markt (man spricht zum Teil auch von „Absolute Return Fonds“)

- ◆ **Instrumente:** Alle Anlageinstrumente sind erlaubt, Leerverkäufe und Derivative sind möglich, Hebelwirkung durch Fremdfinanzierung (Leverage) ist üblich
- ◆ **Gebührenstruktur:** Performanceabhängige Managementgebühr (oft 20% der Performance)
- ◆ **Involvierung des Hedge Fund Managers:** Manager investiert eigenes Kapital zu gleichen Bedingungen wie die Investoren; somit bringt man Kundeninteresse und Eigeninteresse des Managers in Einklang und begrenzt die eingegangenen Risiken
- ◆ **Anlageform:** Separat verwaltete Konten (Managed Account), Limited Partnerships (Kommanditgesellschaft) von nicht mehr als 500 Investoren in den USA oder Offshore Funds für Investoren außerhalb der USA; insgesamt also gepoolte Anlagekapitalien mit oftmals illiquiden Anteilen, via Privatplazierung angeboten. Hohe Mindestanlagesummen, generell beschränkter Zugang, oft Sperrfristen für Rückzug der Mittel, nicht börsennotiert
- ◆ **Regularien:** Geringe Reglementierung und praktisch nicht vorhandene staatliche Aufsicht erlauben Eingehen hoher Risiken, ermöglichen ein im Prinzip unbegrenztes Anlageuniversum und hohe Flexibilität. Keine rechtlichen Restriktionen in Bezug auf Anlagestrategie, -objekt und -technik

Der Name Hedge Fonds leitet sich aus der Grundidee von Alfred Jones ab, sich mit dem Einbau von Short-Positionen marktneutral zu hedgen. Die führenden Häuser der Hedge Fonds Analyse, Tremont Partners / TASS Investment Research, bezeichnen daher die Fähigkeit, beliebig Short-Positionen (Leerverkäufe) einzugehen, als die grundlegende Definition von Hedge Fonds und ordnen Fonds, die keine Short-Positionen haben, nicht in ihre Datenbank über Hedge Fonds ein (es sei denn, es sind Nischenprodukte in illiquiden Märkten, in denen Short-Positionen nicht möglich sind).

Die Hedge Industrie hat sich trotz aller Krisenzeiten wie 1994 und 1998 in den letzten Jahren sehr stetig entwickelt. Sie ist eines der am stärksten wachsenden Segmente der Finanzindustrie geblieben. Mittlerweile wird das gesamte Anlagevolumen weltweit auf weit über USD 300 Mrd. geschätzt (es gibt je nach Abgrenzung des Begriffs Hedge Fonds sehr unterschiedliche Statistiken). Branchenschätzungen gehen für die kommenden Jahre von einem 15%igen jährlichen Anstieg der Volumina der Hedge Fonds aus. Tabelle 1 zeigt das Wachstum der Industrie für die Zeit von 1988 bis 1998.

Tabelle 1:
Hedge Fonds: Zahl der Fonds und Dollarvolumen unter Management

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Zahl der Fonds	1.373	1.648	1.977	2.373	2.848	3.417	4.100	4.700	5.100	5.500	5.830
Volumen (Mrd. USD)	42	58	67	94	120	172	189	217	261	295	311

© 1999 by Van Hedge Fund Advisors International, Inc. and/or its licensors, Nashville, TN USA.

Die in der Öffentlichkeit bekannten (immer wieder ins Kreuzfeuer der Kritik geratenen) Portfoliomanager, wie beispielsweise George Soros oder Julian Robertson vom Tiger Fonds sind dabei Vertreter nur eines Untertypus von Hedge Fonds, den sogenannten Makro Fonds, die die spektakulärsten Strategien fahren. Die Hedge Fonds Industrie an sich ist aber weniger durch diese einzelnen Riesenfonds gekennzeichnet, als vielmehr durch eine große Zahl von unterschiedlichen Fonds- und Managementtypen, die sich dadurch in dieser Vielfalt herausgebildet haben, daß es in diesem Anlagebereich nur wenige Anlagerestriktionen gegeben hat, was dem persönlichen Investmentstil des Portfoliomanagers extrem viel Spielraum läßt. Tabelle 2 gibt eine Übersicht über die wichtigsten Typen von Hedge Fonds mit ihren wichtigsten Charakteristika.

auch, daß das Thema Investmentstile und Risikoreduktion durch Stildiversifikation bei der Auswahl von Hedge Fonds Managern genauso wichtig ist wie bei sonstigen Fondsmanagern (vgl. unsere Investment Perspektive Q1/2000).

Wir wollen im folgenden nicht auf alle Hedge Fonds Typen im einzelnen eingehen, sondern uns auf drei allgemeine Grundformen der Hedge Fonds beschränken, nämlich Global Makro, marktneutrale bzw. Long/Short-Strategien sowie Event Driven Fonds. Unter diesen drei Stilrichtungen kann man die meisten anderen Typen subsumieren.

