

Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI)
Eine Einführung in die Welt nicht traditioneller Anlagen und Strategien



Informationsbroschüre Hedgefonds

Inhalt

Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI).....	3
Vorbemerkung.....	5
1. Hedgefonds.....	6
1.1 Definition und Entwicklung.....	6
1.2 Strategien	7
1.2.1 Tactical	8
1.2.2 Event Driven.....	10
1.2.3 Relative Value	10
2. Rendite- und Risikomaße	11
3. Evidenz.....	15
4. Regulierung	18
Anhang	22
Literaturempfehlungen	22
Kontakt.....	22

Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI)

Der **Bundesverband Alternative Investments e. V. (BAI)** ist die zentrale Interessenvertretung der Alternative Investments-Branche in Deutschland – assetklassen- und produktübergreifend. Wir setzen uns dafür ein, dass deutsche institutionelle bzw. professionelle Investoren ihre Kapitalanlage im Hinblick auf Alternative Investments, insbesondere mit Augenmerk auf die langfristige Sicherung der deutschen Altersvorsorge, einfacher und besser diversifizieren können.

Unsere **Kernbotschaften** und **Ziele**

- Verbesserung des Bekanntheitsgrades alternativer Anlagestrategien und Konzepte in der Öffentlichkeit
- Attraktive und international wettbewerbsfähige Rahmenbedingungen für die Anlage in Alternative Investments
- Katalysator zwischen professionellen deutschen Investoren und anerkannten Anbietern von Alternative Investments-Produkten weltweit
- Förderung wissenschaftlicher Forschung im Bereich der Alternative Investments

Der BAI führt den Dialog mit politischen Entscheidungsträgern sowie den zuständigen Aufsichtsbehörden auf nationaler und europäischer Ebene und wirkt darauf hin, dass in Gesetzgebung und Aufsichtspraxis die Belange unserer Branche gehört werden. Darüber hinaus pflegt der Verband den Austausch mit nationalen und internationalen Organisationen und Verbänden. Er verfolgt das Ziel, gesetzliche Reformen sowie eine Rechtsfortbildung im Interesse der Mitglieder und deren Anleger zu erreichen. Der Kreis der BAI-Mitglieder, die sich aus allen Bereichen des professionellen Alternative Investments-Geschäfts (Hedgefonds, Private Equity, Infrastruktur, Real Estate, Rohstoffe, etc.) rekrutieren, ist mittlerweile auf 140 Unternehmen angewachsen.

Mehrwert für Mitglieder

Mitglieder profitieren von unserem umfangreichen Informations- und Dienstleistungsangebot und können sich zudem über diverse Fachausschüsse, Konsultationen, etc. aktiv an der Verbandsarbeit beteiligen. Unseren Mitgliedern bieten wir u.a.:

- Briefings über aktuelle Gesetzgebungs- und Regulierungsvorhaben auf nationaler und internationaler Ebene
- BAI-Homepage mit umfassenden Informationen zu unseren Aktivitäten sowie geschlossener Mitglieder- und Investorenbereich mit BAI-Stellungnahmen zu Gesetzgebungsvorhaben, Briefings, Fachartikeln, etc.
- Publikationsmöglichkeiten im BAI-Newsletter und auf der BAI-Homepage
- Teilnahme an BAI-Events und Konferenzen sowie Veranstaltungen unserer Kooperationspartner
- Due Diligence Questionnaires für Infrastruktur-, Hedgefonds- und Private Equity-Investments
- Muster und Leitfäden für die Vertragsgestaltung bei Alternativen Investmentfonds (AIFs)

Veranstaltungen und Events

Die Alternative Investor Conference (AIC) mit rund 350 Teilnehmern findet jährlich im April/Mai statt und hat sich zu einer überregionalen Plattform entwickelt, auf der sich institutionelle Investoren,

Anbieter und Dienstleister über neueste Entwicklungen in der AI-Branche austauschen. Durch die Einbindung von hochkarätigen Keynote Speakern und die Programmgestaltung durch Investoren und BAI-Mitglieder konnte die Attraktivität der Konferenz für institutionelle Investoren zusätzlich gesteigert werden. Ein Investoren-Dinner sowie ein exklusiver Workshop für diese Zielgruppe runden unsere Veranstaltung ab. Darüber hinaus richtet der BAI mehrmals im Jahr die Veranstaltungsreihe BAI Insight aus. In Kooperation mit Mitgliedsunternehmen dienen diese Events als Plattform für Networking und Weiterbildung im Bereich Alternative Investments.

