

Schriftenreihe

Financial Services Management

Herausgeberrat

Dr. Mathias Bopp, PricewaterhouseCoopers AG, Zürich

Prof. Dr. Wolfgang L. Brunner, Fachhochschule für Technik und Wirtschaft Berlin

Prof. Dr. Notger Carl, Fachhochschule Würzburg-Schweinfurt

Prof. Dr. Michael Feucht, Hochschule Augsburg

Prof. Dr. Matthias Fischer, Georg-Simon-Ohm-Fachhochschule Nürnberg

Prof. Dr. Roland van Gisteren, Direktor, Ostdeutsche Sparkassenakademie, Potsdam

Dieter Hoffmann, Sparda-Bank eG, Berlin

Prof. Dr. Christiane Jost, Fachhochschule Wiesbaden

Dr. Ewald Judt, Europay Austria AG / Wirtschaftsuniversität Wien

Prof. Dr. Hans-Rüdiger Kaufmann, Hochschule Liechtenstein, Vaduz

Prof. Eckhard Klett, Hochschule Biberach

Dr. Thomas Lungkofler, TEP, LGT Treuhand AG, Vaduz

Dr. Hans-Joachim Massen, Bundesverband deutscher Banken, Berlin

Prof. Dr. Frank W. Mühlbradt, Fachhochschule Regensburg

Prof. Dr. Matthias Müller-Reichert, Fachhochschule Wiesbaden

Prof. Dr. Werner Nann, Fachhochschule für Technik und Wirtschaft Berlin

Dkfm. Josef Redl, P.S.K.-Versicherung AG, Wien

Prof. Dr. Franz J. Sartor, Fachhochschule Köln

Prof. Dr. Rudolf Stickler, Fachhochschule des bfi Wien

Prof. Dr. André Tomfort, Fachhochschule für Wirtschaft Berlin

Publikationen der Schriftenreihe:

Dennis Teuber:

Die Konsolidierung des deutschen Zeitungsmarktes.

Ist angelsächsisches Beteiligungskapital wirklich unausweichlich?

Financial Services Management, Bd. 1, Berlin 2007, ISBN 978-3-89998-095-0

Tim Keggenhoff:

Entscheidungsfaktoren für Immobilieninvestitionen in China

Financial Services Management, Bd. 2, Berlin 2007, ISBN 978-3-89998-096-7

Wiebke Merbeth:

Die private Studienfinanzierung in Deutschland

Financial Services Management, Bd. 3, Berlin 2007, ISBN 978-3-89998-117-9

Andreas Monschein:

Regulatorischer Bedarf und regulatorische Möglichkeiten von Hedge-Fonds im internationalen Kontext

Financial Services Management, Bd. 4, Berlin 2008, ISBN 978-3-89998-125-4

Financial Services Management – Band 4

Andreas Monschein

**Regulatorischer Bedarf und
regulatorische Möglichkeiten von
Hedge-Fonds im internationalen Kontext**

Bibliografische Information Der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.ddb.de> abrufbar.

Gedruckt auf holz- und säurefreiem Papier, 100 % chlorfrei gebleicht.

© Weißensee Verlag, Berlin 2008
Kreuzbergstraße 30, 10965 Berlin
Tel. 0 30 / 91 20 7-100
www.weissensee-verlag.de
e-mail: mail@weissensee-verlag.de

Alle Rechte vorbehalten

Umschlagbild: Entwurf des Neubaus der Europäischen Zentralbank in Frankfurt am Main
(© Stefan Laub, Wien, www.laublab.com)
Umschlagentwurf: Sascha Krenzin, Weißensee Verlag, Berlin

Printed in Germany

ISSN 1863-7663
ISBN 978-3-89998-125-4

Geleitwort

Der vorliegende Band der Schriftenreihe „Financial Services Management“ befasst sich mit einem Thema, dessen Aktualität zum Zeitpunkt der Erstellung noch nicht absehbar war. Im Zuge der sich nunmehr zu einer internationalen Krise des gesamten Finanzsektors ausweitenden US-Kreditkrise wird nunmehr sowohl auf nationaler Ebene als auch in den supranationalen Gremien verstärkt über die Notwendigkeit und die Möglichkeiten zur Beaufsichtigung von an den internationalen Kapitalmärkten agierenden Nichtbanken diskutiert.

Andreas Monschein, der Autor der vorliegenden Arbeit, beschäftigte sich im Rahmen seiner Untersuchung bereits vor Ausbruch der Kreditkrise mit der Frage des Bedarfs und der Möglichkeiten zur Regulierung von international tätigen Hedgefonds. Die Arbeit analysiert die möglichen auftretenden Probleme und ihre Ursachen prägnant und zeigt strukturiert Ansätze zu deren Lösung auf.

Augsburg, im Frühjahr 2008

Prof. Dr. Michael Feucht

Dekan der Fakultät für Wirtschaft
Fachhochschule Augsburg

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis.....	8
Abkürzungsverzeichnis.....	9
1. Einleitung	11
1.1 Motivation und Zielsetzung	11
1.2 Aufbau	12
2. Hedge-Fonds – eine Einführung.....	13
2.1 Begriffsbestimmung und Charakterisierung.....	13
2.2 Historische Entwicklung.....	20
2.3 Aktuelle Marktstrukturen.....	23
2.4 Anlagestrategien	27
3. Gesetzliche und aufsichtsrechtliche Regelungen für Hedge-Fonds.....	31
3.1 Rechtslage vor Einführung des Investmentgesetzes.....	31
3.1.1 Kapitalanlagegesellschaftsgesetz	31
3.1.2 Auslandsinvestmentgesetz	32
3.1.3 Alternative Gestaltungsformen	33
3.2 Rechtslage nach Einführung des Investmentgesetzes	33
3.2.1 Single-Hedge-Fonds.....	36
3.2.2 Dach-Hedge-Fonds	37
3.2.3 Hedge-Fonds-Zertifikate.....	41
3.2.4 Behandlung ausländischer Hedge-Fonds in Deutschland.....	43
3.3 Behandlung der Hedge-Fonds nach US-Recht.....	44
3.4 Weiterer internationaler Vergleich	47
3.5 Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Deutschland.....	50
4. Regulierungsbedarf	55
4.1 Von Hedge-Fonds ausgehende Risiken.....	55
4.1.1 Negative Auswirkungen auf die weltweite Stabilität der Finanzmärkte.....	57
4.1.2 Risikopotenzial für Investoren.....	64

4.2	Positive Auswirkungen der Hedge-Fonds	67
4.3	Regulierungsperspektiven.....	69
4.3.1	Etablierung eines ausreichenden Einlegerschutzes.....	69
4.3.2	Dauerhafte Sicherung der Marktintegrität sowie permanente Aufrechterhaltung der Finanzmarktstabilität	71
5.	Regulierungsmöglichkeiten.....	75
5.1	Formen der direkten Regulierung	75
5.1.1	Geschäftstätigkeit von Hedge-Fonds regulieren.....	75
5.1.2	Regulierung über Offenlegungspflichten.....	77
5.1.3	Selbstregulierung in Form eines Verhaltenskodex	81
5.1.4	Bewertung durch externe Ratingverfahren	83
5.2	Formen der indirekten Regulierung.....	86
6.	Schlussbetrachtung.....	91
	Literaturverzeichnis	96

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1:	Weltweites Marktwachstum der Hedge-Fonds in Zahl und Volumen.....	25
Abbildung 2:	Registrierung der Hedge-Fonds nach Ländern.....	26
Abbildung 3:	Standorte des Hedge-Fonds Managements.....	27

Abkürzungsverzeichnis

ABN Amro	Algemene Bank Nederland / Amsterdamsche-Rotterdamsche Bank
AFG	Bundesgesetz für Anlagefonds
AuslInvmG	Auslandsinvestmentgesetz
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BSC	Banking Supervision Committee
CEBS	Committee of European Banking Supervisors
CFTC	Commodity Futures Trading Commission
CPO	Commodity Pool Operator
CSSF	Commission de Surveillance du Secteur Financier
EBK	Eidgenössischen Bankenkommission
EFAMA	European Fund and Asset Management Association
EG	Europäische Gemeinschaft
EU	Europäische Union
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
FSMA	Financial Services and Markets Act
G7	Gruppe der Sieben
G8	Gruppe der Acht
HLI	Highly Leveraged Institutions
InvG	Investmentgesetz
InvestmG	Investmentmodernisierungsgesetz
InvStG	Investmentsteuergesetz
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
KAGG	Kapitalanlagegesellschaftsgesetz
KWG	Kreditwesengesetz

LBOs	Leveraged Buy-outs
LTCM	Long Term Capital Management
MoU	Memorandum of Understanding
NFA	National Futures Association
NPL	Nonperforming Loans
OAGW	Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
OTC	Over-the-counter
SEC	Securities and Exchange Commission
SG	Société Générale
SICAV	Société d'Investissement à Capital Variable
TASS	Trading and Sales Support
TCI	The Children's Investment Fund
VerkProspG	Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz

