



Hintergrund

Dezember 2003

Hedge Funds in Deutschland –
schöne neue Welt?

©2003. Herausgeber: Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, Alte Mainzer Gasse 37, 60311 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 Funds in Deutschland – schöne neue Welt?

- ◆ Unter dem Begriff „Hedge Funds“ wird ein ganzes Universum unterschiedlicher Anlageprodukte subsummiert; es sind keine regulierten Investmentfonds im Sinne des KAGG, sondern unregulierte Finanzprodukte, die einige wichtige gemeinsame Merkmale aufweisen. Insbesondere sind dies die Abkoppelung von Markttrends sowie der gezielte Einsatz von Leerverkäufen und Leverage mittels Kreditaufnahme.
- ◆ Die Nachfrage nach Hedge Funds durch institutionelle Anleger bringt Informations- und Transparenzanforderungen mit sich, die viele Hedge Fund-Manager derzeit (noch) nicht erfüllen können oder erfüllen wollen. Hinzu kommt, dass Hedge Funds einzigartige Charakteristika aufweisen, die mit den klassischen Methoden der Risikokontrolle „traditioneller“ Assetklassen nur unzureichend erfasst werden können.
- ◆ Der Trend zur „Institutionalisierung“ von Hedge Funds bezeichnet einerseits den Zwang zu mehr Offenheit und Transparenz, den institutionelle Anleger auf Hedge Fund-Manager ausüben, andererseits aber auch das Bestreben der großen Finanzkonzerne, Hedge Funds um ihrer interessanten Marge willen in ihre Organisationen zu re-integrieren.
- ◆ Das Investmentmodernisierungsgesetz ermöglicht erstmals in Deutschland die Direktanlage in Hedge Funds, um der weiterhin hohen Nachfrage eine Alternative zu den bisher erhältlichen Zertifikaten und strukturierten Produkten zu bieten. Den liberalen und marktgerechten aufsichtsrechtlichen Regelungen stehen marktunübliche steuerliche Transparenzvorschriften gegenüber; die Zulassung von Hedge Funds ist anbieterorientiert, nicht nachfragerorientiert.
- ◆ Die neuen gesetzlichen Möglichkeiten werden aus unserer Sicht zu der Entwicklung von „Hybrid-Fonds“ führen, die zwar die erweiterten Möglichkeiten des Investmentmodernisierungsgesetzes nutzen, die Freiheitsgrade von Hedge Funds jedoch nicht erreichen werden. Ihre Eignung für das Portfolio institutioneller Anleger werden Hybrid-Fonds erst noch beweisen müssen.

Hedge Funds in Deutschland – schöne neue Welt?

Einleitung

Im August 2000 stellten wir in einer „Hintergrund“-Publikation erstmalig das Thema „Hedge Funds“ vor. In der damaligen Ausgabe wurde eine Übersicht über Hedge Funds, die einzelnen Anlagestile, Fund of Funds-Konzepte, die grundsätzlichen Eigenschaften und Auswirkungen von Hedge Funds im Portfoliozusammenhang sowie die institutionellen Rahmenbedingungen gegeben.¹

Seitdem ist diese Anlageklasse weniger durch spektakuläre Pleiten oder Aktionen als vielmehr durch das stark wachsende Interesse institutioneller Anleger an alternativen Anlageprodukten in den Schlagzeilen vertreten gewesen, obwohl die starke Nachfrage nach Hedge Funds deren marktbeeinflussende Wirkung eher noch gesteigert hat. Gerade in Phasen geringer Umsätze an den Aktienmärkten werden Hedge Fund-Manager immer wieder als Hauptverursacher für stärkere Marktbewegungen identifiziert.

Durch das ab dem 1. Januar 2004 geltende Investmentmodernisierungsgesetz wird in Deutschland erstmalig die Direktanlage in Hedge Funds ermöglicht. Bisher war eine Anlage nur über Zertifikatskonstruktionen oder vergleichbar komplexe Produkte möglich. Die Woge der Begeisterung, die der Ankündigung einer Hedge Fund-Regelung in Deutschland entgegenschwappte, verebbt so langsam wieder, so dass die neuen regulatorischen Möglichkeiten nach der Ende November 2003 endgültig erfolgten Verabschiedung des Investmentmodernisierungsgesetzes einer kritischen Würdigung unterzogen werden können.

Die vorliegende Publikation baut auf den im August 2000 behandelten Bereichen auf und gibt Ihnen in drei thematischen Blöcken eine Übersicht über die Entwicklung der letzten Jahre, den Status Quo für Hedge Funds in Deutschland sowie einen Ausblick auf die in unseren Augen einsetzende Entwicklung am deutschen Kapitalmarkt unter den neuen regu-

latorischen Möglichkeiten. Im Gegensatz zu unserer damaligen Publikation verwenden wir hier bewusst den englischen Originalbegriff „Hedge Funds“, um die Abgrenzung zu regulierten Fondsprodukten (z. B. durch das bisherige Kapitalanlagegesellschaftengesetz KAGG) deutlich zu machen. Abb. 1 greift diese Abgrenzung, die Bedeutung des Begriffes „Hedge Funds“ sowie die gemeinsamen Merkmale der Vielzahl von Anlageinstrumenten auf, die unter dem Begriff „Hedge Funds“ subsummiert werden.

Abbildung 1: Was sind Hedge Funds?

Hedge

Historisch: Abkoppelung von Markttrends durch den Einsatz von Leverage und Leerverkäufen, Selektion (Einzeltitel, Sektoren, Währungen, etc.) wichtigste Performancequelle

Funds

Kein Investmentfonds z. B. im Sinne des KAGG, sondern Investmentvehikel mit einer großen Vielfalt möglicher Anlagestile und administrativer Gestaltungen

Gemeinsame Merkmale:

- ◆ Weitestgehende Freiheit in der Wahl der Investments
- ◆ Short-Positionen und Leverage zulässig
- ◆ Ausnutzung von Arbitrage und Marktineffizienzen
- ◆ Geringe Regulierung

Die Entwicklung des Hedge Fund-Marktes – ein Rückblick

Nach den spektakulären Schlagzeilen in den Neunziger Jahren (u. a. Austritt des Britischen Pfunds aus der Europäischen Währungsunion, nachdem George Soros mit seinem Quantum Hedge Fund massiv auf eine Abwertung des Pfunds spekuliert und damit auch Erfolg hatte; Pleite des LTCM-Funds) kehrte zu Beginn des dritten Jahrtausends rund um das Thema Hedge Funds etwas Ruhe in der Medienlandschaft ein ... was sicherlich auch daran lag, dass nach dem Platzen der Aktienblase seit März 2000 andere kapitalmarktrelevante Themen vordere Seiten in den Zeitungen belegten. Zwar nicht heimlich, still und leise, aber doch vergleichsweise unauffällig entwickelte sich der Hedge Funds-Markt weiter und profitierte von steigender Nachfrage seitens institutioneller Investoren, die nicht auf spekulative Gewinne aus waren, sondern nach den erlittenen Verlusten an den Aktienmärkten nach alternativen Anlagemöglichkeiten suchten. Von besonderem Interesse waren hierbei die geringen Korrelationen zu

den traditionellen Assetklassen sowie die vergleichsweise stetigen Erträge, wenn man nicht gerade von einem einzigen Anlagestil ausging.

