

Der große Hedgefonds-Schwindel

Von Karl-Heinz Thielmann

Das vergangene Jahrzehnt war in der Finanzindustrie mit dem Aufstieg sogenannter Alternativer Investments bzw. Hedgefonds verbunden. Nach dem Platzen der Aktienblase im Jahr 2000 und angesichts niedriger Renditen bei festverzinslichen Papieren suchten viele institutionelle Investoren ihr Heil bei Produkten, die frei von den Beschränkungen für konventionelle Finanzinstrumente hohe und risikoarme Renditen versprachen. Nach Schätzungen von Hedge Fund Research Inc., (HFRI) sind weltweit derzeit ca. 1.750 Mrd. Euro in ca. 9.500 Hedgefonds angelegt. Das Anlagevolumen dürfte damit mehr als 8-mal so groß sein wie noch vor 12 Jahren.

Hedgefonds sind geschlossene Investmentgesellschaften, die keinen rechtlichen Beschränkungen über die Verwendung ihrer Anlagemittel unterliegen. Sie sind oftmals an Offshore Finanzplätzen beheimatet. Die Fondsmanager erhalten für ihre Arbeit neben einer Grundvergütung (normalerweise 2% vom Fondsvolumen p.a.) eine Vergütung auf der Basis der tatsächlich von dem Fonds erzielten Erträge (i.d.R. 20% der Gewinne).

Als Argumente, warum Hedgefonds besser seien sollen als konventionelle Geldanlagen, werden von den Befürwortern folgende Gründe genannt:

- Hedgefonds zielen auf eine positive und risikoeffiziente Wertentwicklung unabhängig vom Marktumfeld ab.
- Sie sind nicht den gesetzlichen Beschränkungen für Vermögensverwalter unterworfen und können damit zur Erzielung ihrer Performanceziele alle Finanzinstrumente i.d.R. unbeschränkt einsetzen. Mit Leerverkäufen können sie auf negative Entwicklungen spekulieren. Über Derivate und Kredite können sie durch Hebelwirkung ihre Performance quasi verstärken.
- Die Interessen von Kunden und Fondsmanagern sind miteinander verbunden, da sich die Entlohnung der Manager an den tatsächlich erzielten Wertsteigerungen orientiert.
- Es gibt zahlreiche Hedgefondsindizes, die – mit Ausnahme des Krisenjahres 2008 – im langfristigen Vergleich eine den traditionellen Aktien- oder Rentenindizes überlegene Performance ausweisen.

Anlagestrategien von Hedgefonds sind sehr heterogen und lassen sich nur schwer kategorisieren. Dennoch kann man sie in Anlehnung an die Systematik von Hedge Fund Research, Inc. in vier große Gruppen aufteilen:

- Equity Hedge: Equity Hedge Strategien beruhen auf dem Verkauf oder Leerverkauf von Aktien oder ihnen zugehörigen Derivaten. Hierbei gibt es große Unterschiede, welche Investmentprozesse genutzt werden. So gibt es sowohl quantitative wie auch fundamentale Techniken; Strategien können breit diversifiziert oder auf spezifische Bereiche fokussiert sein.
- Event Driven: Investment Manager investieren in Finanzinstrumente bestimmter Unternehmen, bei denen strukturelle Änderungen erwartet werden, sei es durch Akquisitionen, Merger, Restrukturierungen, Kapitalschnitte, Aktienrückkäufe oder Ähnliches. Hierbei wird nicht nur in konventionelle Aktien oder Renten investiert, sondern gerne auch in eine Vielzahl von spezifischen Hybridpapieren, die unterschiedliche Sensitivitäten zu gesamtwirtschaftlichen oder unternehmensspezifischen Entwicklungen haben. Investmententscheidungen werden typischerweise auf der Basis fundamentaler Analysen getroffen, quantitative Methoden spielen keine Rolle.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

- Global Macro: Investments sollen die Veränderungen globaler ökonomischer Variablen ausnutzen. Hierzu werden Analysen ökonomischer Zusammenhänge durchgeführt sowie ihr Einfluss auf Aktien-, Zins-, Währungs- und Rohstoffmärkte prognostiziert. I.d.R. werden dann Anlagen mit hoher Hebelwirkung eingegangen, um einen möglichst hohen Anlageerfolg zu erzielen.
- Relative Value: Bei diesem Anlagestil geht es darum, fundamental nicht gerechtfertigte Bewertungsunterschiede zwischen einzelnen Wertpapieren auszunutzen. Hierbei wird typischerweise eine Position in einem unterbewerteten Finanzinstrument aufgebaut und im Gegenzug das überbewertete Instrument leer verkauft. Die Funktionsweise dieses Ansatzes ist davon abhängig, dass es einen Marktmechanismus gibt, der Bewertungsunterschiede ausgleicht, was in Zeiten von Finanzmarkturbulenzen aber nicht immer funktioniert. Investment Manager benutzen hierbei eine Vielfalt von fundamentalen and quantitativen Verfahren zur Identifikation von Investmentchancen und investieren praktisch in alle Arten von Finanzprodukten.