1. Einleitung

1.1 Motivation und Zielsetzung

Hauptuntersuchungsgegenstand der vorliegenden Arbeit sind der Regulierungsbedarf sowie die Regulierungsmöglichkeiten von Hedge-Fonds¹ im internationalen Kontext. Regierungen, Aufsichtsbehörden, Finanzintermediäre und die Medien führen aktuell eine sehr emotionale Diskussion über die Rolle von Finanzinvestoren für die wirtschaftliche Entwicklung. Im Vordergrund stehen dabei die möglichen systemischen Gefahren, welche von Hedge-Fonds ausgehen und die weltweite Finanzmarktstabilität gefährden. Im Kontext mit den jüngsten Krisenszenarien, wie beispielsweise dem Beinahe-Kollaps des LTCM² im Jahr 1998 oder dem Fall des Hedge-Fonds Amaranth Advisors im September 2006, wird immer wieder die These postuliert, dass Hedge-Fonds durch ihre Aktivitäten für das Auftreten vergangener Finanzkrisen verantwortlich seien. Ferner kommt den Hedge-Fonds aufgrund der Dynamik der Branche eine beharrlich größer werdende Bedeutung zu. Dies ist mitunter zu erkennen, verdeutlicht man sich beispielsweise vergangene Einflussnahmen des Hedge-Fonds TCI³ auf die Deutsche Börse oder auf die Großbank ABN Amro.⁴ Aus diesen Gründen entbrennen immer wieder Diskussionen um die Notwendigkeit einer Regulierung von Hedge-Fonds und die damit verbundenen Regulierungsmöglichkeiten.

Selbst die Staats- und Regierungschefs der G8-Staaten⁵ setzten sich mit dieser Thematik auf ihrem Gipfeltreffen in Heiligendamm Anfang Juni 2007 intensiv auseinander. In einer gemeinsamen Erklärung konnten sich die G8-Staaten lediglich auf einen vagen Appell zum Umgang mit Hedge-Fonds einigen. Auf konkrete Vorschläge zum Umgang mit den bisher weitgehend unregulierten Hedge-Fonds legte man sich nicht fest. Somit bleibt die milliarden schwere Branche vorerst weitgehend unreguliert. Mit das größte Problem möglicher Regulierungen sind die umfassenden Ausweichmöglichkeiten der Hedge-Fonds in andere juristische Standorte sowie die Umgehung der rechtlichen Rahmenbedingungen mittels strukturierter Produkte wie Hedge-Fonds-Zertifikaten.

¹ Oftmals werden auch andere Schreibweisen wie „Hedge Funds“ oder „Hedgefonds“ verwendet.

² LTCM ist die Abkürzung für „Long Term Capital Management“.

³ TCI ist die Abkürzung für „The Children’s Investment Fund“.

⁴ Vgl. o. V.: ABN Amro steht Kraftprobe bevor, in: Handelsblatt, Nr. 38, 22.02.2007, S. 21

⁵ Die G8-Staaten setzen sich aus den 7 führenden Industrieländern sowie Russland zusammen.

Da keine international einheitlichen Standards bestehen und vermutlich auch in unmittelbarer Zukunft kein Konsens über eine mögliche Regulierung der Hedge-Fonds-Branche erfolgt, setzt sich diese Arbeit, aufbauend auf den gesetzlichen Grundlagen, umfassend mit dem Regulierungsbedarf sowie den Regulierungsmöglichkeiten auseinander.

1.2 Aufbau

Um der Zielsetzung gerecht zu werden, wird bei dieser Arbeit wie folgt vorgegangen. Kapitel 2 führt den Leser zunächst zum Generalthema Hedge-Fonds hin. Nach dem Versuch einer begrifflichen Abgrenzung des Hedge-Fonds-Sektors erfolgt eine kurze Darstellung der historischen Entwicklung der Branche. Anschließend werden die aktuellen Marktstrukturen der Hedge-Fonds determiniert und deren Charakteristika beschrieben. Das erste Kapitel, welches eine allgemeine Übersicht von Hedge-Fonds vermitteln soll, schließt mit einer Darstellung der möglichen Anlagestrategien ab. Darauf folgend werden in Kapitel 3 ausführlich die gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Regelungen für Hedge-Fonds erläutert. Aus rechtshistorischen Gründen erfolgt diesbezüglich zunächst eine Zweiteilung der Darstellung der deutschen Regelungen. Zunächst wird die Rechtslage vor Einführung des Investmentgesetzes geschildert, wohingegen anschließend auf die aktuell gültige Rechtslage in Deutschland eingegangen wird. In diesem Zusammenhang werden sowohl Ausweichmöglichkeiten mittels Hedge-Fonds-Zertifikaten erörtert als auch ein rechtsvergleichender Blick in die USA und in das europäische Ausland vorgenommen. Abschließend wird auf die Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Deutschland eingegangen. Die nächsten zwei Kapitel befassen sich umfassend mit den zentralen Themen der Arbeit, nämlich dem Regulierungsbedarf und den Regulierungsmöglichkeiten. Kapitel 4 analysiert demnach zunächst die von Hedge-Fonds ausgehenden Risiken für die Finanzmarktstabilität sowie für die Investoren. Ferner werden dem die positiven Auswirkungen der Hedge-Fonds gegenübergestellt. Zum Abschluss wird abgewogen, ob und hinsichtlich welcher Perspektiven sich ein Regulierungsbedarf ergibt. Anschließend ergründet Kapitel 5 ausführlich die möglichen Alternativen einer Regulierung der Hedge-Fonds. Es wird unterschieden in direkte und indirekte Regulierungsmöglichkeiten. Die einzelnen Alternativen werden hinsichtlich ihrer Wirkungen und internationalen Implementierbarkeit beschrieben und eingehend beurteilt. Zum Abschluss wird in Kapitel 6 ein Fazit bezüglich der Regulierung der Hedge-Fonds-Branche präsentiert.

2. Hedge-Fonds – eine Einführung

2.1 Begriffsbestimmung und Charakterisierung

Um eine spätere Bestimmung von Gefahren, welche von Hedge-Fonds ausgehen, und eine Ableitung von Regulierungsvorschlägen treffen zu können, ist eine möglichst genaue definitorische Abgrenzung der Hedge-Fonds notwendig.

Dies stellt allerdings kein leichtes Unterfangen dar, da eine einheitliche Definition, sprich eine Legal- oder allgemein gültige Definition, für den Begriff Hedge-Fonds bislang nicht existiert.⁶ Eine Abgrenzung des Begriffes anhand der Wortbestandteile führt eher zu einem irreführenden Ergebnis.⁷ Der englische Begriff „hedge“ lässt sich als Absicherung übersetzen.⁸ Bei den Anlagestrategien eines Hedge-Fonds müssen jedoch keineswegs lediglich Absicherungen gegen Preisänderungsrisiken⁹ im Vordergrund stehen.¹⁰

Hedge-Fonds sind Kapitalsammelstellen und werden der Gruppe der „alternativen Investments“ zugerechnet. Das breite Universum der Kapitalanlageformen lässt sich dabei generell in zwei Grundformen traditioneller und alternativer Investments aufteilen. Im Rahmen einer üblichen Vermögensverwaltung zählen zu den traditionellen Investments in diesem Kontext Aktien, Anleihen und Geldmarktanlagen. Alternative Investments lassen sich wiederum in klassische alternative Investments und nicht-klassische alternative Investments unterteilen. Zu den Letzteren zählen insbesondere Kapitalanlagen in Rohstoffe, Kunstgegenstände, Briefmarken, hochverzinsliche Anleihen und andere. Den klassischen alternativen Anlageformen lassen sich demgegenüber Hedge-Fonds, aber auch z.B. Private Equity, Venture Capital und Immobilien zurechnen.¹¹

⁶ Vgl. Lähn, Marcel V.: Hedge Fonds, Banken und Finanzkrisen, 1. Auflage, Wiesbaden, 2004, S. 256

⁷ Vgl. Clashinrichs, Ralf: Hedge Funds – Grundlagen, Chancen, Risiken, Zukunft, Berlin, 2005, S. 15

⁸ Vgl. [www.leo.org](http://dict.leo.org), elektronisch veröffentlicht unter <http://dict.leo.org/ende?lp=ende&p=/gQPU.&search=hedge>, aufgerufen am: 06.04.2007

⁹ Wie bspw. Aktienkurs-, Zins- oder Wechselkursänderungen an den Kapitalmärkten.

¹⁰ Vgl. Clashinrichs, Ralf: a.a.O., S. 15

¹¹ Vgl. Lähn, Marcel V.: a.a.O., S. 258; Private Equity, Venture Capital sowie Immobilien sind nicht Gegenstand dieser Arbeit.

