Rüdiger Götte

Hedgefonds: Die Millionenformel?

Grundlagen, Einsatz und Strategien

Das 1x1 der Hedgefonds

Rüdiger Götte

HEDGEFONDS: DIE MILLIONENFORMEL?
Grundlagen, Einsatz und Strategien

Das 1x1 der Hedgefonds

ibidem-Verlag
Stuttgart

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek
Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über http://dnb.d-nb.de abrufbar.

Bibliographic information published by the Deutsche Nationalbibliothek
Die Deutsche Nationalbibliothek lists this publication in the Deutsche Nationalbibliografie; detailed bibliographic data are available in the Internet at http://dnb.d-nb.de

∞

Gedruckt auf alterungsbeständigem, säurefreien Papier
Printed on acid-free paper

ISBN-10: 3-89821-729-9

ISBN-13: 978-3-89821-729-3

© *ibidem*-Verlag
Stuttgart 2007
Alle Rechte vorbehalten

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

All rights reserved. No part of this publication may be reproduced, stored in or introduced into a retrieval system, or transmitted, in any form, or by any means (electronical, mechanical, photocopying, recording or otherwise) without the prior written permission of the publisher. Any person who does any unauthorized act in relation to this publication may be liable to criminal prosecution and civil claims for damages.

Printed in Germany

Vorwort

Das Thema Hedgefonds wird seit längerem kontrovers diskutiert. So wird Hedgefonds vorgeworfen, ihre Markt- und Kapitalmacht auszunutzen, um Regierungen und Notenbanken zu beeinflussen, die Finanzmärkte in ihrem Sinne zu lenken und somit das Vermögen der Anleger aufs Spiel zu setzen. Ja, sie werden quasi für Krisen der Finanzmärkte verantwortlich gemacht. So erklärte der frühere malaysische Premier Mahathir Mohamed Hedgefonds seien »Wegelagerer der Globalisierung«, nachdem die Währung seines Landes durch »spekulative Angriffe« von Hedgefonds unter Druck gebracht worden war. Auch der ehemalige deutsche Bundeskanzler Gerhard Schröder bezeichnete Hedgefonds als »Heuschreckenkapitalisten«. Kritik an Hedgefonds wird aber nicht nur von politischer Seite geäußert, sondern auch von Aktionärsschützern und Unternehmenslenkern. So waren zum Beispiel nach Ansicht des damaligen Chefs des Heidelberger Finanzdienstleisters MLP, Bernhard Termühlen, aggressive Hedgefonds am Niedergang der MLP-Aktie im Jahr 2002 beteiligt. Und auch der Beinahe-Zusammenbruch des Long-Term-Capital-Management-Hedgefonds (LTCM) im Herbst 1998 sorgte für schwere Turbulenzen an den Finanzmärkten.

Anhänger von Hedgefonds heben insbesondere ihre – im Vergleich zu den klassischen Anlageformen wie Aktien oder Anleihen – statistisch gesehen besseren Renditeerwartungen und geringeren Risiken heraus. Sie gehen davon aus, dass ein traditionelles Portfolio durch die Beimischung von Hedgefonds ein günstigeres Rendite-Risiko-Profil erreichen kann und damit einen höheren Mehrwert erzielt. Darüber hinaus würden die wachsende Bedeutung von Performance in der Vermögensverwaltung und ein niedriges Zinsniveau zur Investition in alternative Anlagekonzepte führen, die risikoadjustiert eine höhere Rendite versprechen als herkömmliche Anlageklassen.

Vor diesem Hintergrund werden die hohen Mittelzuflüsse in den Hedgefondssektor verständlich. Nach einer vorsichtigen Schätzung hat sich die Zahl der Fonds von ca. 1.370 im Jahr 1988 mit einem Volumen von 42 Mrd. US-Dollar weltweit auf rund 9.000 Ende 2005 mit einem Volumen von ca. 1.000 Mrd. US-Dollar um ein Vielfaches erhöht. Neben vermögenden Privatpersonen (»High Net Worth-Individuen«) drängen zunehmend auch Pensions- und In-

vestmentfonds, Versicherungen, Banken und Stiftungen sowie kleinere Privatanleger in diese Anlageklasse. Diese Investoren nutzen Hedgefonds vor allem zur Portfoliooptimierung. Ihre Nachfrage eröffnet dem Hedgefondssektor ein enormes Wachstumspotenzial.