Der erste Fonds, dem man im heutigen Sinne als Hedgefonds bezeichnen kann, wurde im Jahr 1949 durch den Investor Alfred W. Jones gegründet. Jones investierte in vornehmlich in Aktien, wobei er typischerweise Positionen von Titeln, zu denen er positiv eingestellt war, durch kreditfinanzierte Käufe verstärkte, während er Aktien, die er negativ einschätzte, leer verkaufte. In dem Saldo von Leerverkäufen und Kreditengagements drückte sich seine generelle Markteinschätzung aus: Im Fall einer positiven Marktwartung wurden die Kreditengagements erhöht und die Leerverkäufe zurückgefahren; im Fall einer negativen Einschätzung wurden die Leerverkäufe verstärkt und die Kreditengagements verringert. 20% aller realisierten Gewinne des Fonds gingen an den Manager als Performancevergütung. Der Begriff Hedgefonds wurde im Jahr 1966 in einem Bericht über Alfred W. Jones von der Zeitschrift Fortune geprägt, in dem festgestellt wurde, dass er trotz der hohen Performancevergütungen über einen Zeitraum von 10 Jahren eine um 87% bessere Wertentwicklung hatte als der beste konventionelle Investmentfonds. Diese positive Berichterstattung löste einen ersten kleinen Boom bei Hedgefonds-Gründungen aus, die von der Kombination aus Hebelwirkung und Performancevergütungen profitieren wollten. Angesichts der Börsenturbulenzen zwischen 1969 und 1974 verloren aber die meisten dieser Neugründungen relativ schnell viel Kapital und wurden wieder aufgelöst.

Zu den wenigen Überlebenden dieser wilden „Gründerzeit“ der Hedgefondsindustrie gehörten neben dem Stammvater Jones auch die später sehr erfolgreichen George Soros und Michael Steinhardt.

Bis 1986 blieb es relativ ruhig um die Hedgefonds. Eine überschaubare Anzahl von Managern investierte vorwiegend von Offshore Finanzplätzen aus Gelder vermögender Kunden, wobei die Volumen selten einige Mio. US\$ überstiegen. Doch dann berichte der „Institutional Investor“ über den Tiger Management Fonds von Julian Robertson, der in den 6 Jahren nach seiner Gründung eine durchschnittliche jährliche Performance von 43% erzielen konnte. Durch die aggressive Nutzung der stark an Bedeutung gewinnenden Derivatemarkte für konzentrierte Wetten auf bestimmte ökonomische Entwicklungen und zum Ausnutzen von Marktineffizienzen konnte diese spektakuläre Wertsteigerung erzielt werden. Viele Anleger wollten mit ähnlichen Strategien an diesem Erfolg teilhaben, und im Gegensatz zu den turbulenten Jahren um 1970 herum gelang es auch etlichen. Zwar scheiterten zwischenzeitlich immer wieder einige Fonds. Insbesondere auf Arbitrage ausgelegte Fonds, deren Erfolg auf der systematischen Ausnutzung von Marktineffizienzen beruht, kamen in Phasen steigender Marktunsicherheiten und damit einhergehender irrationaler Kursbewegungen unter Druck. So mussten 1994 einige große Fonds aufgeben, als Turbulenzen an den US-Zinsmärkten eine Reihe von Handelsstrategien ad absurdum führte. 1998 kam es zum bisher spektakulärsten Bankrott eines Hedgefonds,

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

als der Fonds Long-Term Capital Management (LTCM) so große Wetten eingegangen war, dass diese bei ihrem Fehlschlagen nicht nur zu groß waren, um sie wieder abzuwickeln, sondern ein Ausmaß erreicht hatten, dass sie das Weltfinanzsystem gefährdeten. Nur aufgrund einer massiven Intervention der US-Notenbank sowie einiger führender Banken konnte der Kollaps abgewendet werden.

Im Großen und Ganzen waren die 90er Jahre des abgelaufenen Jahrhunderts ein erfolgreiches Jahrzehnt für die Hedgefonds, in dem sie sich als Anlageform an den Finanzmärkten etablieren konnten. Dennoch blieben sie vergleichsweise unbedeutend im Vergleich zu konventionellen Finanzanlagen. Dies änderte sich mit dem Ende des Aktienbooms im Jahr 2000. Nach zwei Jahrzehnten kontinuierlicher Kurssteigerungen waren Aktien hoch bewertet und wurden von der Wachstumsschwäche 2001-2003 besonders hart getroffen. Die Rentenmärkte konnten zwar stabile, aber nur sehr niedrige Erträge liefern. Hedgefonds schienen in diesem Umfeld eine vielversprechende Lösung zu sein. Einerseits versprachen sie hohe Erträge, andererseits sollten diese Gewinne unabhängig von den allgemeinen Finanzmarktrends erwirtschaftet werden und somit relativ risikoarm sein. Eine ganze Industrie von auf Hedgefonds spezialisierten Consulting-Firmen, Investmentbanken sowie Research-Instituten entstand. Sie vermarkteten Hedgefonds bei vielen Anlegergruppen, die dieser Kategorie bisher skeptisch gegenüberstanden. Vor allem aber die spektakulären Erfolge von David Swensen, des Anlagemanagers der Stiftung der Yale-Universität, der durch Investments in Hedgefonds das Kapital innerhalb weniger Jahre verdoppeln konnte, führten dazu, dass Hedgefonds auch von vielen sicherheitsorientierten institutionellen Investoren als erstzunehmende Investments akzeptiert wurden. Zwischen 2000 und 2007 stieg das von Hedgefonds verwaltete Vermögen jährlich um durchschnittlich 40% an. Mit der Finanzkrise 2008 kam es zu einem Bruch in der Erfolgsgeschichte. Obwohl ein Hedgefonds Manager – John Paulson – mit seiner Wette gegen den US-Immobilienmarkt mit 15 Mrd. US\$ den bis dahin größten Gewinn erzielen konnte, der jemals durch Finanztransaktionen erwirtschaftet wurde, verloren die meisten anderen Wettbewerber deutlich an Wert. Auf der Basis des HFRX-Indizes war der durchschnittliche Verlust in diesem Jahr 23,3%. Eine Reihe von Hedgefonds musste noch weit höhere Einbußen verkraften und wurde liquidiert. Zudem wurde noch der Fonds des New Yorker Brokers Bernhard Madoff als Betrugsfall entlarvt, weil er seine Kunden jahrzehntelang mit erfundenen Erträgen getäuscht hatte.

