

# Basisinfor- mationen zu Ver- mögensanlagen mit Alternativen Investments



Grundstrukturen und Risiken

Deutsche Bank



Die Deutsche Bank AG und die Deutsche Bank Privat- und Geschäftskunden AG arbeiten innerhalb des Unternehmensbereiches Private & Business Clients der Deutsche Bank Gruppe zusammen, um Ihnen individuelle Finanzlösungen anzubieten. Soweit in dieser Broschüre von Deutsche Bank die Rede ist, bezieht sich dies auf die Angebote der Deutsche Bank AG und der Deutsche Bank Privat- und Geschäftskunden AG.

© 2004

Deutsche Bank AG  
Frankfurt am Main

Trotz sorgfältiger Prüfung der Angaben kann keine Garantie für die absolute Richtigkeit übernommen werden.

Stand: Januar 2004

# Alternative Investments – Grundstrukturen und Risiken.

Der Begriff „Alternative Investments“ steht als Sammelbezeichnung für verschiedene Formen der verwalteten sowie nicht verwalteten Vermögensanlage, die nicht den traditionellen Anlageformen zugeordnet werden können.

In dieser Publikation wird unterschieden zwischen in der Regel unregulierten, d. h. keinem speziellen Aufsichtsrecht unterliegenden Personen- oder Kapitalgesellschaften, die der kollektiven Anlage dienen, einerseits und nicht homogenen Anlageklassen wie Rohstoffe und Währungsanlagen andererseits, die sich nicht auf klassische Anlageklassen wie Aktien und Renten beziehen.

Diese Publikation beinhaltet einen Überblick über die Grundstrukturen und Risiken der aktuell gebräuchlichsten Alternativen Investments.

# Inhaltsverzeichnis.

	Seite
<b>Teil I: Hedge Fonds, Private Equity Fonds und Venture Capital Fonds.</b>	<b>5</b>
<b>A Grundstrukturen.</b>	<b>5</b>
1 Hedge Fonds.	5
2 Private Equity Fonds.	6
3 Venture Capital Fonds.	6
4 Portfolio-Strategien/indirekte Partizipation an Hedge Fonds, Private Equity Fonds und Venture Capital Fonds.	7
<b>B Verlustrisiken.</b>	<b>7</b>
1 Allgemeine Risiken der Vermögensanlage in Hedge Fonds, Private Equity Fonds und Venture Capital (Wagniskapital) Fonds sowie in Portfoliostrukturen.	7
2 Spezielle Risiken der Vermögensanlage in Hedge Fonds.	9
3 Spezielle Risiken bei Private Equity Fonds und Venture Capital Fonds.	11
<b>Teil II: Sonstige Alternative Anlagen.</b>	<b>13</b>
<b>A Rohstoffe – Grundstrukturen und Preisrisiken.</b>	<b>13</b>
1 Was sind Rohstoffe?	13
2 Einflussfaktoren auf Rohstoff-Preise.	13
<b>B Währungen – Grundstrukturen und Preisrisiken.</b>	<b>17</b>
1 Anlage im Devisenmarkt.	17
2 Einflussfaktoren auf Wechselkurse.	17

# Teil I: Hedge Fonds, Private Equity Fonds und Venture Capital Fonds.

## A Grundstrukturen.

Es handelt sich dabei in der Regel um unregulierte, d. h. keinem speziellen Aufsichtsrecht unterliegende Personen- oder Kapitalgesellschaften, an denen sich der Investor durch Erwerb eines Anteils beteiligt. Allein aufgrund einer fehlenden Regulierung kann der Zugang zu derartigen Anlagen erschwert und mit besonderen Risiken verbunden sein. Für Direktanlagen sind häufig hohe Mindestanlagesummen von mindestens USD 1 Mio. charakteristisch.

Hedge Fonds, Private Equity Fonds und Venture Capital Fonds sind i. d. R. weniger liquide als traditionelle Anlageinstrumente und berechnen oftmals eine performanceabhängige Vergütung.

## 1 Hedge Fonds.

Der Begriff Hedge Fonds entstand in den späten 40er Jahren, als die ersten Institutionen im Markt auftauchten, die sich gezielt bestimmten Anlagestrategien verschrieben hatten. Der Name knüpft an eine dieser Strategien an, für die die Einnahme gegensätzlicher Positionen in verschiedenen Aktien derselben Branche charakteristisch ist. Hierdurch wird die Wertentwicklung der Gesamtposition gegen starke Marktbewegungen „gehedgt“, d. h. abgesichert, während man von der relativen Wertentwicklung einer einzelnen Aktie profitieren kann. Heutige Hedge Fonds sind nicht auf diese namensgebende Strategie beschränkt, sondern nutzen eine unbeschränkte Vielzahl unterschiedlichster Anlageansätze und -techniken.

Gesetzliche Regelungen für Hedge Fonds enthält das Investmentgesetz vom 01. Januar 2004.

Unter der Bezeichnung „Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken (Hedge Fonds)“ sind dort insbesondere grundsätzliche Vorgaben für die Vertragsbedingungen sowie die Verwaltung des Sondervermögens und deren Regulierung enthalten. Im vorliegenden Dokument umfasst der Begriff Hedge Fonds zusätzlich auch Fonds aus dem unregulierten Bereich.

Hedge Fonds Manager verfolgen einen besonderen Anlagestil. Die Grundidee ist es, eine positive absolute Rendite unabhängig von Markttrends zu erwirtschaften. Sie können die volle Bandbreite von Finanzinstrumenten einsetzen, einschließlich Futures-Kontrakten, Optionen und Wertpapieren verschiedener Anlageklassen. Die meisten Manager konzentrieren sich auf ganz bestimmte Investmentstrategien und -prozesse. Bei einigen Strategien stehen ehrgeizigen Renditezielen auch hohe Verlustrisiken gegenüber, während andere eine sehr kontinuierliche und moderate Wertentwicklung im Zeitverlauf anstreben.