Research

Mit unterschiedlichem Fokus bietet der BAI Research-Dienstleistungen an. Beispielsweise erscheint seit April 2014 im quartalsmäßigen Turnus das BAI Research Quarterly, das Rendite- und Risikokennzahlen zu Alternative Investments bereitstellt. Zudem werden Publikationen zu den Gegebenheiten des deutschen Marktes (bspw. German Market Review) und FactSheets zu unterschiedlichen Themen des Verbandsspektrums angeboten.

Wissenschaft

Der BAI fördert wissenschaftliche Arbeiten im Bereich der Alternative Investments. Mit dem BAI-Wissenschaftspreis haben wir für Studenten und Wissenschaftler in Deutschland einen weiteren Anreiz geschaffen, Forschungsarbeit in diesem für Investoren zunehmend wichtigeren Bereich zu leisten. In Ergänzung dazu vergibt der BAI Druckkostenzuschüsse für exzellente Dissertationen.

Investorenbeirat

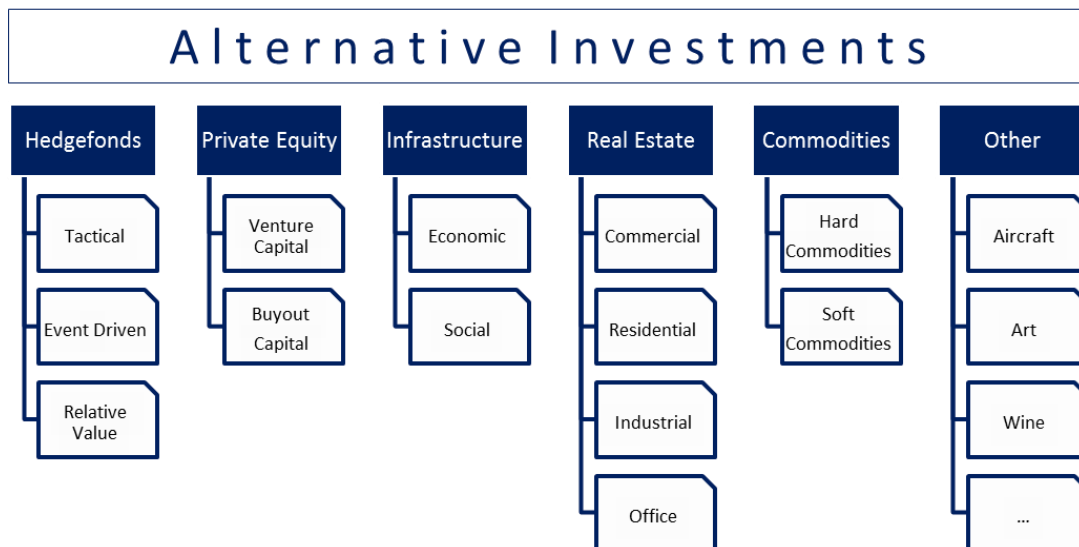
Den Belangen institutioneller Investoren wird insbesondere über die Mitwirkung des BAI-Investorenbeirates Rechnung getragen. Er hat die vertiefte Einbindung von Investoren in die Verbandsarbeit, die Hinzuziehung als Ideengeber, Ansprechpartner und Willensbildungsorgan sowie als Fürsprecher für AI-Themen gegenüber Politik, Aufsicht und Medien zum Ziel. Weiterhin soll durch den Beirat die Marktintegrität, Transparenz und Governance der AI-Branche verbessert sowie eine institutionalisierte Plattform für den Dialog im Verband und der Investoren untereinander geschaffen werden.

Zielsetzung der Informationsbroschüre

Vor dem Hintergrund der steigenden Nachfrage und der präsenten Rolle von Alternative Investments in der Assetallokation institutioneller Investoren möchte der BAI mit dieser Informationsbroschüre über Grundlagen, Strategien, Chancen und Risiken von alternativen Investmentanlagen und -strategien informieren. Dabei sollen die Inhalte über die reinen Grundlagen hinausgehen und einen ersten vertieften Einblick gewähren, auf dessen Fundament eine intensivere Beschäftigung mit Alternative Investments möglich ist.