Seitdem hat sich die Summe der verwalteten Gelder wieder etwas positiver entwickelt, liegt aber immer noch gut 20% unter ihrem Höchststand im Jahr 2007. Insgesamt haben aber die Ereignisse von 2008 die großen Schwächen von Hedgefonds offengelegt. Viele der angeblichen Vorteile haben sich ins Gegenteil verkehrt.

Dennoch wird von vielen Investmentconsultants, weiten Teilen der Finanzpresse und in Marketing-Materialien der Hedgefondsanbieter das Bild eines „überlegenen Investmentprodukts“ mit eigentlich nicht mehr haltbaren Argumenten aufrecht erhalten. Deswegen wurde dieser Artikel auch in Anlehnung an Julian Temples Film „The Great Rock’n’Roll Swindle“ von 1980 benannt, der auf satirische Art den Aufstieg einer Punkgruppe mit Hilfe von manipulierten Informationen beschreibt. Denn vieles an dem noch positiven Image von Hedgefonds lässt sich darauf zurückführen, dass über sie nur sehr selektive Informationen veröffentlicht werden.

Insgesamt fünf Problemfelder gibt es bei Hedgefonds, bei denen unserer Einschätzung nach ein zu positiver Eindruck besteht und auch weiter gepflegt wird:

- 1) Der Performance-Swindel: Die Performance von Hedgefonds wird oftmals zu positiv dargestellt.
- 2) Der Konsistenz-Swindel: Die Fähigkeit zum Erzielen konsistenter Erträge wird meist überschätzt.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

- 3) Der Risiko-Schwindel: Die mit Hedgefonds verbundenen Risiken werden meist unterschätzt.
- 4) Der Gebühren-Schwindel: Die übliche Gebührenstruktur sorgt weniger für Leistungsanreize, als dass sie Anleger benachteiligt.
- 5) Hedgefonds als Schwindel an sich: Die rechtliche Gestaltung von Hedgefonds begünstigt Finanzbetrug.

Im Folgenden werden die einzelnen Punkte genauer erläutert:

1) Der Performance-Schwindel

Zur Performance-Darstellung von Hedgefonds und zum Vergleich mit traditionellen Aktien- oder Rentenanlagen werden meist Hedgefondsindizes herangezogen. Es gibt eine Vielfalt von Indizes, die sowohl von konventionellen Indexanbietern wie Dow Jones oder Standard & Poors berechnet werden wie auch von spezialisierten Datenlieferanten wie Hedge Fund Research Inc. (HFRI) oder Barclay Hedge. Alle Anbieter liefern einen Gesamtindex für alle Hedgefonds sowie Subindizes für verschiedene Strategien, wobei diese aufgrund unterschiedlicher Abgrenzungen oft nur schwer vergleichbar sind.

Im Gegensatz zu den normalen Indizes für börsengehandelte Finanzprodukte basieren die in die Indexberechnung eingehenden Werte nicht auf transparent ermittelten Börsenkursen, sondern auf freiwilligen Angaben der Fondsmanager. Da es sich um nicht regulierte Produkte handelt, sind diese im Prinzip keinerlei Beschränkungen und Kontrollen bei der Wahl ihrer Bewertungsmethoden unterworfen. Es ist daher anzunehmen, dass vor allem solche Fondsmanager zur Indexberechnung beitragen, die eine positive Performance haben.

Um in die Indizes aufgenommen zu werden, müssen Hedgefonds bestimmte Mindestanforderungen an Größe, Liquidität und Transparenz erfüllen. HFRI hat für seine breiten, monatlich berechneten Indizes 2.200 Fonds ausgewählt. Angesichts von weltweit ca. 9.500 Fonds dürfte diese Auswahl jedoch kaum als repräsentativ gelten.

Insbesondere Fonds, die relativ früh scheitern, tauchen in den Indexberechnungen nicht auf. Insofern gibt es einen sogenannten „Survivors Bias“, da in die Berechnung von Indizes nur diejenigen eingehen, die tatsächlich schon über einen gewissen Zeitraum erfolgreich sind. Die Zahl der gescheiterten Fonds ist nicht unerheblich, wie sich aus der erheblichen Fluktuation innerhalb des Hedgefondsuniversums erkennen lässt. So wurden 2011 laut Daten von HFRI 1.197 neue Hedgefonds gegründet und 775 liquidiert.