Die Anlagestrategien von Hedge Fonds können vereinfachend in fünf Hauptkategorien eingeteilt werden:

- Relative Value
- Event Driven
- Global Macro
- Equity Hedge
- Short-Selling

Relative Value Fonds gehen typischerweise Arbitragepositionen in Anleihen, Aktien oder Wan-

delanleihen ein. Event Driven Fonds engagieren sich in gegensätzlichen Positionen (Long, Short) in Wertpapieren von Unternehmen, bei denen erwartet wird, dass unternehmensspezifische Ereignisse anstehen wie z. B. eine Fusion, eine Übernahme oder ein Restrukturierungsprogramm. Global Macro Fonds investieren auf der Basis makroökonomischer Trends und partizipieren dabei von Entwicklungen in Währungen, Aktien und Anleihen. Equity Hedge Fonds gehen wahlweise so genannte Long- und Short-Positionen ein, um von unterschiedlichen Wertentwicklungen von über- und unterbewerteten Aktien zu profitieren. Beim Short-Selling (Leerverkauf) wird versucht, von einem erwarteten Kursverfall einer Aktie zu profitieren.

## 2 Private Equity Fonds.

Kapitalanlagen in Private Equity Fonds sind unternehmerische Eigenkapital-Beteiligungen in Portfolien junger, i. d. R. nicht börsennotierter Unternehmen. Die Beteiligungen dienen dem Zweck der Finanzierung des Wachstums junger Unternehmen oder spezieller Anlässe wie z. B. Restrukturierungsmaßnahmen. Die Investoren erwerben mit einem bestimmten Zeichnungsbetrag einen Gesellschaftsanteil und beteiligen sich hierdurch am Fondsvermögen. Dieser Zeichnungsbetrag wird üblicherweise in mehreren Raten je nach Investitionsfortschritt des Fonds abgerufen. Die Erträge, im Wesentlichen Gewinne aus der Veräußerung der Beteiligungen nach vollzogener Wertsteigerung, werden den einzelnen Investoren in der Regel nach Vereinbarung durch den Fonds und nach Abzug der

o. g. Erfolgsbeteiligung des Investmentmanagers ohne Wiederanlage ausgezahlt. Die Rückzahlung von Kapitalbeiträgen erfolgt ebenfalls entweder sukzessive oder zum Ende der Laufzeit des Gesamtinvestments. Die Fonds beschränken sich auf eine begrenzte Anzahl von Investments, die meistens zehn nicht übersteigen, und sind daher nur sehr gering diversifiziert. Die Laufzeit der Fonds liegt in der Regel zwischen sieben und zwölf Jahren. Die Anteile an den Fonds können üblicherweise nicht übertragen oder vorzeitig an die Gesellschaft zurückgegeben werden.

## 3 Venture Capital Fonds.

Venture Capital Fonds sind Private Equity Fonds sehr ähnlich. Der Hauptunterschied liegt darin, dass sie hauptsächlich in Unternehmen investieren, die sich in einer sehr frühen Entwicklungsphase befinden<sup>1</sup>. Venture Capital Fonds agieren vor allem in wachstumsträchtigen Branchen, wie dem Internet-, Informations- und Biotechnologiebereich. Venture Capital Fonds investieren typischerweise in eine größere Anzahl von Unternehmen als Private Equity Fonds. Der Auswahlprozess und die Anlagebedingungen entsprechen denen der Private Equity Fonds, das Volumen der Venture Capital Fonds ist dagegen häufig deutlich geringer.

<sup>1</sup>Zur Abgrenzung **Private Equity – Venture Capital**: Der Überbegriff Private Equity, also die Bezeichnung einer Beteiligung während der gesamten Zeit, in der die Kapitalbeteiligung nicht börsennotiert ist, beinhaltet alle Unternehmensphasen von den ersten Schritten über die Finanzierung von Wachstum und Akquisitionen bis zur Bereitstellung von Eigenkapital im Vorfeld eines geplanten Börsengangs. Der in der Regel geläufigere Begriff des Venture Capital im engeren Sinne bedeutet nur die Finanzierung mit Eigenkapital in den sehr frühen Phasen des Unternehmens wie z. B. der Forschung, Entwicklung oder der Firmengründung.

## 4 Portfolio-Strategien/indirekte Partizipation an Hedge Fonds, Private Equity Fonds und Venture Capital Fonds.

Portfolio-Konstruktionen (sog. Funds of Funds und spezielle Indexzertifikate) bieten die Möglichkeit einer indirekten Anlage in Hedge Fonds, Private Equity Fonds und Venture Capital Fonds. Bei Funds of Funds erwirbt der Anleger einen Anteil an einem Fonds, der seinerseits in kollektive Anlagen, wie Hedge Fonds, Private Equity und Venture Capital Fonds, investiert. Die mittelbare Teilhabe an der Wertentwicklung eines Portfolios verschiedener Hedge Fonds durch Indexzertifikate basiert auf der Verbriefung eines Index, der seinerseits ein entsprechendes Portfolio abbildet. Beide Wege eröffnen den Zugang zu einer diversifizierten Anlage, deren Einzelanlagen hohe Mindestanlagesummen fordern können und die nur sehr begrenzt öffentlich zugängliche Informationen anbieten.

Mit auf Hedge Fonds, Private Equity Fonds und Venture Capital Fonds basierenden Portfoliostrategien können verschiedene Ziele verfolgt werden: Risikominimierung durch Diversifikation, Erreichen bestimmter Renditeziele, Optimierung der Rendite-/Risikorelationen, Anstreben bestimmter Korrelationen zu bestimmten Märkten, aber auch die Abbildung bestimmter Marktsegmente, Strategien etc.. Diversifikation kann dabei risikominimierend wirken, wenn ein Fonds innerhalb des Portfolios eine schlechte Wertentwicklung aufweist und ein anderer von derselben Marktsituation profitiert. Außerdem wird durch die Diversifikation typischerweise die Gesamtvolatilität des Portfolios verringert. Bei veränderter Marktsituation oder Erwartungshaltung können die Zusammensetzung des Portfolios und die zum Einsatz kommenden Risikomanagement-techniken verändert werden.

## B Verlustrisiken.

### 1 Allgemeine Risiken der Vermögensanlage in Hedge Fonds, Private Equity Fonds und Venture Capital (Wagniskapital) Fonds sowie in Portfoliostrukturen.

