

Klaus Wilhelm Hornberg

Hedgefonds

Klaus Wilhelm Hornberg

# Hedgefonds

Gute Renditen durch Risikokontrolle  
und Verlustvermeidung



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.

1. Auflage April 2006

Alle Rechte vorbehalten

© Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler | GWV Fachverlage GmbH, Wiesbaden 2006

Lektorat: Maria Akhavan-Hezavei

Der Gabler Verlag ist ein Unternehmen von Springer Science+Business Media.

[www.gabler.de](http://www.gabler.de)



Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

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: Nina Faber de.sign, Wiesbaden

Satz und Layout: Dr. Angelika Schulz, D.A.S Büro, Zülpich

Grafiken: Heidi Zimmermann

Druck und buchbinderische Verarbeitung: Wilhelm & Adam, Heusenstamm

Gedruckt auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier

Printed in Germany

ISBN 3-8349-0276-4

# Inhaltsverzeichnis

---

Inhaltsverzeichnis.....	V
Vorbemerkung .....	VII
Einführung .....	1
<b>Teil I.....</b>	<b>3</b>
1    Warum Hedgefonds? .....	5
2    Von Alfred W. Jones zur Hedgefonds-Industrie.....	9
2.1   LTCM: Das große Debakel .....	14
2.2   Die Gegenwart.....	19
3    Hedgefonds-Indices – Stärken und Schwächen .....	25
3.1   Maßstab für absoluten Ertrag?.....	25
3.2   Survivorship Bias – Der Einfluss der Überlebenden .....	28
3.3   Backfilling/Selection Bias .....	30
4    Organisatorische Grundlagen von Hedgefonds.....	33
4.1   Absoluter Ertrag und Gebühren.....	38
4.2   Mindestertrag (Hurdle Rate) und Hochwassermarke (High-Water Mark).....	39
4.3   Ausgleichs-(Equalization)-Faktor.....	40
5    Leerverkäufe und Kreditfinanzierung .....	43
5.1   Leerverkäufe.....	43
5.2   Kreditfinanzierung.....	47
6    Rendite- und Risikoverständnis von Hedgefonds-Managern.....	51
6.1   Messung von Rendite und Risiko .....	55
6.2   Wertentwicklung, Volatilität, Schiefe (Skewness) und Wölbung (Kurtosis) – Die vier Momente der Verteilung .....	57
6.3   Der Zusammenhang zwischen Normalverteilung, Schiefe und Wölbung .....	60
6.4   Value-at-Risk.....	64
6.5   Ein neuer Weg zur Portfolio-Optimierung: Die Omega-Funktion .....	65

6.6	Allgemeine Investmentrisiken.....	66
6.7	Risiken aus Administration, Organisation und Rechtsform ....	68
6.8	Beurteilung von Risiken.....	71
6.9	Hedgefonds in Börsenkrisen .....	72
6.9.1	Der Rentenanstieg 1994.....	72
6.9.2	Die Asienkrise 1997.....	73
6.9.3	Die Russlandkrise 1998 (und der Zusammenbruch von LTCM).....	74
6.9.4	Der Aktiensturz 2000/2001.....	75
6.9.5	Die Reaktion auf den 11. September 2001.....	75
7	Investment-Strategien von Hedgefonds.....	77
7.1	Global Macro .....	78
7.2	Event Driven .....	85
7.2.1	Merger Arbitrage .....	88
7.2.2	Not leidende Titel (Distressed Securities).....	93
7.3	Relative Value.....	99
7.3.1	Fixed Income Arbitrage .....	104
7.3.2	Convertible (Wandelanleihen) Arbitrage.....	109
7.4	Equity Market Neutral.....	115
<b>Teil II .....</b>		<b>123</b>
8	Dach-Hedgefonds – Spezialisten für Spezialisten.....	125
8.1	Die Prüfung der Einzel-Hedgefonds .....	137
8.2	Die Strukturierung des Dach-Hedgefonds-Portfolios.....	147
8.3	Weitere Aufgaben des Dach-Hedgefonds-Managers .....	157
8.4	Gebühren, Fristen, Minimum-Investment .....	158
8.5	Transparenz und Risikokontrolle .....	163
9	Dach-Hedgefonds als Teil eines Gesamtportfolios .....	169
10	Gesetzliche und aufsichtsrechtliche Regelungen für Hedgefonds-Investments .....	173
11	Strukturierte Produkte .....	177
12	Schlussbemerkungen .....	183

