

Zertifikate-Check: Entscheidend sind die Fähigkeiten des Managements

Gast: Matthias Steinhauer, ConceptT Vermögensmanagement, Bielefeld



Wahre Mythen ranken sich um sie. Die einen machen sie bei Gelegenheit für Finanzkrisen verantwortlich. Andere erwarten wahre Wunder.

Gerade in der Zeit der starken Kursverluste an den Börsen gab es immer wieder Berichte darüber, wie Hedge-Fonds selbst in schwierigen Phasen eine überdurchschnittliche Rendite erzielen können. So sollten beispielsweise die berüchtigten Short-Seller in fallenden Märkten riesige Gewinne einfahren können. Teuer verkaufen und etwas später günstig zurückkaufen - es klingt eigentlich ziemlich einfach.

Erwartungen über das Ziel hinaus geschossen

In jüngster Zeit wurde nun beinahe schon hämisch über die Kursentwicklung dieser angeblichen „Wunderinstrumente“ berichtet. Plötzlich war von Kursverlusten die Rede und nicht von Kursgewinnen. Und das war wohl mit der ursprünglichen Erwartung nicht vereinbar. Denn insgesamt war die Fantasie offensichtlich wieder einmal weit über das Ziel hinausgeschossen.

Denn wie viele andere Investoren konnten sich auch Hedge-Fonds nicht vollständig vom Marktgeschehen abkoppeln. Selbst die Besten unter ihnen müssen immer wieder einmal Verlustphasen durchstehen. Entscheidend ist jedoch die langfristige Entwicklung. Und die hängt bei Hedge-Fonds in erster Linie von den spezifischen Fähigkeiten des Managements ab. Die Manager müssen in der Lage sein, eine relativ sichere Rendite zu erzielen und gleichzeitig das Marktrisiko auszuschalten.

Was genau verbirgt sich hinter einem Hedge-Fonds?

Der Name "Hedge" ist irreführend, denn er suggeriert, dass diese Fonds hauptsächlich Absicherungsstrategien ("Hedging") verfolgen. Dies ist jedoch nicht der Fall. Im Gegenteil: Hedge Fonds übernehmen gezielt Risiken, um ihre Ertragsziele zu erreichen. Dieses übergeordnete Ertragsziel heißt: Erwirtschaftung einer regelmäßigen absolut positiven Rendite in Unabhängigkeit vom übrigen Marktgeschehen bei sehr niedrigen Schwankungen. Es geht also explizit nicht um eine gute relative Performance. Insofern formulieren viele Fonds-Manager auch Zielrenditen, die in jedem Jahr erzielt werden sollen. Diese liegen meist um 8-12% p.a.

In zahlreichen Ländern - darunter Deutschland - sind diese Fonds faktisch verboten. Der Grund: Die bestehenden Gesetze bieten kaum Spielraum, Hedge Fonds auf den deutschen Markt zu bringen. Sie sind stark steuerlich benachteiligt, wenn sie sich nicht registrieren lassen. Sich registrieren lassen können sie aber nicht, weil sie meist Anlagestrategien verfolgen, die in Deutschland nicht geregelt sind. Und was nicht geregelt ist, das gibt es quasi nicht.

Wie arbeiten Hedge-Fonds?

Hedge Fonds greifen in den kompletten Werkzeugkasten der modernen Finanzmärkte. Ein Regelwerk wie bei klassischen Fonds existiert nicht. Investiert wird in alles: Aktien, Devisen, Indices, Anleihen, Rohstoffe et cetera. Vor allem so genannte Leerverkäufe von Aktien, bei denen Geld aus nichts entsteht, sind beliebt.

Die Strömungsrichtungen bei Hedge-Fonds lassen sich in einige Grundstrategien, die verbreitet Anwendung finden, unterscheiden:

