

Hedgefonds light – neue Produkte im Spezialfondsmantel

Dr. Walter Schepers, Leiter Produktmarketing, WestLB Mellon Asset Management KAG, Düsseldorf

Im Rahmen der Optimierung ihrer Gesamtanlagen sind Investoren an neuen Assetklassen mit attraktivem Ertrags-/Risikoprofil und guten Diversifikationseigenschaften interessiert. In einer breiteren Perspektive kommen aber nicht nur Assetklassen als Returnquelle in Betracht, sondern auch Anlageprodukte, die einen von der Marktentwicklung weitgehend unabhängigen Ertrag liefern.

Noch bis vor wenigen Jahren war man diesbezüglich ausschließlich auf die Nutzung von Hedgefonds angewiesen, mit allen damit verbundenen Nachteilen. Seit 2004 bieten das Investmentgesetz und die OGAW III/UCITS III-Richtlinien einen Rahmen für Produkte, die Hedgefondsstrategien in gewissem Umfang und spezifischer Ausgestaltung einsetzen, ohne unter die im Investmentgesetz in § 112 definierten „Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken (Hedgefonds)“ zu fallen. Diese Produkte können damit innerhalb eines normalen Spezialfonds dargestellt werden.

Leverage und Short-Positionen in Spezialfonds

Hedgefonds setzen häufig mindestens eine der folgenden Managementtechniken ein: Leverage und Leerverkäufe. Das Investmentgesetz bezieht sich sogar in seiner Definition der Hedgefonds darauf.

Über Leverage lassen sich Erträge „hebeln“. Hat zum Beispiel ein Investmentmanager ein Konzept, mit dem er stabile, aber nur moderate Erträge über dem Geldmarktsatz erzielt, so kann er über Kreditaufnahme und Anlage dieser Mittel entsprechend seiner Strategie den Zusatzertrag über Geldmarkt proportional steigern. Stehen geeignete Derivate zur Verfügung, lässt sich auch mit diesen ein Leverage-Effekt erreichen.

Mittels Leerverkäufen (Short-Positionen) kann man auch von fallenden Kursen profitieren. Während in Long Only-Fonds bei adversen Marktbewegungen durch Um-

schichtung in den Geldmarkt maximal der Ertrag auf jenem Geldmarkt erreichbar ist, kann ein Manager mit der Berechtigung zu Leerverkäufen (Short-Positionen) auch in Phasen fallender Aktien- und Rentenurse ein Ergebnis über Geldmarkt erzielen.

Leverageansätze

Ertragreich sind die skizzierten Operationen allerdings nur dann, wenn die zugrunde liegende Einschätzung des Managers richtig ist. Dann kann man aus guten Prognosen „mehr machen“. In bestimmten Grenzen bietet das Investmentgesetz von 2004 im Zusammenhang mit der Derivateverordnung und zugehörigen Erläuterungen (vergleiche dazu die Website der BaFin) Möglichkeiten, Leerverkaufs- und Leveragestrategien zu fahren, ohne als Hedgefonds eingestuft zu werden.

Hinsichtlich der Leveragemöglichkeiten gilt zweierlei: Die Darstellung von Leverage durch Kreditaufnahme ist nach wie vor unzulässig. Der Investitionsgrad darf aber mittels Derivaten auf über 100 Prozent erhöht werden und zwar bis auf 200 Prozent – dies lässt sich aus § 51 des Investmentgesetzes ableiten.

Damit bieten sich zum Beispiel in Rentenprodukten spürbar verbesserte Möglichkeiten für die Durationssteuerung. Ein voll investierter Fonds kann seine Duration durch Aufbau von Long-Positionen in Rentenutures deutlich verlängern und zwar mit sehr günstigen Transaktionskosten und ohne unerwünschte Kurvenrisiken einzugehen. Bei Aktienfonds kann der Investitionsgrad entsprechend durch Kauf von Aktienutures auf bis zu 200 Prozent hochgefahren werden.

Bessere Möglichkeiten für aktives Management

Auch in Bezug auf Leerverkäufe gibt es jetzt bestimmte Operationen, die in Spezialfonds zulässig sind: Zwar sind Leerverkäufe von Wertpapieren nach wie vor nicht erlaubt. Über Derivate können aber entsprechende Positionen aufgebaut werden, soweit Derivate verwendet werden, bei

denen eine physische Lieferung des Basiswertes nicht üblich ist. Dies gilt insbesondere für Futures, aber auch für Swaps.

Damit sind die Voraussetzungen gegeben, Produkte im Spezialfondsmantel so zu gestalten, dass sie – wie Hedgefonds – auch in fallenden Märkten Erträge über Geldmarkt erwirtschaften können. Bei Rentenfonds lässt sich zum Beispiel über Futures eine negative Gesamtduration des Fonds darstellen.

Bei richtiger Positionierung sind dann Phasen ausgeprägter Renditeanstiege nicht nur mit einem „blauen Auge“, sondern sogar mit positiven Erträgen zu überstehen. Entsprechend sind Konstruktionen denkbar, die negative Aktienquoten erlauben oder auch Produkte bei denen Spielraum für negative Duration und negative Aktienquoten besteht.

Global ausgerichtete Produkte fahren beispielsweise Long- und Short-Positionen in diversen Aktien- und Rentenutures und erreichen damit eine hohe Diversifikation innerhalb des Fonds. Weitere Möglichkeiten Short-Positionen zu fahren, bestehen unter anderem im Bereich der Unternehmensanleihen über den Einsatz von Credit Default Swaps und auf der Ebene einzelner Aktien oder Aktienbaskets über entsprechende Swaps.

Annäherung zwischen traditionellen Ansätzen und Hedgefonds

Insgesamt eröffnet sich ein Feld, das zum Teil schon „beackert“ wird und in Zukunft noch weitere Früchte tragen dürfte. Neben Absolute Return Fonds im engsten Sinne, die keinerlei systematisches Marktrisiko eingehen, werden Produkte an Bedeutung gewinnen, die nicht auf die Prämie für das Eingehen von Marktrisiken verzichten wollen, aber die verbesserten Möglichkeiten für aktives Management effizienter nutzen. Die Unterschiede zwischen traditionellen Ansätzen und Hedgefonds werden auf jeden Fall unschärfer. Die gute Nachricht für den Investor: Sein Anlagepektrum erweitert sich um attraktive neue Produkte.