Tabelle 2: Übersicht über Arten und Investmentstile von Hedge Fonds

Typ	Anlagestrategie	Besondere Merkmale
Convertible Arbitrage	Spreadstrategien zwischen Wandelanleihen und Aktien	Basiert auf quantitativen Bewertungsmodellen
Dedicated Short Seller	Permanente Netto-Short Position	Oft Beimischung zu Portfolios mit Long-Position
Distressed Securities	Investieren in Firmen mit finanziellen Schwierigkeiten	Basiert auf Analysen der finanziellen, operativen und rechtlichen Unternehmenssituation
Emerging Markets	Aktien und Renten in den Emerging Markets	Schwerpunkt auf Länderallokation
Marktneutrale Strategien	Ziel positive Rendite unabhängig vom Markt	Long/Short Kombinationen oder Arbitragemodelle Generierung von Alpha
Equity Trading	Momentumstrategien, Relative Value, Market Timing	Oft basierend auf technischer Analyse, Proprietary Trading
Event Driven	Ereignisbezogen, gerichtet auf spezifische Vorkommnisse	Spezialform ist z.B. Merger Arbitrage, Volatilität niedrig
Fixed Income Arbitrage	Ausnutzen von Preisungleichgewichten zwischen Zinsinstrumenten	Marktneutral, oft aufbauend auf Spreaderwartungen
Global Macro	Strategieausrichtung an globaler Makro Sicht	extrem volatil, alle Finanzprodukte können Verwendung finden
Long/Short Strategien	Investieren in Aktien Long und Short	Investitionsgrad abhängig von Markteinschätzung oft Fremdfinanzierung
Merger Arbitrage	Investieren in Wertpapiere von übernehmenden und übernommenden Unternehmen	Ausnutzung von Markteffizienzen

Die Übersicht zeigt, daß der Hedge Fonds Markt sehr heterogen ist. Der Unterschied zwischen einem Spezialprodukt wie den Convertible Arbitrage Hedge Fonds und einem Strategieansatz wie Long/Short Positionen im Aktienmarkt ist gewaltig. Daher wird ein Strategietyp übergreifender Vergleich von Risiken und Performance den Ansätzen oft nicht gerecht. Interessant ist

Investmentstile der Hedge Fonds im einzelnen

Global Makro

Global Makro Hedge Fonds stellen die spektakulärste Hedge Fonds Ausrichtung dar, die das Bild von Hedge Fonds in der Öffentlichkeit weitgehend geprägt haben.

Dazu gehören die meisten Riesenfonds wie der Tiger Fund, der Moore Global Fund und vor allem der Quantum Fund von George Soros, der 1992 durch massive Leerverkäufe des Britischen Pfundes die Bank von England dazu gezwungen hatte, den Rückzug des GBP aus dem Europäischen Währungssystem zuzulassen. Global Makro Fonds sind zwar von der Zahl der Fonds her die kleinste Hedge Fonds Untergruppe (nur 3% aller Hedge Fonds sind Global Makro), machen aber durch ihre großen Durchschnittsvolumina (nur durch hohe Volumina kann man viele der Strategien umsetzen) einen beträchtlichen Anteil der Hedge Fonds-Industrie aus, was die Assets unter Management angeht (etwa 10%).

Allgemein handelt es sich um Top-Down agierende Fonds, die basierend auf einer makroökonomischen oder politischen Analyse versuchen, globale Veränderungen auf den Aktien-, Renten-, oder Währungsmärkten zu prognostizieren und aus den erwarteten Veränderungen Gewinne zu kreieren. Global Makro Hedge Fonds können in alle denkbaren Finanzinstrumente investieren, ob Aktien oder Renten, Optionen oder Futures, Swaps oder Währungen. Ihr Investitionsverhalten ist letztlich nur von den Gelegenheiten bestimmt, die entsprechend der Makroanalyse vermutet werden. Im Prinzip handelt es sich um die Umsetzung des Proprietary Trading in den Fondsgedanken. Global Makro Hedge Fonds agieren im Prinzip nur dann aktiv, wenn bestimmte Gelegenheiten, Trends, Strukturbrüche, Ungleichgewichte oder Veränderungen allgemeiner Art gesehen werden.

Long/Short-Strategien, Marktneutrale Ansätze

Es handelt sich dabei um die größte Untergruppe der Hedge Fonds (nach Anzahl 54%, nach Volumen 55%). Long/Short-Strategien entsprechen im Prinzip den klassischen Growth- oder Value-Ansätzen, aber in "der besten aller Welten" ohne wesentliche Einschränkungen und Restriktionen.

Während klassische Value-Manager im Sinne des KAGG lediglich preiswerte Aktien kaufen können, und teure Aktien links liegen lassen, haben Hedge Fonds Manager in ihren Long/Short-Strategien zusätzlich die Möglichkeit, überbewertete Aktien leer zu verkaufen und zusätzlich Fremdkapital aufzunehmen, um die Positionen zu leveragen. Insbesondere erlauben es die Leerverkäufe, sich in der Gesamtposition des Portfolios marktneutral zu stellen (marktneutrale Ansätze). Mit anderen Worten können Long/Short-Strategien im marktneutralen Sinne Portfolios ohne Beta (also ohne systematisches Marktrisiko) generieren, um Erträge nur durch das Alpha (das aktienspezifische Risiko) zu schaffen. Dies ist die Idealsituation für einen reinen Stockpicker, denn er kann die Risiken eines allgemein fallenden Marktes eliminieren und Performance durch die reine Aktienausswahl generieren. Diese Strategien können somit auch in fallenden Märkten Geld verdienen. Long/Short-Strategien müssen aber nicht immer marktneutral gefahren werden, sie können auch Marktexposure haben, also Netto Long oder Short sein.

Durch den gleichzeitigen Kauf und Verkauf von Wertpapieren wird die Bedeutung der Titelauswahl gesteigert, denn die Erträge kommen fast ausschließlich aus der Selektionsfähigkeit des Managers. Grundlage von Long/Short Strategien sind daher natürlicherweise Bottom-Up Ansätze, die versuchen, Titel zum Kauf zu identifizieren, die eine positive Rendite erzielen, und unterperformende Wertpapiere zu finden, um sie leer zu verkaufen.