Die Heterogenität des Hedge-Fonds-Sektors lässt keine einheitliche Definition zu, weshalb anhand der Charakteristika von Hedge-Fonds eine mögliche definitorische Abgrenzung erfolgen kann. Laut Phillip Cottier sind Hedge-Fonds alle Formen von Investmentfonds, Gesellschaften und privaten Anlagegesellschaften, die:

- derivative Produkte zur direkten Investition nutzen
- erlaubterweise Leerverkäufe tätigen dürfen
- und einen signifikanten Hebel durch Fremdkapital nutzen.¹²

Hedge-Fonds genießen somit bei der Auswahl und des Einsatzes ihrer Anlageinstrumente ein hohes Maß an Freiheit und Flexibilität. Leerverkäufe¹³, Kreditfinanzierung¹⁴ und Finanzderivate¹⁵ sind von zentraler Bedeutung und werden in Abhängigkeit von der verfolgten Strategie teils in starkem Umfang eingesetzt.¹⁶

Diese Abgrenzung kann jedoch auch kritisiert werden. Marcel V. Lähn hebt hervor, dass Hedge-Fonds z.B. hinsichtlich des verstärkten Einsatzes von Fremdkapital und des damit generierten Leverage-Effekts eine sehr große Analogie zu dem klassischen Banksektor aufweisen. Weiter ist es neben institutionellen Investoren auch privaten Individuen möglich, eine Hebelwirkung bei ihren Geschäften durch den Kauf von Vermögenstiteln per Kredit zu nutzen.¹⁷ Auch Peer Steinbrück argumentiert, dass Hedge-Fonds oft Aktivitäten entfalten, die auch bei traditionellen institutionellen Investoren wie Banken, Versicherungen oder auch „herkömmlichen“ Investmentfonds anzutreffen sind.¹⁸

¹² Vgl. Cottier, Phillip: Hedge Funds and Managed Futures, 3. Auflage, Bern 2000, S. 17

¹³ Bei Leerverkäufen verkauft der Hedge-Fonds gegen Gebühr geliehene Positionen (z.B. Wertpapiere) und spekuliert darauf, diese zu einem späteren Zeitpunkt zu einem geringeren Preis wieder zu erwerben. Er wettet also auf einen Wertverfall der entsprechenden Position (vgl. Hornberg, Klaus Wilhelm: Hedgefonds – Gute Renditen durch Risikokontrolle und Verlustvermeidung, 1. Auflage, Wiesbaden, 2006, S. 43).

¹⁴ Durch den Einsatz von Fremdkapital kann das Anlagevolumen signifikant erhöht werden, was eine zusätzliche Hebelwirkung ergibt, die auch als Leverage-Effekt bezeichnet wird (vgl. Hornberg, Klaus Wilhelm: a.a.O., S. 43 f.).

¹⁵ Zu den Finanzderivaten zählen vor allem: Optionen, Financial Futures, Swaps, Forward Rate Agreements und Kreditderivate. Diese Termingeschäfte bringen zwar Chancen und Nutzen mit sich, bergen aber auch eine Menge Risiken.

¹⁶ Vgl. Hornberg, Klaus Wilhelm: a.a.O., S. 43

¹⁷ Vgl. Lähn, Marcel V.: a.a.O., S. 256-257

¹⁸ Steinbrück, Peer, Bundesminister für Finanzen: Hedgefonds – Brauchen wir eine internationale Regulierung?, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Nr. 08, 15.04.2007, S. 39

Um das von der Hedge-Fonds-Industrie ausgehende Risiko bzw. Gefahrenpotenzial hinsichtlich der Stabilität und der effizienten Funktionsweise des globalen Finanzsystems auch nur annähernd zu ermitteln, ist diese Differenzierung nicht ausreichend, so dass zur eindeutigen Trennung zu anderen Marktteilnehmern zusätzliche Charakteristika erforderlich sind.¹⁹

Diese wären beispielsweise eine performanceabhängige Gebührenstruktur und die Tatsache, dass das Fondsmanagement i.d.R. selber einen nicht unerheblichen Anteil des Privatvermögens in die Fonds investiert.²⁰ Die Manager lassen sich ihre Tätigkeiten meist mit einer fixen Management-Fee sowie einer erfolgsabhängigen Performance Fee von bis zu 20%²¹ honorieren. Im Vergleich zu traditionellen Investments verfügen sie somit über einen deutlich höheren Spielraum bei der Gebührengestaltung. Oft vereinbaren die Manager jedoch mit ihren Investoren eine „High Watermark“²² oder eine „Hurdle Rate“²³. Eine Studie von Ackerman, EcEnally und Ravenscraft vom Jahre 1999 zeigte, dass Manager mit einer höheren Gewinnbeteiligung tendenziell auch eine höhere Performance erzielten.²⁴ Dieser positiven Korrelation sind sich sowohl Manager, für die der Anreizmechanismus dadurch enorm gestärkt wird, als auch die Anleger bewusst, welche Vertrauen zu den Managern benötigen. Das moralische Risiko der sich ergebenden Prinzipal-Agenten-Problematik wird ebenfalls durch die privaten Einlagen der Manager, welche somit auch an Verlusten partizipieren, abgeschwächt. Um einen Hedge-Fonds erfolgreich leiten zu können, bedarf es seitens des Managers neben eines soliden Berufs- und Ausbildungsweges einer Menge an unternehmerischem Mut, Kapital, Spezialistenwissen, Motivation, Erfahrung, organisatorischem Talent und Souveränität.²⁵

Zudem zeichnen sich Hedge-Fonds durch oftmals geringe Liquidität sowie komplexe, für Externe kaum nachvollziehbare Strategien aus. Die Umschlagshäufig-

¹⁹ Vgl. Lähn, Marcel V.: a.a.O., S. 256-257

²⁰ Vgl. Scholz, Burkhard: Hedge Fonds – Herausforderungen für den Finanzplatz Deutschland, Hamburg, 2004, S. 17

²¹ Nachtweh, Christopher: a.a.O., S. 77

²² Der Manager hat erst dann ein Recht auf eine performanceabhängige Vergütung, wenn vergangene Verluste durch Gewinne kompensiert worden sind (vgl. Scholz, Burkhard: a.a.O., S. 15).

²³ Der Manager muss eine festgelegte Mindestrendite erzielen, bevor er eine Erfolgsbeteiligung erhält. (vgl. Scholz, Burkhard: a.a.O., S. 15)

²⁴ Vgl. Scholz, Burkhard: a.a.O., S. 16

²⁵ Vgl. ebenda, S. 33

keit ihres Portfolios und ihre Reaktionsgeschwindigkeit auf Marktvariationen im Kontext der Realisation dynamischer Handelsstrategien sind zudem äußerst hoch.

Im Vergleich zu den Charakteristika der Hedge-Fonds erscheint jedoch eine Abgrenzung anhand des verfolgten Anlageziels als zielführender. Hedge-Fonds versuchen ihren Investoren Erträge unabhängig von einer bestimmten Entwicklung des Marktes zu erzielen. Im Unterschied zu traditionellen Investmentfonds, deren Renditen zu Vergleichsmaßstäben gemessen werden, sind Hedge-Fonds darauf aus, positive absolute Renditen zu generieren, die nicht darauf abzielen, relative Performancevorteile gegenüber den als jeweiliger Benchmark dienenden Indizes zu erwirtschaften. Der Erfolg wird demnach im Vergleich zu klassischen Investmentfonds nicht anhand des Referenzindex gemessen, sondern an der absolut erzielten Rendite. Demnach versuchen die Fonds auch Gewinne zu erzielen, wenn am Markt allgemein die Aktienkurse fallen.²⁶ Der Hedge-Fonds-Sektor korreliert meist nur gering, teilweise sogar negativ mit den Aktien- und Rentenmärkten²⁷, was die Möglichkeit bietet, eine bessere Portfoliodiversifikation zu erreichen.²⁸ Das global²⁹ gute Ergebnis 2006 zeigt jedoch, dass die Korrelation zu den Aktienmärkten höher war als in vergangenen Jahren und somit die Hedge-Fonds ihre gute Performance den Börsen verdankten.³⁰

Auch das deutsche Bundesfinanzministerium versucht mit dem Investmentgesetz die Branche sinnvoll einzugrenzen. Das Investmentgesetz definiert die Rahmenbedingungen zur Zulassung von Hedge-Fonds in Deutschland.³¹ In § 112 Abs. 1 InvG werden Hedge-Fonds als „Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken“ bezeichnet und wie folgt definiert:

„Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken sind Investmentvermögen, die den Grundsatz der Risikomischung beachten und im Übrigen im Rahmen ihrer Anlagestrategie keinen Beschränkungen bei der Auswahl der Vermögensgegenstände [...] unterworfen sind. Die Vertragsbedingungen des Sondervermögens gemäß Satz 1 müssen zudem mindestens eine der folgenden Bedingungen vorsehen:

²⁶ Vgl. Scholz, Burkhard: a.a.O., S. 10

²⁷ Vgl. Clashinrichs, Ralf: a.a.O., S. 74

²⁸ Vgl. Steinbrück, Peer: a.a.O., S. 39

²⁹ Weltweit wurden im Jahr 2006 mit Hedge-Fonds gute Ergebnisse erzielt, in Deutschland lag die Rendite jedoch nur bei -2,4 bis 6,2% (vgl. Nachtweh, Christopher: a.a.O., S. 76).

