



Martin Eling

Hedgefonds in Deutschland – erste Erfahrungen nach Einführung des Investmentmodernisierungsgesetzes

Das In-Kraft-Treten des Gesetzes zur Modernisierung des Investmentwesens und zur Besteuerung von Investmentvermögen (Investmentmodernisierungsgesetz) zum Januar 2004 markierte einen Wendepunkt in der Behandlung von Hedgefonds am deutschen Kapitalmarkt. Waren bis dahin Hedgefonds lediglich am so genannten grauen Kapitalmarkt, zum Beispiel als Zertifikate oder Genussscheine verfügbar, ist seitdem eine direkte Beteiligung an Hedgefonds sowohl für institutionelle als auch für private Anleger grundsätzlich möglich.

Abkopplung von den Anleihen- und Aktienmärkten

Die Liberalisierung des deutschen Rechts bietet für deutsche Investoren zum einen eine beträchtliche Chance. Mit der gesetzlichen Neuregelung ist eine Anlageform nutzbar, die grundsätzlich durch eine Abkopplung von der Entwicklung der Anleihen- und Aktienmärkte gekennzeichnet ist. Aufgrund der niedrigen Zinsen und der schwachen Aktienmärkte zu Beginn dieses Jahrzehnts stoßen diese Eigenschaften bei den Anlegern auf ein großes Interesse. Zum anderen stellt die Anlageform Hedgefonds jedoch hohe Anforderungen an die Fondsanalyse und das Fondsmanagement.

Vor diesem Hintergrund überlegen in Deutschland sowohl private als auch institutionelle Anleger, ob Hedgefonds im Asset Management berücksichtigt werden sollten. Auf der einen Seite scheinen Hedgefonds beachtliche Chancen zu bieten, denn ihre Renditen sind weitgehend unabhängig von der Entwicklung traditioneller Asset-

klassen wie Aktien und Anleihen. Daher ermöglichen sie eine verbesserte Diversifikation des Portfolios. Diese Eigenschaft ist insbesondere aufgrund negativer Erfahrungen mit hohen Aktienquoten und der damit verbundenen hohen Korrelation der Kapitalanlagen mit den Aktienmärkten zu Beginn dieses Jahrzehnts interessant. Auf der anderen Seite sind Hedgefonds heterogene, komplexe und intransparente Investments. Die mit einer Investition verbunde-

nen Risiken sind schwer durchschaubar. Dies erschwert die Analyse und Beurteilung und hält viele Investoren von einer Anlage in Hedgefonds ab.

Aus Perspektive der deutschen Fondsindustrie geht es dabei sowohl um die Entwicklung eigener Hedgefonds als auch um die Analyse und Beurteilung von Hedgefonds anderer Anbieter, die im Rahmen von Dachfonds-Konzepten den Investoren angeboten werden sollen.

Spektakuläre Erfolge und Misserfolge

Nicht nur in der Praxis, sondern auch in der Wissenschaft lässt sich seit einigen Jahren ein zunehmendes Interesse an alternativen Investments beobachten. Als Alternative zu traditionellen Investments in Aktien, Anleihen oder am Geldmarkt haben neben Managed Futures und Private Equity vor allem Hedgefonds eine hohe Popularität erreicht und sind Gegenstand kontroverser Diskussionen in Wissenschaft und Praxis.¹⁾ Insgesamt lassen sich dabei drei grundlegende Erfahrungen in der Auseinandersetzung mit Hedgefonds identifizieren, die auch für die Entwicklung des deutschen Hedgefonds-Marktes prägend sind.²⁾

Erstens machen Hedgefonds-Manager durch ungewöhnliche Renditeversprechen auf sich aufmerksam. Traditionelle Investmentfonds wollen eine im Vergleich zu einer bestimmten Benchmark höhere Rendite erwirtschaften (relatives Renditeziel). Dagegen versucht ein Teil der Hedgefonds eine positive Rendite unabhängig vom Marktumfeld zu erzielen (absolutes Rendi-

Dr. Martin Eling, wissenschaftlicher Assistent und Habilitand, Institut für Versicherungswirtschaft, Universität St. Gallen