Ein weiteres Problem bei der Performance-Darstellung mit Hedgefondsindizes ergibt sich bei populären Indizes wie dem HFRX-Monthly Indizes, weil sie die Fonds gleich gewichten. Somit gehen erfolgreiche kleine und mittelgroße Fonds in die Berechnung genauso ein wie schwerfällige große Fonds, sind also überrepräsentiert. Darüber hinaus berücksichtigen die Indizes nicht das Volumen der Hedgefondsindustrie insgesamt. So hat Simon Lack in seinem Buch „The Hedge Fund Mirage“ (Wiley Verlag, Hoboken 2012) darauf hingewiesen, dass für Zeitraum 1998-2010 für die Hedgefonds gemessen am HFRX-Index eine Gesamtpformance von 7,3 % p.a. ausgewiesen wird. Die gute Performance wurde aber vor allem zu Beginn der Berichtsperiode erwirtschaftet, als nur wenige Investoren engagiert waren. Nach den Mittelzuflüssen zur Mitte des Jahrzehnts sackten aber die Performancezahlen ab, die große Masse der Anleger konnte nur geringe oder sogar negative Anlageergebnisse erzielen. Berücksichtigt man diesen Volumeneffekt, kommt man auf eine durchschnittliche Performance von 2,2% p.a., eine wenig beeindruckende Zahl.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Selbst wenn man die Hedgefondsindizes trotz aller ihrer methodischen Probleme als Maßstab akzeptiert, so zeigen diese gerade in den letzten Jahren eine im Vergleich zu konventionellen Finanzprodukten sehr enttäuschende Performance an. So verlor der auf große Fonds konzentrierte HFRX Global Hedge Fund Index seit 2009 3% an Wert, der breitere HFRX Aggregate Index konnte in 2,5 Jahren insgesamt nur 4,5% zulegen.

2) Der Konsistenz Schwindel

Viele Hedgefondsmanager werben damit, dass sie eine Methodik gefunden haben, mit der sie auch auf längere Frist gesehen in der Lage sind, stabile Erträge aus der Ausnutzung von Marktineffizienzen zu generieren. Dies erscheint jedoch als sehr fragwürdig.

Zum einen lassen sich Finanzmärkte als „komplexe adaptive Systeme“ begreifen, also als lernfähige Systeme. Die Identifikation von spezifischen Marktineffizienzen durch einen Investor führt dazu, dass er zunächst hohe Erträge hieraus generieren kann. Dies zieht andere Investoren an, die eine ähnliche Strategie versuchen, was zu einer Verminderung der Gewinnmöglichkeiten für alle und damit letztendlich zu einer Beendigung der Marktineffizienz führt. Dieser „Lernprozess“ der Märkte führt oft dazu, dass eine auf einer spezifischen Methodik beruhende Strategie immer nur für einen gewissen Zeitraum funktioniert. Dies spiegelt sich auch in der Performance vieler Hedgefonds wider, die nach einer sensationellen Performance in der Frühphase nur noch geringe Erträge erwirtschaften konnten.

Wenn man große und längerfristig erfolgreiche Hedgefonds betrachtet, so stellt man fest, dass diese im Wesentlichen aus zwei Gruppen bestehen: Global Macro Fonds wie Bridgewater Pure Alpha oder George Soros Quantum Endowment Fund sowie Aktienfonds wie Baupost von Seth Klarman. Bei Global Macro Fonds resultiert die Performance aus der Fähigkeit des Management Teams, flexibel auf Marktsituationen zu reagieren und aggressive Wetten einzugehen. Sie agieren opportunistisch und liegen auch nicht immer richtig. Dies kann zu teilweise heftigen Performanceschwankungen führen, womit sie alles andere als konsistent sind. Ihr Erfolgsrezept ist weniger eine bestimmte Systematik als die Qualität des Managements. Langfristig erfolgreiche Aktienfonds wie Baupost arbeiten letztlich ähnlich wie klassische Fondsmanager bzw. wie Urvater Alfred W. Jones: Auf der Basis fundamentaler Analyse werden Aktien selektiert und Positionen über Derivate bzw. Leerverkäufe verstärkt. Der kurzfristige Erfolg dieser Strategie ist aber von Marktschwankungen abhängig und kann damit auch nicht als konsistent bezeichnet werden.

Insofern muss die Annahme einer längerfristig erfolgreichen und konsistenten Hedgefondsperformance als sehr fragwürdig angesehen werden. Gerade über mehrere Jahrzehnte erfolgreiche Fonds erscheinen kurzfristig oftmals relativ inkonsistent.

3) Der Risiko-Schwindel

Ein Hauptgrund für die wachsende Beliebtheit von Hedgefonds bei vielen institutionellen Investoren im vergangenen Jahrzehnt waren angebliche Verbesserungen der Risikoeigenschaften von Portfolios durch den Einsatz von Hedgefonds. Insbesondere zwei Argumente wurden genannt:

- Hedgefonds sind nicht korreliert zu anderen Anlageklassen und eignen sich daher als Bestandteil eines Portfolios zur Risikominderung durch Diversifikation.
- Hedgefonds weisen vielfach konventionellen Finanzprodukten überlegene Ertrags/Risikorelationen auf.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Eine geringe Korrelation zwischen Hedgefonds und anderen Finanzmarktindizes lässt sich aber nur für bestimmte Gruppen für die Zeit vor der Finanzkrise 2008 belegen. Nach 2008 zeigen Hedgefonds insgesamt eine ähnliche Richtung bei der Performance wie die großen Aktienindizes. Eine Erklärung hierfür könnte darin liegen, dass ihre Entwicklung letztlich doch von der globalen Wirtschaftsentwicklung abhängig ist, selbst wenn das Gegenteil behauptet wird.