# Vorbemerkung

---

Dieses Buch entstand neben meiner Tätigkeit im Bereich Alternative Investments der Oppenheim Kapitalanlagegesellschaft (OKAG). Ich konnte dabei auf umfangreiche Unterstützung bauen:

Mein besonderer Dank gilt dem für den Bereich Asset Management verantwortlichen Partner des Bankhauses Sal. Oppenheim jr. & Cie., Herrn Detlef Bierbaum, der meine Arbeit unterstützt und gefördert hat. Ebenso danke ich den beiden Sprechern der Geschäftsführung der OKAG, Herrn Dr. Borgmeier und Herrn Dr. Hengster, für ihre Unterstützung und Hilfsbereitschaft.

Zahlreiche Kollegen haben mir mit ihrem Fachwissen zur Seite gestanden: allen voran Clemens Schweiggl, Mitarbeiter des Bereiches Performance-Messung, der die Daten und Grafiken des Buches geliefert hat und ein hervorragender Diskussionspartner für viele Aspekte der Darstellung war. Dr. Ulrich Kauffmann als Leiter der Rechtsabteilung hat mich hinsichtlich der Darstellung der rechtlichen Rahmenbedingungen für Hedgefonds beraten.

Seitens Attica Alternative Investments hat Dr. Jaakko Karki viele Hinweise gegeben, Andrew McCaffery hat mich bei der Strukturierung des Manuskriptes beraten und Vicky He hat Daten und Grafiken geliefert.

Alexandra Neumann hat mit großer Sorgfalt Korrektur gelesen und mich auf unklar formulierte Passagen aufmerksam gemacht. Martin Matthey diskutierte mit mir Inhalt und Gliederung.

Meine Familie hat über Monate auf meine „Abendbeschäftigung“ Rücksicht genommen und mich in meiner Idee, dieses Buch zu schreiben, immer wieder bestärkt.

Trotz aller Hilfe und Unterstützung gilt natürlich, dass Schwächen des Buches einzig dem Autor anzulasten sind!

Für Maike,  
Johann und Antonia

Wenn Sie Menschen beurteilen, achten Sie auf drei Qualitäten: Integrität, Intelligenz und Energie. Und wenn die erste Qualität fehlt, bringen die beiden anderen Sie um.

Warren Buffet



# Einführung

---

Mit Hedgefonds verbinden sich Vorstellungen, wie sie gegensätzlicher kaum sein können: Zwischen Teufelszeug und Wunderwaffe erstrecken sich die Beschreibungen dieser für die deutschen Investoren noch relativ neuen Investments. Für jede Meinung gibt es Argumente, Beispiele, Zahlen, und so entsteht ein manchmal verwirrendes Bild dieser Anlageklasse.

Die Spannbreite der Urteile ist wenig überraschend, denn der Begriff „Hedgefonds“ ist ebenso weit gespannt wie der Begriff „Aktienfonds“ oder „Rentenfonds“ – ein großes Feld der unterschiedlichsten Anlagestrategien mit deutlich voneinander abweichenden Risiken und Chancen.