Abbildung 2 stellt die jährliche Performancereihenfolge der wichtigsten Anlagestile von Hedge Funds von 1987 bis 2002 dar. Das „bunt gemischte“ Bild zeigt deutlich, dass sich kein einzelner Anlagestil als absoluter Performancefavorit hervortun konnte. Vielmehr findet man jeden Anlagestil mindestens einmal in den „Top 3“, aber auch mindestens einmal in den „Flop 5“, also in den letzten fünf Zeilen der Tabelle. Eindrucksvoll wird hier unter Performancegesichtspunkten die angesprochene Heterogenität der Anlagestile innerhalb der Assetklasse „Hedge Funds“ belegt.

Den begehrten Vorzügen (stetiger, absolut positiver Ertrag, geringe Volatilität, geringe Korrelation) stehen einige Hedge Fund-typische Charakteristika zur Seite, die deutlich machen, dass eine Anlage in Hedge Funds ein anderes Verständnis bezüglich Risiko, Controlling, Liquidität und Transparenz erfordert, als dies bei „traditionellen“ Assetklassen erforderlich war. Die wichtigsten Unterschiede sind in Abb. 3 wiedergegeben.

Abbildung 2: Hedge Fund>Returns nach Anlagestil

Rank	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
1	Managed Futures 64,46%	Merger Arbitrage 45,72%	Foreign Exchange 34,80%	Managed Futures 43,15%	Sector Long/Short 40,44%	Distressed Investing 20,52%	Non US Long/Short 43,76%	Short 16,07%	Sector Long/Short 33,36%	Sector Long/Short 26,29%	Sector Long/Short 21,98%	Managed Futures 15,25%	Sector Long/Short 69,22%	Short 18,72%	Distressed Investing 15,86%	Short 23,79%
2	Equity/Market Neutral 37,48%	Special Situations 44,15%	Macro Trading 34,06%	Short 39,60%	US/Global Long/Short 38,09%	US/Global Long/Short 17,94%	Macro Trading 40,26%	Distressed Investing 5,81%	Merger Arbitrage 31,03%	Multi Arbitrage 24,64%	US/Global Long/Short 21,97%	Sector Long/Short 13,48%	Non US Long/Short 50,92%	Merger Arbitrage 14,40%	Convertible Arbitrage 9,24%	Managed Futures 13,75%
3	Foreign Exchange 32,91%	Sector Long/Short 38,31%	US/Global Long/Short 23,40%	Foreign Exchange 28,11%	Convertible Arbitrage 32,74%	Foreign Exchange 15,20%	Special Situations 31,10%	Managed Futures 5,61%	US/Global Long/Short 27,66%	US/Global Long/Short 24,06%	Special Situations 18,58%	US/Global Long/Short 13,39%	US/Global Long/Short 44,63%	Managed Futures 13,22%	Fixed Inc. Arbitrage 8,36%	Foreign Exchange 8,49%
4	Sector Long/Short 28,40%	Foreign Exchange 20,98%	Non US Long/Short 23,38%	Macro Trading 9,74%	Macro Trading 27,13%	Macro Trading 15,17%	Distressed Investing 28,72%	Sector Long/Short 5,30%	Foreign Exchange 23,07%	Special Situations 20,82%	Non US Long/Short 18,45%	Equity/Market Neutral 12,04%	Macro Trading 29,19%	Equity/Market Neutral 13,16%	Special Situations 8,28%	Distressed Investing 7,29%
5	Macro Trading 18,62%	Multi Arbitrage 19,62%	Sector Long/Short 16,01%	Equity/Market Neutral 9,09%	Non US Long/Short 26,95%	Convertible Arbitrage 15,02%	Multi Arbitrage 26,63%	Merger Arbitrage 5,05%	Convertible Arbitrage 22,20%	Macro Trading 20,75%	Macro Trading 17,87%	Merger Arbitrage 8,36%	Special Situations 28,62%	Sector Long/Short 12,93%	Equity/Market Neutral 7,12%	Fixed Inc. Arbitrage 7,15%
6	Fixed Inc. Arbitrage 15,86%	Managed Futures 18,91%	Equity/Market Neutral 13,11%	Multi Arbitrage 7,61%	Distressed Investing 24,93%	Fixed Inc. Arbitrage 14,52%	Merger Arbitrage 24,44%	Multi Arbitrage 4,45%	Managed Futures 20,40%	Non US Long/Short 19,43%	Multi Arbitrage 17,54%	Foreign Exchange 7,39%	Convertible Arbitrage 20,29%	US/Global Long/Short 10,65%	Multi Arbitrage 6,74%	Convertible Arbitrage 6,97%
7	Multi Arbitrage 12,38%	US/Global Long/Short 18,35%	Multi Arbitrage 13,03%	Fixed Inc. Arbitrage 6,74%	Multi Arbitrage 23,72%	Special Situations 13,76%	US/Global Long/Short 22,62%	Fixed Inc. Arbitrage 3,74%	Special Situations 18,38%	Equity/Market Neutral 18,82%	Distressed Investing 17,22%	Convertible Arbitrage 4,83%	Distressed Investing 18,47%	Foreign Exchange 9,59%	Foreign Exchange 6,69%	Macro Trading 3,35%
8	Special Situations 11,44%	Macro Trading 17,18%	Convertible Arbitrage 12,98%	Special Situations 4,98%	Fixed Inc. Arbitrage 21,33%	Multi Arbitrage 12,84%	Managed Futures 22,61%	Equity/Market Neutral 2,71%	Distressed Investing 17,58%	Distressed Investing 18,58%	Managed Futures 17,19%	Multi Arbitrage 4,78%	Equity/Market Neutral 16,69%	Multi Arbitrage 9,41%	Short 6,07%	Equity/Market Neutral 2,72%
9	Distressed Investing 7,76%	Distressed Investing 16,30%	Short 12,43%	Sector Long/Short 3,77%	Special Situations 20,49%	Sector Long/Short 12,50%	Sector Long/Short 22,32%	Special Situations 2,22%	Macro Trading 17,58%	Managed Futures 17,97%	Equity/Market Neutral 16,27%	Macro Trading 4,70%	Merger Arbitrage 15,69%	Special Situations 9,38%	US/Global Long/Short 4,93%	Multi Arbitrage 2,11%
10	US/Global Long/Short 4,94%	Non US Long/Short 15,78%	Merger Arbitrage 11,81%	Distressed Investing 2,92%	Merger Arbitrage 19,41%	Merger Arbitrage 9,79%	Fixed Inc. Arbitrage 20,06%	US/Global Long/Short 1,52%	Multi Arbitrage 16,45%	Fixed Inc. Arbitrage 17,04%	Convertible Arbitrage 14,51%	Special Situations 0,30%	Multi Arbitrage 14,64%	Convertible Arbitrage 9,34%	Macro Trading 4,62%	Merger Arbitrage -0,06%
11	Short 4,32%	Convertible Arbitrage 12,32%	Managed Futures 10,02%	Convertible Arbitrage 2,10%	Equity/Market Neutral 18,19%	Managed Futures 8,51%	Equity/Market Neutral 18,22%	Non US Long/Short 0,37%	Fixed Inc. Arbitrage 14,43%	Merger Arbitrage 15,52%	Merger Arbitrage 14,16%	Distressed Investing 0,06%	Fixed Inc. Arbitrage 12,46%	Fixed Inc. Arbitrage 6,92%	Managed Futures 3,87%	Non US Long/Short -0,28%
12	Convertible Arbitrage 2,49%	Fixed Inc. Arbitrage 9,33%	Distressed Investing 9,71%	Merger Arbitrage 1,70%	Managed Futures 16,27%	Non US Long/Short 7,34%	Convertible Arbitrage 17,79%	Foreign Exchange 0,36%	Equity/Market Neutral 14,29%	Convertible Arbitrage 14,22%	Short 12,73%	Fixed Inc. Arbitrage -1,63%	Foreign Exchange 6,39%	Distressed Investing 6,91%	Non US Long/Short 3,35%	Special Situations -1,54%
13	Non US Long/Short -1,58%	Equity/Market Neutral 8,34%	Fixed Inc. Arbitrage 7,86%	US/Global Long/Short 0,96%	Foreign Exchange 16,24%	Equity/Market Neutral 6,70%	Foreign Exchange 9,51%	Macro Trading -1,79%	Non US Long/Short 8,47%	Foreign Exchange 12,73%	Foreign Exchange 12,72%	Non US Long/Short -1,97%	Managed Futures 3,07%	Macro Trading 6,51%	Merger Arbitrage 3,16%	US/Global Long/Short -3,60%
14	Merger Arbitrage -5,72%	Short 7,15%	Special Situations 6,20%	Non US Long/Short -1,65%	Short -22,67%	Short 1,58%	Short -8,90%	Convertible Arbitrage -3,81%	Short -2,48%	Short 0,57%	Fixed Inc. Arbitrage 12,34%	Short -4,25%	Short -4,50%	Non US Long/Short 0,08%	Sector Long/Short -1,46%	Sector Long/Short -8,20%