#### 1.1 Illiquidität der Anlage.

Die mit dem Begriff „Alternative Investments“ benannten Fonds investieren teilweise in illiquide Finanztitel und Beteiligungen, für die kein oder nur ein sehr enger Sekundärmarkt existiert. Soweit für die getätigten Anlagen Marktpreise ermittelt werden, unterliegen diese in der Regel großen Schwankungen. Die Auflösung einzelner Investitionen und Risikopositionen kann dem Fonds dementsprechend im Einzelfall unmöglich sein. Vielfach ist sie mit der Inkaufnahme hoher Wertverluste verbunden. Die Illiquidität des Fondsvermögens beeinträchtigt die Verkehrsfähigkeit des vom Anleger erworbenen Fondsanteils. Portfoliostrukturen bleiben davon nicht unberührt, können diesen Effekt aber aufgrund einer breiteren Anlegerschaft vermindern. Im Hinblick auf die Liquidität muss zwischen Auflösung und Übertragung unterschieden werden:

#### 1.1.1 Beendigung des Engagements.

**a) Rückgabe an den Fonds, Ausübung von Indexzertifikaten:** Da die enthaltenen/abgebildeten Anlagen illiquide sein können, existieren für diese Konstellationen in jedem Einzelfall unterschiedlich festgelegte Regelungen. Charakteristisch ist es, dass dabei bestimmte in den Vertragsbedingungen

festgelegte Fristen beachtet werden müssen. Das kann bedeuten, dass zwischen der verbindlichen Entscheidung zur Rückgabe/Ausübung und der Festlegung des Rückzahlungswerts eine definierte Frist liegt. In diesem Zeitraum trägt der Investor das Marktrisiko. Zwischen der Festlegung des Rückzahlungswertes und der Auszahlung kann ein weiterer Zeitraum liegen.

- b) Rückzahlung in Sachwerten:** Sofern es vertraglich vereinbart ist, können Fondsmanager einzelne Investments nicht mit Bargeld, sondern auch mit Wertpapieren oder anderen Sachwerten zurückzahlen. Der Investor erhält dann Teile seiner Anlage in Sachwerten ausgezahlt. In diesem Fall trägt er das Risiko der fehlenden Fungibilität bzw. Liquidität dieser Werte.

#### 1.1.2 Übertragung.

- a) Börsennotierung:** Selbst bei der möglichen Börsennotierung von Instrumenten, die Portfoliostrukturen abbilden, ist zu beachten, dass die Marktgängigkeit auch in diesen Fällen teilweise wegen der illiquiden zugrunde liegenden Anlagen eingeschränkt ist. Dies gilt insbesondere in Abhängigkeit von der jeweiligen Marktsituation. Für den Fall, dass keine Nachfrage vorhanden ist, steht häufig nur ein Market-Maker, i. d. R. der Emittent, zur Verfügung. Zumeist handelt es sich dabei um keine rechtlich durchsetzbare Verpflichtung. Die Market-Maker-Tätigkeit kann unter Beachtung der jeweiligen Börsenbestimmungen jederzeit eingeschränkt oder vollständig aufgegeben werden, was zur vollständigen Illiquidität führen kann.

- b) Direkte Übertragung (außerbörslich):** Zum einen kann diese Möglichkeit vertraglich ausgeschlossen sein und zum anderen obliegt es dem Investor, einen Kaufinteressenten zu finden.

#### 1.2 Bewertung der Fondsvermögen bzw. der Portfoliovermögen.

Die Bewertung des Anlagevermögens erfolgt regelmäßig in bestimmten Abständen. Zwischenzeitliche Bewertungen stehen unter dem Vorbehalt einer späteren Korrektur zum Bewertungsstichtag. In einigen Fällen besteht keine Verpflichtung zu einer regelmäßigen Bewertung. Die Bewertung illiquider Anlageaktiva erfolgt durch den Fondsmanager. Insgesamt kann es bei der Bewertung zu Verzögerungen kommen. Bewertungen lassen zudem nur bedingt Rückschlüsse darauf zu, welchen Wert die Anlagen an einem aktiven, liquiden und/oder geregelten Markt tatsächlich hätten. Hinzu kommt, dass einige Fonds nur sehr eingeschränkt Auskunft über die Art ihrer Investitionen und deren Wertentwicklung geben, so dass es schwierig sein kann, die Bewertungen oder die Anlagestrategien dieser Fonds über einen längeren Zeitraum nachzuvollziehen und zu überprüfen.

#### 1.3 Abhängigkeit von Fondsmanagern, Investmentmanagern und Fondsinitiatoren.

Die Entscheidungen über die Anlagen der Fonds werden allein von den Fondsmanagern/Fondsinitiatoren/Investmentmanagern getroffen. Der Bestand und die Entwicklung der Fondsvermögen sind in erheblichem Maße von den Fondsinitiatoren/Investmentmanagern und deren Team abhängig. Kaum ein Fondsmanager verwaltet nur einen Fonds. Vielfach werden maß-



gebliche Personen für bestimmte Fonds nicht als fest angestellte, sondern lediglich als freie Mitarbeiter tätig. Insbesondere in diesen Fällen müssen die Möglichkeit eines kurzfristigen Wechsels im Fondsmanagement und dessen negative Auswirkungen auf die Geschäftstätigkeit des Fonds in Betracht gezogen werden.

#### **1.4 Vergütungssystem.**

Üblicherweise besteht die Vergütung eines Fondsmanagers oder einer in vergleichbarer Funktion handelnden Person aus einem fixen Gehalt und einem leistungsbezogenen Bonus. Diese Leistungshonorare können zu einem erheblich aggressiveren Anlageverhalten des Fondsmanagers führen, als es ohne einen solchen Anreiz der Fall wäre. Bei Portfoliostrukturen entstehen Kosten auf mehreren Ebenen (z. B. Fonds, Portfoliomanager, Investmentberater). Dies führt im Vergleich zu Direktanlagen teilweise zu verringerten Renditechancen.