In Deutschland ist seit Januar 2004 die Investition in diese „Fonds mit besonderen Risiken“, wie das Investmentgesetz die Hedgefonds bezeichnet, erlaubt. Der Weg ist frei für Investitionen in eine Asset-Klasse mit eigener Geschichte, eigenen Stärken und eigenen Risiken. Die Investoren nähern sich den neuen Möglichkeiten mit Vorsicht – verständlich, denn die komplexen Strukturen von Hedgefonds werden häufig mit Begriffen wie: „spekulativ, intransparent, geheimnisvoll“ umschrieben. Dennoch sei die Behauptung aufgestellt, dass Hedgefonds sich einen Platz in den Portfolios privater wie auch institutioneller Investoren erobern werden. Mag sein, dass dieser Prozess etwas länger dauert als zunächst geschätzt, aber: „Wir überschätzen immer die Änderungen der nächsten zwei Jahre und unterschätzen die Änderungen der kommenden zehn Jahre.“<sup>1</sup>

Die Voraussetzungen für die Investoren sind günstig, denn in den letzten Jahren hat ein dramatischer Wandel in der Hedgefonds-Industrie stattgefunden: Hedgefonds haben sich aus der Ecke der Kapitalmärkte gelöst, wo sie lange Zeit auf die Rolle von Investments reicher Privatkunden beschränkt waren. Sie haben sich – unterstützt durch veränderte gesetzliche Rahmenbedingungen – einen Platz in den Wertpapierportfolios großer Versicherungen, Pensionskassen und Stiftungen erobert und werden auch in Deutschland in die Überlegungen zur Strukturierung institutioneller und privater Portfolios mehr und mehr einbezogen.

---

<sup>1</sup> Bill Gates, zitiert nach: Ineichen, Alexander M., The Search for Alpha continues, UBS Warburg, London 2001, S. 10.

Somit wird das Anlage-Universum um eine weitere Komponente bereichert, in einem klaren gesetzlichen Rahmen, von den Aufsichtsbehörden reguliert und steuerlich genehmigt. Dieses Buch will versuchen, die Chancen und Risiken greifbarer zu machen und dadurch eine bessere Beurteilung von Hedgefonds zu ermöglichen.

Köln, im März 2006

Detlef Bierbaum  
Mitinhaber und Persönlich haftender Gesellschafter  
des Bankhauses Sal. Oppenheim jr. & Cie. KGaA

---

# Teil I

---

# 1 Warum Hedgefonds?

---

Um Hedgefonds und ihre Manager ranken sich viele Geschichten. Zwei davon sind den meisten Investoren gegenwärtig: zum einen die Attacke auf das Britische Pfund 1992 durch George Soros und seinen Quantum-Fonds und zum anderen der LTCM-Fonds und sein Zusammenbruch 1998 sowie die Gefährdung der weltweiten Finanzmärkte, die für einen Augenblick davon auszugehen schien. Weitere Begebenheiten, einige wahr, andere übertrieben, ergeben ein Bild dieser Asset-Klasse, das der „Economist“ vor Jahren so beschrieb: „Wenn Disaster passieren, ist es nahe liegend, nach jemandem Ausschau zu halten, dem es angelastet werden kann. Für die Krise der weltweiten Finanzmärkte sind die Hauptverdächtigen die spekulativen Hedgefonds. Ein fallender Dollar, volatile Aktienkurse, unruhige US-Staatsanleihen: In jedem Fall zeigt der Finger auf Sie-wissen-schon-wen. Hedgefonds sind gute Sündenböcke: geheimnisvoll, offshore, unreguliert und geleitet von und für die unanständig Reichen.“<sup>2</sup>

Der Eindruck entsteht, Hedgefonds seien nichts für den vorsichtigen Investor. Umso bemerkenswerter sind das lebhaftere Interesse, das Hedgefonds dennoch erfahren, und der Mittelzufluss, den sie weltweit verzeichnen. Bei näherem Hinsehen ist das jedoch nicht erstaunlich, schließlich versprechen Hedgefonds etwas, das jeden Investor aufhorchen lässt: attraktive Erträge bei vergleichsweise niedrigen Kursschwankungen (siehe Abbildung 1).