Zudem sind Hedgefonds angesichts ihres großen Volumens nicht mehr wie noch vor 20 Jahren kleine und unabhängige Akteure, sondern inzwischen selbst bedeutender Bestandteil des Marktkonsensus geworden und reflektieren mit ihren Positionen auch die Marktmeinung. Deshalb sollte es nicht verwunderlich sein, wenn die Performance auch der allgemeinen Marktentwicklung entspricht.

Ein Problem bei der Berechnung von individuellen Risikomaßen ist ähnlich wie bei der Berechnung der Performance, dass die Daten für Hedgefonds zumeist nur monatlich ermittelt werden und von den Angaben der Anbieter abhängen. Insbesondere die Verwendung der Volatilität als Messgröße für das Risiko ist bei nur monatlichen Daten sehr problematisch und liefert nur unzureichende Vergleichszahlen. Hinzu kommt, dass die Volatilität nur das Kursrisiko reflektiert, nicht aber das Ausfallrisiko und auch nicht das Liquiditätsrisiko. Das Ausfallrisiko ist bei allen Hedgefonds überdurchschnittlich hoch, da sie mit Hebelwirkung ihre Performance zu steigern versuchen und deshalb extrem anfällig zu gegenläufigen Marktbewegungen sind. Zudem sind Hedgefonds von der Bonität ihrer Geschäftspartner abhängig, meist internationale Investmentbanken. So hat die Pleite von Lehman Brothers auch viele hiermit verbundene Hedgefonds mit in den Abgrund gerissen. Auch das Liquiditätsrisiko ist insbesondere für große Hedgefonds ein nicht zu unterschätzendes Risiko. LTCM scheiterte 1998 vor allem daran, dass die eigenen Positionen für eine reibungsfreie Auflösung viel zu groß geworden waren.

4) Der Gebühren-Schwindel

Die Beteiligung des Fondsmanagements an den absolut erwirtschafteten Erträgen des Fonds soll nach Aussage vieler Hedgefonds-Befürworter dafür sorgen, dass für die Manager ein wirtschaftlicher Anreiz besteht, langfristig verantwortlich mit dem ihnen anvertrauten Geld umzugehen. Sie sollen nur dann sehr viel Geld verdienen können, wenn auch der Kunde sehr viel Geld verdient. Leider sieht die Praxis aber anders aus. So berechnete Simon Lack in seinem Buch „The Hedge Fund Mirage“, dass die Hedgefonds im HFRX-Index zwischen 1998 und 2010 für die Kunden zwar 70 Mrd. US\$ an Gewinnen erwirtschafteten, aber für die Manager 379 Mrd. US\$ an Gebühren generierten. 84 % der erzielten Gewinne flossen also an die Manager, nur 16% verblieben bei den Kunden. Dieses ungünstige Ergebnis kommt durch die stark schwankenden Anlageergebnisse zustande. Während in guten Jahren für die Investoren Grundgebühren (typischerweise 2% p.a. vom Fondsvolumen) sowie eine Performance-Vergütung (normalerweise 20% der ausgewiesenen jährlichen Erträge) anfallen, muss auch in Verlustjahren die Grundgebühr gezahlt werden.

Für einen Manager, dessen Hedgefonds auf einem Handelssystem beruht, das nur für eine bestimmte Zeit funktioniert, ergibt sich hieraus eine Anreizstruktur, kurzfristig möglichst hohe Risiken einzugehen, um in dem Zeitraum, indem das Handelssystem funktioniert, möglichst viel zu verdienen. Scheitert das System, trägt das volle Verlustrisiko der Kunde. Insofern bewirkt die typische Vergütungsstruktur keinen Anreiz für langfristig verantwortlichen Umgang mit Kundengeldern. Im Gegenteil fördert sie auf kurzfristige Abzocke ausgelegte Anlagestrategien und das Eingehen übertriebener Risiken.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

5) Hedgefonds als Schwindel an sich

Die Domizilierung an Offshore-Finanzplätzen ohne nennenswerte Aufsicht sowie die von den Managern selbst durchgeführten Bewertungen können quasi als Einladung für Finanzbetrüger verstanden werden, sich diese rechtliche Konstruktion als Mantel für ihre unlauteren Aktivitäten zu geben. Ein Betrug kann nur dann aufgedeckt werden, wenn Kunden massiv Gelder zurückfordern und die fälligen Auszahlungen aus den Mitteln des Fonds nicht mehr gedeckt werden können.

Das spektakulärste Beispiel hierfür ist der Fonds von Bernhard Madoff, der über Jahrzehnte mit erfundenen Erträgen Tausende von Anlegern und Investment Consultants getäuscht hatte und einen Schaden von wahrscheinlich 18 Mrd. US\$ verursachte. Da seine Zahlen fiktiv waren, gelang es ihm nicht nur, stabile Erträge darzustellen, sondern auch günstige Risikowerte zu erreichen und sein Investment insbesondere in Hinblick auf Ertrags- und Risikorelationen günstig darzustellen. Er stolperte darüber, das Ende 2008 Investoren mehr Gelder abziehen wollten, als er zurückzahlen konnte.