³⁰ Vgl. Nachtweh, Christopher: a.a.O., S. 73

³¹ Vgl. Clashinrichs, Ralf: a.a.O., S. 16

- Eine Steigerung des Investitionsgrades des Sondervermögens über grundsätzlich unbeschränkte Aufnahme von Krediten für gemeinschaftliche Rechnung der Anleger oder über den Einsatz von Derivaten (Leverage).
- Den Verkauf von Vermögensgegenständen für gemeinschaftliche Rechnung der Anleger, die im Zeitpunkt des Geschäftsabschlusses nicht zum Sondervermögen gehören (Leerverkauf).³²

Dabei ist zu beachten, dass unter Sondervermögen ein einzelner Fonds zu verstehen ist und dass der Begriff „Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken“ im Entwurf des Investmentmodernisierungsgesetzes verwendet wurde, da Hedge-Fonds teilweise spekulative Positionen in hochriskanten Vermögensgegenständen eingehen.³³ Daraus ist zu erkennen, dass auch der Gesetzgeber von einer eigenen Definition des Begriffes „Hedge-Fonds“ aufgrund der Vielfältigkeit der Anlageform und der Strategiearten der Hedge-Fonds absieht.³⁴

Eine weitere Abgrenzungsmöglichkeit der Hedge-Fonds von anderen Anlageprodukten kann aufgrund der existierenden unterschiedlichen rechtlichen Vorschriften erfolgen. Hier ist eine Differenzierung der Hedge-Fonds-Industrie hinsichtlich des Unterscheidungsmerkmals des regionalen Hauptsitzes jedes einzelnen Investmentpools sinnvoll, die eine Klassifizierung in Offshore- und Onshore-Hedge-Fonds erlaubt.³⁵ Hedge-Fonds, welche ihren Hauptsitz in sogenannten Offshore-Zentren besitzen, unterliegen meist so gut wie gar keiner Regulierung und kommen in den Genuss von Steuervorteilen.³⁶ Ein Merkmal der Hedge-Fonds-Branche ist zudem, dass durchaus nicht jedermann in seinen gewünschten Fonds investieren kann, da viele Top-Fonds inzwischen die Tore für neues Kapital geschlossen oder zumindest streng limitiert haben.³⁷ Mehraj Mattoo, Chef des Bereichs alternative Investments bei der Commerzbank, stellt fest, dass zu viel Kapital oft auf die Renditen drückt. Aus diesem Grund können Fonds geschlossen werden. Ein Beispiel ist der sehr erfolgreiche Fonds von Jim Simons von Renaissance Technologies, welcher bereits seit über fünf Jahren für neue Anleger

³² Vgl. § 112 Abs. 1 Investmentgesetz

³³ Vgl. o. V.: Begründung zum Entwurf des Investmentmodernisierungsgesetz, S. 101

³⁴ Vgl. ebenda, ff.

³⁵ Nähere Ausführungen dazu in Kapitel 2.4

³⁶ Vgl. Scholz, Burkhard: a.a.O., S. 19-20

³⁷ Vgl. Maisch, Michael: Hedge-Fonds weisen Anleger ab, in: Handelsblatt, Nr. 15, 22.01.2007, S. 25

geschlossen ist.³⁸ Als Grund nennt der Manager seine Modelle, die eine sehr hohe Umschlagsgeschwindigkeit aufweisen. Bei zu viel Kapital kommt es dann zu enormen Gebühren für den Wertpapierhandel, welche zu einem bestimmten Zeitpunkt sogar die Gewinne übersteigen könnten.³⁹ Der Anbieter Hedgebay mit Sitz auf den Bahamas versucht, aus der Knappheit guter Hedge-Fonds Kapital zu schlagen, indem er eine Handelsplattform für bereits geschlossene Fonds anbietet. Viele Hedge-Fonds verbieten einen Sekundärhandel mit ihren Anteilen jedoch komplett.⁴⁰

Ein zusätzliches Charakteristikum von Hedge-Fonds ist ihre Intransparenz. Manager versuchen in eigenem Interesse und auch im Interesse ihrer Anleger möglichst wenig über ihre Aktivitäten und Transaktionen zu veröffentlichen. Wäre es anders, könnten die Manager eigens entdeckte Marktineffizienzen sowie Informations- und Handelsvorsprünge nicht mehr optimal nutzen. Klaus Bollmann erläutert im Interview mit der Börsen-Zeitung jedoch: „Der Investor braucht Transparenz“⁴¹. Jedoch muss zwischen der Transparenz gegenüber Investoren und Transparenz gegenüber der allgemeinen Öffentlichkeit unterschieden werden.⁴² In der aktuellen Diskussion um die Erfordernisse einer stärkeren Regulierung plagt mitunter genau dieses Dilemma die meisten Beteiligten. Könnte die Hedge-Fonds-Branche mit mehr Erfordernissen hinsichtlich Offenlegung noch effizient wirtschaften? Zum einen für die Anleger, und zum anderen für effiziente Kapitalmärkte?⁴³

Die Definition über die Gruppe der Anleger, welche in die Fonds investieren dürfen, kann als nächster Systematisierungsansatz hinsichtlich der Abgrenzung zu anderen Kapitalanlageformen erfolgen. Solch einen Ansatz bevorzugt Peer Steinbrück, der Hedge-Fonds neben anderen Kriterien als alternative private Anlagegesellschaften bezeichnet, deren Kapitalgeber eine zumeist eng begrenzte Zahl institutioneller Investoren oder sehr vermögende Privatkunden darstellen.⁴⁴ Zu den größten Gruppen der institutionellen Anleger zählen heute vor allem

³⁸ Vgl. ebenda, S. 25

³⁹ Vgl. ebenda, S. 25

⁴⁰ Vgl. ebenda, S. 25

⁴¹ Vgl. Schulte, Stefanie: a.a.O., S. 8 f.

⁴² Vgl. ebenda, S. 9

⁴³ Ausführliche Erläuterungen dazu in den Kapiteln 4 bis 6.

⁴⁴ Vgl. Steinbrück, Peer: a.a.O., S. 39

Pensionsfonds und Versicherungen.⁴⁵ Nachdem bis Mitte der 90er Jahre das Investorenprofil hauptsächlich aus sehr wohlhabenden Privatinvestoren bestand,⁴⁶ stieg die Nachfrage von institutionellen Investoren in den letzten Jahren enorm an.⁴⁷ Pensionsfonds, Versicherungen, Stiftungen, Banken und Industrieunternehmen legen mitunter aus Gründen der Portfoliodiversifizierung ihre Gelder vermehrt in Hedge-Fonds an.⁴⁸ Nachdem seit der Novellierung des Investmentrechtes Anfang 2004 nun auch kleinere Privatanleger in Dach-Hedge-Fonds, sogenannte Fund of Funds, investieren können, gewinnt mit dieser Ausweitung des Anlegerkreises gleichzeitig die Frage des Anlegerschutzes an Bedeutung.⁴⁹ Auch die Manager selbst gehören meist, wie schon erwähnt, zu den Investoren. Ferner verfolgt ebenso die President's Working Group on Financial Markets⁵⁰ der USA diesen Ansatz. Diese im Anschluss an den Beinahe-Kollaps des LTCM-Hedge-Fonds mit der Analyse der Ursachen der weitreichenden Finanzsystemstörungen beauftragte Arbeitsgruppe definiert in ihrem Bericht Hedge-Fonds als jede privat organisierte Investmentgesellschaft, die von professionellen Investmentmanagern geführt wird und nicht weit verbreitet der Öffentlichkeit zugänglich ist.⁵¹ Da aber mittlerweile neben den sehr wohlhabenden Privatinvestoren und institutionellen Investoren wie beschrieben auch Retailkunden in Form von Dach-Hedge-Fonds Anteile erwerben können⁵², kann man diesen Standpunkt als nicht mehr ganz aktuell und somit weniger gewichtig einstufen.

Der wohl wichtigste Abgrenzungspunkt allen anderen Marktteilnehmern gegenüber ist der wesentlich höhere Grad an Flexibilität. Dieser wird begründet durch die weitestgehend unvollständige bzw. fehlende Regulierung und Überwachung des Hedge-Fonds-Sektors.⁵³ Dementsprechend beschreibt die für die permanente

⁴⁵ Vgl. Weber, Manfred: a.a.O., S. 1457

⁴⁶ Vgl. ebenda, S. 16

⁴⁷ Vgl. Steinbrück, Peer: a.a.O., S. 39

⁴⁸ Der Anteil von Dach-Hedge-Fonds und institutionellen Anlegern lag 1996 bei ca. 36%, wogegen er 2004 schon bei 56% lag. Die größte Steigerungsrate zeigen Pensionsfonds auf (vgl. Steinbrück, Peer: a.a.O., S. 41).