Doch was sind Hedgefonds genau und wie funktionieren sie? Können sie im Vergleich zu klassischen Anlageformen eine bessere Rendite bei weniger Risiko bieten? Auf diese und viele weitere Fragen wird dieses Buch Antworten geben.

Für die freundliche Unterstützung bei dieser Arbeit möchte ich Diplom-Ingenieur Hans-Jürgen Götte danken.

In diesem Buch wurden teilweise Bezeichnungen verwendet, die eingetragene Warenzeichen sind; diese unterliegen als solche den gesetzlichen Bestimmungen. Sämtliche Daten, Formeln und Ausführungen in dem vorliegenden Buch wurden mit größter Sorgfalt recherchiert und zusammengestellt. Dennoch können weder Verlag noch Autor sich für deren Richtigkeit verbürgen; jegliche Haftung seitens Verlag oder Autor für die Richtigkeit der in diesem Buch gemachten Angaben ist daher ausgeschlossen.

Inhaltsverzeichnis

1. Einleitung 1

1.1. Irrglauben: Hedgefonds haben etwas mit Hedging zu tun! 2

2. Hedgefonds im Vergleich zu anderen Alternativen Investments 7

2.1. Private Equity 8
2.2. Managed Futures 13
2.3. Sonstige Alternative Investments 16
2.4. Wie unterscheiden sich Hedgefonds von anderen Alternativen Investments? 17

3. Hedgefonds: Die Grundlagen 19

3.1. Was sind Hedgefonds? 19
3.1.1. Die Unterschiede zwischen Hedgefonds und traditionellen Investmentfonds 21
3.2. Was steckt hinter Hedgefonds? 25
3.2.1.1. Fehlerkorrektur durch Hedgefonds 31
3.2.1.2. Was sind die Ertragsquellen der Hedgefonds? 37
3.2.3.1. Resümee 39
3.2.2. Geschichte der Hedgefonds 40
3.2.2.1. Der Vater der Hedgefonds: Alfred Winslow Jones 40
3.2.2.1.1. Exkurs: Short Selling (Leerverkauf) 43
3.2.2.1.2. Exkurs: Leverage (Aufnahme von Fremdkapital) 45
3.2.2.1.3. Ein Beispiel für das Zusammenspiel von Short-Selling und Leverage 48
3.2.2.2. Der erste Boom und die erste Krise 49
3.2.2.3. Die Entwicklung der Hedgefonds von 1986 bis 2001 50
3.2.2.4. Der Hedgefondsmarkt heute 54
3.2.2.5. Mythen über Hedgefonds: Was ist wahr und was ist falsch? .. 60
3.2.2.6. Wie können wir aus der Geschichte der Hedgefonds lernen? 64
3.2.3. Aufbau und Struktur eines Hedgefonds 65

4. Hedgefondsstrategien – Eine Frage des Stils 69

4.1. Relative Value – marktneutrale Strategien 71
4.1.1. Anleihen-Arbitrage (Fixed Income Arbitrage) 72

4.1.1.1. Abgeleitete Strategien von der Fixed-Income-Arbitrage 74
4.1.2. Wandelanleihen-Arbitrage (Convertible Bond Arbitrage) 75
4.1.3. Statistische Arbitrage 77
4.1.4. Sonstige marktneutrale Arbitrage-Strategien 78
4.2. Event-Driven – ergebnisorientierte Strategien 79
4.2.1. Merger-(Übernahme) oder Risk-Arbitrage 79
4.2.2. Distressing Investing 82
4.2.3. Sonstige Event Driven Strategien 84
4.3. Global-Macro-Strategien 86
4.3.1. Währungen (Currencies) 87
4.3.2. Emerging Markets 89
4.3.3. Market-Timing-Strategien 90
4.3.4. Rohstoffe (Commodity) 91
4.4. Long-Short-Strategien 91
4.4.1. Short Selling (Dedicated Short Bias) 95
4.4.2. Equity Hedge und Equity-Non-Hedge 97
4.5. Managed-Futures 97
4.6. Multi-Manager-Strategien 98