In den USA wurden nach 2008 noch einige weitere betrügerische Hedgefondsmanager entlarvt und verurteilt wie Scott Rothstein, der innerhalb von 2 Jahren über 1 Mrd. US\$ durchbrachte; oder Alan Sanford, der innerhalb von 20 Jahren 7 Mrd. US\$ veruntreute.

In Deutschland nutzte Helmut Kiener zwischen 1995 und 2009 verschiedene Hedgefonds unter der Bezeichnung K1 dazu, Anlegergelder im Umfang von ca. 300 Mio. € zu veruntreuen. Interessant an dem Fall Kiener ist, dass die Finanzaufsicht Bafin seit 2001 versuchte, gegen den Fondsmanager vorzugehen, aber mehrfach vor Gericht scheiterte.

Ein weiteres dunkles Kapitel bei Hedgefonds ist, dass einige Fonds Insider-Informationen nutzen oder gegen Finanzmarktregeln verstoßen, um sich Vorteile zu verschaffen. Hier dürfte allerdings vieles noch unbekannt sein. Von den an das Licht der Öffentlichkeit gekommenen Fälle ist der des Fonds Galleon Group bisher am spektakulärsten. Sein Gründer Raj Rajaratnam wurde 2011 zu 11 Jahren Haft und einer Geldstrafe von 150 Mio. US\$ verurteilt. Ihm war es gelungen, über Jahre hinweg ein Insider-Netz aus Führungskräften von renommierten Unternehmen wie Goldman Sachs, McKinsey, Intel oder IBM aufzubauen, die ihm mit exklusiven Informationen versorgten.

Zusammenfassend kann man festhalten, dass es durchaus erfolgreiche Hedgefonds gibt, die auch über mehrere Jahre für ihre Anleger gute Erträge erwirtschaftet haben. Dennoch bilden diese Fonds inzwischen die Ausnahme. Viele der erfolgreichen Fonds verweigern inzwischen zudem die Annahme neuer Kundengelder, um sich ihre Flexibilität zu erhalten. Sie und ihre Managementkulturen stammen des weiteren zumeist aus einer Zeit, als Hedgefonds noch relativ unbedeutend und flexibel waren. Inzwischen ist ein Hedgefonds aber typischerweise ein intransparentes Massenprodukt mit mäßigen Ergebnissen und hohen Gebühren. Anleger sollten sich hiervon fernhalten.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Impressum:

LONG-TERM INVESTING Research AG - Institut für die langfristige Kapitalanlage

Vorstand: Karl-Heinz Thielmann

Aufsichtsrat: Dr. Gregor Seikel (Vorsitzender)

Weinbrennerstr. 17, 76135 Karlsruhe

Tel.: +49 (0)721 – 6293 9773, Fax.: +49 (0)322 2376 4968

E-Mail: info@long-term-investing.de

Inhaltlich verantwortlich: Karl-Heinz Thielmann

Weinbrennerstr. 17, 76135 Karlsruhe

Anhang:

a) Unser System der Unternehmensanalyse:

1. Mit der **qualitativen Analyse** werden Erfolgsfaktoren identifiziert, durch die Unternehmen eine anhaltende Fähigkeit zur Generierung von freiem Cashflow bzw. Überschusskapital haben: Weil sie a) aufgrund von dauerhaften Wettbewerbsvorteilen über eine überdurchschnittliche Marktposition verfügen; b) ein am langfristigen Unternehmenserfolg ausgerichtetes Management haben; c) den Erfolg nicht auf Kosten der Mitarbeiter oder der Umwelt erzielen (Corporate Governance; Nachhaltigkeit) bzw. d) von globalen Megatrends profitieren.
2. **Finanzstatusanalyse**: Bilanz, Gewinn-und-Verlust-Rechnung sowie Cashflow Rechnungen aus den aktuellsten Geschäftsberichte werden mit Bilanzkennzahlen ausgewertet.
3. Die **Bewertungsanalyse** wird auf der Basis eigener Prognosen mittels allgemein anerkannter und weitverbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse wie dem DCF-Modell; der Kennzahlenanalyse (insbesondere Kurs-Gewinn-Verhältnis; Dividendenrendite; Kurs-Buchwert; Unternehmenswert zu Umsatz) sowie von Peergroup-Vergleichen durchgeführt.
4. Bei der technischen Analyse untersuchen wir langfristige Trendverläufe sowohl in der absoluten Kursentwicklung wie auch in der relativen Kursentwicklung zu einem Vergleichsindex. Sofern nicht anders bezeichnet, ist für europäische Aktien dieser Vergleichsindex der STOXX® Europe 600 Preisindex; für außereuropäische Aktien der STOXX® Global 1800 Preisindex.
5. Darüber hinaus erfassen wir auch die **Risikofaktoren**, die einem langfristigen Anlageerfolg entgegenstehen. Dabei werden folgende Risiken einzeln bewertet:
Ausfallrisiko (Renten: das angelegte Geld wird nicht oder nur unvollständig zurückgezahlt; Aktien: Aufgrund von unternehmerischem Misserfolg kommt es zur dauerhaften Wertminderung der Anlage). Die Kriterien für das Ausfallrisiko sind: bei Unternehmen Bonität, Verschuldung (bilanziell und außerbilanziell), freier Cashflow, Produktvielfalt, Marktzutritt-Schranken, etc.; bei Ländern Budgetdefizite, Schattenhaushalte, Leistungsbilanzsalden, Währungssystem, Stabilität.
Kursrisiko (eine Kapitalanlage kann aufgrund von Kursschwankungen nur zu einem ungünstigen Kurs verkauft werden). Kriterien für das Kursrisiko sind Volatilitätskennzahlen wie die Standardabweichung oder β , etc.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Liquiditätsrisiko (eine Kapitalanlage kann mangels Nachfrager nicht oder nur unter Wert verkauft werden). Kriterien für das Liquiditätsrisiko sind: Tiefs bei Börsenumsätzen; Bid Ask Spread; Transaktionskosten, etc.