Es ist zu sehen, dass Hedgefonds, hier dargestellt über den Hedge Fund Research Index (HFRI) für Dach-Hedgefonds (Funds-of-Funds, FoF), über die vergangenen 14 Jahre besser abgeschnitten haben als die Aktien- und Rentenindices. Zugleich war die Schwankung der Wertentwicklung (Volatilität) geringer als bei Aktien und Renten. Können Hedgefonds also die ausreichend hohen, ausreichend stabilen jährlichen Erträge liefern, die zahlreiche Investoren so dringend benötigen? Und wenn ja, wie schaffen Hedgefonds diese Leistung? Ist nachvollziehbar, worauf man sich einlässt, wenn man einem Hedgefonds-Manager sein Geld anvertraut?

---

<sup>2</sup> The Economist, A new approach to Financial Risk, October 17, 1998, S.15 zitiert nach: Hornberg, Klaus Wilhelm: Long-Term Winners, An Introduction to the World of Non-Classical Investment Funds, Zürich 1999, S. 13.

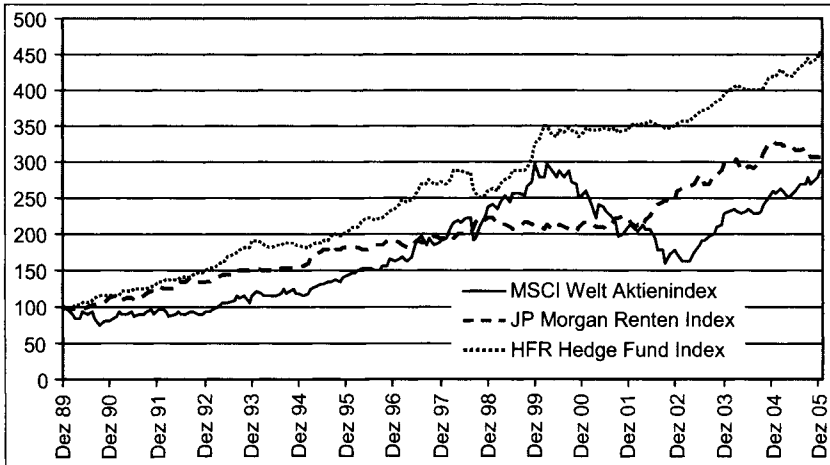


Abbildung 1: Wertentwicklung internationaler Indices (in Prozent)

Hedgefonds haben durchaus attraktive Merkmale: In der Vergangenheit glänzten sie durch geringe Wertschwankungen und gute Erträge. Ein Grund dafür sind die Unterscheidungsmerkmale zwischen den klassischen Investmentfonds und den Hedgefonds (siehe Tabelle 1).

Tabelle 1

Klassische Investmentfonds:	Hedgefonds:
Erträge relativ zu einem Vergleichsindex	Erträge als oberste Priorität
Der Investmentprozess ist an einem Vergleichsindex ausgerichtet.	Der Investmentprozess ist auf die Erzielung absoluter Erträge gerichtet.
<b>Ziel:</b> Mehrertrag gegenüber dem Vergleichsindex	<b>Ziel:</b> positive Rendite
Der Investmenterfolg definiert sich über den Mehrertrag gegenüber dem Vergleichsindex.	Der Investmenterfolg definiert sich über die Erwirtschaftung von positiven Renditen.
<b>Risiko:</b> Abweichung vom Vergleichsindex	<b>Risiko:</b> Kapitalverlust
Die Schwankungsbreite der Erträge eines Portfolios gegenüber seiner Benchmark wird als Risikomaß verwendet.	Der „Maximalverlust“ eines Fonds und die Zeitdauer seiner Erholung sind ein typisches Risikomaß bei Hedgefonds.

Die aufgezählten Unterschiede, vor allem die Charakteristika von Ertrag, Zielsetzung und Risiko, haben dazu geführt, dass Hedgefonds heute als eigene Asset-Klasse angesehen werden.<sup>3</sup> Sie haben eine eigene Position im Bereich der Kapitalmarkt-Produkte und sind nicht bloß eine um einige zusätzliche Eigenschaften angereicherte Variante der bekannten Anlagekonzepte.