Trotz einer sehr positiven Entwicklung des weltweiten Hedgefonds-Marktes und sehr positiver Erwartungen der deutschen Fondsindustrie hinsichtlich der Marktentwicklung ist bislang in Deutschland eher ein zurückhaltendes Interesse an Hedgefonds zu beobachten. Was sind die Gründe für diese Zurückhaltung? Welche Erfahrungen wurden in den ersten zwei Jahren nach Einführung des Investmentmodernisierungsgesetzes gemacht? Und wie wird sich der Hedgefonds-Markt in Deutschland in den kommenden Jahren entwickeln? Der Autor nähert sich diesen Fragen mit einer Analyse der grundlegenden Erfahrungen der Investoren in der Auseinandersetzung mit Hedgefonds. Dann zeichnet er die Entwicklung des Hedgefonds-Marktes in Deutschland und weltweit nach und gibt schließlich einen Ausblick auf die kommenden Jahre. Angesichts der bisher enttäuschten Erwartungen rechnet er hierzu auf Basis von vergleichsweise niedriger Basis aus mit hohen Wachstumsraten (Red.)

teziel). Ein anderer Teil strebt weniger nach einem absoluten Renditeziel als vielmehr nach günstigen Risiko-Rendite-Profilen, die traditionelle Investments grundsätzlich nicht erreichen können. Die Manager dieser Fonds werben zum Beispiel damit, dass sie die Renditen von Aktien mit dem Risiko von Anleihen erzielen können.

Zweitens sind Hedgefonds im Zuge spektakulärer Erfolge und Misserfolge Gegenstand ausführlicher Berichterstattung in den Medien. Ein in der Presse intensiv diskutierter Erfolg eines Hedgefonds ist die Spekulation des Quantum Fund auf eine Abwertung des britischen Pfunds im Jahr 1992. Diese führte zum Ausscheiden des Pfunds aus dem Europäischen Währungssystem und zu einem Gewinn von rund einer Milliarde britischer Pfund für die Investoren des Fonds.

Heterogenität und Intransparenz

Der bekannteste Misserfolg ist der Zusammenbruch des Hedgefonds Long-Term Capital Management (LTCM) in Folge der Russlandkrise im Jahr 1998. Dieser Fonds setzte durch den gleichzeitigen Leerverkauf von Anleihen guter Bonität und Kauf von Anleihen schlechter Bonität auf eine Verringerung der Renditeunterschiede zwischen diesen Wertpapiergruppen. Im Zuge der Russlandkrise kam es aber entgegen den Erwartungen nicht zu einer Verringerung, sondern zu einer starken Ausweitung der Renditeunterschiede.

Drittens ist die Hedgefonds-Branche durch Heterogenität und Intransparenz gekenn-

zeichnet. Zum einen verfolgen Hedgefonds viele unterschiedliche Handelstrategien, die kaum miteinander vergleichbar sind. Zum anderen geben die Hedgefonds-Manager kaum Einblick in die von ihnen verfolgten Strategien und gehaltenen Positionen, wodurch sich die Manager vor Nachahmern schützen wollen. Für die Kunden stellt sich eine Hedgefonds-Investition damit oft als eine „Blackbox“ dar, denn es wird nicht ersichtlich, wie Hedgefonds ihre Erträge erzielen. Diese Heterogenität und Intransparenz erschwert die Analyse und Beurteilung von Hedgefonds, weckt aber zugleich das Interesse vieler Investoren an den wenig bekannten, Erfolg versprechend wirkenden Hedgefonds-Strategien.

Die Hedgefonds-Branche kann seit der Gründung des ersten Hedgefonds im Jahr 1949 auf eine wechselvolle Geschichte zurückblicken. Nach einem ersten Hedgefonds-Boom in den sechziger Jahren war die Anzahl der Hedgefonds in den siebziger und der ersten Hälfte der achtziger Jahre rückläufig. Seit Mitte der achtziger Jahre nimmt die Anzahl jedoch kontinuierlich zu. Abbildung 1 zeigt die Entwicklung des weltweiten Hedgefonds-Marktes, die seit 1990 jährlich von der Beratungsgesellschaft Van Hedge Fund Advisors geschätzt wird.³⁾

Seit Beginn der neunziger Jahre ist durchweg eine Zunahme des Marktvolumens und der Anzahl der Hedgefonds zu beobachten. Zum Ende des Jahres 2004 gibt es weltweit ungefähr 8 700 Hedgefonds. Das verwaltete Anlagevolumen ist seit 1990 durchschnittlich um 20,66 Prozent pro Jahr gestiegen. Es wird auf etwa 950 Milliarden

US-Dollar geschätzt. Im Vergleich zu traditionellen Investmentfonds (weltweites Marktvolumen zum Ende des Jahres 2004 in Höhe von 16 063 Milliarden US-Dollar⁴⁾ ist das verwaltete Anlagevolumen allerdings gering.