Inflationsrisiko (eine Kapitalanlage wird durch Steigerungen des allgemeinen Preisniveaus entwertet). Kriterien für das Inflationsrisiko sind: Duration, Kapitalintensität, Zinssensitivität, Preiselastizität der Nachfrage, etc.

Die Risikoarten werden nach Schulnoten eingestuft. Im Einzelnen vergeben wir folgende Bewertungen:

- 1: sehr gut (minimales Risiko)
 - 2: gut (praktisch kein Risiko; erhöhtes Risiko nur unter sehr unwahrscheinlichen theoretischen Extremumständen)
 - 3: befriedigend (normalerweise geringes Risiko; unter Extremumständen erhöhtes Risiko)
 - 4: ausreichend (normalerweise leicht erhöhtes Risiko; unter Extremumständen stark erhöhtes Risiko)
 - 5: mangelhaft (hohes Risiko, für Langfristanleger nicht geeignet; möglicherweise aber für Spezialisten mit kontinuierlicher Risikokontrolle oder kurzfristige Anleger noch geeignet)
 - 6: ungenügend (unverantwortlich hohes Risiko)
6. Bei Investmentfonds wird zusätzlich noch die Kostenbelastung bewertet. Hierbei wird ein Schulnotensystem analog zur Risikobewertung verwandt.

b) Empfehlungssystem:

Die Empfehlungen richten sich an einen Anleger mit einem Anlagehorizont von 5-10 Jahren und werden je nach der Risikoausrichtung der Investoren (risikoavers, konservativ, chancenorientiert, risikobewusst) differenziert. Hierbei gibt es 4 Abstufungen: Nicht empfehlenswert (0% Portfoliogewicht); zur Depotbeimischung geeignet (0%-2% Portfoliogewicht); Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht); Kerninvestment (4%-8% Portfoliogewicht). Ein Anleger sollte bei der Auswahl einzelner Investments auf Risikozusammenhänge zwischen den einzelnen Finanzinstrumenten achten und einen qualifizierten Anlageberater hinzuziehen.

Rechtliche Hinweise:

Hinweise gemäß FinAnV:

Die LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage erstellt Finanzanalysen im Sinne der „Verordnung über die Analyse von Finanzinstrumenten (Finanzanalyseverordnung - FinAnV)“.

Hinweis gemäß § 4 FinAnV:

1) Wesentliche Informationsquellen: Hauptinformationsquelle sind Geschäfts- und Quartalsberichte des Emittenten sowie von der Investorenbetreuung des Emittenten auf Webseiten, Investorenkonferenzen oder Analystenveranstaltungen zur Verfügung gestellte Informationen. Diese Quellen wurden bei den in dieser Ausgabe veröffentlichten Analysen nur passiv genutzt, die Emittenten haben nicht aktiv Informationen beigesteuert. Darüber hinaus werten wir auch Beiträge der seriösen Wirtschaftspresse sowie Nachhaltigkeitsreports über den jeweiligen Emittenten aus.

Umsatz-, Gewinn- und Dividendenschätzungen basieren auf eigenen Bewertungsmodellen. Volkswirtschaftliche Zeitreihen beziehen wir - sofern nicht anders angegeben - bei der Deutschen Bundesbank. In dieser Ausgabe wurde zusätzlich die aktuellen Ausgaben des Global Entrepreneurship Monitor sowie des OECD Economic Outlook zurückgegriffen. Die Zahlen im Artikel über Hedgefonds basieren auf Angaben aus dem Buch:

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Simon Lack, *The Hedge Fund Mirage* (Wiley Verlag, Hoboken 2012) sowie von Hedge Fund Research Inc. Die Schätzungen über den Umfang der Schäden von Finanzbetrug entstammen den jeweils aktuellsten Wikipedia-Artikeln über den jeweiligen Sachverhalt.

Für Kursdaten haben wir eine eigene Datenbank aufgebaut, die - sofern nicht anders angegeben – die amtlichen und um Kapitalmaßnahmen bereinigten Kurse von der jeweiligen Hauptbörse enthält. Hauptbörsen sind: Aktien Deutschland & ETF's: Xetra; Renten: Börse Stuttgart; USA: NYSE bzw. Nasdaq; Niederlande & Frankreich: Euronext; Spanien: Börse Madrid; Italien: Börse Mailand; internationale Technologieaktien: Nasdaq. Bei nicht als ETF's gehandelten Investmentfonds werden die von der KAG veröffentlichten Rücknahmekurse genommen.

Finanzanalysen werden vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten normalerweise nicht zugänglich gemacht und danach geändert. Abweichungen von dieser Praxis werden gesondert gekennzeichnet.

