

Hedgefonds für Einsteiger

Ursula Fano-Leszczyński

Hedgefonds für Einsteiger

Erstellung der Charts: Wilhelm Holzer und Rainer Aster

Ursula Fano-Leszczynski
BA Worldwide Fund Management Ltd.
Operngasse 6
1010 Wien
Österreich
ursula.fano@ba-ca.com
ursula.fano@primeofund.com

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.

ISBN 3-540-22695-8 Springer Berlin Heidelberg New York

Dieses Werk ist urheberrechtlich geschützt. Die dadurch begründeten Rechte, insbesondere die der Übersetzung, des Nachdrucks, des Vortrags, der Entnahme von Abbildungen und Tabellen, der Funksendung, der Mikroverfilmung oder der Vervielfältigung auf anderen Wegen und der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen, bleiben, auch bei nur auszugsweiser Verwertung, vorbehalten. Eine Vervielfältigung dieses Werkes oder von Teilen dieses Werkes ist auch im Einzelfall nur in den Grenzen der gesetzlichen Bestimmungen des Urheberrechtsgesetzes der Bundesrepublik Deutschland vom 9. September 1965 in der jeweils geltenden Fassung zulässig. Sie ist grundsätzlich vergütungspflichtig. Zuwiderhandlungen unterliegen den Strafbestimmungen des Urheberrechtsgesetzes.

Springer ist ein Unternehmen von Springer Science+Business Media
springer.de

© Springer-Verlag Berlin Heidelberg 2005
Printed in Germany

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Umschlaggestaltung: design & production GmbH, Heidelberg

SPIN 11308898

42/3130-5 4 3 2 1 0 – Gedruckt auf säurefreiem Papier

Für Prof. Adam Zielinski,
in der Hoffnung, dass er mein Leben noch viele Jahre prägen wird

Für Peter Radel – weiterhin

Geleitwort

Die Enttäuschung aus der dreijährigen Aktienbaissse von 2000 bis 2003 sitzt noch immer tief. Mit den drastischen Vermögenseinbußen ging so manche Illusion verloren, und die Ansprüche der Investoren wurden realistischer. Das Anlegerverhalten und die Investmentkultur haben sich geändert. Hatten sich die Investoren gerade erst in das Risk/Return-Kalkül eingewöhnt und das Stock Picking und die Meinungskäufe nach und nach den Fondsmanagern überlassen, gerieten die „effizienten Märkte“ mitsamt ihren Benchmarks selbst ins Trudeln. Die historisch niedrige Rendite von Anleihen konnte nur einen schwachen Trost bieten. In diesem Umfeld musste die Grundidee der Hedgefonds auf fruchtbaren Boden fallen, nämlich möglichst losgelöst von den „unberechenbaren“ Marktschwankungen „absolute Returns“ zu erzielen.

Dies ist im Grunde ein seriöser Ansatz, wenn er auf Kapitalvermehrung bei Verringerung des Risikos abzielt, wie sie in höheren Sharpe-Ratios zum Ausdruck kommt. Was vor Jahren noch dem Eigenhandel der Banken vorbehalten war, ist mittlerweile durch Fondskonstruktionen zum Produkt geworden - und Schritt für Schritt zu einer Anlagealternative sui generis. Derivate und vor allem das Short Selling eröffneten zum einen die Möglichkeit, das „systematische“ Marktrisiko zu neutralisieren, zum anderen die Chance, aus der Arbitrage von Preis-Ineffizienzen sowie der Ausnutzung von Marktasymmetrien Profit zu ziehen.

Hier tut sich eine faszinierende bunte Welt auf. Die Anlage- und Tradingstrategien sind sehr „sophisticated“, ob diskretionär oder automatisiert, und es haftet ihnen noch immer ein wenig „Alchimismus“ an. Dieser Eindruck wird durch die Usancen der neuen Branche verstärkt: Die Manager sitzen nicht nur off-shore unter Palmen, sondern beanspruchen Unabhängigkeit, Lock-up-Fristen und hohe Freiheitsgrade im Rahmen der vereinbarten Investment-Stile. Dies ist zu einem guten Teil systembedingt.