Quelle: Lazard Alternatives LLC

Abbildung 3: Traditionelle Assetklassen vs. Hedge Funds

Traditionelle Anlagen:

- ◆ Restriktive Mandatsvorgaben
- ◆ Marktbasierte Strategien
- ◆ Ziel: relative Performance gegenüber einer Benchmark, unabhängig von der Richtung der Marktbewegung
- ◆ Risikomessung im Vergleich zu einer Benchmark
- ◆ Volumenabhängige Vergütung

Hedge Funds:

- ◆ Flexible Mandatsvorgaben
- ◆ „Skill based“-Strategien
- ◆ Ziel: positive absolute Performance, unabhängig von der Richtung der Marktbewegung
- ◆ Risikomessung durch Höhe und Veränderlichkeit der Verluste
- ◆ Performanceabhängige Vergütung

Neben den genannten, eher qualitativen Unterschieden treten eine ganze Reihe von Schwierigkeiten zu Tage, was die Beurteilung, die Bewertung und den Vergleich von Hedge Funds angeht:

- ◆ Trotz der Historie für die Assetklasse seit 1949 (erster Hedge Fund in den USA) ist die Datenlage für die quantitative Analyse von Hedge Funds eher problematisch, da Hedge Funds sehr kurzlebig sein können, vielfach nur monatliche Preisfeststellungen erfolgen und die Bewertung „dank“ unzureichender Transparenz vielfach schwer fällt;
- ◆ Da der Anlageerfolg ganz überwiegend von den persönlichen Fähigkeiten des Hedge Fund-Managers abhängt („skill based“, siehe Abbildung 3), ist eine Beurteilung dieser Fähigkeiten nötig, was aber deutlich schwieriger ist, als beispielsweise einen institutionalisierten Investmentprozess auf seine Stringenz und Konsistenz zu überprüfen;
- ◆ Eine allgemein anerkannte Benchmark für den Hedge Fund-Bereich hat sich bisher nicht gefunden. Zwar gibt es mehrere Indexanbieter, doch unterscheiden sich deren Ergebnisse in vielen Bereichen ganz erheblich voneinander, so dass man zu dem folgenden Schluss kommt: „Insgesamt haben Hedge Fund-Indizes einen begrenzten Nutzen und eine deutlich geringere Nutzbarkeit als im klassischen Umfeld“. ² Grundsätzlich problematisch ist der Survivorship Bias der Indizes: viele Hedge Funds werden kurzfristig aufgelegt und genauso kurzfristig wieder geschlossen. ³ So schätzt Tremont Advisors, dass im Jahr 2002 ein Fünftel der 1800 von ihnen beobachteten



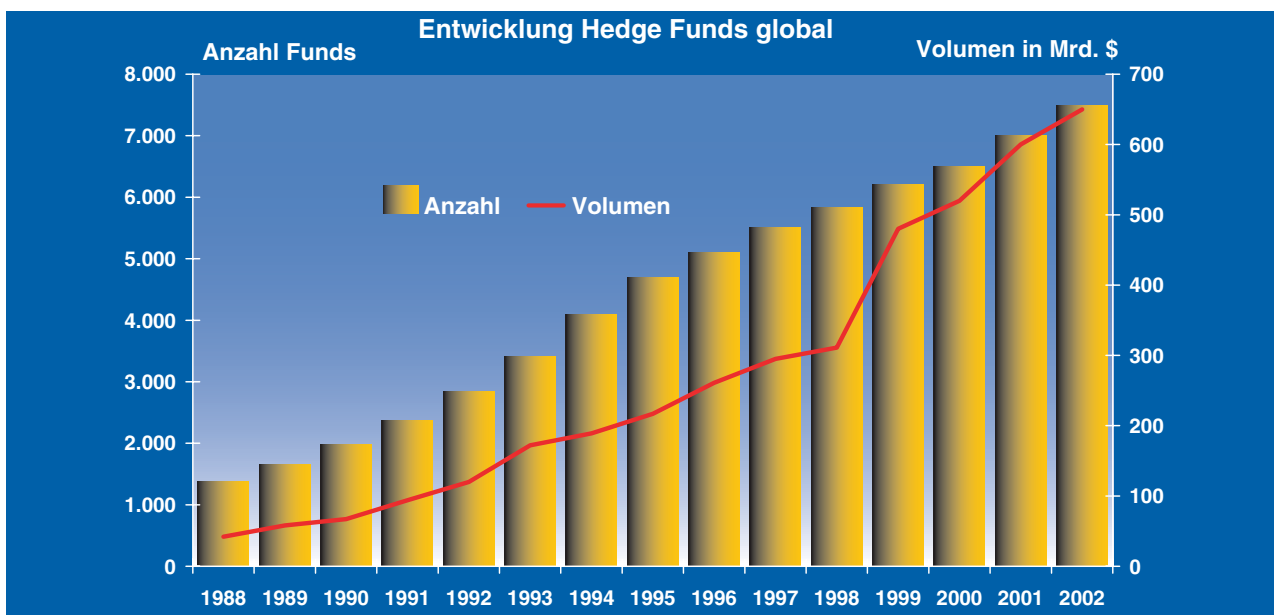
Hedge Funds schließen mussten, „weil sie sich verspekuliert hatten“. ⁴ Diesen Veränderungen wird in den Indizes über eine meist kurzfristige Anpassung der Indexzusammensetzung und -gewichte Rechnung getragen; Pleiten von Hedge Funds werden auf diese Art und Weise im Index „weggebügelt“, während beispielsweise reale Fund of Funds-Manager mit den Pleiten arge Performance-Probleme bekommen;