2) Zur Erstellung genutzte Bewertungsgrundlagen und Methoden: siehe Seite 8.

3) Das Datum der ersten Veröffentlichung unserer Analysen ist – sofern nicht anders gekennzeichnet – der auf der ersten Seite angegebene Erscheinungstag von „Mit ruhiger Hand“; für diese Ausgabe also der 6. 8. 2012.

4) Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten entsprechen – sofern nicht anders gekennzeichnet – dem Schlusskurs vom Vortag des Erscheinungsdatums an der genannten Hauptbörse des jeweiligen Finanzinstruments.

5) Aktualisierungen: Für Aktualisierungen der bestehenden Analysen aus der aktuellen Ausgabe ist kein fester Zeitrahmen vorgesehen und besteht auch keine Verpflichtung.

6) Hinweis auf eigene Finanzanalysen aus den der Veröffentlichung vorausgegangenen zwölf Monaten, die sich auf dieselben Finanzinstrumente oder Emittenten beziehen: keine Veröffentlichungen.

Hinweis gemäß § 5 FinAnV:

Interessenkonflikte: Umstände oder Beziehungen werden im Folgenden angegeben, die Interessenkonflikte begründen können, weil sie die Unvoreingenommenheit der Mitarbeiter, die die Analysen in dieser Ausgabe erstellt haben, der LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage als das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen sowie sonstiger an der Erstellung mitwirkenden Personen oder Unternehmen gefährden könnten.

Mitarbeiter an dieser Ausgabe haben oder waren in Bezug auf ein in dieser Ausgabe erwähntes Finanzinstrument bzw. mit einem genannten Emittenten:

- 1) Anteile im Besitz: keine
- 2) in den vergangenen 12 Monaten an Transaktionen beteiligt: keine
- 3) eine vertragliche Beziehung eingegangen: nein
- 4) an einer Emission oder Sekundärmarktplatzerung eines Finanzinstruments beteiligt: nein

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Disclaimer:

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen dienen ausschließlich informativen Zwecken. Sie stellen auf keinen Fall Werbung oder ein Angebot, insbesondere einen Prospekt oder eine Aufforderung zum Handel, der Zeichnung, dem Kauf oder dem Verkauf von Wertpapieren bzw. zur Teilnahme an einer Handelsstrategie, dar.

Obwohl unsere Informationen aus Quellen stammen, die wir für zuverlässig halten und der Inhalt dieser Publikation mit großer Sorgfalt zusammengestellt wurde, können wir keine - weder ausdrückliche noch stillschweigende - Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben übernehmen.

Wir behalten uns das Recht vor, jederzeit und unangekündigt Änderungen oder Aktualisierungen der in dieser Publikation enthaltenen Informationen vorzunehmen. Weder die LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage noch irgendwelche Aufsichtsräte, Vorstandsmitglieder oder Mitarbeiter dieser Gesellschaft können direkt oder indirekt für in dieser Publikation enthaltenen Informationen und/oder Empfehlungen haftbar oder verantwortlich gemacht werden.

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen sind auf keinen Fall als Erbringung einer Investmentdienstleistung zu verstehen und sind kein Ersatz für eine persönliche Anlageberatung. Die Verwendung der in dieser Publikation enthaltenen Informationen erfolgt ausschließlich auf eigene Gefahr. Wir sind weder direkt noch indirekt für irgendwelche Verluste oder Schäden, die dem Leser durch die Verwendung dieser Publikation oder durch eine darauf basierende Entscheidung entstehen, haftbar.

Investitionen sind mit Risiken verbunden. Bitte beachten Sie, dass der Wert der Anlage steigen oder sinken kann und die Wertentwicklung in der Vergangenheit nicht notwendigerweise aussagekräftig für die Wertentwicklung in der Zukunft ist und in keinem Fall als aussagekräftig betrachtet wird.

Diese Publikation und die darin enthaltenen Informationen sind streng vertraulich und dürfen zu keinem Zeitpunkt ohne unsere vorherige Zustimmung kopiert, vervielfältigt, verbreitet oder Dritten zugänglich gemacht werden. Jegliche Ansprüche, die sich aus oder im Zusammenhang mit den Bedingungen dieses Haftungsausschlusses ergeben, unterliegen deutschem Recht.

Die in dieser Publikation enthaltenen Analysen und alle darin aufgezeigten Informationen sind nur zur Verbreitung in den Ländern bestimmt, nach deren Gesetz dies zulässig ist. Diese Analyse richtet sich ausdrücklich nicht an Anleger in den USA, Japan und Kanada. In Großbritannien ist sie nur für Personen bestimmt, die in Art. 11 (3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind. Es wird darauf explizit hingewiesen, dass insbesondere auch die Weiterleitung dieser Publikation in die USA und an US-Personen sowie in alle Länder, in denen der Vertrieb dieser Publikation beschränkt ist, nicht zulässig ist.

Allein verbindliche Grundlage für den Erwerb von Investmentfonds sind die jeweiligen Verkaufsprospekte mit Risikohinweisen und ausführlichen Informationen, die Sie kostenlos bei Investmentgesellschaft unter auf ihrer Internetadresse erhalten.

Die Entlohnung der Mitarbeiter von „Mit ruhiger Hand“ hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit den Einschätzungen oder den Sichtweisen, die in dieser Publikation geäußert werden, zusammen.