Die Ausrichtung auf absoluten Ertrag ist der deutlichste Unterschied zwischen klassischen Fonds und Hedgefonds: Nicht der Wettbewerb mit den Marktindices, sondern eine konstante Wertentwicklung ist das Ziel der Hedgefonds-Strategien. Hedgefonds setzen dabei eine simple Erkenntnis um, die Jim Rogers, Mitbegründer des Quantum Fonds, so ausdrückte: „Die Verluste bringen Sie um. Sie ruinieren den Zinseszins, und Zinseszins ist das Geheimnis des Investierens.“<sup>4</sup> Die komplexen Anlagestrategien von Hedgefonds dienen bei der Mehrzahl der Strategien nicht der Spekulation, sondern versuchen durch genaue Erfassung und Eingrenzung der Risiken, eine Optimierung des Risiko-Ertrags-Verhältnisses zu erreichen.

Dieses Buch will versuchen, die Chancen und Risiken von Hedgefonds darzustellen und deutlich zu machen, dass Hedgefonds ein sinnvoller Bestandteil eines gut strukturierten Portfolios sind.

---

<sup>3</sup> Ineichen, Alexander, *Absolute Returns, The Risk and Opportunities of Hedge Fund Investing*, Hoboken, New Jersey 2003, S. 35.

<sup>4</sup> Rogers, Jim, *Investment Biker, Around the World with Jim Rogers*, New York 1996, S. 268.

## 2 Von Alfred W. Jones zur Hedgefonds-Industrie

---

Der Gründer des ersten Hedgefonds war Alfred W. Jones: Als Mitherausgeber der Zeitschrift „Fortune“ recherchierte er über Methoden der Wertpapieranalyse und veröffentlichte im März 1949 einen Artikel darüber. Doch schon vor der Veröffentlichung des Artikels hatte Jones die Konsequenz aus seinen Untersuchungsergebnissen gezogen und sich mit einem eigenen Investmentfonds selbstständig gemacht.<sup>5</sup> Basis seiner neuen Tätigkeit war ein neues Investmentkonzept: Jones plante, nicht nur unterbewertete Aktien zu kaufen (Long Position), sondern auch überbewertete Aktien leer zu verkaufen (Short Position), das heißt eine Aktie zu leihen und sofort zu verkaufen in der Erwartung, sie am Ende der Leihefrist zu einem niedrigeren Kurs zurückkaufen zu können. Steigen die unterbewerteten und fallen die überbewerteten Titel, verdient der Fonds sowohl an den steigenden wie auch an den fallenden Kursen. Die Richtung des Aktienmarktes war dabei nicht entscheidend – dieses Risiko hatte Jones ausgeschaltet, denn in einem fallenden Markt würden seine Short-Positionen mehr verdienen, dafür die Long-Positionen weniger, im steigenden Markt wäre es umgekehrt. Der Markt war also „neutralisiert“, das Risiko der Marktentwicklung war ausgeschaltet. Der Ertrag des Investmentfonds entstand aus dem Zusammenlaufen der beiden entgegengesetzten Positionen, die der Fonds genommen hatte. Dieser Ertrag beruht auf der Fähigkeit des Managers, die richtigen Aktien für sein Long- und Short-Portfolio auszuwählen. Mit dieser einfachen, im Grunde dem Arbitragekonzept entlehnten Idee war der erste Hedgefonds geboren: auf die Fähigkeit des Managers aufbauend (skill-based) und gesichert gegen die Risiken, die als zu wenig interessant erscheinen (hedged). Zusätzlich wurde der Investitionsgrad des Portfolios durch Kreditaufnahme erhöht (Leverage – Beleihung des Portfoliowertes, um mit der zusätzlichen Liquidität die Positionen des Portfolios und den Ertrag, bezogen auf das eingesetzte Kapital, zu vergrößern).

Jones war überzeugt: Das Konzept hat Zukunft. Daher startete er seinen Fonds mit 40.000 US-Dollar eigenen Kapitals, neben den 60.000 US-Dollar,

---

<sup>5</sup> MacRea, Desmond, Getting rich with hedge funds, Global Investor, June 1992, S. 28.