⁴⁹ Vgl. Steinbrück, Peer: a.a.O., S. 40

⁵⁰ Die Gruppe war 1988 durch Präsident Ronald Reagan ins Leben gerufen worden. Sie hatte im Auftrag des Weißen Hauses das Risiko der Hedge-Fonds für die Finanzmärkte untersucht.

⁵¹ Vgl. United States, The President's Working Group on Financial Markets: Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management, 1999, Washington D.C., S. 1-9

⁵² Vgl. Scholz, Burkhard: a.a.O., S. 16

⁵³ Vgl. Lähn, Marcel V.: a.a.O., S. 267

Beaufsichtigung und Regulierung des nationalen Finanzsystems verantwortliche Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) die Hedge-Fonds als „sehr flexibel operierende Anlagegesellschaften, die eine hochspekulative Anlagepolitik mit Finanzinstrumenten betreiben“.⁵⁴ Da Hedge-Fonds von ihrer Flexibilität leben, kann es sein, dass sie schwer zu liquidieren sind. Oft müssen die Manager mit dem ihnen anvertrauten Kapital längerfristiger arbeiten, um ihre Strategien zu verfolgen. Aus diesem Grund werden entweder „Lock-up-Perioden“, also vertraglich bestimmte Mindesthaltedauern, vereinbart, oder es gibt längere Kündigungsfristen⁵⁵ für die Investoren. Rapide Geldabflüsse in Krisenzeiten sollen mit diesen Mitteln bekämpft werden.⁵⁶

Zusammenfassend ist zu sagen, dass eine eindeutige Abgrenzung zu anderen Kapitalanlagemöglichkeiten nicht gelungen ist, ganz zu schweigen von einer einheitlichen Definition. Eine Abgrenzung der Hedge-Fonds von anderen Anlagekonzepten wird zusätzlich erschwert, da eine aktuelle Tendenz aufzeigt, dass Hedge-Fonds mittlerweile vermehrt in den Private-Equity-Bereich vorstoßen und auch Investments mit längerem Anlagehorizont tätigen.⁵⁷ Da das Thema der vorliegenden Arbeit die Notwendigkeiten einer stärkeren Regulierung und die Regulierungsmöglichkeiten abhandeln soll, ist zu hinterfragen, ob eine stärkere Regulierung die Abgrenzung des Hedge-Fonds-Sektors nicht noch zusätzlich erschweren würde. Begründen lässt sich dies wie oben erwähnt dadurch, dass bei einer stärkeren Regulierung die Flexibilität der Hedge-Fonds eingeschränkt wird, und somit eines ihrer größten, wenn nicht sogar das größte Abgrenzungsmerkmal verloren ginge. Im Umkehrschluss wäre dann unter Umständen die internationale Implementierbarkeit einer stärkeren Regulierung eines weniger eingegrenzten Bereiches noch schwieriger zu bewerkstelligen. Aus dieser Perspektive betrachtet befindet man sich in einem Dilemma.

2.2 Historische Entwicklung

Die Geschichte der Hedge-Fonds-Strategien begann bereits im Jahr 1949, als Alfred Winslow Jones den ersten Hedge-Fonds in den USA als Anlagefirma in

⁵⁴ Vgl. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, 2002, S. 53

⁵⁵ Meist bis zu drei Monaten (vgl. Scholz, Burkhard: a.a.O., S. 18).

⁵⁶ Vgl. ebenda, S. 18

⁵⁷ Neubacher, B.: Five Mile will von Hedgefonds-Regulierung profitieren, in: Börsen-Zeitung, 14.01.06, Nr. 5, S. 5

der Rechtsform einer Limited Investment Partnership aufgelegt hat.⁵⁸ Mit dem Einsatz von Fremdkapital und Leerverkäufen fügte Jones seinem Investmentfonds zwei grundsätzlich neue Instrumente hinzu.⁵⁹ Jones versuchte mit dieser neuartigen Strategie das Marktrisiko bei seinen Investments zu reduzieren bzw. zu eliminieren, indem er eine überbewertete Aktie einer Branche verkaufte und gleichzeitig eine in seinen Augen unterbewertete Aktie der gleichen Branche kaufte. Damit konnte er nicht nur in Hausse-Zeiten positive Renditen erzielen, sondern auch von negativen Marktentwicklungen profitieren. Erstmals gelang es, mit Hilfe solcher Parallel-Investitionen ein von der allgemeinen Aktienmarktentwicklung unabhängiges Portfolio zu bilden.⁶⁰ Um die Rendite des Portfolios zu steigern, griff Jones bei seinen Anlagen zusätzlich auf den Einsatz von Fremdkapital zurück.⁶¹

Insgesamt kam es in den folgenden Jahren zu keinen nennenswerten Ereignissen.⁶² Der Durchbruch gelang erst im Jahr 1966, als das Fortune Magazine einen Artikel über Alfred W. Jones veröffentlichte, in dem die Investmentphilosophie erklärt und die enorme Wertentwicklung seines Fonds mit den damals bekanntesten Investmentfonds verglichen wurde.⁶³ Trotz seiner hohen Performancevergütung von 20% konnte er den besten Anlagefonds im Zehnjahresvergleich um 87% übertreffen.⁶⁴ In diesem Artikel wurde von der Autorin, Carol Loomis, erstmals die Bezeichnung „Hedge Fund“ verwendet, welcher seitdem die Branche prägt.⁶⁵ Aufgrund dieses Artikels und des dokumentierten Erfolges, den Jones mit seiner Anlagestrategie erreichen konnte, entstand eine enorme Sogwirkung und die Anzahl der Hedge-Fonds stieg in der Folgezeit rasant an. Allein im Jahr 1968 waren bei der SEC schon 140 Hedge-Fonds bekannt.⁶⁶ Anschließend wurde es für fast zwei Jahrzehnte wieder recht ruhig. Erst im Jahr 1986 erregte erneut ein Artikel in der Finanzpresse „Institutional Investor“ über die Wertentwicklung des Tiger-Fonds von Manager Julien Robertson Aufsehen in

⁵⁸ Vgl. Clashinrichs, Ralf: a.a.O., S. 21

⁵⁹ Vgl. ebenda, S. 21

⁶⁰ Vgl. Scholz, Burkhard: a.a.O., S. 7

⁶¹ Vgl. Clashinrichs, Ralf: a.a.O., S. 21

⁶² Vgl. Hornberg, Wilhelm: a.a.O., S. 10

⁶³ Vgl. Clashinrichs, Ralf: a.a.O., S. 22

⁶⁴ Vgl. Scholz, Burkhard: a.a.O., S. 8

⁶⁵ Vgl. Clashinrichs, Ralf: a.a.O., S. 22

⁶⁶ Vgl. Hornberg, Wilhelm: a.a.O., S. 11

der Branche. Das ursprüngliche Jones-Modell wurde um neue Absicherungsstrategien in den Bereichen Währung, Zinsen und Aktienindizes erweitert.⁶⁷ Damit waren die ersten Global-Macro-Strategien⁶⁸ geboren.

Das Interesse erreichte im Jahr 1992 einen negativen Höhepunkt, als das britische Pfund vom Europäischen Währungssystem ausgeschlossen wurde. Unter anderem wurde der Hedge-Fonds-Manager George Soros mit seinem Quantum-Fonds dafür verantwortlich gemacht.⁶⁹ Eine tatsächliche Verantwortung konnte dafür weder nachgewiesen noch vollständig ausgeschlossen werden.⁷⁰

Negative Auswirkungen hatten weiter die Asienkrise 1997 sowie die Russlandkrise 1998.⁷¹ Das bis heute wohl nachhaltigste Ereignis in der Hedge-Fonds-Branche war der Beinahe-Zusammenbruch des LTCM-Fonds. Es veränderte die Einstellung der Investoren und der gesamten Finanzwelt gegenüber Hedge-Fonds. Hinter dem LTCM-Projekt standen viele Persönlichkeiten und auch Nobelpreisträger der Finanzwelt. Die größten Banken der Welt gehörten zu den Investoren. Der Hedge-Fonds verlor vom Jahresbeginn bis Oktober 1998 mehr als 90% seines Wertes. LTCM wurde durch Gläubigerbanken mit einer Finanzspritze von 3,5 Milliarden USD vor dem Konkurs gerettet.⁷² Unter anderem wurden bei LTCM Fehler gemacht wie zu hohe Kreditfinanzierung (Leverage), zu große Modell-, ‚Verliebtheit‘, zu geringe Beachtung der Marktliquidität und zu geringe Beachtung der Finanzierungskosten.⁷³

Im Schatten des Borsenbooms bis zum Jahr 2000 und der anschließenden dreijährigen Baisse an den internationalen Aktienmärkten konnten sich Hedge-Fonds sehr gut entwickeln.⁷⁴ Die dramatischen Kursverluste an den weltweiten Aktienmärkten ließen die Investoren nach neuen Diversifikationsmöglichkeiten mit positiven Renditen, auch in schwachen Finanzmärkten, suchen.⁷⁵

⁶⁷ Vgl. Kaiser, Dieter G.: *Hedgofonds – Entmystifizierung einer Anlageklasse*, Wiesbaden, 2004

⁶⁸ Nähere Erlauerungen zu den Hedge-Fonds-Strategien siehe Kapitel 2.4

⁶⁹ Vgl. Hornberg, Klaus Wilhelm: a.a.O., S. 12

⁷⁰ Vgl. Cottier, Phillip, a.a.O., S. 14

⁷¹ Vgl. Clashinrichs, Ralf: a.a.O., S. 23

⁷² Vgl. Weber, Thomas: *Das Einmaleins der Hedge Funds*, 2., überarbeitete Auflage, Frankfurt / Main, 2004, S. 24 f.