- ◆ Die Renditeverteilung von Hedge Funds soll idealerweise gerade nicht einer Normalverteilung entsprechen ... mit der Folge, dass die Volatilität als annualisierte Standardabweichung der Renditen das Risiko einer Anlage in Hedge Funds völlig unzureichend wiedergibt. Ohne von den derzeitigen Standards abweichende Risikobetrachtungen und -kennzahlen ist eine effiziente Risikokontrolle und -steuerung nicht durchzuführen. „So werden die theoretischen Ansätze zur eingehenden Performance- und Risikoanalyse der Hedge Funds zur Zeit erst entwickelt; kapitalmarkttheoretische Ansätze sind nur bedingt anwendungsfähig, und Risikomanagement-Systeme müssen erst intensiv weiterentwickelt werden“. ⁵

Die hier aufgeführten Unterschiede zu traditionellen Assetklassen führen zu der Notwendigkeit, neue Verfahren zu entwickeln, um Hedge Funds quantitativ erfassen und beurteilen zu können.

Trotz der genannten Nachteile und Schwierigkeiten sind die begehrten Vorzüge für institutionelle Anleger so interessant, dass – sicherlich auch mangels Anlagealternativen, die unter Rendite-/Risiko-Aspekten attraktiv erscheinen könnten – die Nachfrage nach Hedge Funds in den letzten Jahren weiter zugenommen hat (Abb. 4).

Abbildung 4: Anzahl und Volumen der Hedge Funds ⁶



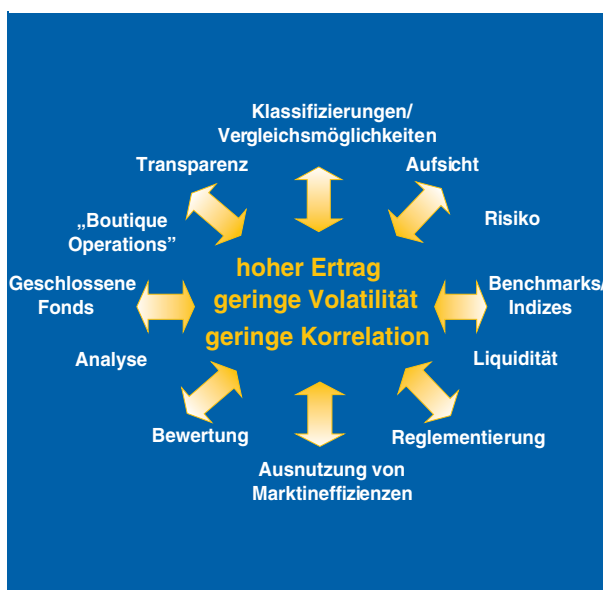
Die Institutionalisierung und Regulierung von Hedge Funds

Das Volumen der Hedge Funds-Anlagen ist zwar in Relation zu den gesamten Volumina in der Asset Management-Industrie bescheiden, hat aber mittlerweile ein Niveau erreicht, bei dem sich auch große Investmenthäuser ein Stück von dem Kuchen abschneiden möchten. Dieser Kuchen heißt „Managementgebühr“, die bei Hedge Funds vergleichsweise hoch ist. Neben einer Performancebeteiligung sind jährliche fixe Managementvergütungen von 5% nichts Exotisches. Zu dem Interesse der Nachfragerseite an stetigen Erträgen (nach Kosten!) bei geringer Korrelation zu traditionellen Assetklassen kommt also noch das Interesse der Anbieter, über Hedge Funds ihre Marge zu steigern.

Ausgehend von dieser für ein weiteres Wachstum des Hedge Fund-Marktes günstigen Konstellation wird immer wieder die Frage aufgeworfen, ob eine Institutionalisierung von Hedge Funds gelingen kann oder ob ein solcher Schritt nicht zwangsläufig die Einzigartigkeit von Anlagen in Hedge Funds in Frage stellt. Wie bereits beschrieben, haben Hedge Funds in der Vergangenheit ihre nun heiß begehrten Vorzüge erbracht, begleitet von den ebenfalls skizzierten Besonderheiten und Nachteilen (Abb. 5). Es muss die Frage gestellt werden, ob nicht gerade die für Hedge Funds typischen Nachteile (geringe Transparenz bei Anlage- und Handelsstrategie,

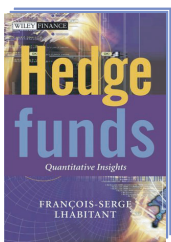
durch weitgehende Abwesenheit glänzende aufsichtsrechtliche Regulierung, kleine „boutique operations“ nach dem Motto „Drei Mann – ein Hund“⁷ als häufig anzutreffende Organisationsform, eingeschränkte Liquidität und Rückgabemöglichkeiten) wesentliche Komponenten für die Erbringung der Hedge Fund-typischen Vorzüge darstellen.

Abbildung 5: Charakteristika von Hedge Funds



Viele erfolgreiche Hedge Fund-Manager kommen aus großen Institutionen der Finanzbranche und konnten bei ihren ehemaligen Arbeitgebern nicht so frei schalten und walten, wie es in der Selbständigkeit und Unabhängigkeit einer eigenen „Hedge Fund Boutique“ möglich wurde. Gleichzeitig waren viele große Investmenthäuser froh, diese kaum verstandene und riskante Anlagenische auslagern zu können. Die Eigenschaft von Hedge Funds, auf individuelle Fähigkeiten basierende „skill based“-Strategien umzusetzen (siehe Abb. 3), lief konträr zu den Bemühungen der Asset Management-Industrie, die Performanceverantwortung von der Einzelperson hin zu einem institutionalisierten Investmentprozess zu verlagern. Die Diskussion um den vielfach fragwürdigen Starkult einzelner Fondsmanager im Rahmen der Aktien-Euphorie in Deutschland führte auch hierzulande zu entsprechenden Bestrebungen.