## **2 Spezielle Risiken der Vermögensanlage in Hedge Fonds.**

#### **2.1 Hebelwirkung.**

Hedge Fonds nehmen zur Finanzierung der von ihnen getätigten Anlagen teilweise in erheblichem Umfang Kredite in Anspruch. Die durch diese – neben die Eigenkapitalbeschaffung durch Aufnahme von Investoren tretende – Fremdfinanzierung erzielte Hebelwirkung setzt das Fondsvermögen im Falle negativer Marktentwicklungen einem deutlich erhöhten Verlustrisiko aus. Besonders negativ wird sich der durch Fremdfinanzierung geschaffene Hebel (Leverage

Effect) dann auswirken, wenn der allgemeine Markttrend der Strategie des Fonds zuwiderläuft. In diesem Fall besteht – je nach Höhe des eingesetzten Hebels – eine mehr oder minder hohe Wahrscheinlichkeit, dass der Investor seine Einlage vollständig (Totalverlust) oder zu großen Teilen verliert.

#### **2.2 Risikoreiche Anlagestrategien, -techniken und -instrumente.**

Hedge Fonds können ohne Beschränkungen hochriskante Anlagen tätigen. Solche Anlagen sind notwendigerweise einem hohen Verlust- und Totalverlustrisiko ausgesetzt. Hat der Fonds seine Anlagemittel insgesamt oder zu einem erheblichen Teil in ein einzelnes Risikogeschäft dieser Art investiert, setzt dies den Anleger wiederum der Gefahr aus, seine Einlage vollständig (Totalverlust) oder zu großen Teilen zu verlieren. Ein erhöhtes Verlustrisiko besteht generell immer dann, wenn der Fonds seine Investitionen auf typischerweise risikoreiche Finanzinstrumente, Branchen oder Länder konzentriert.

Risikogeschäfte, die von Hedge Fonds teilweise getätigt werden, sind u. a. der Erwerb von risikobehafteten Wertpapieren, Leerverkäufe (Short Sales), alle Arten börslicher und außerbörslicher Derivategeschäfte sowie Waren- und Warentermingeschäfte. Eine abschließende Aufzählung aller in Betracht kommenden Anlagestrategien ist aufgrund ihrer Vielfältigkeit nicht möglich. Weitere in Betracht kommende Anlagetechniken sind teilweise als vergleichbar spekulativ und risikobehaftet anzusehen.

### **2.2.1 Erwerb von risikobehafteten Wertpapieren.**

Die Anlagestrategie einiger Hedge Fonds ist auf den Erwerb von risikobehafteten Wertpapieren gerichtet, deren Emittenten sich aus unterschiedlichsten Gründen in wirtschaftlichen Schwierigkeiten befinden. Teilweise durchlaufen die – typischerweise durch eine geringe Bonität gekennzeichneten – Unternehmen tief greifende Umstrukturierungsprozesse, deren Erfolg ungewiss ist. Derartige – quasi-unternehmerische – Investitionen sind notwendigerweise riskant und einem hohen Totalverlustrisiko ausgesetzt. Die Einschätzung der Erfolgsaussichten eines entsprechenden Engagements wird zudem dadurch erschwert, dass es vielfach nicht oder nur eingeschränkt möglich ist, zuverlässige Informationen über den konkreten wirtschaftlichen Zustand derartiger Unternehmen zu erhalten. Hinzu kommt, dass die Kurse der entsprechenden Wertpapiere häufig sehr hohen Schwankungen unterliegen. Dementsprechend ist die Spanne zwischen Kauf- und Verkaufspreis bei diesen Wertpapieren größer als bei markt-gängigen Wertpapieren.

### **2.2.2 Leerverkäufe.**

Der Begriff des Leerverkaufs (Short Sale) steht für den Verkauf eines Wertpapiers, über das der Verkäufer im Moment des Geschäftsabschlusses nicht verfügt. Der Verkäufer geht – aus welchen Gründen auch immer – von fallenden Kursen aus und setzt dementsprechend darauf, das Wertpapier zu einem späteren Zeitpunkt zu einem niedrigeren Preis erwerben und auf diese Weise einen Differenzgewinn erzielen zu können. Zur Erfüllung seiner Verpflichtung aus dem

ursprünglichen (Leer-)Verkauf bedient sich der Verkäufer der Wertpapierleihe. Tritt die von dem „Leerverkäufer“ antizipierte Entwicklung fallender Kurse nicht ein, besteht bei steigenden Kursen ein theoretisch unbegrenztes Verlustrisiko, da die Wertpapierleihe zu aktuellen Marktkonditionen zurückgeführt werden muss.

### **2.2.3 Derivate.**

Teilweise setzen Hedge Fonds in großem Umfang und mit unterschiedlichsten Verwendungszwecken alle Arten börslich und außerbörslich (OTC – over the counter –) gehandelter Derivate ein. Diese Geschäfte unterliegen allen derivativespezifischen Verlustrisiken. Als Käufer von Optionsrechten trifft den Fonds das Risiko der Wertminderung und des Totalverlusts der eingesetzten Optionsprämien. Als Verkäufer von Optionsrechten (Short Call/Short Put) oder Partei eines Festgeschäfts (z. B. eines Devisentermingeschäfts, eines Future-Geschäfts oder eines Swapgeschäfts) ist der Fonds bei einer aus seiner Sicht ungünstigen Marktentwicklung einem theoretisch im Vorhinein nicht bestimmbareren Verlustrisiko ausgesetzt, das weit über ursprünglich geleistete Sicherheiten (Margins) hinausgeht. Diese (Markt-)Verlustrisiken können sich bei der Nutzung strukturierter exotischer Derivateprodukte potenzieren. Soweit sich der Fonds – wie vielfach üblich – in außerbörslich gehandelten Derivaten engagiert, ist er zudem – unabhängig von der Marktentwicklung – dem Bonitätsrisiko seiner Kontrahenten ausgesetzt.

#### **2.2.4 Waren- und Warentermingeschäfte.**

Das Engagement einiger Hedge Fonds erstreckt sich auch auf Waren- und Warentermingeschäfte. Diese weisen erhöhte – von denen herkömmlicher Finanzinstrumente abweichende – Verlustrisiken auf. Warenmärkte sind hochvolatil. Sie werden von vielen Faktoren, wie beispielsweise dem Wechselspiel von Angebot und Nachfrage, aber auch von politischen Gegebenheiten, konjunkturellen Einflüssen und klimatischen Bedingungen, beeinflusst. Verfügen die für den Fonds handelnden Personen nicht über entsprechende spezifische Kenntnisse und Erfahrungen im Waren- und Warentermingeschäft, wird ein Engagement mit hoher Wahrscheinlichkeit Verlust bringend verlaufen. Aber auch einschlägige Spezialkenntnisse schützen nicht vor Verlusten auf diesen besonders volatilen Märkten.