Das hohe Marktwachstum wird in der Literatur auf drei Gründe zurückgeführt. Zunächst erhöht die infolge der Globalisierung zunehmende Korrelation zwischen den traditionellen Assetklassen die Bedeutung von Hedgefonds in der Portfoliodiversifikation. Des Weiteren wird das hohe Marktwachstum mit den geringen Renditen traditioneller Anlageklassen zu Beginn dieses Jahrzehnts begründet. Schließlich fördert die Zunahme des Marktes für Derivate und Wertpapierleihe die Entwicklung des Hedgefonds-Marktes.

Indirekte Beteiligungsformen als Vorläufer in Deutschland

In Deutschland kam es bis 2004 nicht zur Gründung von Hedgefonds, da Unternehmen, die in Deutschland Investmentgeschäfte betrieben, nach dem Kapitalanlagegesellschaftsgesetz (KAGG) zahlreichen Restriktionen unterlagen. Auch die Investition eines in Deutschland steuerpflichtigen Anlegers in einen ausländischen Hedgefonds war bis dahin wenig attraktiv, da Gewinne aus diesen nach dem Auslandsinvestmentgesetz mit sehr hohen Steuern belegt wurden.

Erst gegen Ende der neunziger Jahre wurden von deutschen Banken Produkte entwickelt, über die ein deutscher Anleger an der Wertentwicklung von Hedgefonds teilhaben konnte. Bei diesen Produkten handelte es sich vor allem um Hedgefonds-Zertifikate. Außerdem wurden weitere indirekte Beteiligungsformen wie zum Beispiel Genusscheine aufgelegt. Durch diese indirekten Beteiligungsformen konnte bereits vor der Einführung des Investmentmodernisierungsgesetzes im Jahr 2004 ein beachtliches Marktvolumen erzielt werden. Ende 2003 wurde die von deutschen Investoren in Hedgefonds-Produkte investierte Anlagesumme auf rund 5 Milliarden US-Dollar geschätzt.⁵⁾ Verglichen mit dem Marktvolumen traditioneller Investmentfonds in Deutschland in Höhe von 1 155 Milliarden US-Dollar (Stand: Ende 2004) war das in Hedgefonds investierte Anlagevolumen jedoch noch sehr gering.⁶⁾

Abbildung 1: Entwicklung des weltweiten Hedgefonds-Marktes von 1990 bis 2004

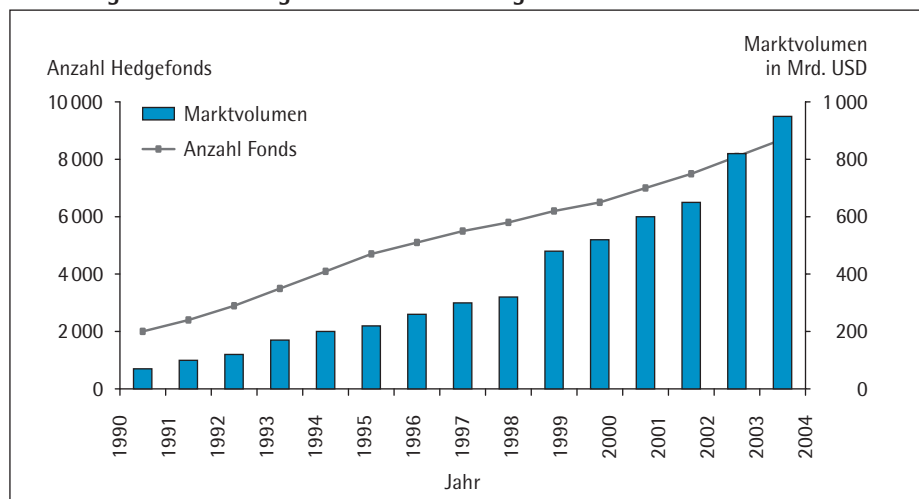
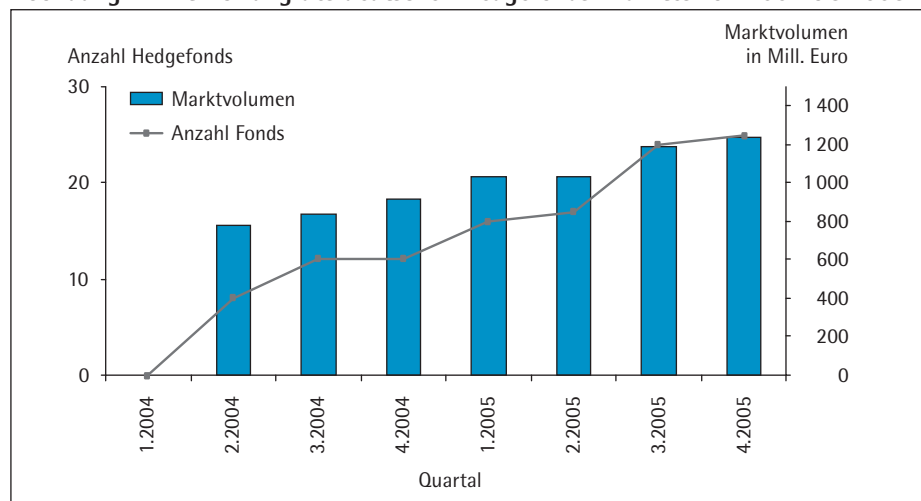