5. Rendite und Risiko von Hedgefonds 101

5.1. Hedgefonds-Indices 101
5.2. Performanceanalyse von Hedgefonds 106
5.2.1. Wie wird der Erfolg von Hedgefonds gemessen? 107
5.2.1.1. Eindimensionale Erfolgsmessung 107
5.2.1.2. Zweidimensionale Erfolgsmessung 109
5.2.2. Daten und Vorgehensweise der Performancemessung von Hedgefonds 112
5.2.2.1. Betrachtung der Performance der Hedgefonds 112
5.2.3. Probleme bei der Performancemessung von Hedgefonds 118
5.2.4. Ansätze zur Lösung der Probleme bei der Performance-messung von Hedgefonds 125
5.3. Resümee 128
5.3.1. Zusätzliche Risiken von Hedgefonds 129

6. Hedgefonds im Portfoliokontext 135

6.1. Grundzüge der Portfoliotheorie 135
6.2. Korrelation zwischen Hedgefonds und klassischen Anlagen 138
6.3. Portfoliooptimierung mittels Hedgefonds 143
6.3.1. Portfoliooptimierung auf Basis der Standardabweichung 144
6.3.2. Portfoliooptimierung auf Basis des Value at Risk 154
6.4. Resümee 158

7. Wie investiert man in einem Hedgefonds? 161

7.1. Direktanlage 163
7.2. Indirekte Anlage 165
7.2.1. Dachfonds-Konzept 167
7.2.2. Geschlossene Investmentgesellschaften 173
7.2.3. Zertifikate 175
7.2.4. Anleihen/Wandelanleihe 179
7.2.5. Produkte mit Kapitalgarantie 180
7.2.5.1. Externer Garantiegeber 180
7.2.5.2. Sicherung der Rückzahlungsgarantie mittels Zerobonds 181
7.2.5.3. Sicherung der Rückzahlungsgarantie durch Überwachung des Mindestvermögens des Hedgefonds 182
7.3. Resümee 183

8. Wie Privatanleger Investitionen in Hedgefondsstrategien eigenständig umsetzen können 185

8.1. Die Regeln des Money-Managements 186
8.2. Die wichtigsten Trading-Tools 189
8.2.1. Chartanalyse 190
8.2.1.1. Trendanalyse 191
8.2.1.2. Widerstands- und Unterstützungslinien 194
8.2.1.3. Trendumkehrformationen 195
8.2.2. Technische Indikatoren 197
8.2.2.1. Stimmungsindikatoren 197
8.2.2.2. Gleitende Durchschnitte 198
8.2.2.3. Der Renko-Chart 201
8.2.3. Anwendung der technischen Analyse 202
8.2.3.1. Marktphasen erkennen 203

8.2.3.1.1. Beispiel für die Anwendung der technischen Analyse 204
8.2.3.1.2. Exkurs: Andere Möglichkeiten zur Ermittlung eines Trends 207
8.2.4. Mit welchen Finanzinstrumenten können alternative Investmentstrategien umgesetzt werden? 208
8.2.4.1. Wie funktionieren Zertifikate? 212
8.2.4.2. Einsatz von Zertifikaten 214
8.2.4.2.1. Zertifikate in Aufwärtsmärkten 215
8.2.4.2.2. Zertifikate in Seitwärtsmärkten 216
8.2.4.2.3. Zertifikate in Abwärtsmärkten 217
8.3. Resümee..... 219
9. Fazit 221
9.1. Beurteilung von Hedgefonds nach dem magischen Dreiecks der Vermögensanlage..... 221
9.1.1. Anlagekriterium Sicherheit (Risiko)..... 221
9.1.2. Anlagekriterium Liquidität 223
9.1.3. Anlagekriterium Rentabilität..... 224
9.1.4. Resümee 228
10. Literaturverzeichnis 231
11. Stichwortverzeichnis 235