Marktneutral darf in diesem Ansatz aber nicht mit risikolos verwechselt werden. Es wird lediglich das Marktrisiko eliminiert, es bleiben aber eine Fülle von anderen Risiken (zum Teil auch solche, die man sich gerade durch die Short-Positionen einkauft). Zunächst natürlich das Risiko, das die falschen Aktien für Long- oder Short-Positionen ausgewählt werden (Selektionsrisiko). Agiert der Investor in engen Märkten, treten Liquiditätsrisiken und Systemrisiken auf.

In Marktrashes findet oft kein kontinuierlicher Handel mehr statt, wegen der Short-Positionen kann es zu Margin Calls kommen, oder in engen Märkten trocknet die Liquidität völlig aus, so daß man Gewinne nicht realisieren kann.

Zu der Gruppe der marktneutralen Long/Short Strategien gehören natürlich alle reinen Arbitrageansätze wie die Convertible Arbitrage, Fixed Income / Spread Arbitrage, Merger Arbitrage oder Arbitragestrategien in den Optionsmärkten. Alle diese Strategien eliminieren das systematische Marktrisiko völlig. Grundlage sind gerade bei den reinen Arbitrageansätzen komplexe Bewertungsansätze und Transaktionen.

Event Driven Strategien

Event Driven- Strategien (oder ereignisbezogene Ansätze) profitieren von spezifischen Ereignissen, die sie selbst herbeiführen oder auf die sie nach deren Eintreten reagieren. Die beiden größten Gruppen sind Hedge Fonds, die auf die Auswahl von Distressed Securities und Merger Arbitrage ausgerichtet sind. Diese Ansätze machen nach der Anzahl 9% der Hedge Fonds aus, nach dem Volumen 17%.

Hedge Fonds des Typs Distressed Securities investieren in Aktien oder Anleihen von Unternehmen in finanziellen oder operationellen Schwierigkeiten oder die sich in Umstrukturierung befinden. Der Hedge Fonds Manager schätzt die Wertpapiere, die er erwirbt, als preiswert ein, da der Preis hohe Unsicherheit reflektiert. Man könnte sagen, daß es sich hierbei meist um antizyklische, konträre Investments handelt, wenn die Märkte in Negativstimmungen übertrieben haben.

Im Zentrum von Event Driven Strategien steht praktisch immer eine detaillierte Analyse der finanziellen, operativen und strategischen Situation der Unternehmen, um festzustellen, ob eine Neubewertung realistisch ist und zum gewünschten Gewinn führt. Es handelt sich um stark spezialisierte

Value Investoren, die Unterbewertungen in speziellen Situationen identifizieren wollen, und nach Katalysatoren suchen, die die Unterbewertung beenden können. Zum Analyseteam gehören hier normalerweise nicht nur Wertpapieranalysten, sondern auch Rechtsanwälte und Branchenspezialisten.

Fund of Funds

Die Hedge Fonds Industrie ist sehr intransparent (auch wenn sich dies allmählich ändert). In der Vergangenheit war es geradezu die Grundbedingung der Arbeit der Hedge Fonds Manager, eine zurückhaltende Informationspolitik zu betreiben, sei es, weil gewisse Strategien auf dem Ausnutzen von Marktineffizienzen beruhen (die natürlich nicht publik gemacht werden dürfen, sonst existieren sie nicht mehr), sei es, weil viele Investoren nicht öffentlich werden wollen, z.T. wohl aber auch, weil man den eigenen Mythos mehren wollte. Dazu kommt, daß in vielen Ländern (wie auch in den USA) für Hedge Fonds nicht geworben werden darf, und viele Fonds nicht öffentlich vertrieben werden dürfen.

Diese Intransparenz des Marktes macht die Auswahl eines einzelnen Hedge Fonds für die Anlage sehr schwierig. Die Anlagestrategien sind oft sehr komplex und der Investmentstil der einzelnen Fonds ist stark von den einzelnen Managern geprägt. Da kaum Regularien greifen, kann der Anleger in Hedge Fonds nicht wie beispielsweise bei deutschen Spezialfonds auf Grundregeln und Standards vertrauen, die stets eingehalten werden. Die Performance der Hedge Fonds hängt daher sehr stark von den persönlichen Fähigkeiten des einzelnen Portfoliomanagers ab (man nennt Hedge Fonds auch Skill-Based Funds). Es ist also sehr schwierig, die am besten zu den eigenen Anlagebedürfnissen passenden Fonds herauszufinden. Die Einzelauswahl von Hedge Fonds erfordert eine genaue Kenntnis der Hedge Fonds Industrie und eine eingehende Untersuchung der in Frage kommenden Fonds.

Historische Wertentwicklung und Risikocharakteristiken, Investmentstil und Persönlichkeit des Managers des Hedge Fonds, Organisation der Gesellschaft und Personal des Hedge Fonds, können von großer Bedeutung sein. Insgesamt ist also eine eingehende Analyse der Strategie und der Vorgehensweise des Managers unvermeidlich (Due Diligence), um keine unnötigen Risiken einzugehen.