Abbildung 2: Entwicklung des deutschen Hedgefonds-Marktes von 2004 bis 2005



Mit dem Investmentmodernisierungsgesetz wurden im Januar 2004 die zur Gründung und zum Vertrieb von Hedgefonds notwendigen Rahmenbedingungen geschaffen. Deutsche Hedgefonds können entweder von Kapitalanlagegesellschaften als „Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken“ aufgelegt oder als „Investmentaktiengesellschaften“ betrieben werden. Sie dürfen Fremdkapital, Derivate und Leerverkäufe einsetzen. Sowohl institutionellen Anlegern als auch Privatanlegern wird eine direkte Beteiligung an Dach-Hedgefonds und Einzel-Hedgefonds (so genannte Single-Hedgefonds) ermöglicht. Allerdings dürfen nur Dachfonds, die das Geld der Investoren über mindestens fünf Single-Hedgefonds streuen, öffentlich vertrieben werden. Single-Hedgefonds können dagegen nur über eine Privatplatzierung angeboten werden.

Enttäuschte Erwartungen

Von der deutschen Fondsindustrie wurde bereits für 2004 ein Absatz von Hedgefonds in Milliardenhöhe erwartet. Allein die DWS Investment GmbH, gemessen am Anlagevolumen die größte deutsche Fondsgesellschaft, wollte 2004 Hedgefonds-Produkte im Wert von 1 Milliarde Euro verkaufen.⁷⁾ Die Marktentwicklung blieb in Deutschland im Jahr 2004 jedoch zunächst hinter den Erwartungen zurück. Der angestrebte Umsatz mit Hedgefonds in Milliardenhöhe wurde nicht erreicht. Zum 31. Dezember 2004 betrug das Marktvolumen der nach den neuen gesetzlichen Regelungen geschaffenen Single- und Dach-Hedgefonds im gesamten deutschen

Markt lediglich 916,5 Millionen Euro (Abbildung 2).⁸⁾

Auch im Jahr 2005 ist lediglich eine moderate Erhöhung der Nachfrage zu beobachten. Zwar wurde zum 31. März 2005 mit einem Marktvolumen von 1 029,4 Millionen Euro erstmals die Milliardenvolumengrenze bei den neuen Investment-Produkten überschritten, allerdings hat sich das Marktvolumen dann im Laufe des Jahres 2005 nur auf 1,241 Milliarden Euro erhöht. Insgesamt wurden zum 31. Dezember 2005 sieben Single-Hedgefonds und 18 Dach-Hedgefonds angeboten. Neben diesen neuen Produkten herrscht allerdings wie vor dem Investmentmodernisierungsgesetz ein reger Handel mit Hedgefonds-Zertifikaten und -Genussscheinen. Das Marktvolumen der Hedgefonds-Zertifikate wird 2005 auf etwa 8 Milliarden Euro geschätzt.⁹⁾

Heterogenität, Komplexität und Intransparenz sind drei Eigenschaften der Hedgefonds-Branche, welche die Analyse und Beurteilung erschweren und viele Investoren von einer Anlage in Hedgefonds abhalten. Dies zeigt sich im besonderen Maße am Beispiel Deutschland, wo die Entwicklung des Hedgefonds-Marktes bislang hinter den Erwartungen zurückgeblieben ist.