#### **2.2.5 Transaktionskosten.**

Werden – wie dies bei einigen Hedge Fonds der Fall ist – Investitionen von kurzfristigen Marktaussichten bestimmt, führt dies typischerweise zu einer erhöhten Anzahl von Geschäftsumsätzen. Dies bedingt einen erheblichen Aufwand an Provisionen, Gebühren und sonstigen Transaktionskosten. Ein dem Anleger zufließender Gewinn wird erst nach Abzug dieser Kosten erzielt.

#### **2.2.6 Handels- und Risikomanagementsysteme.**

Die von Hedge Fonds genutzten Anlage- und Handelsstrategien bedingen den Einsatz standardisierter, auf bestimmten Annahmen und Zusammenhängen basierender Handels- und Risikomanagementsysteme. Versagen diese Systeme, sei es konstruktionsbedingt aufgrund unzutreffender Annahmen, einer außergewöhnlichen Marktsituation oder infolge der Veränderung von Zusammenhängen zwischen Märkten und einzelnen Finanzinstrumenten, so kann dies zu Verlusten beim Fonds führen.

### **3 Spezielle Risiken bei Private Equity Fonds und Venture Capital Fonds.**

#### **3.1 Anlagen im Allgemeinen.**

Private Equity Fonds und Venture Capital Fonds (Wagniskapitalfonds) sind als unternehmerische Eigenkapitalbeteiligungen begriffsnotwendig einem spezifischen Verlustrisiko ausgesetzt. Erträge können ausbleiben. Bei negativer Entwicklung der Unternehmen, in die der jeweilige Fonds investiert hat, kann es auch zu einer vollständigen Abschreibung einer Beteiligung an einem solchen Unternehmen kommen. Im schlimmsten Fall kann ein Totalverlust des gesamten Fondsvermögens und damit des gesamten darin investierten Kapitals des Anlegers eintreten. Anlagestrategien einzelner Fonds können auf hochgradig spekulativen Anlagetechniken beruhen, darunter extrem hohen Fremdfinanzierungen, hoch konzentrierten Portfolios, Problemlösungen und Neugründungen, Kontrollpositionen und illiquiden Anlagen. Wesentliches Merkmal ist, dass der Anleger

unter Umständen auf Abruf Mittel bereitstellen muss, beispielsweise bei Fonds, die über die Einzahlung des Zeichnungsbetrages hinaus eine Nachschusspflicht vorsehen. Private Equity Fonds haben komplexe Risikostrukturen, von denen insbesondere folgende hervorzuheben sind:

- Während die Haltedauer der durch den Fonds eingegangenen Beteiligungen häufig nur 3–5 Jahre beträgt, ist das vom Anleger eingesetzte Kapital über die gesamte Fonds-Laufzeit (regelmäßig bis zu 10 Jahren, unter Umständen mit Verlängerung um 2–3 Jahre) gebunden. Die Fonds-Anteile sind über die Laufzeit der Fonds illiquide Anlagen, deren Verkäuflichkeit oder Beleihbarkeit auch durch die Fonds-Bestimmungen ausgeschlossen sein können.
- Inwieweit es zu Mittelrückflüssen aus Verkäufen von Beteiligungen an die Anleger kommt, ist nicht prognostizierbar. Insbesondere kann es aufgrund des wirtschaftlichen Umfelds an Ausstiegsszenarien für Private Equity-Gesellschaften fehlen.
- Während der Fonds-Laufzeit besteht ein in- und ausländisches Steuerrechtsänderungsrisiko, das erhebliche Auswirkungen auf eine erwartete Rendite und die Werthaltigkeit des Investments haben kann. Soweit Beteiligungsunterlagen Hinweise über die Besteuerung enthalten, sind diese Hinweise vom Anleger auf Richtigkeit und Vollständigkeit zu überprüfen bzw. überprüfen zu lassen. Dabei sind die für den Anleger maßgebenden eigenen steuerlichen Verhältnisse zu berücksichtigen. Es kann nicht ausgeschlossen werden, dass die zuständigen Finanzbehörden eine von den Prospekt-

angaben abweichende steuerliche Sicht einnehmen.

- Eine Ertragsauskehrung erfolgt nicht zwangsläufig in bar, sondern kann z. B. auch in der Übertragung eventuell nicht verwertbarer Anteile an einzelnen Beteiligungen des Fonds bestehen.
- Die Verwendung des Fonds-Kapitals beinhaltet neben dem Risiko der Bonität und des wirtschaftlichen Erfolgs der Beteiligungsunternehmen ein Währungs- bzw. Wechselkursänderungsrisiko.
- Die Fondsinhibitoren/Investment Manager unterliegen bezüglich des Eingehens von attraktiven Beteiligungen einem Wettbewerb. Es besteht deshalb die Möglichkeit, dass das Fonds-Portfolio keine ausreichende Anzahl von Beteiligungen beinhaltet bzw. das Zeichnungskapital nicht ausreichend investiert wird. Dies hat Auswirkungen auf die Ertragsaussichten und die Risikodiversifikation des gezeichneten Kapitals.
- Ist bei Portfoliostrukturen ein fixierter Investitionszeitraum vorgesehen, so kann der bestehende Wettbewerb einen negativen Einfluss auf die Qualität der Beteiligungen haben.

### **3.2 Allgemeine Geschäftstätigkeit der vermittelnden Bank.**

Die in den Vertrieb von Private Equity Fonds und Venture Capital Fonds eingeschaltete Bank kann im Rahmen ihrer allgemeinen Geschäftstätigkeit geschäftliche Beziehungen unterschiedlichster Art sowohl zu den Unternehmen unterhalten, in die der von ihr vertriebene Fonds investiert, als auch zu solchen dritten Unterneh-

men, die ihrerseits mit den „Fondsunternehmen“ in Geschäftsbeziehung stehen. Es ist ferner möglich, dass die Bank im Rahmen ihres Investment Banking eine Gesellschaft berät, die beabsichtigt, sich an einem der „Fondsunternehmen“ zu beteiligen oder es zu übernehmen. Weiterhin besteht die Möglichkeit, dass die Bank oder ein

mit ihr verbundenes Unternehmen Geschäfte tätigt, die denen des Fonds vergleichbar sind. Schließlich kann die Bank in Finanzinstrumenten, die von dem Fonds gehalten werden, Eigenhandelsgeschäfte tätigen. Die Einbindung in den Vertrieb der Fonds-Geschäftsanteile hindert die Bank in keiner Weise an diesen Aktivitäten.