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Beispiele aus dem Universum der Alternativen Investments 7
Abbildung 2: Schematische Darstellung des Ablaufes eines Leerverkaufes 43
Abbildung 3: Entwicklung des Hedgefondsmarktes von 1989 bis 2005 54
Abbildung 4: Typischer Aufbau eines Hedgefonds 65
Abbildung 5: Unterschiedliche Performance der bekanntesten Hedgefonds-Indices im Jahr 2002 104
Abbildung 6: Konstruktion des *CSFB/Tremont-Index* 106
Abbildung 7: Volatilität und Rendite von Hedgefondsstrategien 114
Abbildung 8: Untersuchung des Verhaltens von marktneutralen Strategien bei unterschiedlichem Marktumfeld 116
Abbildung 9: Untersuchung der Global Macro und der Long/Short-Strategien abhängig vom Marktumfeld 117
Abbildung 10: Verteilung der Renditen des CSFB/Tremont Hedgefonds-Indices 119
Abbildung 11: Grafische Simulation des Portfolioeinflusses von Hedgefonds auf ein traditionelles Portfolio in US-Dollar (Daten aus Tabelle 11) 146
Abbildung 12: Effizienzkurven von verschieden Gemischen mit und ohne Hedgefonds auf US-Dollar-Basis 148
Abbildung 13: Grafische Simulation des Portfolioeinflusses von Hedgefonds auf ein traditionelles Portfolio in Euro (Daten aus Tabelle 13) 151
Abbildung 14: Effizienzkurven von verschiedenen Gemischen mit und ohne Hedgefonds auf Euro-Basis 152
Abbildung 15: Effizienzkurven für Gemische aus Aktien, Anleihen und Hedgefonds auf Basis des normalen und modifizierten Value at Risk 155
Abbildung 16: Schematische Darstellung eines offenen Dachfonds-Konzeptes 168
Abbildung 17: Schematische Darstellung des Konzeptes einer geschlossenen Dachfondsgesellschaft anhand einer Aktiengesellschaft 174
Abbildung 18: Schematische Darstellung des Konzeptes eines Hedgefonds-Zertifikates 176
Abbildung 19: Chart des Deutschen Aktienindexes 190
Abbildung 20: DAX mit Aufwärts- und Abwärtstrendlinie 192
Abbildung 21: DAX mit Unterstützung und Widerstandskurs 194
Abbildung 22: Kopf-Schulter-Formation 196
Abbildung 23: Doppelboden 196
Abbildung 24: Rechteck-Formation 197
Abbildung 25: DAX mit 200 Tage gleitenden Durchschnitt 199

Abbildung 26: Oszillator 200
Abbildung 27: Renko-Chart des DAX (15.10.1995 bis 8.10.98) mit einer 100-Punkte-Brick-Größe 202
Abbildung 28: Deutscher Aktienindex mit langfristigem Trend 204
Abbildung 29: Kurse des Deutschen Aktienindexes von 2001 bis 2003 205
Abbildung 30: Deutscher Aktienindex mit 50 und 200 Tage gleitenden Durchschnitt 206
Abbildung 31: Kursentwicklung des DAX'es in den Jahren 2003 bis 17. Nov. 2006 206