Für den Investor, der Hedge Fonds lediglich als Depotbeimischung zu seinem sonstigen Vermögen ansieht, ist ein solcher Analyseprozeß oft zu aufwendig oder gar nicht möglich. Daher sind zuletzt Funds of Funds (Multimanagerfonds, Dachfonds) als Einstiegsprodukt in Hedge Fonds populär geworden. Diese investieren in ein Portfolio verschiedener Hedge Fonds, eventuell unter Mischung von Hedge Fonds Typen oder in einer Spezialisierung auf einem Investmentstil unter Auswahl unterschiedlicher Manager. Dies erlaubt es, schon bei kleineren Anlagebeträgen ein diversifiziertes Portfolio von Hedge Fonds zu erwerben. Ein Vorteil ist die professionelle Auswahl und Überwachung der Portfoliomanager.

Ein zweiter Vorzug von Funds of Funds ist natürlich der reine Diversifikationseffekt. Der Ursprung der Renditegenerierung ist bei den unterschiedlichen Hedge Fonds Stilen weitgehend voneinander unabhängig, daher ist die Korrelation ihrer Performance-daten extrem niedrig. Die Effizienz des

Portfolios von Funds of Funds wird daher durch den Diversifikationseffekt im Vergleich zu den Einzelfonds erhöht, insbesondere wird das Risiko reduziert und die Ertragsstabilität erhöht. Nachteilig sind allerdings die höheren Transaktionskosten durch die zusätzlichen Gebühren des Managers, der die Funds of Funds zusammenstellt; dies kostet Performance.

Warum Hedge Fonds?

Tabelle 3 gibt eine Übersicht über die Performance der unterschiedlichen Hedge Fonds Kategorien in der Zeit von 1988 bis Ende 1999, sowie die Volatilität und das Sharpe Ratio. Die Daten (die sich auf die USA beziehen) stammen aus der Datenbank und folgen den Indexabgrenzungen von VAN Money Managers Research, Nashville, einer der wichtigsten Research-Firmen im Bereich der Hedge Fonds. Interessant ist insbesondere das sogenannte Sharpe Ratio, eine Maßzahl dafür, wieviel Überschußrendite über den risikolosen Zins pro Einheit des eingegangenen Risikos mit einer bestimmten Anlage in der Vergangenheit erzielt werden konnte (genauer: Sharpe Ratio = (erwartete Rendite - risikolose Rendite) / Standardabweichung). Je höher die Sharpe Ratio, desto effizienter ist das untersuchte Asset. Vgl. hierzu auch B. Liang, On the Performance of Hedge Funds, 1998.

Tabelle 3: Global Hedge Fonds, Nettoperformance

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	Performance	Sharpe Ratio	Volatilität
Dedicated Short Seller	15,5%	23,7%	38,4%	-19,8%	7,8%	-6,8%	14,1%	-13,8%	-9,0%	7,7%	-14,8%	-19,4%	0,4%	-0,2	20,8%
Distressed Securities	83,0%	25,3%	6,6%	37,5%	25,7%	30,9%	3,5%	17,3%	18,8%	13,0%	-0,2%	13,6%	21,4%	1,3	12,9%
Emerging Markets	40,6%	59,0%	-4,9%	29,3%	22,7%	84,4%	-4,1%	-0,7%	25,4%	-5,9%	-28,4%	71,0%	19,6%	0,6	24,8%
Marktneutrale Strategien	31,8%	14,0%	9,1%	17,7%	14,8%	18,6%	2,5%	13,8%	17,9%	18,9%	5,3%	20,0%	15,1%	1,8	5,6%
Market Timing	23,9%	25,8%	15,7%	45,6%	12,1%	20,4%	-1,9%	13,7%	14,6%	18,2%	36,4%	39,8%	21,4%	1,7	9,9%
Event Driven	40,7%	17,5%	11,5%	28,8%	17,4%	29,0%	3,2%	22,5%	23,5%	23,0%	9,1%	36,3%	21,4%	1,8	9,0%
Global Macro	34,9%	36,9%	7,1%	40,8%	17,0%	47,5%	-13,8%	13,0%	14,6%	19,9%	5,8%	46,2%	21,1%	1,3	12,4%
Long/Short Strategien	19,2%	17,7%	19,9%	23,0%	15,4%	22,5%	4,3%	15,3%	24,1%	18,3%	8,3%	26,4%	17,7%	2,6	4,8%
Funds of Fund	17,0%	20,6%	12,4%	12,5%	11,3%	24,3%	-3,3%	14,8%	15,9%	14,9%	3,0%	33,7%	14,4%	1,2	7,6%
Van Global Hedge Fund Index	25,0%	24,9%	7,2%	29,4%	17,0%	29,0%	0,4%	18,1%	18,6%	15,6%	6,0%	36,5%	18,7%	1,6	8,7%
MSCI World Equity	23,3%	16,7%	-18,7%	16,0%	-7,1%	20,4%	3,4%	18,7%	11,8%	14,1%	22,8%	23,6%	11,3%	0,4	14,6%
S&P 500	16,6%	31,7%	-3,0%	30,4%	7,6%	10,1%	1,3%	37,6%	23,0%	33,4%	28,6%	21,1%	19,2%	1,1	12,7%
Morningstar Average Equity Mutual Fund	14,9%	25,5%	-7,1%	31,9%	6,5%	19,3%	-2,3%	25,0%	17,5%	17,0%	10,1%	29,5%	15,0%	0,7	13,6%
Lehman Aggregate Bond	7,9%	14,5%	10,3%	14,6%	7,4%	9,8%	-2,9%	18,5%	3,6%	9,7%	8,7%	-0,8%	8,3%	0,7	4,7%

© 2000 Van Money Manager Research, Inc., Nashville, TN USA.