Neben den attraktiven Margen ist aber auch der Abfluss talentierter Fondsmanager, der so genannte „brain drain“,⁸ mit ein Grund für die Bemühungen der Finanzinstitute, sich mit dem Thema „Hedge Funds“ auseinander zu setzen. Bei dem Versuch, Hedge Funds und damit insbesondere Hedge Fund-Manager quasi zu re-institutionalisieren, treffen nunmehr unterschiedliche Welten aufeinander. Die Kombination aus genügend individueller Freiheit des Hedge Fund-Managers mit der Zur-Verfügung-Stellung von Infrastruktur und normierter Abwicklung stellt eine ziemliche Herausforderung für alle Beteiligten dar.⁹



Institutionalisierung heisst aber auch, dass die Grundlagen geschaffen werden, zukünftigen Transparenzanforderungen begegnen zu können. Sowohl von Anleger- wie von Aufsichtsseite wird mehr Transparenz für die bisherige „black box“

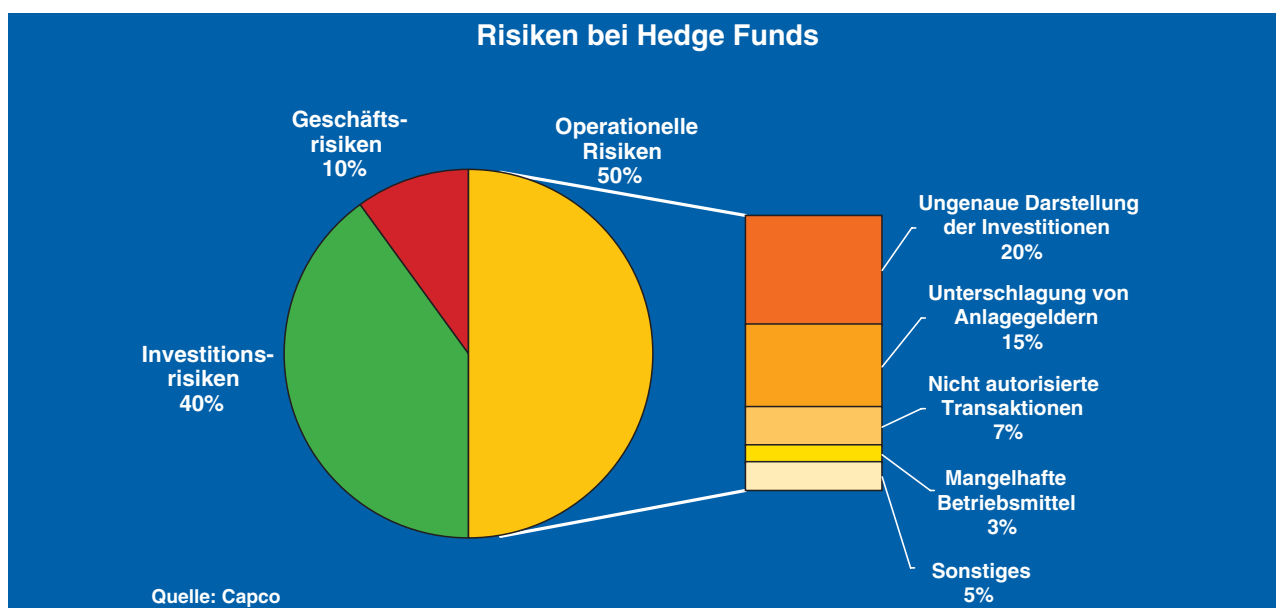
Hedge Funds gefordert. Diese konnte oder wollte von den Hedge Fund-Managern bisher vielfach nicht geleistet werden; einerseits stand den kleinen „Hedge Fund-Boutiquen“ nicht die nötige Infrastruktur für detaillierte Reports zur Verfügung, andererseits befürchten viele Manager, mit einer Öffnung ihrer Anlage- und Handelsstrategie ihre Möglichkeiten zur Performancezielung einzu-

schränken, da beispielsweise die Ausnutzung von Arbitrage umso schwieriger wird, je transparenter und effizienter ein Markt ist.¹⁰

Die Institutionalisierung von Hedge Funds könnte somit zu dem Effekt führen, dass die bisher erwirtschafteten Vorzüge von Hedge Funds in Frage gestellt werden bzw. in der bisher bekannten Form eben nicht mehr erwirtschaftet werden können ... einfach weil den Hedge Funds bzw. ihren Managern in einem institutionellen Umfeld die zur Erzielung ihrer Rendite-/Risiko-Struktur offensichtlich notwendigen Freiheitsgrade fehlen.

Trotz dieses negativen Effekts werden die Risiken von Anlagen in Hedge Funds als derart gravierend bewertet, dass über zusätzliche Maßnahmen zum Anlegerschutz offen diskutiert wird. So hat ein britischer Europa-Abgeordneter eine Initiative gestartet, um eine EU-einheitliche Regulierung für Hedge Funds zu erwirken.¹¹ Ziel ist neben besserer Transparenz und Kontrolle der Anlagestrategie auch die Festlegung von Mindestanlagesummen für Privatanleger, was auch in Deutschland bereits diskutiert, dann aber im Investmentgesetz doch (vorerst?) nicht umgesetzt wurde.

Auch in den USA werden die Rufe lauter, die mehr Transparenz bei Hedge Funds fordern. Hintergrund ist der hohe Anteil an Hedge Fund-Pleiten, die auf operationelle Risiken zurückzuführen sind (siehe auch Abbildung 6).¹² Gerade die immer wieder vorkommenden Betrugsfälle schrecken viele Anleger ab, vor allem in der aktuellen Situation, in der die gesamte Fondsindustrie wegen nicht akzeptabler Handelspraktiken (u. a. im Verhältnis zu Hedge Funds) auf dem Prüfstand steht.¹³ Auch wenn vielfach befürchtet wird, dass zu viel Transparenz die Möglichkeiten beispielsweise für Arbitragegewinne erheblich beeinträchtigen könnte, so ist der Trend zu mehr Öffnung unüberschbar und wohl auch unumkehrbar. Hier muss in der nächsten Zeit verstärkt darauf geachtet werden, dass aufsichtsrechtliche Vorschriften sauber austariert werden, um nicht um völliger Transparenz willen die Erzielung der Vorzüge von Hedge Funds zu unterbinden. „Institutions must remain aware that by institutionalizing hedge fund managers, they are sacrificing some of the creative skill that makes the hedge fund industry so attractive in the first place“.¹⁴

Abbildung 6: Ausfallgründe bei Hedge Funds 1983-2002 ¹⁵

Hedge Funds in Deutschland

Da weitgehend unregulierte Finanzprodukte den hiesigen Aufsichtsbehörden zumindest suspekt sind, war vor dem Hintergrund der wachsenden Nachfrage nach Hedge Funds die Zeit reif, im Rahmen des Investmentmodernisierungsgesetzes eine regulatorische Grundlage für die direkte Anlage in regulierten Hedge Fund-Produkten in Deutschland zu schaffen. Die bisher am deutschen Markt erhältlichen indirekten Beteiligungen an Hedge Funds über Zertifikate, Schuldverschreibungen und strukturierte Produkte zeichneten sich überwiegend durch sehr komplexe Konstruktionen und vergleichsweise enttäuschende Ergebnisse aus. Der Gesetzgeber verabschiedete im Investmentgesetz (InvestmG) und im Investmentsteuergesetz (InvestmStG) aufsichtsrechtliche und steuerrechtliche Grundlagen u. a. für die Zulassung von Hedge Funds am deutschen Kapitalmarkt.