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Unterschiedliche Kursverläufe der Siemens Aktie nach 6 Monaten und deren Auswirkung auf das Depot von Herrn Vorsichtig 4
Tabelle 2: Vergleich des Konkurses von Enron und des Hedgefonds LTCM 64
Tabelle 3: Überblick über die Hedgefonds-Stilrichtungen 70
Tabelle 4: Statistische Wahrscheinlichkeit um eine bestimmte Rendite zu erzielen für einen Long/Short Hedgefonds mit einer Rendite von 15 % und einer Standardabweichung von 40 % (vgl. BAI, S.35). 111
Tabelle 5: Ergebnisse der Performancemessung 113
Tabelle 6: Renditen von Hedgefondsstrategien in extremen Marktumfeldern 115
Tabelle 7: Schiefe, Exzess und Autokorrelation für verschiedene Hedgefondsstrategien 123
Tabelle 8: Modifizierte Standardabweichung für die Hedgefondsstrategien 127
Tabelle 9: Korrelationsmatrix (in US-Dollar) 139
Tabelle 10: Korrelationsmatrix (in Euro) 140
Tabelle 11: Simulation des Portfolioeinflusses von Hedgefonds auf ein traditionelles Portfolio (in US-Dollar) 145
Tabelle 12: Ergebnisse der Optimierung von klassischen Aktien und Rentendepots für verschiedene Hedgefondsstrategien (Basis US-Dollar) 149
Tabelle 13: Simulation des Portfolioeinflusses von Hedgefonds auf ein traditionelles Portfolio (in Euro) 151
Tabelle 14: Vergleich der Performance von ge- und unhedgeten Hedgefonds 153
Tabelle 15: Modifizierte und normaler Sharpe-Ratio bei Monatsrendite von 0,65 % 156
Tabelle 16: Beispiele für Hedgefondszertifikate die auf eigene Indices der Emittenten beruhen 179
Tabelle 17: Beispiele für Aktien der Nifty 50 in Jahren von 1972-1974 und danach 185
Tabelle 18: Beurteilung der Hedgefonds aus Sicht des magischen Dreiecks der Vermögensanlage 228

1. Einleitung

Jeder Physiker kennt Hoimar von Difurths Ausspruch aus seinem gleichnamigen Klassiker »*Am Anfang war ... der Wasserstoff*«. Das Investmentuniversum der Hedgefonds steht dem Kosmos an Komplexität nur wenig nach. So ist in der Finanzwelt wohl kaum ein Begriff mit so viel Mystik belegt. Nicht umsonst werden Hedgefonds in den Medien an einem Tag begeistert gefeiert und am nächsten Tag verteufelt. So entsteht in der Öffentlichkeit häufig ein falsches und stark verzerrtes Bild über Hedgefonds. Viele Finanzmarktinteressierte ahnen nur, was sich hinter dem Begriff Hedgefonds verbirgt. Doch dieser ist auch in der Finanzwelt nicht klar bestimmt. So definieren Einige Hedgefonds als die vierte Assetklasse neben den drei etablierten Assetklassen Bargeld, Aktien und Renten. Für andere Experten sind Hedgefonds jedoch keine eigene Assetklasse, sondern eine Kombination der besten Möglichkeiten der etablierten drei Assetklassen. Eindeutig ist dieser Gegensatz nicht aufzulösen. Mehrheitlich wird aber davon ausgegangen, dass Hedgefonds eine eigene Assetklasse bilden. Unabhängig von dieser theoretischen Diskussion haben sich Hedgefonds in den letzten Jahren kontinuierlich von einer überschaubaren und stark intransparenten Randerscheinung der Asset-Management-Industrie hin zu einer attraktiven Alternative für private wie institutionelle Investoren entwickelt.

In den letzten Jahren der Aktienbaisse erkannten viele Anleger, dass die Diversifikation ihrer Portfolios in die drei Assetklassen Bargeld, Aktien und Renten für eine erfolgreiche Geldanlage nicht ausreichend war. Denn der traditionelle Blickwinkel der Anleger auf die Kapitalmärkte ist vollständig auf steigende Kurse innerhalb dieser Assetklassen ausgerichtet. Die starken Verwerfungen am Kapitalmarkt führten zu enormen Verlusten bei den Anlegern. Eine Ursache für diese Verluste ist in der mangelnden Möglichkeit zu sehen, in Strategien zu investieren, die unabhängig von der Marktentwicklung Renditen erzielen.