Tabelle 3 zeigt deutlich, daß einige Hedge Fonds Stile ein Sharpe Ratio erzielt haben, das deutlich über den klassischen Anlagealternativen liegt. So erreichten die Long/Short Strategien ein Sharpe Ratio von 2,6 und die marktneutralen Ansätze 1,8, während der S/P 500 nur auf 1,1 und der Lehmann Aggregate Index nur auf 0,7 kam. Hedge Fonds haben in der Vergangenheit also bessere Ertrags-/Risiko-Relationen erzielt als die meisten klassischen Anlageinstrumente. Das allein macht sie als Anlagealternative für die meisten Anleger sehr attraktiv.

Die Einordnung der verschiedenen Hedge Fonds Stile und klassischer Anlagen in ein Risiko/Ertrag Diagramm zeigt plastisch Graphik 1. Es wird deutlich, daß einige Hedge Fonds Typen die klassischen Anlagen in der Zeit von 1988 bis 1999 dominiert haben, das heißt man konnte trotz niedrigerer Volatilität höhere Erträge erzielen. Denkt man in Effizienzlinien, so waren viele Hedge Fonds in dieser Zeitperiode effizienter als die klassischen Anlagen (sie lagen sozusagen auf der Effizienzlinie, während die klassischen Anlagen suboptimal waren).

Der Hauptnutzen von nichttraditionellen Anlagen für den traditionellen Anleger liegt aber woanders, nämlich in der geringen Korrelation der Hedge Fonds sowohl zum Aktienmarkt als auch zum Rentenmarkt. Dies ist intuitiv klar, denn Hedge Fonds haben im Gegensatz zu den "normalen" Portfoliomanagern keine Benchmarkorientierung, diversifizieren über alle möglichen Finanzinstrumente und positionieren sich sehr stark auch auf der Short-Seite, was die Korrelation zu Aktien und Renten automatisch reduziert. Tabelle 4 zeigt die Korrelation zwischen verschiedenen Hedge Fonds Typen untereinander sowie mit traditionellen Anlagen, jeweils in der Zeit von 1988 bis 1999.

Die Korrelation zu den Rentenmärkten fast aller Hedge Fonds Stile ist nahe Null, die Korrelation zwischen vielen Hedge Fonds Klassen und dem Aktienmarkt ist relativ niedrig, aber auch in starker Abhängigkeit vom Investmentstil des jeweiligen Hedge Fonds (Der Index selbst weist eine recht hohe Korrelation zu den Aktienmärkten auf). Die Dedicated Short Seller haben natürlich eine negative Korrelation zu den Aktienmärkten.

Graphik 1:

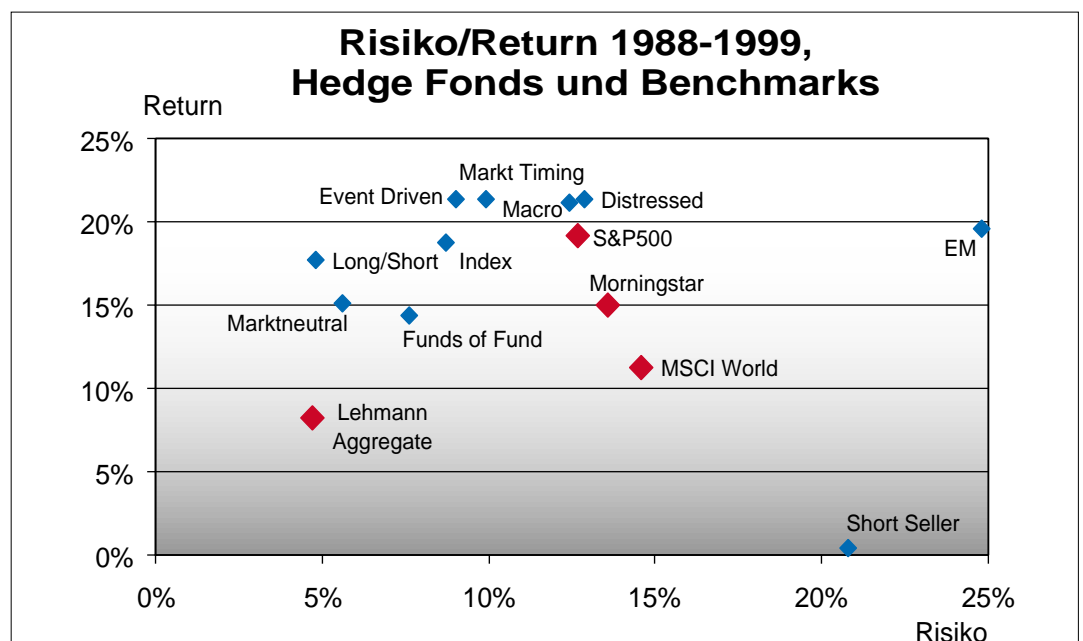


Tabelle 4: Korrelation zwischen Hedge Fonds und traditionellen Anlagen

	DISSEC	EM	FOF	GLOMAK	Long/Short	MARTIM	SHSELL	EVENTDR	HF Index	S&P 500	MSCI WO
Distressed Securities	1										
Emerging Markets	0,4	1									
Funds of Funds	0,31	0,66	1								
Global Macro	0,38	0,6	0,7	1							
Long/Short Strategien	0,41	0,58	0,72	0,58	1						
Market Timing	0,25	0,42	0,55	0,5	0,36	1					
Dedicated Short Seller	-0,29	-0,56	-0,5	-0,35	-0,58	-0,62	1				
Event Driven	0,78	0,61	0,65	0,56	0,68	0,52	-0,67	1			
Van Global Hedge Fund Index	0,52	0,82	0,84	0,73	0,78	0,72	-0,78	0,85	1		
S&P 500	0,22	0,49	0,48	0,36	0,43	0,64	-0,78	0,59	0,71	1	
MSCI World Equity	0,22	0,5	0,45	0,39	0,33	0,53	-0,69	0,56	0,64	0,84	1
Lehman Aggregate Bond	0,01	-0,21	-0,01	0,16	-0,13	0,08	0,06	-0,02	-0,01	0,22	0,14

© 2000 by Van Money Manager Research, Inc., Nashville, TN USA.