- **Global Macro:** Eine Art opportunistische Strategie, die auf gesamtwirtschaftliche Entwicklungen verschiedener Märkte und Branchen setzt und versucht, daraus Gewinn zu erzielen. Zu diesem Zwecke werden Analysen und Prognosen der Qualität der Wirtschaftspolitik sowie von Veränderungen bei Zinssätzen, Währungen, Aktien und Rohstoffen sowie monetären Entwicklungen herangezogen.
- **Event Driven:** Hedge Fonds versuchen von Bewertungsunterschieden zwischen Anlageinstrumenten (Aktien, Anleihen) unterschiedlicher Unternehmen in speziellen Situationen (Fusionen, Übernahmen, Restrukturierungen, Konkurs) zu profitieren. Dabei werden nur Bewertungsdifferenzen zwischen den gleichen Instrumenten genutzt.
- **Relative Value:** Ziel ist es, temporäre Wertabweichungen zwischen voneinander abhängigen Anlageinstrumenten (Wandelanleihe und Aktien desselben Unternehmens) zu nutzen.
- **Equity Hedge:** Bei dieser Strategie werden unterbewertete Wertpapiere gekauft und überbewertete auf Termin verkauft, obwohl man sie noch gar nicht besitzt. Dabei handelt es sich um einen Leerverkauf.
- **Short Selling:** Hier werden geliehene Aktien leer verkauft, die als überbewertet gelten. Dies geschieht in der Erwartung, sie zu einem späteren Zeitpunkt zum niedrigeren Preis wieder zurückzukaufen, um damit einen Gewinn zu erzielen. Die Auswahl der zu verkaufenden Titel erfolgt auf Basis der Fundamentalanalyse einer Branche oder eines Unternehmens.

Know-how der Manager ist entscheidend

Das wichtigste Element bei der Auswahl des richtigen Hedge Fonds ist nach Ansicht der meisten Experten die Qualität des Managements. Auf Grund der Vielfältigkeit des Metiers und der damit verbundenen Intransparenz dürften einzelne Anleger massive Schwierigkeiten haben, sich ein zuverlässiges Urteil bilden zu können. Deswegen geht der Trend zunehmend in Richtung Dachfonds. Immer mehr so genannte Funds of Funds übernehmen die Beurteilung und die Überwachung von Hedge Fonds. Sie schnüren dann auf Basis ihrer Erfahrung spezifische Pakete und bieten sie den Anlegern entweder in Form von Fondsanteilen oder eben von Zertifikaten an. – Zertifikate bieten den bedeutenden Vorteil, mit relativ kleinen Beträgen einen Zugang zum sonst verschlossenen Markt der Alternative Investments zu haben. Dies ist sonst nur mit Investitionen in geschlossene Beteiligungsmodelle möglich, in die der Investor als Gesellschafter eintreten kann. Diese Anteile sind jedoch nicht fungibel und insofern nicht liquide. Zertifikate dagegen werden täglich an der Börse gehandelt. In vielen Fällen können die Zertifikate auch gegenüber dem Emittenten gekündigt werden, wobei das Abrechnungsprozedere sich in der Regel jedoch über Wochen hinzieht.

Zertifikate bisher wenig überzeugend

Allerdings dürfen auch hier die Erwartungen nicht zu hoch gehängt werden. Denn ein Blick auf die unterschiedlichen ausstehenden Hedgefonds-Zertifikate zeigt, dass nicht alles Gold ist, was als solches verkauft wird. So bewegen sich Hedgefonds-Zertifikate seit einem Jahr nahezu überhaupt nicht vom Fleck. Dabei hat gerade das Jahr 2002 an Schwankungsintensität und Marktirritationen ein sehr reiches Betätigungsfeld angeboten, welches es den traditionell erfolgreichen Hedge-Fund-Managern auch in diesem Jahr erlaubt haben dürfte, befriedigende überdurchschnittliche Renditen zu erzielen.

Woran liegt es also, dass die bisher aufgelegten Hedgefonds-Zertifikate in der Summe so wenig überzeugen? Drei wesentliche Gründe dürften für diese Tatsache ausschlaggebend sein:

- Zum einen ist der Markt für Hedge Fonds in den letzten beiden Jahren nahezu explodiert. Das Volumen der weltweit ca. 7.000 existierenden Fonds dürfte in diesem

Jahr etwa 740 Mrd. \$ erreicht haben. Die jährliche Wachstumsrate liegt derzeit bei über 30%. In der traditionellen Fondsindustrie wächst das Volumen gerade einmal um ca. 2%. Diese Entwicklung lockt eine Vielzahl von Fondsmanagern an, worunter sich nicht nur ausgemachte Experten der Branche befinden. Die Qualität des Marktes wird hier mit großer Geschwindigkeit verwässert.