⁷³ Vgl. Hornberg, Klaus Wilhelm: a.a.O., S. 17

⁷⁴ Vgl. Clashinrichs, Ralf: a.a.O., S. 24

⁷⁵ Vgl. ebenda, S. 24

Ein weiterer Meilenstein, aus Sicht deutscher Anleger, wurde durch das Inkrafttreten des Investmentmodernisierungsgesetzes gelegt.⁷⁶ Welche Marktrisiken von Hedge-Fonds ausgehen, zeigte sich erneut im September 2006, als der amerikanische Hedge-Fonds „Amaranth Advisors“ binnen einer Woche rund 6 Milliarden USD – 65% seines Volumens – durch Optionsgeschäfte im Erdgas-Terminhandel, sprich durch missglückten Energiepreisspekulationen, verloren hat. Klaus Bollmann, Geschäftsführer von Union Alternative Assets konstatiert jedoch, dass am Markt kaum Verwerfungen zu spüren waren.⁷⁷ Daraus kann man unter Umständen schließen, dass der Markt heute reifer ist als 1998, als der LTCM-Fonds zusammenbrach.⁷⁸

Im Jahr 2007 hat die Debatte um die teils hoch spekulativen Hedge-Fonds erneut einen Höhepunkt erreicht. „EU-Finanzminister warnen vor Hedgefonds-Risiken“, heißt es z.B. in der Zeitung „Die Welt“.⁷⁹ Wie weit die Diskussion um die Risiken dieser Fonds fortgeschritten ist, lässt sich mitunter daran erkennen, dass auf dem G8-Gipfel in Heiligendamm im Juni 2007 diese Thematik auf der Agenda stand. Im Rahmen der Erläuterungen der historischen Entwicklung der Hedge-Fonds-Branche wurde des Öfteren darauf hingewiesen, dass Hedge-Fonds mit bestimmten Krisenszenarien in Verbindung gebracht wurden. Dennoch sollte die Frage gestellt werden, welche Rolle die Hedge-Fonds im Kontext der Entstehung und Entwicklung der angeführten Finanzkrisen tatsächlich spielten, unabhängig von ihrem umgebenden Mythos.⁸⁰

2.3 Aktuelle Marktstrukturen

Hinsichtlich der Relevanz von Hedge-Fonds ist festzustellen, dass in den vergangenen Jahren die Branche enorm gewachsen ist. Im Jahre 1995 gab es weltweit ca. 5.000 Hedge-Fonds, welche ein Vermögen von 200 Milliarden USD verwalteten.⁸¹ Nach brancheninternen Schätzungen sowie nach EU-Kommissionsanga-

⁷⁶ Ausführliche Erläuterungen siehe Kapitel 3.2

⁷⁷ Vgl. Schulte, Stefanie: Starker Inhalt, schwache Verpackung, in: Börsen-Zeitung, Nr. 27, 08.02.2007, S. 9

⁷⁸ Vgl. ebenda, S. 9

⁷⁹ Vgl. o. V.: EU-Finanzminister warnen vor Hedgefonds-Risiken, in: Die Welt, 09.05.2007, S. 12

⁸⁰ Vgl. Lähn, Marcel V.: a.a.O., S. 295; nähere Erläuterungen in Kapitel 4.1.1

⁸¹ Vgl. Weber, Manfred: Müssen Hedge-Fonds stärker reguliert werden?, in: WISU-Magazin, 12/06, S. 1457

ben⁸² wurden Ende 2006 weltweit ca. 1,4 Billionen USD von über 9.400 Hedge-Fonds verwaltet.⁸³ Laut anderen Marktbeobachtern⁸⁴ wie beispielsweise dem britischen Research-Haus Hedge Fund Intelligence, verwalten die Hedge-Fonds mittlerweile ca. 2 Billionen USD und wachsen damit jährlich in hohem Tempo.⁸⁵ Trotz dieser hohen Zahl an Hedge-Fonds ist das verwaltete Vermögen offenbar stark konzentriert. Eine Studie von Merrill Lynch im Oktober 2006 zeigte, dass die 100 größten Hedge-Fonds ca. zwei Drittel des gesamten Fondsvermögens der Branche verwalteten.⁸⁶ Ihre enorme Bedeutung ist somit aber noch nicht vollständig beschrieben, da Hedge-Fonds mit Fremdkapital arbeiten, um eine beträchtliche Hebelwirkung zu erzielen.⁸⁷

Aufgrund der weiter zunehmenden Bereitschaft der Anleger in Hedge-Fonds zu investieren, was wohl unter anderem auch stark an verbesserten Informations- und Kommunikationstechniken liegt, wird mit einem weiteren drastischen Anstieg des verwalteten Vermögens gerechnet.

Greenwich Alternative Investments prognostiziert auch für die Zukunft ein weiterhin starkes Wachstum der Branche.⁸⁸

Der Einfluss auf die Finanzmärkte sollte trotz dieses beachtlichen Marktvolumens nicht überschätzt werden, da dieses im Vergleich zur weltweiten Aktienmarktkapitalisierung nur 3% beträgt.⁸⁹

Weiter muss beachtet werden, dass Hedge-Fonds längst nicht nur auf den klassischen Finanzmärkten wie Aktien, Staatsanleihen und Währungen aktiv sind, sondern auch innovative Segmente erobert haben.⁹⁰ Bei notleidenden Krediten

⁸² Vgl. o. V.: Banken wollen mehr Hedgefonds-Transparenz, in: Finanz- und Wirtschaftsspiegel, Nr. 94, 16.05.2007, S. 3

⁸³ Vgl. Bohsem, Guido; Tartler, Jens; Marschall, Brigit: Steinbrück setzt bei Hedge-Fonds nach, in: Financial Times Deutschland, Nr. 94, 16.05.2007, S. 13

⁸⁴ Vgl. Bohsem, Guido / Atzler, Elisabeth: Hedge-Fonds-Kontrolle rückt in die Ferne, in: Financial Times Deutschland, Nr. 70, 11.04.2007, S. 19

⁸⁵ Vgl. Einecke, Helga: Bundesbank lobt Hedge Fonds als „segensreich“, in: Süddeutsche Zeitung, Nr. 77, 02.04.2007, S. 21

⁸⁶ Vgl. Steinbrück, Peer: a.a.O., S. 39

⁸⁷ Vgl. Weber, Manfred: a.a.O., S. 1457

⁸⁸ Vgl. Greenwich Alternative Investments:
<http://www.greenwichai.com/GenPages/gvhfindex49.aspx?vNode=8&vChild=9>; aufgerufen am: 06.08.2007

⁸⁹ Vgl. Schulte, Stefanie: a.a.O., S. 9

⁹⁰ Vgl. ebenda, S. 1457

(Nonperforming Loans, NPL) dominieren Hedge-Fonds den weltweiten Markt mit geschätzten 80%. Weiter liegt ihr Marktanteil bei Kreditderivaten bei ca. 58%.⁹¹ Hedge-Fonds sind zudem in Anleihen von Schwellenländern mit ca. 45% sowie in spekulative Anleihen mit 25% investiert.⁹² Somit tragen sie einen Großteil zum Strukturwandel an den internationalen Finanzmärkten bei.