## Teil II: Sonstige Alternative Anlagen.

### A Rohstoffe – Grundstrukturen und Preisrisiken.

#### 1 Was sind Rohstoffe?

Unter dem Begriff „Rohstoffe“ werden im allgemeinen Sprachgebrauch gewöhnlich auch Waren mit einbezogen. Hierfür wird auch der englische Begriff „Commodities“ verwendet. Rohstoffe werden in drei Hauptkategorien eingeteilt: Mineralische Rohstoffe (wie z. B. Öl, Gas, Aluminium und Kupfer), landwirtschaftliche Erzeugnisse (wie z. B. Weizen und Mais) und Edelmetalle (wie z. B. Palladium und Platin). Technologische Innovationen und wirtschaftliche Veränderungen haben zur Entwicklung neuer „Rohstoffe“ geführt. Dazu zählen zum Beispiel Elektrizitäts-, Wetter- und Katastrophen-derivate. Es können weitere Märkte für Rohstoffe mit zusätzlichen Risiken entstehen.

Ein Großteil der Rohstoffe wird an spezialisierten Börsen oder direkt zwischen Marktteilnehmern (Banken) weltweit in Form von OTC-Geschäften (außerbörslich) mittels weitgehend standardisierter Kontrakte gehandelt. Diese Kontrakte sehen eine Lieferung nach Ablauf einer bestimmten Monatsfrist zu einem festgelegten Preis vor. Meist erfolgt jedoch keine effektive Lieferung, sondern ein Barausgleich (Cash-Settlement). Bei der Bestimmung von Weltmarktpreisen gelten die in den Kontrakten bestimmten Preise als Grundlage, da sie von Anbietern, Käufern sowie Liquidität bereitstellenden Marktteilnehmern wie Banken und Spekulanten häufig als Richtwerte genutzt werden.

#### 2 Einflussfaktoren auf Rohstoff-Preise.

Die Ursachen von Preisrisiken bei Rohstoffen sind häufig komplexer. Die Preise sind häufig

größeren Schwankungen unterworfen als bei anderen Anlagekategorien. Hinzu kommt, dass Rohstoff-Märkte unter Umständen eine geringere Liquidität aufweisen als Renten-, Devisen- und Aktienmärkte und sich daher Angebots- und Nachfrageveränderungen drastischer auf Preise und Volatilität auswirken können. Diese Marktcharakteristik kann zu einer geringen Preistransparenz führen, wodurch Anlagen in Rohstoffen risikoreicher und komplexer werden.

Die verschiedenen Rohstoffe sind nicht homogen. Daher können sich die Preise sehr unterschiedlich entwickeln. Ein auf Rohstoff-Preisen basierender Index fasst immer eine bestimmte Gesamtheit solcher Preisbewegungen zusammen. Die Preisbewegungen und Risiken einzelner zugrunde liegender Rohstoffe müssen durch einen Index nicht vollständig widerspiegelt werden.

Die Einflussfaktoren auf Preise von Rohstoffen sind zahlreich und komplex, so dass das Beziehungsgeflecht dieser Faktoren nur schwer zu durchschauen ist. Prognosen zu Preisen von Rohstoffen sind aus diesem Grund schwierig zu treffen.

Im Folgenden sind einige der Faktoren, die sich in Rohstoff-Preisen niederschlagen, kurz erläutert.

### **2.1 Kartelle und regulatorische Veränderungen.**

Eine Reihe von Rohstoff-Produzenten haben sich zu Organisationen oder Kartellen zusammengeschlossen, um das Angebot zu regulieren und damit die Preise zu beeinflussen. Ein Bei-

spiel ist die OPEC für die Erdöl produzierenden Länder.

Auch der Handel mit Rohstoffen und Rohstoff-Kontrakten unterliegt gewissen Regeln. So haben die meisten Aufsichtsbehörden und Börsen Anforderungen hinsichtlich des Mindestkapitals von Marktteilnehmern sowie tägliche Preisänderungsgrenzen festgesetzt. Jegliche Änderung dieser Regeln kann sich auf die Preisentwicklung auswirken.

### **2.2 Bonitätsrisiken.**

Produzenten von Rohstoffen verfügen nicht immer über eine ausreichende Bonität und können somit Einschränkungen bezüglich der Finanzierung oder bei Geschäftsabschlüssen für Transaktionen unterliegen. Dies kann das Preismuster eines Rohstoffs verändern.

In Zeiten begrenzter Finanzmittel steigt die Nachfrage nach materiellen Vermögenswerten. Die durch die begrenzten Finanzmittel i.d.R. verringerte Anzahl an Gegenparteien mit einer verminderten Flexibilität, Transaktionen abzuwickeln, können zu höheren Preisen führen.

### **2.3 Zyklisches Verhalten von Angebot und Nachfrage.**

Landwirtschaftliche Erzeugnisse werden während bestimmter Jahreszeiten produziert, jedoch das ganze Jahr über nachgefragt. Im Gegensatz dazu wird ununterbrochen Energie produziert, obgleich diese hauptsächlich in kalten oder sehr heißen Jahreszeiten benötigt wird. Dieses zyklische Verhalten von Angebot und Nachfrage kann starke Preisschwankungen nach sich ziehen.

#### **2.4 Direkte Investitionskosten.**

Direkte Investitionen in Rohstoffe sind mit Kosten für Lagerung, Versicherung und Steuern verbunden. Des Weiteren werden auf Rohstoffe keine Zinsen oder Dividenden gezahlt. Die Gesamttrendite von Rohstoffen wird durch diese Faktoren beeinflusst.

#### **2.5 Wechselkursrisiken.**

Obgleich Rohstoffe in allen wichtigen Währungen notiert werden, erfolgt der Großteil der Transaktionen in US-Dollar. Wechselkursänderungen der Heimatwährung eines Anbieters oder Käufers eines Rohstoffs können sich daher auf dessen Preis auswirken.