Der Nutzen dieser niedrigen Korrelation zwischen Hedge Fonds und traditionellen Anlagen für den Anleger besteht in der risikosenkenden Wirkung der Diversifikation. Dadurch daß der traditionelle Anleger seinem Portfolio Hedge Fonds Anteile beimischt, kann er sein Gesamtrisiko reduzieren, obwohl seine Ertragsersparung steigt. Seine Portfoliomischung wird effizienter.

Dabei ist es interessant zu erwähnen, daß die geringe Korrelation zwischen traditionellen Anlagen und Hedge Fonds und damit die risikosenkende Wirkung der Korrelation sogar in den Börmärkten der letzten Jahren galt (für traditionelle Märkte untereinander gilt dagegen der Satz „Das einzige, was in Börmärkten steigt, ist die Korrelation“).

Dies zeigen folgende statistische Daten in Tabelle 5, die von Financial Risk Management stammen. Man muß dabei allerdings einräumen, daß der ganz große Test für solche Aussagen noch aussteht, denn einen Börmärkte wie den von 1929 oder 1987 hat es seit der großflächigen Einführung von Hedge Fonds noch nicht gegeben.

Tabelle 5: Performance von Hedge Fonds in Börmärkten

	Feb-Mar 94	Sep-Nov 94	Juli 96	März 97	Aug 97	Oktober 97
S&P 500	-6,95	-3,88	-4,42	-4,1	-5,6	-3,34
Hedge Fonds Performance						
Marktneutral	0,51	1,71	1	0,96	1,11	1,03
Event Driven	-0,42	-0,25	-0,41	0,08	1,37	0,2
Long/Short	-2,44	0,13	-2,35	-1,67	0,9	-1,75
Market Timing	0,87	4,93	-2,55	-0,13	-3,69	-2,37
Alle Hedge Fonds	-0,53	2,8	-1,5	0,45	-0,34	-1,01

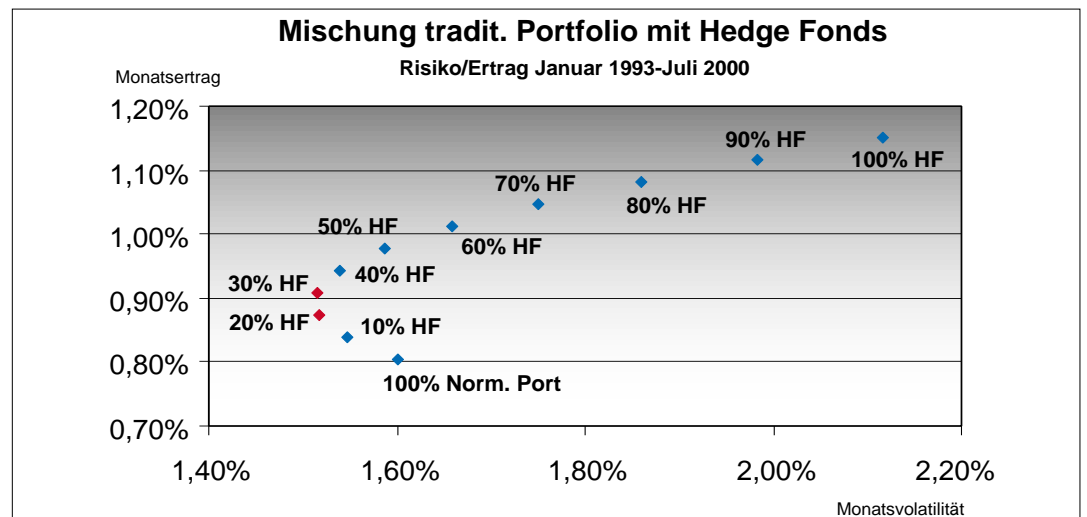
Quelle: FRM

Die folgende Graphik 2 zeigt die Auswirkungen einer Beimischung von verschiedenen Prozentzahlen von Hedge Fonds Anteilen auf einen Investor, der ein klassisches (für deutsche Institutionelle typisches) Portfolio von 70% Renten und 30% Aktien hält. Zugrundegelegt sind als Daten der Hennessee Hedge Fund Index (USA), für den Monatsdaten seit Anfang 1993 vorliegen. Es werden Portfoliobeimischungen zu einem Portfolio betrachtet, das zu 30% S&P 500 und 70% US Treasuries besteht. Hier wird der positive Diversifikationseffekt wie oben diskutiert sogar noch dadurch unterzeichnet, daß ein Hedge Fonds Gesamtindex und nicht etwa ein bestimmter Stilindex verwendet wird (vgl. als weitergehende Untersuchung C. Blum, Hedge Funds eröffnen neue Anlagehorizonte, 2000). Es ergibt sich, daß eine Portfoliobeimischung von bis zu 30% Hedge Fonds zum Mischportfolio das Risiko reduziert und gleichzeitig die Ertragserswartung erhöht.

hängigen Performance viel konstantere Erträge erwarten lassen, und daß das maximale Verlustpotential in der Vergangenheit geringer war. Hedge Fonds gehören in jedes effiziente Wertpapierportfolio. Sie sollten in der strategischen Asset Allocation eine zunehmende Bedeutung erlangen.

