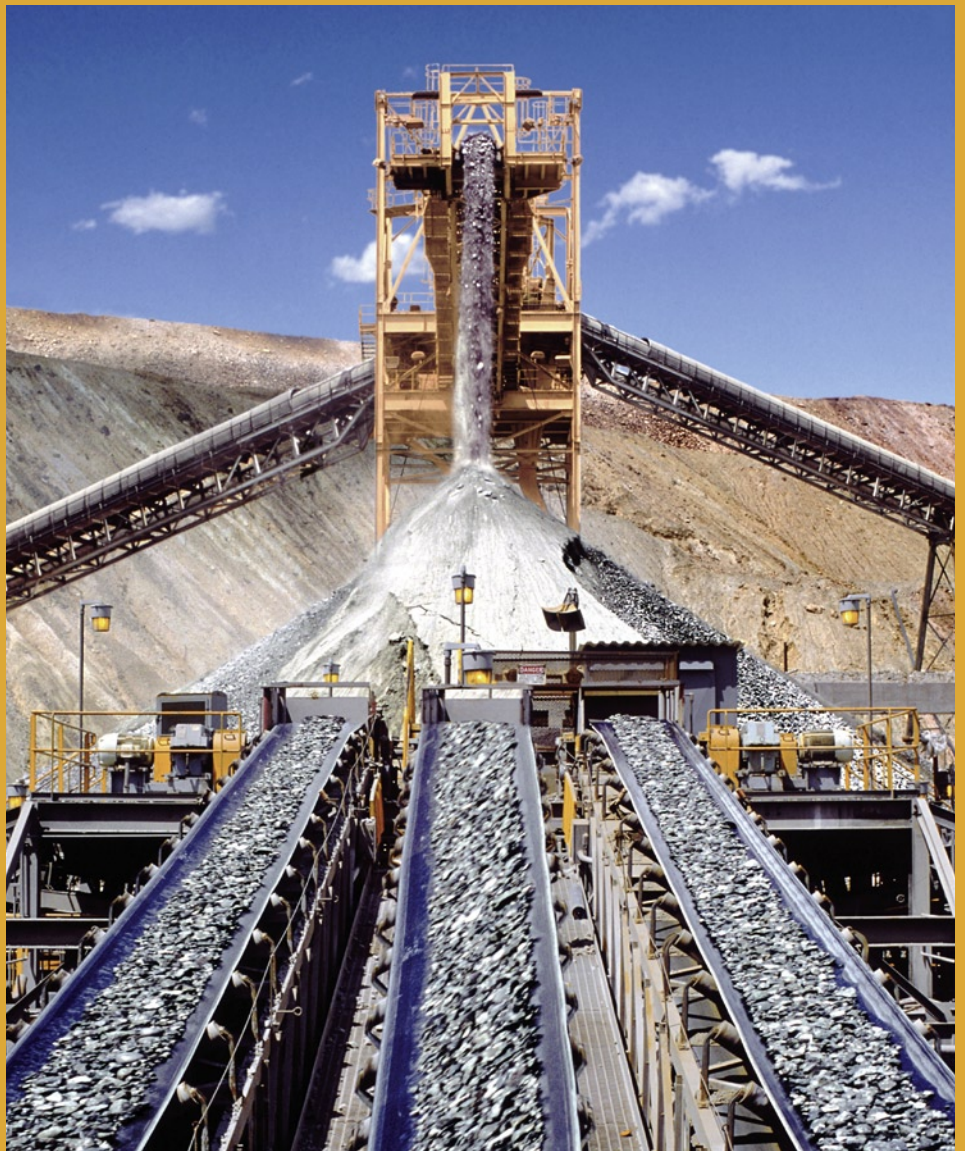


# PwC Financial Services\*

Banken·Fonds·Real Estate·Versicherungen

Ausgabe 14  
September 2005

Hedgefonds –  
Mythos der bösen  
Buben?



\*connectedthinking

PRICEWATERHOUSECOOPERS 



## Hedgefonds – Mythos der bösen Buben?

„FMA-Vorstand für Regulierung von Hedgefonds“ – „Hedgefonds nehmen Deutsche Börse in die Mangel“ – „Von Heuschrecken und Hedgefonds“ – „Internationale Regulierung mit Augenmaß“

Diese und andere Schlagzeilen konnte man in den letzten Wochen über Hedgefonds lesen. Das verdeutlicht, dass diese an den internationalen Finanzmärkten verstärkt wahrgenommen werden. Aufgrund der geringen Transparenz von Hedgefonds ist die Risikoallokation an internationalen Finanzmärkten heute immer schwieriger abzuschätzen. Im Zusammenhang damit wächst die Gefahr, systemische Risiken nicht rechtzeitig zu erkennen, um wirkungsvolle Maßnahmen ergreifen zu können.