Vorbemerkung

Der Begriff Alternative Investments (AI) wird oft mit „Hedgefonds“ und „Private Equity“ verbunden, dabei erstreckt sich das Feld der AI ebenso auf die Bereiche „Infrastruktur“ oder „Rohstoffe“ sowie viele weitere. Da jedoch keine allgemeingültige Definition existiert, findet man diverse Auslegungen. Der BAI versteht unter AI die Investition in traditionelle Anlageklassen (Aktien und Anleihen) unter Zuhilfenahme komplexer, nicht traditioneller Strategien. Die folgende Grafik gibt einen kurzen Überblick über die möglichen Segmente, in denen über die traditionellen Anlageklassen hinaus alternative Strategien eingesetzt werden.



Quelle: eigene Darstellung aus diversen Quellen.

Die Grafik macht deutlich, warum eine leicht vergleichbare Einteilung der einzelnen Klassen in Bezug auf Alternative Investments häufig schwierig ist. *Hedgefonds* werden zwar nach Strategien kategorisiert, ihr gemeinsamer Nenner ist aber neben der möglichen traditionellen Anlageklasse auch die Art und Weise, wie und zu welchem Zeitpunkt sie ihre Investitionen vornehmen: *Tactical*, *Event Driven* oder *Relative Value*. Private Equity hingegen umfasst die Bereiche *Venture* und *Buyout Capital*, die sich nach der Phase, in der sich das Zielunternehmen befindet, unterscheiden (*Venture Capital*) bzw. nach bestimmten Ereignissen, die im Unternehmen stattfinden (*Buyout Capital*). Der Bereich Infrastruktur gliedert sich auf der höchsten Ebene in *ökonomische* und *soziale* Infrastruktur. Erstere umfasst bspw. Energie- und Versorgungsgüter, während Investitionen in Bildung und Kultur letzterer zuzuordnen sind. Auf dem Gebiet der Immobilien können Investoren hauptsächlich zwischen Gewerbe- (*commercial*), Wohn- (*residential*), Industrie- (*industrial*) und Büroimmobilien (*office*) wählen. Darüber hinaus stellt sich die Frage nach dem Zugangsweg zum Zielinvestment. Dieser kann bspw. auch indirekt über eine gelistete Immobilienaktiengesellschaft (REIT) erfolgen. Rohstoffinvestitionen können mittels verschiedener Instrumente in *hard* oder *soft Commodities* vorgenommen werden. Zielinvestitionen können bspw. Edel- oder Industriemetalle (*hard*) oder pflanzliche und tierische Rohstoffe (*soft*) sein. Weiterhin sind auch andere Investitionsmöglichkeiten den Alternative Investments zuzuordnen. Dazu gehören *Mobilien* (wie Schiffe oder Flugzeuge), *Kunstsammlungen*, *Wein* und viele andere mehr.

Was die beschriebenen alternativen Strategien eint, ist die Tatsache, dass sie bei entsprechender Portfolioallokation zu einer deutlichen Verbesserung der Rendite/Risiko-Relation beitragen. Es ist charak-

teristisch für Alternative Investments, dass sie regelmäßig eine geringe Korrelation zu traditionellen Anlageklassen aufweisen und für das Portfolio einen signifikanten Diversifikationseffekt erzielen können. Über den Diversifikationseffekt hinaus gibt es noch weitere Merkmale, die Alternative Investments auszeichnen:

- überdurchschnittliches Renditepotential
- ggf. geringere Liquidität
- ggf. geringere Transparenz
- Einsatz von Hebeln und Derivaten
- Renditen häufig nicht normalverteilt
- komplexe Performance- und Risikomessung notwendig

Die Zunahme von internationalen Finanz- und Kapitalströmen hat neben anderen Ursachen dazu geführt, dass die Finanzmärkte im 21. Jahrhundert ein hohes Maß an Integration erreicht haben. Eine globale Vernetzung bedeutet aber auch, dass Marktentwicklungen stärker miteinander korreliert sind, und ein signifikanter Diversifikationseffekt auf traditionellem Wege schwer erreicht werden kann. Die Verwerfungen im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise haben eindrucksvoll aufgezeigt, dass eine Portfoliodiversifizierung über reine Aktien- und Anleihestrategien nicht weiter zielführend ist. Weiterhin sind die Renditen durch die weltweit stark gefallen Zinssätze belastet, so dass sich in Kombination der beiden essentiellen Faktoren Rendite und Risiko Anlagen in Alternative Investments anbieten. So wird die Bedeutung von AI im Zeitverlauf eher zunehmen und einen größeren Raum in der Portfolioallokation von Investoren erhalten.