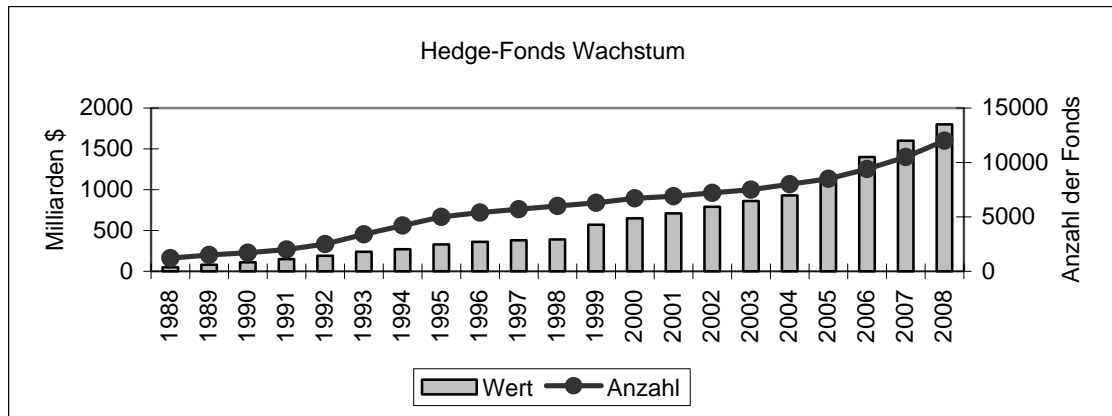


Abbildung 1: Weltweites Marktwachstum der Hedge-Fonds in Zahl und Volumen⁹³

Deutschland spielt im internationalen Vergleich keine nennenswerte Rolle. Bis zum 26.07.2007 wurden in Deutschland 24 Single-Hedge-Fonds und 15 Dach-Hedge-Fonds genehmigt.⁹⁴ Außerdem hat die BaFin derzeit 8 ausländische Dach-Hedge-Fonds zum öffentlichen Vertrieb in Deutschland zugelassen.⁹⁵ Das Anlagevolumen beläuft sich insgesamt auf lediglich rund 2,6 Milliarden Euro.⁹⁶ Gefragter sind in Deutschland strukturierte Produkte, sprich Hedge-Fonds-Zertifikate, für welche die Anbieter im Jahr 2007 schon über 20 Milliarden Euro ein-

⁹¹ Vgl. Steinbrück, Peer: a.a.O., S. 39

⁹² Vgl. ebenda, S. 39

⁹³ Eigene Darstellung in Anlehnung an: Greenwich Alternative Investments: <http://www.greenwichai.com/GenPages/gvhindex49.aspx?vNode=8&vChild=9>; aufgerufen am: 06.08.2007

⁹⁴ Vgl. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin): Liste der genehmigten inländischen Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken, Stand: 26.07.2007, elektronisch veröffentlicht unter: http://www.bafin.de/datenbanken/inland_sondervermoegen.pdf, aufgerufen am: 06.05.2007

⁹⁵ Vgl. ebenda, S. 41

⁹⁶ Vgl. Afhüppe, Sven: Berlin stößt bei Hedge-Fonds auf Widerstand, in: Handelsblatt, Nr. 71, 12.04.2007, S. 2

gesammelt haben.⁹⁷ Zertifikate, für welche die Anbieter im Jahr 2007 schon über 20 Milliarden Euro eingesammelt haben.⁹⁸

Der im Vergleich zum US-amerikanischen Marktanteil überproportional wachsende europäische Hedge-Fonds-Markt unterhält ein Fondsvermögen von ca. 400 Milliarden USD. Mit 80% europäischem Marktanteil dominiert Großbritannien vor Frankreich mit 5%, Schweden mit 3% und der Schweiz mit 2%.⁹⁹

Bei der Gründung der Hedge-Fonds wird oftmals versucht, rechtliche Rahmenbedingungen zu schaffen, die möglichst wenigen gesetzlichen Beschränkungen durch Aufsichts-, Regulierungs- oder Steuerbehörden unterliegen¹⁰⁰ Dabei fällt insbesondere eine starke Dominanz der Offshore-Lokationen, sogenannte „Steueroasen“¹⁰¹, auf, die mit über 50% vertreten sind. Jedoch gibt sich ein anderes Bild bei der Betrachtung der Niederlassungen der Hedge-Fonds-Manager selbst, die zumeist in den USA residieren.

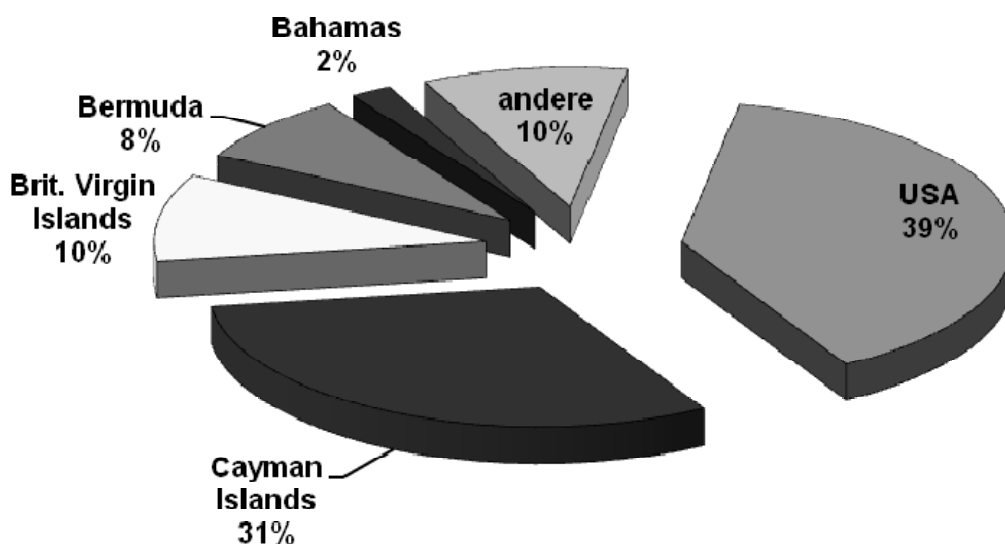


Abbildung 2: Registrierung der Hedge-Fonds nach Ländern¹⁰²

⁹⁷ Nachtweh, Christopher: Warten auf den Durchbruch (Special: Hedge-Fonds), in: Das Investment, 8 (2007), S. 74; Näheres dazu in Kapitel 3.1.3 sowie in Kapitel 3.2.3

⁹⁸ Nachtweh, Christopher: Warten auf den Durchbruch (Special: Hedge-Fonds), in: Das Investment, 8 (2007), S. 74; Näheres dazu in Kapitel 3.1.3 sowie in Kapitel 3.2.3

⁹⁹ Vgl. Steinbrück, Peer: a.a.O., S. 39

¹⁰⁰ Vgl. Scholz, Burkhard: a.a.O., S. 19

¹⁰¹ Vgl. Schulte, Stefanie: a.a.O., S. 3

¹⁰² Eigene Darstellung in Anlehnung an o. V.: Hedgefonds-Initiative stockt, in: Börsen-Zeitung, Nr. 93, 16.05.2007, S. 3

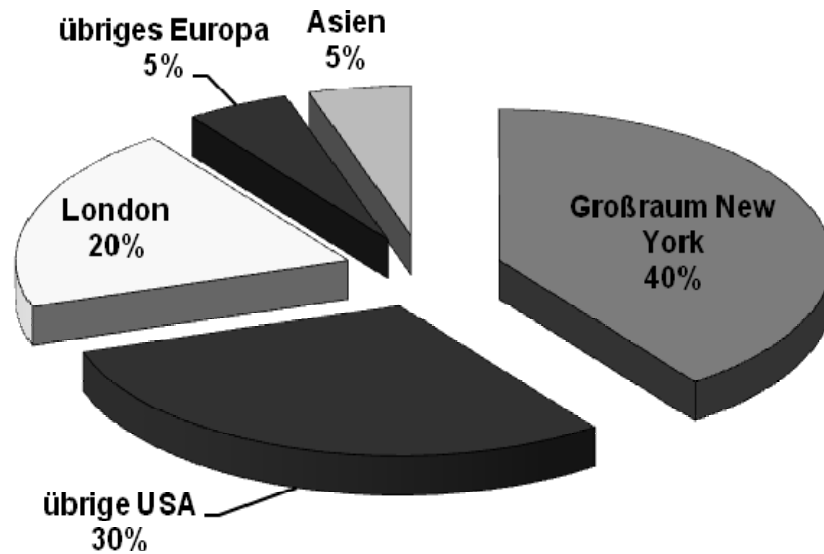


Abbildung 3: Standorte des Hedge-Fonds Managements¹⁰³

2.4 Anlagestrategien

Mittlerweile existiert eine Vielzahl von Strategien, die von Hedge-Fonds verfolgt werden. Es handelt sich um eine sehr heterogene Anlageform. Typisch in Bezug auf die Anlagestrategien ist, dass die Grenzen zwischen den Strategien bzw. Modellen als fließend zu betrachten sind.¹⁰⁴ Weiter kommen Strategieänderungen der Fonds sehr häufig vor. Die Manager haben dadurch im Vergleich zu den traditionellen Investmentfonds einen entscheidenden Vorteil, da sie somit viel schneller auf sich wandelnde Rahmenbedingungen an den Geld- und Kapitalmärkten reagieren können.¹⁰⁵ Weltweit gibt es Hunderte unterschiedlicher Hedge-Fonds-Strategien, da die Mehrzahl der Manager ihren eigenen, mehr oder weniger einzigartigen Investmentstrategien folgen. Diese eindeutig zu klassifizieren oder gar zu definieren fällt nicht leicht. Einheitliche internationale Standards gibt es nicht.¹⁰⁶ Zusätzlich ist zu beachten, dass das zur Verfügung stehende Datenmaterial bezüglich der verfolgten Strategien von privaten Informationsanbietern¹⁰⁷ stammt und auf freiwilligen Auskünften der jeweiligen Manager