### Was sind Hedgefonds eigentlich?

Hedgefonds sind spezielle Arten von Investmentfonds, die zur Gruppe der Alternative Investments gehören. Alternative Investments unterscheiden sich von traditionellen Investment-

produkten, wie Aktienfonds oder Anleihenfonds, primär dadurch, dass sie alle Arten von Finanzinstrumenten verwenden können – darunter auch Derivate, wie Optionen oder Futures. Der Begriff Hedgefonds geht auf die Technik des „Hedging“ (engl.: to hedge = absichern) zurück. Die moderne Hedgefonds-Landschaft hat mit klassischem Hedging nur noch am Rande zu tun. Hedgefonds sind eigenständige Anlageinstrumente mit sehr unterschiedlichen Strategien und Risikoprofilen. Allen gemeinsam ist der Anspruch, sowohl in steigenden als auch fallenden Märkten Gewinne zu erzielen.

### Wie viele Hedgefonds gibt es am Markt?

Die Anzahl von Hedgefonds erhöhte sich laut Van Hedge Fund Advisors International von geschätzten 5.000 im Jahr 1995 auf 8.700 im Jahr 2004. Das verwaltete Vermögen vervielfachte sich in diesem Zeitraum von 200 Mrd. USD auf eine Billion USD. Bedenkt man jedoch, dass Experten schätzen, dies entspräche ungefähr 1-2% des weltweit veranlagten Vermögens, stellt sich die Frage, weshalb soviel „Wind“ um Hedgefonds gemacht wird.

### Welche Hedgefonds-Strategien gibt es?

Man kann folgende Strategien unterscheiden (siehe auch Tabelle):

#### Relative Value

Fondsmanager mit dieser Strategie nutzen Kursabweichungen zwischen verschiedenen Wertpapieren (meist

gleicher Gattungen) aus. Sie verkaufen überbewertete Wertpapiere und kaufen im Gegenzug günstiger bewertete Wertpapiere desselben oder eines ähnlichen Emittenten.

#### Event Driven

Fondsmanager, deren Strategie als „Event Driven“ bezeichnet wird, versuchen, von außergewöhnlichen Ereignissen zu profitieren, die aufgrund spezieller Ausnahmesituationen ausgelöst werden. Dazu zählen beispielsweise Firmenfusionen, Insolvenzen oder Restrukturierungen.

#### Directional

Das Hedgefonds-Management versucht im Rahmen der opportunistischen Strategie, durch seine besondere Erfahrung bestimmte Marktentwicklungen vorauszusehen. Dabei kann es auf volks- oder betriebswirtschaftliche Entwicklungen und Bewegungen spekulieren, so beispielsweise auf Zinsbewegungen und Währungsschwankungen oder Kursänderungen einer Aktie infolge eines anstehenden Managerwechsels.

#### Sonderformen

Im Rahmen des Multi-Strategy-Ansatzes werden verschiedene Strategien – normalerweise innerhalb eines Dachfonds – kombiniert. Die Aufgabe des (Dach-) Hedgefonds-Managers besteht dann in der Regel nicht mehr im Direkthandel, sondern in der Auswahl und Überwachung interner oder externer Markt- und Strategiespezialisten.

### Wie riskant sind Hedgefonds?

Die Frage des Risiko-Rendite-Profiles ist nicht generell für alle Hedgefonds

Hedgefonds Strategien

Marktneutral (market neutral oder relative value)	Ereignisbezogen (event driven)	Directional	Sonderformen
Fixed Income Arbitrage	Risk (Merger) Arbitrage	Long/Short Equity Hedge	Multi-strategy
Convertible Arbitrage	Distressed Securities	Dedicated Short Bias	Funds of Funds (Dachfonds)
Equity Market Neutral	Regulation D	Global Macro	
		Emerging Markets	
		(Managed Futures)	

gleich zu beantworten. Tendenziell hängt es von der eingesetzten Strategie ab, wie risikoreich ein Investment ist. Aufgrund der Intransparenz vieler Hedgefonds ist es allerdings nicht immer möglich, die konsequente Einhaltung der Strategie zu überprüfen.

### Sollen Hedgefonds stärker reguliert werden?

Die Forderung, Hedgefonds stärker zu regulieren, ist nicht neu. Die Ereignisse um den Hedgefonds LTCM im Jahre 1998 gaben Anlass, über Schwachstellen im Zusammenhang mit den Aktivitäten der Hedgefonds nachzudenken und entsprechende Maßnahmen vorzubereiten.