Tabelle 2

<b>10.000 US-Dollar, investiert 1955, stiegen bis Ende 1965</b>	<b>p. a.</b>	<b>auf US-Dollar</b>
Jones Hedgefonds	18,9 %	67.000
S&P 500 Index	7,5 %	22.200

die er eingesammelt hatte.<sup>6</sup> Um nicht den strengen Regeln der Securities and Exchange Commission (SEC) zu unterliegen, gab Jones dem Fonds die Rechtsform der General Limited Partnership. Zwar war jetzt kein öffentlicher Vertrieb möglich, aber der Fonds konnte so flexibel wie nötig gestaltet werden, um das Investmentkonzept umzusetzen. Dieser Schritt war notwendig, denn Jones nutzte nicht nur Leerverkäufe (wie oben beschrieben) zur Verbesserung seiner Performance, sondern auch Kreditfinanzierung.

Seine Leistung ließ sich Jones ordentlich bezahlen: Er verlangte eine Gewinnbeteiligung von 20 % an der Wertsteigerung des Fonds. Die performance-abhängige Gebühr war geboren. Im Gegenzug verpflichtete sich Jones, dass er sein privates Vermögen in den Fonds investierte und so zum wirklichen Partner der Investoren wurde.<sup>7</sup>

Der erste Hedgefonds existierte, doch bis 1966 nahm kaum jemand von dem Konzept Notiz. Selbst der Begriff „Hedgefonds“ wurde erst 1966 geschaffen, als ein Bericht im „Fortune Magazine“ erschien unter dem Titel „The Jones nobody keeps up with“. Die Erfolgsgeschichte war verblüffend (siehe Tabelle 2).<sup>8</sup>

Alfred. W. Jones war im Übrigen nicht nur der „Vater“ aller Hedgefonds, er war auch der Erfinder der Dach-Hedgefonds (Funds of Hedge Funds), da er seine Idee, dass ein qualifizierter Investmentmanager unabhängig vom Markt gute Erträge realisieren kann, konsequent weiterentwickelte. Ab 1954 stellte er einer wachsenden Zahl von Managern Gelder zur Verfügung, um damit Teile seines eigenen Hedgefonds von externen Managern steuern zu lassen.<sup>9</sup> Die Idee, einen Hedgefonds aus einzelnen Hedgefonds zu strukturieren, war entstanden.

<sup>6</sup> Lhabitant, Françoise-Serge, *Hedge Funds, Myths and Limits*, John Wiley & Sons Ltd., Chichester 2002, S. 7.

<sup>7</sup> Lhabitant, Françoise-Serge, a. a. O., S. 8.

<sup>8</sup> Hornberg, Klaus-Wilhelm, *Unbekannte Sieger, Einführung in die Welt der nicht-klassischen Investmentfonds*, Zürich 1997, S. 39.

<sup>9</sup> Lhabitant, Françoise-Serge, a. a. O., S. 8.



Die Veröffentlichung über das Investmentkonzept von Alfred W. Jones und sein Erfolg lösten eine wahre Gründungswelle von Hedgefonds aus, und bereits 1968 wurden von der SEC 140 Hedgefonds gezählt.<sup>10</sup> Ein wichtiger Anreiz für die Gründung eines Hedgefonds war die attraktive Vergütung, die bis heute ein Merkmal der Hedgefonds ist: 1 % Verwaltungsgebühr plus 20 % der jährlichen Wertsteigerung als erfolgsabhängiges Honorar. Um auf diese Weise eine hohe Vergütung zu realisieren, muss der Erfolg aber auch eintreten. Da die US-Aktienbörse allein 1967/1968 um rund 55 % stieg, erschien die Hedgefonds-Strategie daher als unnötig vorsichtig.