Wir wollen nicht verhehlen, daß man bei allen quantitativen Hedge Fonds Analysen noch gewisse Einschränkungen machen muß, was die Verwendung von Hedge Fonds bei der Asset Allocation bisher noch erschwert. Dies hat mit zu der bisher noch vorhandenen Zurückhaltung in Deutschland beigetragen. Zunächst einmal muß erwähnt werden, daß Hedge Fonds Daten bisher noch über eine recht kurze Historie verfügen. Dies schränkt die Gültigkeit mancher historischer Aussagen über Mittelwerte, Standardabweichungen und Ausfallrisiken noch ein, weil nicht genügend Datenmaterial zur Verfügung steht. Es fehlt auch noch ein Stress Test durch einen richtigen lang-

Graphik 2:



Empirische Untersuchungen zeigen weitere positive Eigenschaften von Hedge Fonds (vgl. V. Agarwal und N. Naik, On Taking the "Alternative" Route: Risks, Rewards, Style and Performance Persistence of Hedge Funds, 1999). Neben der Auflistung von hohen Renditen, geringeren Risiken und Diversifikationspotential wird noch vermerkt, daß Hedge Fonds im Vergleich zu sonstigen Anlagen wegen der marktunab-

fristigen Bärmarkt. Die Intransparenz und Heterogenität des Marktes (die Hedge Fonds müssen nicht rapportieren) führt auch dazu, daß die Indexanbieter je nach Begriffsabgrenzung sehr unterschiedliches Datenmaterial liefern. Eine klare Hedge Fonds Benchmark oder ein Industriestandard haben sich bisher weder für den allgemeinen Index noch für die Peer Group Subindizes durchgesetzt.

Zuordnungen von Fonds zu Untergruppen ist schwierig. Die Indizes sind auch nicht kapitalgewichtet. Ein gewisser sogenannter „Survival Bias“ in den Indizes ist unbestritten. Es ist daher unumgänglich, immer unterschiedliche Indizes im Auge zu behalten. Die wichtigsten Indizes stammen von folgenden Anbietern.

- ◆ Hennesse Hedge Fund Index
- ◆ CSFB / Tremont Hedge Fund Index
- ◆ HFRI Fund Research Index
- ◆ VAN Money Managers Hedge Fund Index

Daneben ist die Verwendung des Risikomaßes „Volatilität“ für Hedge Fonds nur bedingt die beste Lösung. Gerade wenn ein Fonds so stark von der Managerpersönlichkeit geprägt ist, wie es bei Hedge Fonds der Fall ist, kann die historische Volatilität ein trügerisches Maß sein. Ergänzend werden Risikomaße wie Ausfallwahrscheinlichkeiten, erwarteter Verlust, historische Recovery Zeiten (nach Verlustperioden), Downside Deviations, Drawdowns (wieviel wurde maximal verloren, bevor der Einstand wieder erreicht war) und andere Größen angegeben, aber letztlich führen die mangelnden Regularien dazu, daß der Investor an einer genauen Analyse des Investmentprozesses und der beteiligten Personen nicht vorbeikommt.

Institutionelle Rahmenbedingungen

In den USA müssen Hedge Fonds nicht bei der SEC registriert werden und müssen daher ihre Positionen auch nicht offenlegen. Hintergrund ist die Limited Partnership von maximal 500 Investoren. Es darf nicht in der Öffentlichkeit für Hedge Fonds geworben werden. Es müssen aber 65% der Investoren im Fonds befugte (accredited) Anleger sein mit einem Mindestnettovermögen von 1 Mio. USD. Mindestanlagevolumen ist oft 250.000 USD. Eine sogenannte "Lockup Periode" schreibt für Erstinvestoren eine Mindestanlagedauer vor. Man kann sich auch oft nicht beliebig aus dem Fonds

zurückziehen, sondern nur zu vorgegebenen Zeitperioden.

Wer sind die Hauptinvestoren in Hedge Fonds? Privatanleger sind historisch bedingt die wichtigste Kundengruppe. Andererseits suchen auch immer mehr institutionelle Investoren nach Anlagealternativen zu hoch bewerteten traditionellen Märkten. Insbesondere die amerikanischen Hochschulen, Stiftungen und Pensionskassen sind in den letzten Jahren als Kunden aufgetreten.

Aber auch in Europa beginnen Pensionskassen, Versicherungsgesellschaften und andere Institutionelle mit Investitionen in diesem Bereich. Aus der Schweiz ist bekannt, daß einige Pensionskassen Hedge Fonds aktiv in ihre Asset Allocation einzubeziehen. In Großbritannien sind Hedge Fonds inzwischen verbreitet. Die folgende Tabelle gibt eine Übersicht über die Investoren in Hedge-Fonds im Vergleich von Europa und den USA.