#### Stichwort Transparenz

Sind Hedgefonds wirklich eine „Black Box“? Wie vieles im Bereich der Hedgefonds ist diese Frage nicht für alle Strategien gleich zu beantworten. Natürlich gibt es Hedgefonds-Manager die sich nicht „in die Karten“ sehen lassen, damit ihr Stil nicht kopiert wird.

Hedgefonds werden sich allerdings in den kommenden Jahren in Richtung Transparenz stark weiterentwickeln müssen, weil institutionelle Investoren (Pensionsfonds, Versicherungen und Stiftungen) vor allem in den USA dieses Anlageinstrument für sich entdeckt haben.

Hedgefonds werden daher in Zukunft:

- gegenüber ihren Anlegern nachweisen müssen, dass ihr Risikomanagement höchsten professionellen Ansprüchen genügt,
- ihren Anlegern eine größere Transparenz hinsichtlich ihrer Investitionsentscheidungen bieten müssen und
- ihren Anlegern vermehrt zusätzliches Service und Informationen (zum Beispiel optimale steuerliche Behandlung, Registrierung etc.) anbieten müssen.

Diese Veränderungen auf dem Hedgefonds-Markt werden laut Experten bereits eine nachhaltige Stärkung der Marktdisziplin bewirken und die Transparenz verbessern – ohne, dass ein einziger Regulierungsschritt gesetzt werden muss. Langfristig werden sich Hedgefonds deshalb in Richtung der für Wertpapierfonds üb-

lichen Normen für Transparenz bewegen (müssen).

#### Paneuropäische Bestrebungen

Das europäische Parlament hat im Jahr 2004 eine „Entschließung zu der Zukunft von Hedgefonds und derivativen Finanzinstrumenten“ (siehe Tipps) verabschiedet. Das Parlament ist der Ansicht, dass der Begriff Hedgefonds ein breites Spektrum von Finanzprodukten abdeckt, für welche die Bezeichnung Sophisticated Alternative Investment Vehicle (SAIV) angebracht ist. Es fordert – angesichts der in vielen Off-Shore-Plätzen und in Steueroasen aufgelegten Hedgefonds – EU-Rechtsvorschriften für diese Anlageform. Das Parlament vertritt die Auffassung, dass die Beaufsichtigung zumindest sicherstellen soll, dass die Anbieter, Direktoren und Manager von SAIVs geeignete und integre Personen sind, denen die Verantwortung für Spar- und Anlagefonds von Dritten übertragen werden kann. Durch eine auf den Vertrieb fokussierte Beaufsichtigung soll sichergestellt werden, dass niemand in SAIVs investiert, für den diese Anlageform nicht geeignet ist. Auch die österreichische Finanzmarktaufsicht (FMA) hat sich für eine Regulierung von Hedgefonds ausgesprochen – sie müsse allerdings international im Gleichklang geschehen.

#### Aufsichtsrechtliche Behandlung und Besteuerung von Hedgefonds in Österreich

Da das österreichische Investmentfondsgesetz (InvFG) restriktive Bestimmungen für Leerverkäufe beinhaltet, kommen nur ausländische Fonds als Single-Hedgefonds in Betracht. Seit 13. Februar 2004 ist es jedoch auch möglich, österreichische Dach-Hedgefonds als österreichische Fonds aufzulegen. Diese Dach-Hedgefonds unterliegen dem österreichischen Investmentfondsgesetz und der Aufsicht der FMA.

Die ausländischen Fonds werden aufsichtsrechtlich in drei Kategorien eingeteilt:

- keine steuerliche Vertretung („schwarze“ Fonds)
- nur steuerliche Vertretung („graue“ Fonds)

- Registrierung (§ 36 oder § 30 InvFG) oder Handel an inländischer Börse, steuerliche Vertretung und tatsächlicher öffentlicher Vertrieb („weiße“ Fonds)

Der Besteuerung unterliegen einerseits die Ausschüttung und andererseits die ausschüttungsgleichen Erträge. Die ausschüttungsgleichen Erträge werden je nach Kategorie des Fonds unterschiedlich ermittelt und zusammen mit der Ausschüttung je nach Investor unterschiedlichen Steuersätzen unterzogen. Die Erträge unterliegen dabei für Privatinvestoren der 25%-igen Kapitalertragsteuer bzw. Sondersteuer und sind für Einkommensteuer und Erbschaftssteuer endbesteuert.