Also gerieten viele der neuen Hedgefonds auf die schiefe Bahn: Anstatt durch Long- und Short-Positionen das Portfolio zu balancieren und durch sorgfältige Analyse die richtigen Titel zu finden, setzten zahlreiche Manager auf Long-Positionen im steigenden Markt und nutzten die Möglichkeit der Kreditfinanzierung weidlich aus: Aus der Strategie von Alfred W. Jones, das Marktrisiko zu minimieren, indem Long- und Short-Positionen eingegangen wurden, wurde ein kreditfinanziertes Long-Only-Konzept. Als die Hausse endete und der Value Line Index amerikanischer Aktien von 1969 bis 1974 um 70 % fiel, stellten die Investoren fest, dass anstelle einer Sicherungsstrategie (long-short) ein spekulatives Konzept umgesetzt worden war (long + leverage). Der bezeichnende Terminus dafür lautete: „swimming naked“. Der Verlust, der durch eine Long-Short-Strategie vermieden werden sollte, trat jetzt massiv ein: Die nackten Hedgefonds litten unter den fallenden Aktienkursen. Durch die Kreditfinanzierung der Long-Positionen in den so genannten Hedefonds wurde der Verlust noch spürbar vergrößert.

Zum ersten Mal gerieten Hedgefonds in den Ruf, der ihnen bis heute nachhängt: spekulativ, undurchschaubar, riskant. Viele Fonds verschwanden und im Jahr 1971 wurden noch 30 Hedgefonds gezählt,<sup>11</sup> 1984 waren es laut Tremont Partners gerade 68.<sup>12</sup> Zur gleichen Zeit entstanden die ersten Dach-Hedgefonds: 1969 wurde Leveraged Capital Holdings in Genf gegründet, 1971 Grosvenor Partners in den USA.<sup>13</sup> In diesen Jahren wurden auch einige Hedgefonds gegründet, die später zu Berühmtheit gelangen sollten, so die von George Soros und Michael Steinhard.

Wenige Jahre später war es erneut ein Pressebericht, der die Aufmerksamkeit auf Hedgefonds lenkte: 1986 berichtet der „Institutional Investor“ über Julian

---

<sup>10</sup> Lederman, Jess/Klein, Robert A., *Hedge Funds, Investment and Portfolio Strategies for the Institutional Investor*, New York 1995, S. 10.

<sup>11</sup> Ineichen, Alexander, *Absolute Returns*, a. a. O., S. 14.

<sup>12</sup> Lhabitant, Françoise-Serge, a. a. O., S. 8.

<sup>13</sup> Ineichen, Alexander, *Absolute Returns*, a. a. O., S. 14.

Tabelle 3

<b>10.000 US-Dollar, investiert 1986, stiegen bis Ende 1997:</b>	<b>p. a.</b>	<b>auf US-Dollar</b>
Tiger Fund	22,3 %	112.000
S&P 500-Index	15,6 %	57.000
MSCI-Welt Aktienindex	13,1 %	43.800

Robertson und den von ihm geleiteten Tiger Fund. Die Wertentwicklung war erstaunlich (siehe Tabelle 3).<sup>14</sup>

Diese Performance war nicht das Ergebnis eines konservativen, marktneutralen Fonds – vielmehr war der Tiger Fonds ein „Global Macro“ Fonds, der aggressive Wetten auf die Entwicklung bestimmter Wertpapiere, Zinsen, Märkte und Währungen nahm. Diese Hedgefonds, die sich von der Vorgehensweise eines Alfred W. Jones deutlich unterschieden, nutzten neue Instrumente für ihre Anlagestrategie: Optionen und Futures ermöglichten schnellere und kostengünstige Sicherungsgeschäfte, leistungsfähige Computer erlaubten umfassende und präzise Berechnungen. So wurde ein Devisengeschäft nicht mehr durch den Kauf der Währungsposition dargestellt, sondern durch den Kauf einer Option plus der Anlage der übrigen Mittel in einem Rentpapier: Maximal konnte die Option wertlos werden – das Verlustrisiko war dadurch klar begrenzt! Das Gewinnpotenzial war jedoch unbegrenzt, wenn der Währungskurs in die erwartete Richtung lief.