Regierungen von Schwellenländern werten manchmal ihre Währungen auf oder ab oder sie beschränken den Kapitalverkehr mit dem Ausland. Beide Maßnahmen können die aktuelle und zukünftige Angebotsentwicklung und damit die Preise von Rohstoffen beeinflussen. In Industrieländern können sich finanz- und wirtschaftspolitische Entscheidungen auf den Kurs der jeweiligen Landeswährung auswirken. Auch dies schlägt sich letztendlich in den Preisen bestimmter Rohstoffe nieder.

#### **2.6 Inflation und Deflation.**

Der Verbraucherpreisindex (CPI), einer der wichtigsten Inflationsindikatoren, und die durchschnittlichen Rohstoff-Preise weisen kaum eine Korrelation zueinander auf. Durch die geldpolitischen Instrumente der Zentralbanken kann die Gesamtinflation besser unter Kontrolle gehalten werden. Rohstoffe reagieren jedoch stark auf ein

unerwartet hohes Ansteigen der Inflationsrate, wie man 1974 und 1999 beobachten konnte. Dies gilt besonders für mineralische Rohstoffe.

Während der Weltwirtschaftskrise der 1930er Jahre verdoppelten sich die Rohstoff-Preise entgegen der allgemeinen Überzeugung, dass ein deflationäres Umfeld zu einem Preisrückgang führen müsse.

#### **2.7 Liquidität.**

Nicht alle Rohstoff-Märkte sind liquide und können schnell und in ausreichendem Umfang auf Veränderungen der Angebots- und Nachfragesituation reagieren. Da an den Rohstoff-Märkten nur wenige Marktteilnehmer aktiv sind, können starke Spekulationen negative Konsequenzen haben und Preisverzerrungen nach sich ziehen.

#### **2.8 Nicht homogene Rohstoffe.**

Besteht zu einem Zeitpunkt ein Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage, so wirkt sich dies während bestimmter Monate auf die Rohstoff-Preise aus. Dies führt aber nicht zwangsläufig zu genauso starken Preisveränderungen während anderer Monate.

Preisveränderungen bei einem mineralischen Rohstoff wie Öl wirken sich nicht unbedingt auf die Preise für Gas, Gold oder andere Rohstoffklassen aus. Kann ersatzweise ein anderer Rohstoff verwendet werden, ist indes bei beiden Rohstoffen eine Preisveränderung möglich. Entschieden sich beispielsweise ein Katalysatorhersteller, bei der Produktion statt Platin zuneh-

mend Palladium zu verwenden, könnte dies die Nachfrage bei beiden Rohstoffen verändern. Inwieweit sich die Preise dann bewegen würden, hängt vom Ausmaß der Nachfrageveränderung ab. Dabei würde es auch eine Rolle spielen, wie schnell und stark sich das Angebot anpassen kann.

### **2.9 Politische Risiken.**

Rohstoffe werden oft in Schwellenländern produziert und von Industrieländern nachgefragt. Die politische und wirtschaftliche Situation von Schwellenländern ist jedoch meist weitaus weniger stabil als in den Industriestaaten. Sie sind weit eher den Risiken rascher politischer Veränderungen und konjunktureller Rückschläge ausgesetzt. So gab es in den vergangenen Jahren in zahlreichen Schwellenländern weit reichende politische, wirtschaftliche und soziale Veränderungen. In vielen Fällen haben diese Veränderungen zu Konflikten und sozialen Spannungen, in einigen Fällen zu Instabilität und Protesten gegen Marktreformen geführt. Auch künftig können Entwicklungen mit negativen Auswirkungen auf die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen nicht ausgeschlossen werden. Politische Krisen können das Vertrauen von Anlegern erschüttern, was wiederum die Preise von Rohstoffen mindern könnte.

Kriegerische Auseinandersetzungen oder Konflikte können Angebot und Nachfrage bestimmter Rohstoffe verändern. Darüber hinaus ist es möglich, dass Industrieländer oder aber die UNO Rohstoff-Produzenten ein Embargo beim Export und Import von Waren und Dienstleistungen auferlegen. Dies kann sich direkt oder

indirekt auch in den Preisen von Rohstoffen niederschlagen.

### **2.10 Angebot und Nachfrage.**

Die Planung und das Management der Versorgung mit Rohstoffen nehmen viel Zeit in Anspruch. Daher ist der Angebotsspielraum bei Rohstoffen begrenzt und es ist nicht immer möglich, die Produktion schnell an Nachfrageveränderungen anzupassen. Die Nachfrage kann auch regional unterschiedlich sein. Die Transportkosten für Rohstoffe in Regionen, in denen diese benötigt werden, wirken sich darüber hinaus auf die Preise aus.

### **2.11 Besteuerung.**

Änderungen der Steuersätze und Zölle können sich im Nachfragemuster bemerkbar machen und sich für den Hersteller rentabilitätsmindernd oder -steigernd auswirken. Dabei kann es sich auch um indirekte Steuern wie zum Beispiel höhere Ertrag-, Lager- oder Kraftstoffsteuern handeln. Wie stark sich eine Änderung der Besteuerung auf die Anbieter auswirkt, hängt davon ab, inwieweit diese die Kosten weitergeben können.

### **2.12 Wetter und Naturkatastrophen.**

Ungünstige Wetterbedingungen können das Angebot bestimmter Rohstoffe für das Gesamtjahr beeinflussen. So besteht die Gefahr, dass Frost während der Blütezeit von Kaffeepflanzen die gesamte Ernte vernichtet. Taifune und andere Naturkatastrophen können die Öl- und Getreideproduktion für lange Zeit in Mitleidenschaft ziehen. Eine solche Angebotskrise kann, solange das gesamte Ausmaß noch



nicht bekannt ist, zu starken und unberechenbaren Preisschwankungen führen.

Auch die Ausbreitung von Krankheiten und der Ausbruch von Epidemien können die Preise für landwirtschaftliche Erzeugnisse beeinflussen.

## **B Währungen – Grundstrukturen und Preisrisiken.**

### **1 Anlage im Devisenmarkt.**

Die im Devisenmarkt gehandelten Preise sind Wechselkurse zwischen zwei Währungen.