- o In der Vergangenheit hat es sehr erfolgreiche Fonds mit schlüssigen, stringenten und funktionierenden Auswahlkonzepten gegeben. Diese Fonds schnitten regelmäßig sehr überzeugend ab, während die Vermögensschwankungen sehr gering blieben. Es versteht sich von selbst, dass sich das Kapital institutioneller Großanleger auf diese Adressen stürzt. Gleichzeitig sind aber interessante Investitionsobjekte in den letzten Jahren eher seltener geworden. Die Fonds haben also eher Not, neu zufließendes Kapital sinnvoll und gewinnbringend einzusetzen. Die guten Fonds sind deshalb auf den zusätzlichen Zufluss neuen Kapitals aus anderen Anlegerkreisen nicht angewiesen – im Gegenteil! Und so verteilt sich das im Hedge-Hype neu akquirierte Kapital auf die eher durchschnittlichen und unterdurchschnittlichen Fondsmanager.
- o Dachfonds-Konstruktionen und Zertifikate im Hedge-Fonds-Bereich haben eines gemeinsam: Sie sind extrem teuer. So kostet die Verwaltung des Fonds/Zertifikates i.d.R. jährlich 2,5% bis 3,5%. Hinzu kommt nicht selten eine Beteiligung des Emittenten an Gewinnen des Fonds (10 bis 20%). Nicht zu reden vom Ausgabeaufschlag bei der Erstinvestition/Spread von mindestens einem, häufig aber auch bis zu fünf Prozent. In diesem Zusammenhang ist zu berücksichtigen, dass auch andere Zwischenstufen – wie z.B. das Management des Hedge Fonds selbst – ebenfalls noch reichlich Rahm abschöpfen. Vor diesem Hintergrund bedarf es bei der Auswahl der Manager und der in der Zertifikate-Struktur enthaltenen Hedge Fonds schon eines sehr guten Gespürs und der gleichzeitigen Möglichkeit, auch in die Zielsegmente investieren zu können (s.o.).

Hedgefonds-"Zertifikate" sind eigentlich klassische "Fonds".

Bei ungefähr der Hälfte der Zertifikatekonstruktionen wird der Emittent selbst in der Form tätig, dass ein eigenes Team aus einem Universum von bis zu 3.000 Hedge-Fonds die für die Aufnahme in das Zertifikat geeigneten selektiert, in diese investiert und ggf. regelmäßige Anpassungen vornimmt. Zum Teil wird auch lediglich in Dachfonds oder sog. Managed Accounts investiert.

Bei den übrigen Zertifikaten wird ein beauftragtes Unternehmen für den Emittenten tätig. In diesen Fällen ist es häufiger so, dass dieser Berater einen Index kreiert, in welchen die ausgewählten Hedge-Fonds aufgenommen werden. Das jeweilige Zertifikat verbrieft dann eine Partizipation an diesem Index.

In nicht wenigen Fällen werden nur einmal monatlich Kurse für die Zertifikate festgestellt. Diese Praxis ist insofern verständlich, als die meisten Hedge-Fonds nicht täglich den Wert ihrer Beteiligungen feststellen und prüfen lassen (wollen).

Ein großes Manko ist die Intransparenz.

Letzten Endes ist ein Hedgefonds-Zertifikat immer eine Black-Box. In den seltensten Fällen wird kommuniziert, in welche Fonds tatsächlich investiert wird. Bei der Investition in Dachfonds bleiben selbst diese ein Geheimnis. Doch was nützte selbst eine Transparenz an dieser Oberfläche? – Die Manager der Hedge-Fonds selbst lassen sich ohnehin nicht in die Karten schauen. Und angesichts der nicht bestehenden Regularien sind sie häufig noch nicht einmal zur Rechenschaftslegung verpflichtet.

Was die Gebühren angeht, so wird die Intransparenz der Konstruktion von nicht wenigen Emittenten gern ausgenutzt. So werden tatsächlich Hedgefonds-Zertifikate ohne Managementgebühr angeboten. Tatsächlich offenbart der Blick hinter die Kulissen einen sogenannten "Index-Sponsor", der für die Zusammenstellung des Portfolios verantwortlich ist. Im Kleingedruckten der Zertifikats-Bedingungen heißt es dann zum Beispiel: "Gebühren werden an die Verwalter und Berater der verschiedenen Hedge-Fonds sowie an den Index-Sponsor gezahlt und können den Wert des Index mindern." Anders gesagt: Dies ist ein Selbstbedienungsladen für die beteiligten Institutionen. Größte Vorsicht vor Billig-Angeboten ist also geboten!

Alle Angaben erfolgten nach bestem Wissen. Der Autor haftet nicht für finanzielle Verluste, die durch die Umsetzung von Empfehlungen entstehen. Weitere Informationen unter www.c-vm.com.