Dennoch wird in den nächsten Jahren eine weitere Zunahme der Investitionen in Hedgefonds prognostiziert. Für den weltweiten Hedgefonds-Markt wird das Marktwachstum von verschiedenen Autoren auf 10 bis 20 Prozent pro Jahr geschätzt.¹⁰⁾ In Europa und speziell in Deutschland wird

dabei das Marktpotenzial als überdurchschnittlich groß eingeschätzt.¹¹⁾ Beispielsweise geht die Beratungsgesellschaft Mercer Oliver Wyman für den deutschen Markt von einer Verdoppelung des Nachfragevolumens bis zum Jahr 2007 aus.¹²⁾ Von daher ist auch in Deutschland – ausgehend von einem sehr niedrigen Niveau – mit sehr hohen Wachstumsraten zu rechnen.

Fußnoten

- ¹⁾ Vgl. zum Beispiel Brunner/Hafner (2005), Seiten 129 bis 133.
- ²⁾ Vgl. dazu auch Eling (2006), Seiten 2 bis 3.
- ³⁾ Die zugehörigen Daten finden sich bei Van Hedge Fund Advisors unter <http://www.hedgefund.com>. Alle Angaben stellen nur Schätzungen dar, weil es keine offizielle Datenerfassung für Hedgefonds gibt.
- ⁴⁾ Das weltweite Anlagevolumen traditioneller Investmentfonds wird von der European Fund and Asset Management Association (EFAMA) erhoben. Vgl. dazu <http://www.efama.org>.
- ⁵⁾ Vgl. o.V. (2003), Seite 70.
- ⁶⁾ Vgl. dazu <http://www.efama.org>.
- ⁷⁾ Vgl. Reimer (2003), Seite 151.
- ⁸⁾ Vgl. zu diesen und den nachfolgenden Zahlen zum Hedgefonds-Markt in Deutschland die Fondsstatistiken des Bundesverbands Investment und Asset Management unter <http://www.bvi.de>.
- ⁹⁾ Vgl. Bundesverband Deutscher Banken (2005), Seite 13. Als Grund für das weiterhin hohe Marktvolumen lässt sich insbesondere der Liquiditätsvorteil der börsennotierten Zertifikate anführen. Vgl. dazu Mercer Oliver Wyman (2005), Seite 26. Vgl. zum Markt für Hedgefonds-Zertifikate in Deutschland insbesondere auch Mader/Echter (2004).
- ¹⁰⁾ Vgl. <http://www.hedgefund.com>, Bundesverband Deutscher Banken (2005), Seite 10 oder Merrill Lynch/Cap Gemini Ernst & Young (2003), Seite 13.
- ¹¹⁾ Vgl. <http://www.hedgefund.com> oder Bundesverband Deutscher Banken (2005), Seite 11.
- ¹²⁾ Vgl. Mercer Oliver Wyman (2005), S. 24. Für das Anlagevolumen der deutschen Versicherer wird sogar eine Vervierfachung erwartet. Vgl. Mercer Oliver Wyman (2005), Seite 25.

Literatur

- Brunner, Bernhard/Hafner, Reinhold (2005): Hedge Funds als Bestandteil der strategischen Asset Allocation?, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 58. Jg., Heft 3, Seiten 129 bis 133.
- Bundesverband Deutscher Banken (2005): Hedgefonds – Eine Branche erwächst den Kinderschuhen, Argumente zum Finanzmarkt, Juli 2005, Berlin.
- Eling, Martin (2006): Hedgefonds-Strategien und ihre Performance, Lohmar-Köln.
- Mader, Wolfgang/Echter, Christian (2004): Der Markt für Hedgefonds-Zertifikate in Deutschland, in: Finanz Betrieb, 6. Jahrgang, Heft 9, Seiten 612 bis 619.
- Mercer Oliver Wyman (2005): Das Ende der Warm-up Phase – Der deutsche Hedge Fund Markt im Aufbruch, Februar 2005, Frankfurt am Main/Zürich.
- Merrill Lynch/Cap Gemini Ernst & Young (2003): World Wealth Report 2003, URL: <http://www.cgey.com> [Stand: 1. Mai 2006].
- o.V. (2003): Hans-come-lately, in: Economist, Vol. 366, No. 8315 vom 15. März 2003, Seite 70.
- Reimer, Hauke (2003): Alles durchgespielt, in: Wirtschaftswoche, Nr. 48 vom 20. November 2003, Seiten 150 bis 155.