Die negativen Erfahrungen der Anleger führten zu einer Änderung des Investitionsverhaltens sowie zu einem grundsätzlichen Umdenken innerhalb der Asset-Management-Gesellschaften. Der Gedanke der absoluten Rendite in

der Struktur eines traditionellen Investmentfonds wurde weitergedacht. Damit entstanden eine Vielzahl von Total-Return-Fonds, deren Flaggschiffe zur Zeit der *Activest Total Return* und der *Dit Euro Bond Total Return Fonds* sind. Hinter dem Total-Return-Prinzip steckt die Strategie mit Zinsen und Kursgewinnen eine positive Rendite zu erzielen.

Darüber hinaus suchte man nach Möglichkeiten, Investoren die margenträchtigsten Produkte der Finanzmärkte zugänglich zu machen – also Hedgefonds. Doch auch wenn die Investition in Hedgefonds immer salonfähiger wird, bleiben sie weiterhin Zielscheibe öffentlicher Kritik. Vor allem der Beinahekollaps des *Long-Term-Capital-Management-Hedgefonds* im Herbst 1998 ließ das Anlageinstrument Hedgefonds erneut in den Mittelpunkt öffentlicher Diskussionen geraten. Finanzexperten machen die Hedgefonds für extreme Kurskapriolen bei Aktien, Anleihen, Währungen, Gold und Rohstoffen verantwortlich. Politiker behaupten gar, sie würden mit ihrem Anlagevolumen die Finanzmärkte erheblich beeinflussen und destabilisieren. Tatsächlich gibt es Beispiele, die diese Behauptung untermauern. So wurde im September 1992 George Soros, einer der populärsten Vertreter der Hedgefondsbranche, für den Ausschluss des britischen Pfunds aus dem europäischen Wechselkurssystem verantwortlich gemacht. Die Investmentstrategie seines *Quantum Funds* soll die starke Abwertung des britischen Pfunds bewirkt haben. Verstärkt wurde dieses Ereignis durch zahlreiche Marktteilnehmer, die die Handelsstrategie des *Quantum Funds* nachahmten.

Auf der anderen Seite wecken Schlagzeilen wie »Hedgefonds bringen Würze ins Portfolio« oder »Die Superreichen der Welt investieren verstärkt in Hedgefonds« das Interesse vieler Anleger. Sind Hedgefonds also der Schlüssel zum Glück oder sind sie ein gefährliches Instrument der Kapitalmärkte? Dieses Buch soll genau diese Frage beantworten, in dem es dem finanzmarktinteressierten Leser ein tieferes Verständnis für die Chancen und Risiken, die mit Investitionen in Hedgefonds verbunden sind, vermittelt.

1.1. Irrglauben: Hedgefonds haben etwas mit Hedging zu tun!

Der Grundgedanke der heutigen Hedgefonds, Vermögenspositionen gegenüber Wertverlusten abzusichern, ist nicht neu. Ihn gibt es im Wirtschaftsleben

schon seit jeher. Beispielsweise sicherten im 17. Jahrhundert Kaufleute, Hersteller und Händler in Japan die Reispreise durch so genannte »warehouse receipts« ab. In der Finanzwelt bedeutet Hedging, dass ein Zaun, eine Hecke (engl. „hedge“) um die Assets (Aktien oder Anleihen) gezogen wird, um sie vor den Widrigkeiten des Marktes zu schützen. Beim Hedging geht es also darum, Risiken auszuweichen, diese einzufassen bzw. zu begrenzen. So hebt »echtes« Hedging Risiken bestimmter Wertpapierpositionen durch Eingehen von Gegenpositionen auf.

Zum besseren Verständnis des »echten« Hedgings sehen wir uns folgendes Beispiel an: Das Aktiendepot von Herrn Vorsichtig enthält 100 Siemens-Aktien zu einem Kurs von 150 Euro. Herr Vorsichtig möchte seine bisher erzielten Kursgewinne absichern, ohne aber auf einen möglichen weiteren Kursanstieg der Aktie zu verzichten. Deswegen erwirbt Herr Vorsichtig 100 Put-Optionen[1] (»Gegenposition zu den Aktien«) der Siemens-Aktie zu einem Basispreis von 150 Euro, mit einem Bezugsverhältnis von 1:1 und einer Restlaufzeit von 6 Monaten zu einem Optionspreis von 10 Euro, also für insgesamt 1.000 Euro.