¹⁰³ Eigene Darstellung in Anlehnung an o. V.: Hedgefonds-Initiative stockt, in: Börsen-Zeitung, Nr. 93, 16.05.2007, S. 3

¹⁰⁴ Vgl. Clashinrichs, Ralf: a.a.O., S. 30

¹⁰⁵ Vgl. ebenda, S. 30

¹⁰⁶ Vgl. Scholz, Burkhard: a.a.O., S. 22

¹⁰⁷ Wie bspw. TASS Research, Hedge Fund Research und Zurich Capital Market.

einzelner Hedge-Fonds beruht.¹⁰⁸ Führt man nun einen Vergleich der privaten Informationsanbieter durch, so fällt auf, dass keine einheitliche Klassifikation der Anlagestrategien existiert.¹⁰⁹ Im Rahmen dieser Untersuchung wird eine Einteilung gewählt, die sich vielfach in der Literatur finden lässt, jedoch keinen Anspruch auf Vollständigkeit oder Richtigkeit erhebt.

Die Managementstrategien lassen sich zunächst in drei Hauptkategorien unterteilen, welche sich wiederum in mehrere Unterkategorien gliedern lassen:¹¹⁰

- “Relative Value” (Fixed Income Arbitrage, Convertible Bond Arbitrage, Equity Market Neutral)
- “Event Driven” (Merger Arbitrage, Distressed Securities)
- “Opportunistic” (Global Macro, Long/Short Equity, Short Selling, Emerging Markets)

Der wesentliche Unterschied der einzelnen Klassen ist deren Abhängigkeit zur Marktentwicklung, sprich ihrer Korrelation mit den Aktien- und Rentenmärkten.

Bei Relative-Value-Strategien, die auch als marktneutrale Strategien bezeichnet werden, versuchen die Manager, „relative Fehlbewertungen zwischen ähnlichen oder voneinander abhängigen Finanzinstrumenten¹¹¹ zu identifizieren und durch Arbitragegeschäfte auszunutzen“¹¹². Das Risiko marktweiter Schwankungen soll hier durch Eingehen kompensatorischer Long- und Shortpositionen neutralisiert werden.¹¹³ Die dabei erzielten Renditen weisen meist eine geringe Volatilität auf, wengleich zur Erzielung einer angemessenen Rendite ein mittlerer bis hoher Fremdkapitaleinsatz erforderlich ist.¹¹⁴

Bei den Event-Driven-Strategien, sogenannten ereignisgetriebenen Strategien, fokussieren sich die Manager bei ihren Anlageentscheidungen auf besondere Unternehmenssituationen wie bspw. Unternehmensfusionen, Aktienrückkäufe,

¹⁰⁸ Vgl. Lähn, Marcel V.: a.a.O., S. 281

¹⁰⁹ Vgl. Lähn, Marcel V.: a.a.O., S. 288 f.

¹¹⁰ Auf die Unterkategorien soll an dieser Stelle nicht vertiefend eingegangen werden. Eine umfassende Darstellung der verschiedenen Unterkategorien der Anlagestrategien findet sich z.B. bei Hornberg (a.a.O., S. 77-122).

¹¹¹ Zum Beispiel Anleihen, Wandelanleihen und Aktien.

¹¹² Vgl. Scholz, Burkhard: a.a.O., S. 22

¹¹³ Vgl. Clashinrichs, Ralf: a.a.O., S. 38 f.

¹¹⁴ Vgl. EZB: Hedgefonds: Entwicklungen und wirtschaftspolitische Implikationen, in: EZB (Hrsg.), Frankfurt am Main, Monatsbericht Januar 2006, Frankfurt am Main, S. 73

den Verkauf von Unternehmensteilen (Spin-offs) und anderen wertschöpfenden Unternehmensentscheidungen.¹¹⁵ In Erwartung solcher Ereignisse treten oft ineffiziente Marktpreise auf, welche der Manager durch Kauf oder Verkauf der entsprechenden Position versucht auszunutzen.¹¹⁶ Wenn die Lösung dann richtig vorhergesagt wird, profitieren die Hedge-Fonds von der Fehlbewertung des Aktienmarktes. Neben dem regelmäßigen Einsatz von Fremdkapital zeichnet diese Strategien vor allem eine sehr starke Spezialisierung des Managements aus.¹¹⁷

Bei Opportunistic-Strategien, sprich bei direktionalen Strategien, versuchen die Manager, Kursbewegungen am Markt vorwegzunehmen und von daraus entstehenden Investitionsmöglichkeiten zu profitieren. Die Manager versuchen, basierend auf Marktprognosen und globalen Trends den Markt richtig einzuschätzen und dementsprechend zu handeln.¹¹⁸

In der Regel nutzen die Fonds einen sehr hohen Grad an Fremdfinanzierung, um eine hinreichende Hebelwirkung zu erzielen.¹¹⁹

Neben diesen drei Hauptkategorien von Strategiearten könnte man auch noch Dach-Hedge-Fonds¹²⁰ als eine Art Strategie bezeichnen. Hier wird versucht, Kapital in diverse andere Hedge-Fonds zu investieren, um durch diese Diversifizierung eine geringere Volatilität und attraktive risikobereinigte Renditen zu erzielen.¹²¹ Die Hauptaufgabe des Managements besteht hier vor allem im Auswahlprozess der Zielfonds.¹²²

Ergänzend zu diesen Strategien können Manager auch ihre jeweiligen Strategien auf „Managed Accounts“ handeln.¹²³ Dies geschieht auf separaten Konten, welche beim jeweiligen Primebroker¹²⁴ geführt werden. Die investierten Gelder

¹¹⁵ Vgl. Schulte, Stefanie: a.a.O., S. 11

¹¹⁶ Vgl. Scholz, Burkhard: a.a.O., S. 25

¹¹⁷ Vgl. ebenda, S. 25

¹¹⁸ Vgl. Fano-Leszczyński, Ursula: Hedge Fonds für Einsteiger, 1. Auflage, Heidelberg, 2005, S. 143

¹¹⁹ Vgl. Scholz, Burkhard: a.a.O., S. 25

¹²⁰ Mehr zu Dach-Hedge-Fonds in Kapitel 3.2.2

¹²¹ Vgl.: EZB: a.a.O., S. 73

¹²² Vgl. Clashinrichs, Ralf: a.a.O., S. 58

¹²³ Vgl. Schulte, Stefanie: a.a.O., S. 7

¹²⁴ Primebroker halten Hedge-Fonds Kreditlinien bereit und sind mit der Abwicklung von Transaktionen beauftragt, mehr dazu in Kapitel 3.2

fließen hier nicht in die Verfügungsgewalt der Hedge-Fonds-Manager.¹²⁵ Da die Manager vollen Einblick in die Transaktionen der Single-Hedge-Fonds erhalten, wird es ihnen ermöglicht, ein aktives Risikomanagement und -controlling innerhalb eines Dach-Hedge-Fonds zu betreiben.¹²⁶ Das Risiko einer Anlage in Managed Accounts kann theoretisch jedoch auch größer sein. Denn nicht in jedem Konto kann die eigentliche Strategie vollkommen abgebildet werden. So ist beispielsweise ein „naked call“ denkbar, der Verkauf einer Call-Option in einem Managed Account, ohne dass die zugrunde liegenden Aktien im gleichen Managed Account enthalten sind. Somit wäre es zumindest theoretisch möglich, mehr als die Einlage zu verlieren.¹²⁷ Managed Accounts erfreuen sich wachsender Beliebtheit und Bedeutung. Im Jahr 2005 betrug bereits das Gesamtvolumen von Managed Accounts ca. 32,5% des gesamten Hedge-Fonds-Volumens.¹²⁸

Zusammenfassend hat sich herauskristallisiert, dass eine exakte Abgrenzung der Hedge-Fonds hinsichtlich ihrer Strategien kaum reüssieren kann. Wie in Kapitel 2.1 festgestellt, gelingt es ebenso nur eingeschränkt, den zu regulierenden Bereich abzugrenzen bzw. zu definieren. Mit aus diesen Gründen stellt sich die Frage, inwieweit es überhaupt Sinn macht, den Hedge-Fonds-Sektor zu regulieren oder wie weit dieses in der Praxis umgesetzt werden kann.

¹²⁵ Schulte, Stefanie: a.a.O., S. 7

¹²⁶ Vgl. ebenda, S. 7

¹²⁷ Vgl. Weber, Thomas: a.a.O., S. 121

¹²⁸ Vgl. ebenda, S. 7