Natürlich ist auch die Jagd nach dem „Alpha“ (in den Begriffen der alten Benchmark-Welt ausgedrückt) nicht ohne Risiken, aber es sind andere Risiken. Zum Beispiel erfordern Handelsstrategien, die auf minimale Preisunterschiede zielen, mehr oder weniger Leverage, um spürbar zu werden. Unabhängig davon sind mit dieser hochtechnisierten und wissensbasierten Industrie neue operationale Risiken verbunden. Und nach wie vor müssen in jedem Portfolio noch der laufende Ertrag und die Liquidität sichergestellt werden. Die Welt wird also keineswegs ohne „Betas“ bleiben. Die Beimischung von Hedgefonds kann bei niedriger Korrelation zu den Märkten aber einen wichtigen Beitrag zur Portfolioeffizienz leisten.

Die neuen Hedgefondsprodukte haben das Anlageuniversum bereichert und sind von nun an auch für Privatpersonen ohne wesentliche Einstiegschürden zu haben. Das ist gut so. Der Markterfolg der in etwa vergleichbaren Garantieprodukte belegt den Bedarf an absolute Return-Produkten. Dennoch werden Hedgefonds von der traditionellen Wertpapierbranche (wegen ihres Derivate-Charakters) noch immer argwöhnisch betrachtet und auf Anlegerseite teilweise mit übertriebenen Renditeerwartungen verbunden. Beides gilt es aufzuklären.

Frau Dr. Fano-Leszczynski ist als Geschäftsführerin der BA Worldwide Fund Management seit Jahren mit großem und nachhaltigen Anlageerfolg für die Bank Austria Creditanstalt tätig und hat sich durch Publikationen und auf Fachtagungen als Hedgefonds-Expertin einen Namen gemacht.

Das vorliegende Buch ist eine praxisnahe und kritische Darstellung der Hedgefonds und ihrer Rolle im Anlageuniversum. Ich wünsche ihm im Interesse der Sache eine gute Aufnahme und eine breite Leserschaft unter Anlegern und Beratern, sowie in der interessierten Öffentlichkeit.

Gerhard Randa

Gerhard Randa ist Mitglied des Konzernvorstands und COO der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank AG, München, und Vorsitzender des Aufsichtsrats der Bank Austria Creditanstalt AG, Wien.

Inhaltsverzeichnis

Einführung.....	1
------------------------	----------

TEIL I WAS SIE SCHON IMMER ÜBER HEDGEFONDS

WISSEN WOLLTEN	7
1. Hedgefonds für Anfänger.....	7
2. Unterschiede zu traditionellen Investmentfonds.....	13
2.1 Manager	17
2.2 Short Selling	19
2.3 Leverage.....	19
2.4 Hedging.....	19
2.5 Marktneutrale Investments.....	20
2.6 Arbitrage	20
2.7 Synthetische Positionen und Derivative	21
2.8 Hoher Investitionsgrad.....	22
2.9 Investieren in relativ illiquide Finanzinstrumente	22
2.10 Hochkonzentrierte Positionen.....	22
2.11 Transparenz und Liquidität	23
2.12 Weitere Unterschiede.....	23
3. Die „Hot Issues“ der Hedgefonds	25
3.1 Die Kunst des Short Selling.....	25
3.2 Leverage.....	37
3.2.1 Kredite	42
3.2.2 Margenkonto (Margin Account).....	42
3.2.3 Derivativinstrumente	43
3.3 Derivativinstrumente	49
3.4 Hedging.....	52
3.5 Marktneutrale Investments.....	55
3.6 Transparenz.....	63
3.7 Liquidität.....	67
4. Strukturen der Hedgefonds	70
4.1 Die operativen Strukturen	70
4.2 Die organisatorischen Strukturen.....	73
4.2.1 Managed AAccounts	78
4.2.2 Dachfonds (Fund of Hedge Funds).....	79