In Paragraph 112 InvestmG definiert der Gesetzgeber „Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken“, unter die – laut Begründung zum Investmentgesetz – ganz ausdrücklich auch „Hedgefonds“ fallen. Letzten Endes wird hier eine Sonderklasse von regulierten Investmentfonds geschaffen, welche die erweiterten Anlagemöglichkeiten von Hedge Funds, namentlich die Nutzung von Leverage über Kreditaufnahme sowie das Eingehen von Short-Positionen, anwenden dürfen. Einschränkungen bei der

Wahl der Anlageinstrumente gibt es nicht; allerdings dürfen Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken nicht öffentlich vertrieben werden. Paragraph 113 regelt Dach-Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken („Dach-Hedgefonds“); hier werden Mindest-Streuungsvorschriften, ein Verbot von Leverage und Leerverkauf auf der Dach-Hedgefonds-Ebene sowie ein Gebot über die laufende Überwachung der Einzelfonds ausgesprochen. Insgesamt sind diese aufsichtsrechtlichen Regelungen recht liberal geraten und folgen im Wesentlichen internationalen Standards und Entwicklungen.

Das Investmentsteuergesetz regelt die steuerliche Behandlung von Investmentfonds und kennt künftig nur noch eine Unterteilung in steuerlich transparente und steuerlich intransparente Fonds. Kriterium für die Einteilung in diese Kategorien ist die Ermittlung und Veröffentlichung der Ertragsbestandteile des Fonds, wobei die Konformität der Angaben mit den Erfordernissen des deutschen Steuerrechts durch einen Wirtschaftsprüfer o. ä. bescheinigt werden muss. Fehlt ein solcher Nachweis, werden die steuerlich relevanten Erträge als Summe der folgenden Bestandteile unterstellt: a) die komplette Ausschüttung, b) 70% des Kursgewinns, aber mindestens 6% des letzten Rücknahmewertes. Für Dach-Hedgefonds gilt eine partielle Pauschalbesteuerung; nur die Erträge derjenigen Fonds, die keinen Nachweis erbracht haben, werden pauschal versteuert.

Zwar sind diese Regeln gegenüber den ursprünglichen Planungen deutlich abgemildert, doch werden hier im Gegensatz zu den aufsichtsrechtlichen Regelungen marktunübliche Transparenzanforderungen gestellt, die insbesondere viele ausländische Hedge Funds als potenzielle Bestandteile von inländischen „Dach-Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken“ nicht leisten können oder auch nicht leisten wollen. Im steuerrechtlichen Teil wird gefordert, dass der Markt der nationalen Vorgaben folgen soll. Zwar sind Bestrebungen im Markt, für mehr Transparenz bei Hedge Funds zu sorgen, doch ist ein nationaler Alleingang auf der Basis des Steuerrechts der falsche Weg.

Auf Grund der steuerrechtlichen Vorschriften werden viele ausländische Hedge Funds für deutsche steuerpflichtige Anleger unattraktiv. Das Investmentmodernisierungsgesetz öffnet somit nicht den globalen Hedge Fund-Markt für deutsche Anleger, sondern ermöglicht deutschen Fondsanbietern die Erweiterung der Anlagemöglichkeiten analog zu Hedge Funds. Was wie eine semantische Spielerei klingt, hat reale Konsequenzen, denn letzten Endes greift der deutsche Gesetzgeber die Steilvorlage des Trends zur Institutionalisierung von Hedge Funds auf und bringt die deutschen Institute ins Spiel, wobei die ausländischen Anbieter im Abseits landen.¹⁶ So kamen in der Diskussion um das Investmentmodernisierungsgesetz kritische Töne vor allem von ausländischen Fondsanbietern, die das Heimspiel für deutsche Gesellschaften ablehnten und auf mögliche Konsequenzen der Nachweispflicht der Ertragsquellen hinwiesen: „Mit dieser detaillierten Aufstellung kann man mit wenigen Ausnahmen nur die zweite Liga der Hedgefondsmanager verpflichten“.¹⁷

Diese Einschätzung beruht vor allem auf der Tatsache, dass es erfolgreiche Hedge Fund-Manager, die etwa auf Grand Cayman domizilieren, nicht nötig haben, die aufwändige Ermittlung der Ertragsbestandteile durchzuführen und sich diese zusätzlich von einem Dritten bestätigen zu lassen. Ein Hedge Fund kann volumenmäßig nicht unbegrenzt wachsen, weil seine Handlungsmöglichkeiten dann zu sehr eingeschränkt wären;¹⁸ diesem begrenzten Volumen steht bei guten Managern eine große Nachfrage gegenüber, so dass die kritische Größe

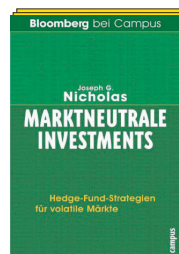
schnell erreicht sein kann und der Fund für Neuanlagen geschlossen wird. Demzufolge ist ein guter Manager nicht auf den erst im Aufbau befindlichen deutschen Markt mit seinen Zusatzanforderungen angewiesen, um die kritische Größe schnell und ohne zusätzlichen Aufwand zu erreichen.

Das Investmentmodernisierungsgesetz schafft eine anbieterorientierte Lösung, indem es deutschen Anbietern die Partizipation am margenstarken Geschäft mit Absolute Return-orientierten Produkten ermöglicht, deutschen steuerpflichtigen Anlegern jedoch die Attraktivität des gewachsenen Hedge Fund-Marktes durch die steuerlichen Regelungen beschneidet. Ob die Rechnung aufgeht und bereits im ersten Jahr der neuen Regelungen die erhofften 10 Mrd. Euro¹⁹ unter die Verwaltung deutscher Manager kommen, muss abgewartet werden, eine gesunde Skepsis ist aber angebracht.²⁰

Ausblick

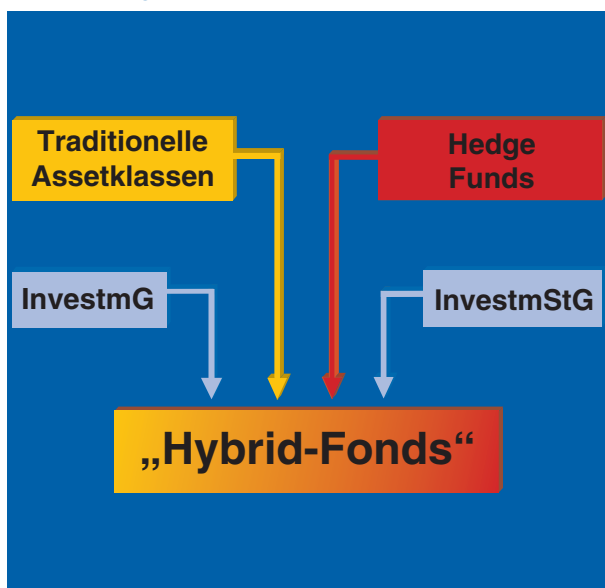
Speziell am deutschen Markt wird man die Auswirkung der Institutionalisierung von Hedge Funds in den nächsten Jahren studieren können. Auf der Basis der skizzierten Regelungen des Investmentmodernisierungsgesetzes rechnen wir vor allem mit zwei Entwicklungen:

- ◆ Entstehung eines deutschen Hedgefonds-Segments, in dem auf der Basis der entsprechenden Paragraphen des Investmentgesetzes deutsche Anbieter mit wenig Erfahrung und ohne nachweisbarem Track Record Hedge Fund-Strategien kopieren und als Hedge Funds verkaufen; für die Anbieter attraktiv ist vor allem die Möglichkeit, deutsche Dach-Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken zu initiieren, deren Zielfonds ausschließlich aus dem eigenen Konzern stammen;²¹
- ◆ Entwicklung von neuen Investmentprodukten, die zwar die neuen Möglichkeiten von Leverage und Leerverkäufen nutzen, aber nicht die Freiheitsgrade von Hedge Funds anglo-amerikanischer Prägung erreichen werden.



Wir haben diesen noch zu entwickelnden Investmentprodukten den Arbeitstitel „Hybrid-Fonds“ gegeben, um deutlich zu machen, dass diese sich in ihren Eigenschaften und ihrer Konstruktion irgendwo zwischen traditionellen Investmentfonds und Hedge Funds bewegen werden.

Abbildung 7: „Hybrid-Fonds“ als deutscher Sonderweg



Es wird sich erst noch zeigen müssen, ob Hybrid-Fonds die Erwartungen der Anleger werden erfüllen können. Wie im Abschnitt über „Institutionalisierung“ bereits ausgeführt, besteht die Gefahr, dass Hedge Funds bei zu starker Reglementierung ihre Einzigartigkeit zumindest teilweise einbüßen könnten. Problematisch erscheint auch, dass die in der Vergangenheit im Umgang mit Hedge Funds gewonnenen Erkenntnisse und Erfahrungen nicht ohne Weiteres auf Hybrid-Fonds angewendet werden können. Die mühsamen Anstrengungen der Vergangenheit, den sich dynamisch entwickelnden Hedge Fund-Markt zu kategorisieren und zumindest in Ansätzen vergleichbar zu machen, müssen für einen Hybrid-Fonds-Markt eventuell wiederholt werden. Unter diesen Aspekten kann es dazu führen, dass Hybrid-Fonds ein neues Nischensegment begründen, da sie sich sowohl von traditionellen Assetklassen als auch von Hedge Funds signifikant unterscheiden können.

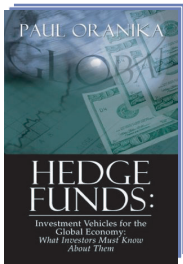
Derzeit ist noch nicht absehbar, welche Strukturen und Anlagestrategien ein Hybrid-Fonds-Markt einmal aufweisen wird. Anleger sollten nicht der Gefahr erliegen, deutsche Hybrid-Fonds mit Hedge Funds gleichzusetzen, dafür werden die Unterschiede voraussichtlich zu gravierend sein. Positiv anzumerken ist sicherlich, dass sich der gezielte Einsatz von Leverage und Leerverkäufen in einer Investmentstrategie stabilisierend auf die Wertentwicklung auswirken kann, was dem derzeitigen Trend in Richtung Absolute Return entgegenkommt. Die Gestaltung von Hybrid-Fonds und die Entwicklung eines entsprechenden Marktes muss abgewartet und beobachtet werden. Hedge Funds haben sich in der Vergangenheit ihre Meriten verdient; Hybrid-Fonds müssen sich ihre Reputation erst noch erarbeiten.

Zusammenfassung

Hedge Funds stellen eine eigene Assetklasse dar, die sich in vielen Dingen elementar von den „traditionellen“ Assetklassen unterscheidet. Gerade die spezifischen und ungewohnten Charakteristika von Hedge Funds haben aber zu spezifischen und in den letzten Jahren ungewohnten Vorzügen geführt, nämlich hohe (stetige) Erträge bei geringer Schwankungsbreite und geringer Korrelation zu anderen Assetklassen. Diese Vorzüge führten zu einem kontinuierlichen Wachstum der Assetklasse Hedge Funds und zu einem starken Interesse vor allem institutioneller Anleger, ihre Asset Allocation in Hedge Funds weiter auszubauen.

Die große Nachfrage nach Hedge Funds führt zu dem Trend der Institutionalisierung von Hedge Funds, um den wachsenden Transparenzanforderungen institutioneller Anleger Herr werden zu können. Es erscheint fragwürdig, ob die Vorzüge der Hedge Fund-Anlagen im bisher erzielten Umfang aufrecht erhalten werden können, da Hedge Funds in der Vergangenheit in einem kaum reglementierten und institutionalisierten Umfeld agierten und der Erfolg von Hedge Funds mehr auf individuellen Fähigkeiten denn auf institutionalisierten Prozessen basierte.

In Deutschland wurde mit dem Investmentmodernisierungsgesetz gerade erst eine Grundlage geschaffen, Direktanlagen in Hedge Funds vorzunehmen. Die aufsichtsrechtlichen Regelungen für in



Deutschland aufgelegte Produkte sind recht liberal gestaltet worden; die steuerrechtlichen Regelungen sind dagegen ein Hemmschuh für ausländische Hedge Funds. Die viel propagierte „Öffnung des Marktes für Hedge Funds“²² muss in ihrer Aussagekraft revidiert werden: eine solche Öffnung, bei der ein weitgehend ungehinderter Zugang zum bestehenden Hedge Fund-Markt ermöglicht würde, fand nicht statt. Die Öffnung bezieht sich darauf, dass in deutschen Investmentfonds Hedge Fund-ähnliche Anlagestrategien umgesetzt werden dürfen, was bisher nicht der Fall war.

Aus unserer Sicht werden in Deutschland neue Investmentprodukte entstehen, welche die erweiterten Anlagemöglichkeiten nutzen, die Freiheitsgrade von Hedge Funds jedoch nicht erreichen werden. Insofern ist es von Seiten des Gesetzgebers konsequent, von „Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken“ zu sprechen und das Wort „Hedgofonds“ aussen vor zu lassen. Diese neu zu entwickelnden „Hybrid-Fonds“ werden sicherlich die Chance bieten, für institutionelle Anleger maßgeschneiderte Fondslösungen in Richtung Absolute Return zu kreieren; eine den Hedge Funds adäquate Assetkategorie können diese aber voraussichtlich nicht bilden.

