

Marcus Friedrich (Hrsg.)

# Hedge Funds

# Hauptteil

## Prolog

### Das Leben im Paradoxon

Das vorliegende Buch beschäftigt sich mit Paradoxien im täglichen Leben im Allgemeinen und im Investmentbereich im Besonderen. Ein Charakteristikum einer Paradoxie ist ihre Unsicherheit und Unwägbarkeit, weil das, das wir wahrnehmen, möglicherweise gar nicht so existiert, wie wir es wahrnehmen. Hedge Funds können ein Mittel sein, diese Unsicherheit in den Griff zu bekommen.

In der Rückschau erscheinen uns viele Dinge plausibel. Ein Beispiel für diesen Hindsight Bias ist Xerox. Nicht Microsoft, nicht Apple haben die Doppelklicktechnologie erfunden – es war Xerox. Aber Xerox verstand sich als „document company“ und vergab somit die Möglichkeit, sich von einem Unternehmen der reinen Dokumentenbearbeitung in ein PC-Unternehmen zu entwickeln. Unser größter Konkurrent ist also unsere eigene Sicht der Zukunft.<sup>xiv</sup>

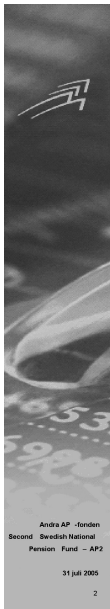
In jüngster Zeit sind Hedge Funds in den deutschen Medien sowie in der Politik kontrovers, aber nur rudimentär diskutiert worden. Unworte wie „Heuschrecken-Kapitalismus“ drangen an das Ohr

des interessierten Anlegers und verunsicherten viele Investoren. Das Ganze zeigt lediglich eines: Es wurde noch nicht verstanden, warum eigentlich in Hedge Funds investiert werden soll. Zugleich wurde die latent vorhandene Kalamität gegenüber allem Unbekannten weiter verstärkt. Dies gibt Anlass zur Sorge, da hierbei das mehr als sensible Thema der Altersvorsorge berührt wird.

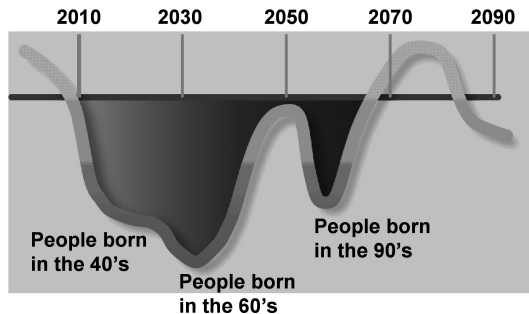
### Demographische Probleme

Wir leben in einer Welt permanenter Veränderungen und Herausforderungen, von der globalen Erwärmung bis hin zum weltweiten Terrorismus. Nichts ist allerdings so gewiss wie die globale Alterung der Bevölkerung, und nichts wird einen so starken, nachhaltigen und andauernden Effekt auf die Ökonomien haben.<sup>xv</sup>

Dabei besteht vor dem Hintergrund der demographischen Entwicklung in Zukunft ein Liability Mismatch.<sup>xvi</sup>



### Future deficits in the pension system



The retirement of large vintages creates a need for a buffer in the pension system.

Die Gründe dafür liegen im Rückgang der Geburtenzahlen und in der abnehmenden Fertilität. Dadurch sinkt der Anteil der jüngeren Bevölkerung. Im Betrachtungszeitraum 1960 bis 1965 lag er bei 2,5 Kindern pro Paar, im Betrachtungszeitraum 2000 bis 2005 ist er auf 1,3 Kinder pro Paar zurückgegangen. Im Jahr 1950 lag das Durchschnittsalter in der westlichen Welt bei 28,5 Jahren, im Jahr 2005 notierten wir 38,7 Jahre, und im Jahr 2050 werden wir auf 46,4 Jahre kommen. In diesem Zusammenhang stehen wir vor umfassenden Reformen des Pensionssystems, womit auch ein direkter und indirekter Einfluss auf die Kapitalmärkte ausgeübt wird: Direkt, weil Pensionsfonds selbst Umschichtungen vornehmen werden. Indirekt, weil verstärkt Allokationen in Alternative Investments, insbesondere in Hedge Funds, getätigt werden.

## **Aut tace aut loquere meliora silencio<sup>2</sup>**

Pensionsfonds werden Nettokäufer von Staatsanleihen in Höhe von 143 Milliarden US-Dollar sein, Nettokäufer von Aktien in Höhe von 245 Milliarden US-Dollar und Nettokäufer von Alternativen Anlagen in Höhe von 103 Milliarden US-Dollar.<sup>xvii</sup> Dadurch werden die Aktienpreise fallen sowie die Renditen der Staatsanleihe sinken. Viele Regierungen können keine Pensionsverpflichtungen übernehmen, weil sie keine finanziellen Mittel besitzen.