Schlagartig berühmt wurde der von George Soros geleitete Quantum Fonds im Spätsommer 1992: Das Europäische Währungssystem geriet in eine schwere Krise, da der Kurs des Britischen Pfundes immer stärker unter Druck geriet und schließlich die Währung aus dem Europäischen Währungssystem ausscheren musste. Die britische Zeitung „Guardian“ meldete in ihrer Ausgabe vom 17. September 1992: „Die Regierung hat in der letzten Nacht die Mitgliedschaft des Britischen Pfundes im Währungsmechanismus suspendiert, nachdem sie durch eine Flutwelle von Pfund-Verkäufen gegen fremde Währung schutzlos gegen internationale Währungsspekulanten wurde.“<sup>15</sup> Für das Vereinigte Königreich war das ein schwerer Schlag, denn bis zuletzt hatte der Schatzkanzler betont, man werde den Wechselkurs des Pfundes innerhalb der vorgesehenen Bandbreiten der Europäischen Währungsschlange halten. Auf

<sup>14</sup> Hornberg, Klaus-Wilhelm, a. a. O., S. 51.

<sup>15</sup> Guardian Newspaper, 17. September 1992, zitiert nach: UBS-Präsentation, a. a. O., S. 142.

Tabelle 4

10.000 US-Dollar stiegen in 25 Jahren:	p. a.	auf US-Dollar
George Soros	31,6 %	958.000
Warren Buffet	26,0 %	323.000
Julian Robertson	22,4 %	157.000

der Suche nach den Ursachen für die Währungskrise tauchte der Name von George Soros auf: Sein Quantum Fonds galt als treibende Kraft hinter dem Kurssturz des Pfundes. Je nach Sichtweise wurde Soros als rücksichtsloser Spekulant oder als mutiger Investor betrachtet, der die Schwäche des Pfundes erkannte und für sich und seine Investoren genutzt hatte.<sup>16</sup> Politiker und Währungshüter zählten jedenfalls nicht zu den Bewunderern des Hedgefonds-Managers. Als ähnliche Attacken wie beim Britischen Pfund auch beim Französischen Franc erkennbar wurden, sagte der französische Finanzminister Sapin: „Während der Französischen Revolution wurden solche Leute als Volksverhetzer bezeichnet und geköpft.“<sup>17</sup>

Die 90er Jahre waren eine Boom-Phase vor allem für die Hedgefonds. Zahlreiche Fonds wurden neu gegründet, und der Mittelzufluss war eindrucksvoll. George Soros und sein Quantum Fonds, Julian Robertson, Begründer von Tiger Management, und Michael Steinhard gehörten zu den berühmten Managern, deren Wertsteigerungen die Zweifler verstummen ließen (siehe Tabelle 4).<sup>18</sup>

Die Investoren, die in die ersten Dach-Hedgefonds investierten, konnten sich gleichfalls über außerordentliche Wertsteigerungen freuen. 1969 (!) reiste George Coulon Karlweiß, Direktor der Banque Edmond de Rothschild, von Genf nach New York und investierte in verschiedene Hedgefonds: Leverage Capital Holdings (LCH), der erste Dach-Hedgefonds, war geboren und damit begann eine beeindruckende Erfolgsgeschichte (siehe Tabelle 5).<sup>19</sup>

An der Wertentwicklung von LCH zeigt sich ein Phänomen, das noch mehrmals im Folgenden auftauchen wird: Die Wertentwicklung von Hedgefonds wird nicht durch spektakuläre Performance, sondern vor allem durch Verlustvermeidung erzielt! In Hausse-Phasen der Aktienmärkte ist der LCH-Fonds

<sup>16</sup> Hornberg, Klaus-Wilhelm, a. a. O., S. 13.

<sup>17</sup> Bekier, Matthias, Marketing of Hedge Funds, Bern-Berlin 1996, S. 73.

<sup>18</sup> Ineichen, Alexander, Absolute Returns, a. a. O., S. 12.

<sup>19</sup> Leveraged Capital Holdings, Annual Report, 31. December 2005, S. 6.