4.2.3 Umbrella Fonds	79
4.2.4 Zubringerfonds (Master/Feeder Struktur).....	80
4.3 Dokumentation eines Hedgefonds	80
4.4 Gebühren der Hedgefonds	82
4.5 Zeichnungen und Rückkäufe	87
4.6 Vorteile der Hedgefonds und ihre Kosten.....	89
TEIL II DAS UNIVERSUM DER HEDGEFONDS	91
1. Kategorien der Hedgefonds	91
2. Hedgefonds Indices.....	96
3. Strategien der Hedgefonds	100
3.1 Long/Short Aktienfonds	101
3.2 Arbitrage	101
3.3 Ereignis-orientierte Strategien	103
4. Relative Value Strategien.....	103
4.1 Fixed-income Arbitrage	103
4.2 Convertible Arbitrage	110
4.3 Equity Market-neutral	119
5. Event Driven Strategien	126
5.1 Merger (Risk) Arbitrage	130
5.2 Distressed Securities (gefallene Wertpapiere).....	138
5.3 Convertible Debenture Arbitrage.....	142
6. Opportunistische (Direktionale) Strategien.....	143
6.1 Global Macro Investment	143
6.2 Equity Hedge und Equity Nonhedge	148
6.3 Equity Market Timing.....	153
6.4 Short Selling Fonds.....	154
6.5 Emerging Markets Fonds.....	159
7. Andere Arbitrage Strategien	163
7.1 Mortgage-backed Arbitrage	164
7.2 Statistical Arbitrage	164
7.3 Closed-end Fund Arbitrage.....	164
7.4 Pair Trading	165
7.5 Capital-structure Arbitrage	165
7.6 ADR Arbitrage.....	166
7.7 Aktienindex Arbitrage	166
8. Dachfonds	166
8.1 Vorteile der Dachfonds.....	167
8.1.1 Professionelles Management und Asset Allocation.....	168
8.1.2 Effizientere Risikodiversifizierung.....	171
8.1.3 Zugang zu geschlossenen Hedgefonds	173
8.1.4 Bessere interne und externe Transparenz	174

8.1.5 Erschwinglichkeit und Zugänglichkeit für kleinere Investoren	174
8.2 Die (leider) kritischen Punkte	175
8.2.1 Doppelte Gebühren	175
8.2.2 Probleme mit der Liquidität	176
8.2.3 Fragliche Risikostreuung und keine Kontrolle für den Investor	178
9. Strukturierte Produkte	182

TEIL III DER WIDERSPENSTIGEN ZÄHMUNG.....189

1. Bewertung der Hedgefonds	189
1.1 Qualitative Analyse	190
1.1.1 Investmentstrategie	192
1.1.2 Struktur des Hedgefonds	192
1.1.3 Managementteam	193
1.1.4 Investmentprozess	194
1.1.5 Infrastruktur	194
1.2 Quantitative Analyse	195
1.2.1 Performance	197
1.2.2 Risiko	198
1.2.3 Effizienz	199
1.2.4 Konsistenz	202
1.2.5 Korrelation	204
2. Hedgefonds und Risiko	206
2.1 Long-Term Investment - Zeitfaktor in Hedgefonds	208
2.2 Risikofaktoren	208
2.2.1 Human Factor – Managerrisiko	209
2.3 Allgemeine Risikofaktoren der Hedgefonds	214
2.3.1 Leverage	214
2.3.2 Gesamtvolumen	216
2.3.3 Konzentration und die Größe der Einzelpositionen	217
2.4 Operative Risikofaktoren der Hedgefonds	218
2.4.1 Liquidität	219
2.4.2 Kreditrisiko	220
2.4.3 Prime Broker	221
2.4.4 Bewertung und Transparenz	222
2.4.5 Risiko der Performanceangaben	224
2.4.6 Rechts-, Verwaltungs- und Aufsichtsrisiko	225
2.4.7 Modellrisiko	225
2.5 Systemisches Risiko	226
2.6 Instrumente des modernen Risikomanagements – Value-at-Risk	227

2.6.1	Parametrischer Ansatz	229
2.6.2	Historische Simulation.....	229
2.6.3	Monte Carlo Simulation.....	229
2.7	Risikofaktoren in diversen Hedgefonds Strategien.....	231
2.7.1	Fixed-income Arbitrage.....	231
2.7.2	Convertible Arbitrage	231
2.7.3	Equity Market-neutral.....	231
2.7.4	Merger Arbitrage	232
2.7.5	Distressed Securities.....	232
2.7.6	Macro Investment	232
2.7.7	Equity Hedge (Equity Long/Short).....	232
2.7.8	Equity Market Timing	232
2.7.9	Short Selling	233
2.7.10	Emerging Markets.....	233
2.8	Schlusswort.....	233
3.	Alternative Investments aus Kundensicht.....	234
4.	Hedgefonds in der Globalen Finanzindustrie.....	249
Schlusswort		253
Anhang		257
Hedgefonds in Deutschland – Das Investmentmodernisierungsgesetz		275
Ausgewählte Literatur		279
Glossar.....		281