Das Pensionssystem besteht aus drei Säulen. Beim „Pay as you go“ obliegt dem Staat die gesamte Verpflichtung gewissermaßen von der Wiege bis ins Grab.<sup>xviii</sup> „Defined Contribution“ (DC) bedeutet hingegen, dass das Unternehmen einzahlt, aber lediglich eine Verpflichtung nach der Pensionierung in Höhe der eingezahlten Gelder hat. Beim „Defined Benefit“-Plan (DB) zahlt das Unternehmen ein. Zudem trägt es das gesamte Risiko, die Pension weiter zu bezahlen, sollte der Beitragszahler länger leben als erwartet. Diese Systematisierung ist im Ausland Standard. Auch Deutschland wird sich dieser

<sup>2</sup> Lateinisch: Nur wenn die Worte, die Ruhe übertreffen.

Entwicklung nicht verschließen können. Im Jahr 2001 wurde daher die Riester-Reform durchgeführt, im Jahr 2004 die Rürup-Reform auf den Weg gebracht. Traditionell gibt es in Deutschland folgende Vehikel: Bankreserven, Direktversicherung, Pensionskasse, Pensionsfonds und Unterstützungskasse.

Das Underfunding – der aktuelle Wert der Assets ist geringer als die künftigen Verbindlichkeiten – hat sich in einer Dekade in den USA mehr als vervierfacht: 1994 lag es bei 109 Milliarden US-Dollar, 2004 waren es 450 Milliarden US-Dollar. Die Zuflüsse in Pensionsfonds gaben Anfang der neunziger Jahre nach, weil man an den Aktienmärkten Gewinne machen konnte. Außerdem konnten die Unternehmen Ferien gewähren, anstatt Zahlungen zu leisten. Zudem besaßen viele Unternehmen keine finanziellen Mittel mehr, um in Pensionsfonds einzahlen zu können.

Traditionell sind die Pensionsfonds auf Asset-Rendite fokussiert. Die Benchmark ist der Vergleich mit den Peers. Allerdings macht Performance ohne die Berücksichtigung der Liability-Seite keinen Sinn. Short Duration heißt: Die Sensitivität der Pensions-Assets auf nachlassende Zinsen ist niedriger. Viele Pensionsfonds haben ein zu hohes Zins-Exposure. DB-Schemes nehmen ab, DC legen zu.

Die Pensions-Assets von acht Staaten – UK, USA, Dänemark, Schweden, Niederlande, Frankreich, Deutschland und Schweiz – haben einen Wert von zehn Trillionen US-Dollar.

Unternehmen haben ihre Beiträge erhöht und wechseln von DB zu DC. Hedging wird eingesetzt, um Kapitalverluste zu verhindern. In den USA entsprachen diese im Jahr 2001 insgesamt 25 Milliarden US-Dollar. Heute sind es 100 Milliarden US-Dollar. 22 Prozent des Lohns wird in die Alterssicherung investiert, im Jahr 2002 waren es nur 15,8 Prozent. Die Unternehmen investieren allerdings nicht kontinuierlich, da dies die Kernaktivitäten beeinflussen würde und das Risiko einer Anleiheaufnahme bestünde. Man wechselt von riskanten zu weniger riskanten Anlageformen. Pensionsfonds wer-

den nach Basel II geplant. Die Reform zielt auf Transparenz und auf Kapitalerhaltung. Es werden keine hohen Prämien mehr für Manager vergeben; die Kapitalerhaltung steht im Vordergrund. Die Unternehmen sind verpflichtet, Kapital in Cash bereitzuhalten. In Dänemark und Schweden dürfen bestimmte Kernziffern nicht unterschritten werden. In Deutschland gibt es eine derartige Vorschrift nicht. UK ist mehr diskretionär und implizit. Pensionsfonds zahlen ab 2006 Prämien an den Pension Protection Funds, der die Fonds vor Insolvenz schützt. Das amerikanische Äquivalent ist die Pension Benefit Guaranty Funds Corporation.

## **Umschichtungen stehen bevor**

Manager nehmen Umschichtungen vor und wechseln von teuren Aktien zu preiswerten Fixed-Income-Instrumenten. Die Nachfrage nach allen Asset-Klassen wird wegen der höheren Mittelzuflüsse in DB und in DC steigen, wobei DC nicht einer so starken Regulierung unterworfen ist wie DB. Langfristig werden DB abnehmen und damit auch die Nachfrage nach Staatsanleihen mit einer langen Laufdauer. Kurzfristig bleiben Pensionsfonds aber Nachfrager, also Käufer von Staatsanleihen. Pensionsfonds sind angehalten, eine Optimierung der Rendite gegenüber jedem Risiko, das sie eingehen, vorzunehmen. Von nun an sollen Assets aber im Kontext der unterliegenden Versorgungsverpflichtungen gesehen werden.

Das Risiko im Portfolio muss verringert werden. Eine Allokationsgewichtung in der Form, dass 40 Prozent in Aktien, 40 Prozent in Bonds und 20 Prozent in Alternative Investments investiert werden, sollte angestrebt werden. Diese Zahlen sind jedoch derzeit fiktiv, da viele Pensionsfonds derzeit riskanter, viele aber auch risikoärmer sind. Die meisten europäischen Länder haben mehr DB als DC. In Dänemark und Schweden ist das Verhältnis ausgeglichen. In Deutschland haben die Pensionsfonds einen zu hohen Anteil Fixed