In der nachstehenden Tabelle sind mögliche Kursverläufe der Siemens-Aktie nach einem halben Jahr und ihre Auswirkung auf das Depot von Herrn Vorsichtig dargestellt.

[1] Mit dem Kauf von Put-Optionen erwirbt der Anleger das Recht, den zu Grunde liegenden Basiswert (Aktie) der Option zu einem festgelegten Basispreis verkaufen zu können. Wählt der Anleger zum Beispiel eine Option mit einem Basispreis nahe dem aktuellen Kurs des Basiswertes, so kann er den Basiswert während der Laufzeit der Option zum aktuellen Kurs verkaufen. Damit ist der Anleger gegen Kursverluste des Basiswertes abgesichert.

Tabelle 1: Unterschiedliche Kursverläufe der Siemens Aktie nach 6 Monaten und ihre Auswirkung auf das Depot von Herrn Vorsichtig

Stand der Siemens-Aktie nach 6 Monaten	Wert der 100 Siemens-Aktien	Wert der 100 Put-Optionen nach 6 Monaten, d.h. am Verfallstag	Depotwert von Herrn Vorsichtig **ohne** Absicherung	Depotwert von Herrn Vorsichtig **mit** Absicherung
170 Euro	17.000 Euro	0 Euro	17.000 Euro	16.000 Euro*
150 Euro	15.000 Euro	0 Euro	15.000 Euro	14.000 Euro*
130 Euro	13.000 Euro	2.000 Euro	13.000 Euro	14.000 Euro*
110 Euro	11.000 Euro	4.000 Euro	11.000 Euro	14.000 Euro*

* Der Depotwert mit Absicherung ergibt sich aus der Addition des Wertes der Put-Optionen und dem Wert der Siemens-Aktien abzüglich der Kosten für die Absicherung von 1.000 Euro.

Durch die Kosten der Absicherung schneidet das Depot von Herrn Vorsichtig bei steigenden oder gleich bleibenden Kursen immer um ca. 1.000 Euro schlechter ab als ohne Absicherung. Bei Kurseinbrüchen ist er aber weitestgehend vor Verlusten geschützt.

Beim »echten« Hedging bezahlt der Anleger also für die Verringerung des Risikos immer mit einer Minderung seiner Renditeaussichten. Stattdessen gibt er das Risiko an einen anderen Marktteilnehmer ab, der sich dies mit einer Prämie bezahlen lässt. Nach George Soros findet an der Börse nicht nur ein Austausch von Kapital gegen Aktien statt, sondern auch ein Handel von Risiken. Darum gilt: Wer Kapital anlegt, geht damit stets Risiken ein – hohe oder niedrige. Wer höhere Risiken übernimmt, tut das nur, weil er sich eine höhere Rendite verspricht. Daraus leitet sich die Börsenweisheit »*Wer den Verlust fürchtet, kann keine Gewinne machen*« ab.

Wenn aber dieser Zusammenhang außer Kraft gesetzt wird, d. h. höhere Renditen ohne höheres Risiko zu erzielen sind, so spricht man von Marktineffizienzen. Sie sind das bevorzugte Tätigkeitsfeld von Hedgefonds. Hedgefonds tragen diesen Namen allerdings nicht, weil sie »echtes« Hedging betreiben, also Risiken abgeben, sondern weil sie die Finanzinstrumente (z. B. Optionen) nutzen, die ursprünglich zum Absichern von Risiken geschaffen wurden.

Derivate bieten also die Möglichkeit, Erwartungen an eine bevorstehende Kursentwicklung mit geringem Kapitaleinsatz und daher mit hoher Hebelwirkung schnell umzusetzen. Wie ein Aktienfondsmanager macht ein Hedge-

fondsmanager auch nur dann Gewinn, wenn seine Einschätzung richtig war, und Verlust, wenn er falsch gelegen hat. Deshalb stellen Hedgefonds auch keine Garantie für Gewinne dar.