Tabelle 6:

	USA	Nicht-USA
Privatanleger	54%	35%
Stiftungen	15%	9%
Banken/Versicherungen	4%	30%
Unternehmen	4%	7%
Funds of Funds	13%	15%
Pensionskassen	8%	3%
Andere	2%	1%

Quelle Bank Sarasin

In Deutschland gibt es bisher keine Hedge Fonds Unternehmen. Das hat zum einen regulatorische Ursachen (Leerverkäufe) zum anderen und vor allem steuerliche Gründe. Zusätzlich gibt es Diskussionen wegen der Settlement-Problematik. Zugang zu der Performance von Hedge Fonds ist den Investoren dennoch offen, nämlich über den Einbau in Genußrechte, spezielle Anleihekonstruktionen und strukturierte Finanzinnovationen. Wegen der risikosenkenden Wirkung von Hedge Fonds im Portfoliozu-

sammenhang sollte das Produkt aber auch dem deutschen Investor auf einfachem Wege zugänglich gemacht werden. Mittelfristig wird sich auch in Deutschland eine Hedge Fonds Industrie etablieren, so daß die deutschen Anleger ihren Nachholbedarf befriedigen können.

In Deutschland unterliegen Hedge Fonds nicht der Bankenaufsicht, sondern sind als Finanzunternehmen zu qualifizieren (vgl. Bundesverband deutscher Banken, Beaufsichtigung von Hedge Fonds, 1999). Finanzunternehmen unterliegen nicht der Aufsicht durch das BAKred. Sie benötigen somit keine Erlaubnis für das Betreiben ihrer Geschäfte, und die Risiken ihres Aktivgeschäfts werden nicht im Verhältnis zum vorhandenen Eigenkapital begrenzt. Ist ein Hedge Fonds dagegen als Finanzunternehmen einem inländischen Institut nachgeordnet, so hat das übergeordnete Unternehmen den Hedge Fonds in die bankaufsichtliche Konsolidierung einzubeziehen. Damit soll sichergestellt werden, daß die in der Gruppe vorhandenen Risiken in einem angemessenen Verhältnis zum vorhandenen Eigenkapital der Gruppe stehen.

Banken können sowohl als Eigenkapital- oder Fremdkapitalgeber mit Hedge Fonds verbunden sein. Sowohl Beteiligungen wie auch Kreditgewährungen fallen unter die Groß- und Millionenkreditvorschriften. Es gelten auch die normalen Regelungen des KWG. Beteiligungen oder Kreditgewährungen an Hedge Fonds haben die Banken mit haftendem Eigenkapital zu unterlegen.

Zusammenfassung

Hedge Fonds stehen seit Jahren im Mittelpunkt des Interesses der Öffentlichkeit, aber in erster Linie, wenn das Anlageverhalten einzelner Riesenfonds Mißtrauen oder Kritik auf sich zieht, wenn es ein spektakuläres Scheitern zu vermeiden gibt oder wenn herausragende Performanceergebnisse den Mythos der Hedge Fonds untermauern. Dem komplexen Anlageuniversum der

Hedge Fonds wird diese auf das Spektakuläre verkürzte Sicht aber nicht gerecht. Hedge Fonds sind ein Sammelbegriff für eine große Vielfalt unterschiedlicher Fondstypen, Investmentstile, Managerpersönlichkeiten, Ertrag/Risiko-Konfigurationen und Strategien. Schaut man genauer hin, bietet das Investmentuniversum der Hedge Fonds dem Anleger eine reiche Auswahl an Anlagealternativen. Viele Hedge Fonds bieten dem Investor überlegene risikoadjustierte Erträge, die den Kennzahlen traditioneller Anlageprodukte überlegen sind. Die für den Anleger in traditionellen Produkten interessanteste Eigenschaft von Hedge Fonds ist aber die niedrige Korrelation zu Aktien und Renten und der damit verbundene Diversifikationseffekt von Hedge Fonds, eine Eigenschaft, die in Zeiten immer enger zusammenwachsender globaler Märkte keine Selbstverständlichkeit mehr ist.

Hedge Fonds sind in den USA groß geworden. Europa und speziell Deutschland haben noch einen gewaltigen Nachholbedarf. Damit Hedge Fonds auch in Deutschland populär werden können, muß aber auch die Hedge Fonds Industrie noch einige Hausaufgaben erledigen. Die Transparenz der Industrie hat sich in den letzten Jahren schon verbessert, ist aber noch immer unbefriedigend. Dazu gehört auch die Kosten- und Performance-Transparenz. Die Abwesenheit von Regularien und Restriktionen ist grundlegend für den Erfolg der Industrie. Dennoch ist eine gewisse Kontrolle und Überwachung notwendig, um den Anleger zu schützen und eine Mindestmaß an Sicherheit zu bieten, um Vertrauen zu schaffen. Dies unterscheidet vielleicht auch Europa, wo das Sicherheitsbedürfnis größer ist, von den USA. Werden diese Bedingungen erfüllt, wird ein Markt wie Deutschland, der von der Hedge Fonds Industrie bisher fast unbeeinflusst ist, aufwachen. Vielleicht kann gerade das Internet als Plattform für Information und Handel ein ganz wesentlicher Katalysator für das Wachstum der Hedge Fonds Industrie in Deutschland sein.

Verfasser: Werner Krämer, Research/Consulting
Tel.: 069 - 50 60 6 - 141



Lazard Asset Management
(Deutschland) GmbH

Grüneburgweg 102
60323 Frankfurt
Tel.: 069 - 50 60 6 - 0
Fax: 069 - 50 60 6 - 100

Neuer Wall 9
20354 Hamburg
Tel.: 040 - 35 72 90 - 20
Fax: 040 - 35 72 90 - 29