Da aufgrund des strengen InvFG in Österreich klassische Single-Hedgefonds nicht angeboten werden dürfen, waren bzw. sind Indexzertifikate oder Genussscheine, die sich an der Entwicklung eines solchen Single-Hedgefonds orientieren, am österreichischen Markt „der große Renner“. Diese Zertifikate begründen einen Anspruch gegenüber der emittierenden Bank, oder im Fall von Genussscheinen eine Beteiligung am Vermögen der Aktiengesellschaft, wobei das in der Verpackung steckende Risiko des Hedgefonds nicht übersehen werden sollte. Die Besteuerung reicht für den Privatinvestor dabei von steuerfrei (für bestimmte Altmissionen bis zum 29. Februar 2004) bis 25% Kapitalertragsteuerpflicht für die komplette Wertsteigerung des Instruments. Letzteres wird derzeit heftig diskutiert.

#### Resümee

Hedgefonds spielen als Investmentform eine sehr wichtige Rolle und können eine sinnvolle Ergänzung des Portfolios darstellen. Bedeutsam ist die Frage, wie Investoren – insbesondere Kleinanleger – geschützt werden können. Um mit den Worten von EU-Binnenmarktkommissar Charlie Mc Creevy zu enden: „Wir wollen keine Regeln, die finanzielle Innovation übermäßig einschränken oder die Fähigkeit des Marktes ersticken, die Bedürfnisse der Investoren zu erfüllen.“

## Der Autor



### Mag. Dieter Habersack

Alter: 35 Jahre

Dieter Habersack, Steuerberater und Senior Manager, ist seit 1997 in der Financial Services Group bei PwC tätig.

Seine Spezialisierung liegt in den Bereichen der Prüfung und steuerlichen Beratung von inländischen Investmentfonds sowie der aufsichtsrechtlichen Beratung und steuerlichen Vertretung von ausländischen Investmentfonds. Darüber hinaus ist Dieter Habersack vor allem mit der aufsichtsrechtlichen und steuerlichen Beratung bei Finanzinstrumenten und Finanzierungsstrukturen sowie der aufsichtsrechtlichen und steuerlichen Beratung von Versicherungen tätig.

Dieter Habersack ist Mitglied des Arbeitskreises Investmentfonds des Instituts der Wirtschaftsprüfer sowie Fachautor und Vortragender bei zahlreichen Seminaren im Financial Services Bereich – unter anderem zu Alternative Investments.

## Themenvorschau

### Thema der nächsten Ausgabe

#### Kostenfalle Outsourcing

Die Umsatzsteuer nimmt für die meisten Banken, Versicherungen und Kapitalanlagegesellschaften eine Sonderstellung ein. Der Grund dafür ist, dass diese Unternehmen zu einem großen Teil nicht berechtigt sind, die Umsatzsteuer auf Vorleistungen abzuziehen. Sie wird also für zugekaufte Leistungen mangels Abzugsfähigkeit zum Kostenfaktor. Outsourcing bietet sich als betriebswirtschaftlich sinnvolle Lösung an.

Unsere nächste Ausgabe beschäftigt sich mit den umsatzsteuerlichen Aspekten des Outsourcings und zeigt mögliche Lösungen auf.



## Tipps

### PwC Studie

**The regulation and distribution of hedge funds in Europe 2005**  
Changes and Challenges  
June 2005

[www.pwc.com/at/Publikationen](http://www.pwc.com/at/Publikationen)

### Europäisches Parlament

#### Hedgefonds und derivate Finanzinstrumente

Entscheidung des Europäischen Parlaments zu der Zukunft von Hedgefonds und derivaten Finanzinstrumenten

Das PDF-Dokument können Sie bei [sabrina.weissenbaeck@at.pwc.com](mailto:sabrina.weissenbaeck@at.pwc.com) als PDF anfordern.



[www.pwc.at](http://www.pwc.at)

Medieninhaber und Herausgeber: PwC PricewaterhouseCoopers, Erdbergstraße 200, 1030 Wien

Für den Inhalt verantwortlich: Mag. Andrea Cerne-Stark, [andrea.cerne-stark@at.pwc.com](mailto:andrea.cerne-stark@at.pwc.com)

Für Änderungen der Zustellung verantwortlich: Sabrina Weissenbäck, [sabrina.weissenbaeck@at.pwc.com](mailto:sabrina.weissenbaeck@at.pwc.com),

Tel.: 01/501 88-3643, Fax: 01/501 88-648

Der Inhalt dieses Newsletters wurde sorgfältig ausgearbeitet. Er enthält jedoch lediglich allgemeine Informationen und kann eine individuelle Beratung im Einzelfall nicht ersetzen. PwC übernimmt keine Haftung und Gewährleistung für die Vollständigkeit und Richtigkeit der enthaltenden Informationen und weist darauf hin, dass der Newsletter nicht als Entscheidungsgrundlage für konkrete Sachverhalte geeignet ist. PwC lehnt daher den Ersatz von Schäden welcher Art auch immer, die aus der Verwendung dieser Informationen resultieren, ab.