Unter Berücksichtigung der weltweit zu beobachtenden Tendenz zu mehr Transparenz bei Hedge Funds ist es unverständlich, warum der deutsche Gesetzgeber mit steuerlichen Transparenzvorschriften einen Sonderweg beschreitet. So wird vielfach gemutmaßt, dass die gesetzlichen Maßnahmen gezielt die deutsche Investment-Branche bevorzugen sollen.²³

Ob die gefundenen Regelungen den Anlegerbedürfnissen nach mit anderen Assetklassen gering korrelierten Investmentprodukten weit genug entgegen kommen, wird die zukünftige Entwicklung zeigen. Das Thema „Hedge Funds“ ist vor dem Hintergrund der kontinuierlichen Weiterentwick-

lung des Marktes, den Bestrebungen nach einheitlicheren internationalen Transparenzvorschriften, dem Trend zur Institutionalisierung und den sich dynamisch ändernden Bedürfnissen verschiedener Anlegergruppen noch nicht abschließend geregelt, so dass in den nächsten Jahren noch mit verschiedenen Überarbeitungen und Anpassungen der regulatorischen Vorschriften über Hedge Funds in Deutschland gerechnet werden kann. Hiermit würden sich auch neue Investmentgelegenheiten bilden, die unter den neuen gesetzlich fixierten Möglichkeiten zwar bereits einen ersten, aber nur beschränkten Schritt hin zu neuen, erweiterten Gestaltungsmöglichkeiten von Portfolios machen.

Verfasser: Christoph Kadner
Tel.: 069 / 50 60 6 - 143

Literaturverzeichnis

- ¹ Die Publikation steht auf unserer Webseite als Acrobat Reader-Datei unter der Adresse http://www.lazardnet.com/lam/de/pdfs/Hintergrund_Hedge_Fonds_0800.pdf zum Lesen oder zum Download bereit.
- ² C. Straush, „Hedge Funds Styles und Indizes – der Fluch der Klassifizierung“ Teil 2, in: HedgeFunds_Magazin 07/03, S. 9.
- ³ So schätzt K. Sobczyk, „dass etwa die Hälfte der neuen Hedge Funds das erste Jahr nicht überleben“; „Auf der Suche nach Alternativen“, in: dpn deutsche pensions & investment-nachrichten, Juli 2003, S. 27.
- ⁴ C. Ruhkamp, „Warum Hedgefonds in die Brüche gehen“, in: Börsen-Zeitung vom 7. August 2003.
- ⁵ Sobczyk, a. a. O., S. 25.
- ⁶ Van Hedge Fund Advisors International, in: W. Krämer, Hedge Fonds, Lazard Asset Management, August 2000, S. 5; Zahlen ab 1999: <http://www.hedgefund.com/abouthfs/universe/universe.htm>.
- ⁷ L. Robinson, „Alles nur eine Frage der Rendite“, in: HedgeFunds_Magazin 06/03, S. 9.
- ⁸ M.J.P. Anson, „Should Hedge Funds Be Institutionalized?“, in: The Journal of Investing, Herbst 2001, S. 69.
- ⁹ Einen Beitrag zur Diskussion über die Institutionalisierung von Hedge Funds findet sich bei: S. Attenborough, „Hedge funds: a new era“, in: Global Pensions, September 2003, S. 34.
- ¹⁰ Siehe dazu auch: M. Hesse, „Könige der Spekulanten“, in: Die Zeit, 30. Oktober 2003, S. 43.
- ¹¹ B. Jennen, „EU-Parlament will Hedge Funds regulieren“, in: Financial Times Deutschland, 8. September 2003, <http://www.ftd.de/bm/ga/1062937567963.html>.
- ¹² D. G. Kaiser, „Deshalb scheitern Hedge funds“, in: Finanz und Wirtschaft, 10. September 2003, S. 21; C. Ruhkamp, a. a. O.
- ¹³ T. Moerschen, „Die schmutzigen Geschäfte der Fonds“, in: Handelsblatt, 19. November 2003, S. 10; Thema: die Aktionen des New Yorker Generalstaatsanwalts Eliot Spitzer.
- ¹⁴ Anson a. a. O., S. 73.
- ¹⁵ Moerschen; Bezug auf die Studie der Firma Capco auch unter <http://www.capitalmarketscompany.com/pdf/HedgeFundReleaseFINAL.pdf>.
- ¹⁶ Vgl. C. Ruhkamp, „Der Teufel steckt im Detail“, in: Börsen-Zeitung, 9. Juli 2003, S. 6.
- ¹⁷ A. Benz (Man Investments), zitiert in: „Nur zweite Wahl für Hedgefonds-Anleger“, in: Handelsblatt, 24. Juli 2003, S. 19.

¹⁸ Die Angaben, wie groß ein Hedge Fund maximal sein darf, schwanken stark und sind von dem jeweiligen Anlagestil abhängig; allgemein geht man davon aus, dass ein Hedge Fund in eine kritische Größe gerät, wenn sein Volumen die Milliarden-Dollar-Grenze deutlich übersteigt.

¹⁹ I. Narat, „Hedge-Funds bereiten sich auf Start in Deutschland vor“, in: Handelsblatt, 19. November 2003, S. 22.

²⁰ J. Dreykluft / C. Wanner, „Experten misstrauen deutschen Anbietern“, in: Financial Times Deutschland, 9. September 2003; J. Dreykluft, „Experten zweifeln an Hedge-Fund-Boom“, in: Financial Times Deutschland, 10. November 2003; www.ftd.de/hedge-funds.

²¹ Diese Möglichkeit ist im Investmentgesetz ausdrücklich vorgesehen; in der letzten Fassung (Verabschiedung im Bundestag) heißt es in Paragraph 113 Absatz 4: „Die Kapitalanlagegesellschaft darf nicht mehr als zu 20 Prozent des Wertes eines Dach-Sondervermögens mit zusätzlichen Risiken in einem einzelnen Zielfonds anlegen. Sie darf in nicht mehr als zwei Zielfonds vom gleichen Emittenten oder Fondsmanager (...) anlegen“. Diese Fassung wurde so erst im Finanzausschuss des Bundestages formuliert und hat zur Folge, dass innerhalb eines Finanzkonzerns ein „Dach-Hedgefonds“ ausschließlich in konzernerneigene Zielfonds investiert, solange mindestens fünf verschiedene Fondsmanager dieses Konzerns im „Dach-Hedgefonds“ vertreten sind. Diese Regelung zeigt exemplarisch den Versuch auf, „skill based products“ (Zielfonds) mit institutionalisierten Anforderungen zu verknüpfen: es muss nicht nach Emittent oder gar nach Anlagestrategie diversifiziert werden, sondern nach Fondsmanager.

²² Handelsblatt, 3. Juli 2003, S. 17.

²³ Vgl. Äußerungen Dritter in: I. Kirsch / U. Rettberg, „Hürden für ausländische Hedge Funds“, in: Handelsblatt, 11. September 2003, S. 24.



Lazard Asset Management
(Deutschland) GmbH

www.lazardnet.de

Alte Mainzer Gasse 37
60311 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