Die Motivation für im Devisenmarkt engagierte Anleger ist üblicherweise die Gewinnerzielung durch Ausnutzung kurz- bis mittelfristiger Wechselkursschwankungen. Dabei ist zu beachten, dass hiermit Gewinne i. d. R. aus kurzfristigen Wertveränderungen erzielt werden sollen und nicht aus Zinserträgen.

Währungen können auf verschiedene Arten gehandelt werden. Üblich ist der Handel auf Kassabasis (Erfüllung i.d.R. zwei Geschäftstage nach Handelstag), in Form von Devisentermingeschäften (Erfüllung zu einem festgelegten späteren Termin) oder als Devisenoption. Der Großteil der Termin- und Optionsgeschäfte wird im Interbankenmarkt gehandelt; daneben existieren auch entsprechende börsennotierte Kon-

trakte, z. B. an der Philadelphia Stock Exchange oder der Chicago Mercantile Exchange.

Devisenterminkurse sind Marktpreise für den zukünftigen Tausch von Währungen. Da Abschluss und Erfüllung der Transaktion zeitlich getrennt sind, weicht der Terminkurs vom Kassakurs ab. Der Terminkurs errechnet sich aus dem jeweiligen Kurs am Kassamarkt und dem Zinsunterschied zwischen den beiden Währungen für den Zeitraum zwischen Abschluss und Erfüllung des Termingeschäfts. Zinsbeeinflussende Faktoren, wie z. B. die Veröffentlichung von Wirtschaftsdaten sowie die Zinspolitik von Zentralbanken, wirken sich tendenziell stärker auf Devisenterminkurse als auf den Kassakurs aus.

Mit einem täglichen Handelsvolumen von über 1 Trillion US-Dollar ist der internationale Devisenmarkt der größte Markt der Welt.

### **2 Einflussfaktoren auf Wechselkurse.**

Die Wechselkursentwicklung am Devisenmarkt wird durch eine Kombination aus langfristigen strukturellen, mittelfristig-zyklischen und kurzfristig-spekulativen Faktoren beeinflusst, deren wesentliche Aspekte nachstehend beschrieben werden.

**2.1 Langfristig-strukturelle Einflussfaktoren.** Strukturelle Veränderungen vollziehen sich oft über einen längeren Zeitraum und wirken sich

daher eher auf das langfristige Gleichgewicht von Währungsrelationen aus als auf die kurz- bis mittelfristige Kursentwicklung. Eine Reihe struktureller Einflussfaktoren wirkt sich auf die langfristige Kursrelation zwischen zwei Währungen aus. Hierzu gehören langfristige Inflationstrends der jeweiligen Volkswirtschaften, Produktivitätsunterschiede, langfristige Entwicklungen der Nettowährungsreserven und -verbindlichkeiten, dauerhafte Trends in der Relation zwischen Export- und Importpreisen sowie die langfristige Entwicklung von Spar- und Investitionsquoten.

## **2.2 Mittelfristig-zyklische Einflussfaktoren.**

Zyklische Einflussfaktoren können mittelfristige Abweichungen des Wechselkurses von der langfristigen Gleichgewichtsrelation bewirken. Diese mittelfristigen Schwankungen können in beide Richtungen recht umfangreich sein und teilweise über einen längeren Zeitraum anhalten. Auf lange Sicht kehrt der Wechselkurs jedoch tendenziell zum langfristigen Gleichgewichtsniveau zurück, sobald zyklische Einflüsse wieder in den Hintergrund treten. Mittelfristige Devisenkurstrends werden vorwiegend durch die Entwicklung volkswirtschaftlicher Faktoren wie z. B. die Entwicklung realer Zinsdifferenzen, der Handels- und Leistungsbilanz, Unterschiede in der Geld- und Fiskalpolitik sowie in der konjunkturellen Entwicklung beeinflusst; auch Überlegungen zum Gleichgewicht innerhalb von Portfolios spielen hierbei eine Rolle. Als Erklärungsansätze und Indikatoren für mittelfristige Wechselkurstrends haben sich diese

Faktoren in der Vergangenheit nur bedingt geeignet erwiesen. Regelmäßig auftretende enge Wechselbeziehungen, bei denen über mehrere Zyklen hinweg eine starke Korrelation zwischen einem oder mehreren dieser Faktoren und Trends im Devisenmarkt zu beobachten ist, werden oft durch unerwartete Ereignisse durchbrochen, durch die die Eignung des jeweiligen Faktors als Indikator in der Folge stark beeinträchtigt wird. Insgesamt haben sich Veränderungen in der Geld- und Fiskalpolitik als wichtigste mittelfristige Einflussfaktoren auf Wechselkurse herauskristallisiert. Zahlreiche der wesentlichen Währungszyklen der 90er Jahre lassen sich auf Änderungen des jeweiligen nationalen „Policy-Mix“ zurückführen.

## **2.3 Kurzfristig-spekulative Einflussfaktoren.**

Auf kurze Sicht lassen sich schließlich Marktpositionen, Marktmeinung sowie die Bereitschaft zur Risikoübernahme als Einflussfaktoren identifizieren. Auch hier sind die Wechselbeziehungen eher instabil. Oftmals können solche Einflüsse jedoch fundamentale Aspekte kurzfristig überlagern. Kriegshandlungen und andere politische Konflikte können das Kursniveau sowie die Liquidität im Handel bestimmter Währungen beeinflussen.



Diese Basisinformation gibt Ihnen einen Überblick über Grundstrukturen und Risiken bei Vermögensanlagen mit bestimmten Alternativen Investments.

Lassen Sie sich in unseren Investment & FinanzCentern beraten oder nutzen Sie unsere Telefon- und Online-Services sowie unser SB-Banking – 7 Tage in der Woche, rund um die Uhr.



Persönlich in Ihrem Investment & FinanzCenter



An unseren Bankingterminals



Telefonisch jederzeit unter 0 18 18-10 00\*

\* Die Telefongebühren betragen 9,9 Cent pro Minute (Deutsche Telekom-Tarif).



Im Internet: [www.deutsche-bank.de/start](http://www.deutsche-bank.de/start)

002 82 800 28 · 02/04

Leistung aus Leidenschaft.

Deutsche Bank