Diese folgende Abhandlung geht zunächst auf die Definition von *Hedgefonds*, ihre Historie und die am häufigsten genutzten Strategien ein. Diese Strategien werden im Anschluss detaillierter beschrieben, um dem Leser einen besseren Eindruck vom *Hedgefonds*-Universum zu vermitteln. Bevor auf die Marktentwicklung ausgewählter *Hedgefonds*-Strategien eingegangen wird, werden im darauf folgenden Kapitel einige der wichtigsten Rendite- und Risikokennzahlen beschrieben, die zur Analyse der Performance unerlässlich sind. Dies hilft, die im abschließenden dritten Kapitel vorgenommenen Betrachtungen zur Marktperformance von *Hedgefonds* nachvollziehen zu können.

1. Hedgefonds

1.1 Definition und Entwicklung

Auf Grund der Heterogenität der Anlagen und der Vielzahl an Strategien ist es schwierig, *Hedgefonds* einheitlich und klar zu definieren. Grundsätzlich ist ein *Hedgefonds* ein Investmentfonds, der seine Gelder nach nicht traditionellen Strategien und weitgehend frei von Anlagegrenzen investiert. *Hedgefonds* unterscheiden sich von gewöhnlichen Investmentfonds vor allem durch vielschichtige Strategien und Anlagetechniken, die eingesetzt werden, um die Rendite-/Risikostruktur des Portfolios zu verbessern, z.B. durch Leverage (Hebelung des Kapitals) und/oder Leerverkäufe (Setzen auf fallende Kurse). *Hedgefonds* investieren auch in traditionellen Anlageklassen (Aktien und Anleihen), bedienen sich dabei jedoch alternativer Anlagestrategien und Techniken. Das Management von *Hedgefonds* ist in der Regel mit eigenem Geld an seinen Fonds beteiligt, was Fondsmanagement und Investoren in puncto Interessenkongruenz enger zusammenrücken lässt. Nach der „Hedge Fund Survey March 2014“ der Financial Conduct Authority (FCA) hat das Management im Durchschnitt einen Anteil von 9% am Kapital seiner *Hedgefonds*.

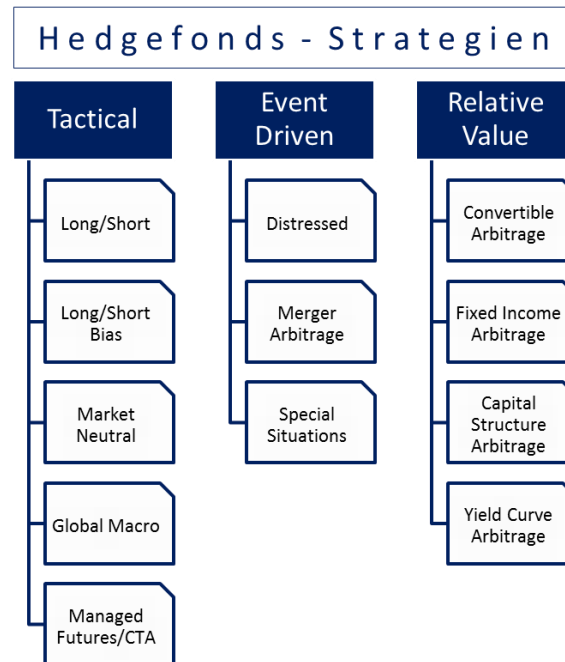
Der erste *Hedgefonds* geht auf das Jahr 1949 und Alfred W. Jones zurück. Er bemerkte, dass es möglich ist, durch gezieltes Kaufen unterbewerteter und Leerverkäufe überbewerteter Aktien das Marktrisiko des Portfolios zu reduzieren. Diese Strategie kommt der heute unter "Equity Market Neutral" bekannten am nächsten. Durch die marktneutrale Ausrichtung des Fonds konnte Jones marktunabhängig eine positive Rendite erwirtschaften. Zusätzlich setzte er Fremdkapital ein, um über Hebeleffekte die Rendite zusätzlich zu steigern. Jones legte damit den Grundstein für alle folgenden *Hedgefonds*. So nutzte er bereits das heute immer noch übliche Vergütungssystem, welches aus Management und Performance Fee besteht und war mit eigenem Kapital am Fonds beteiligt. 1954 begann Jones, externe Manager zu suchen, die Teile des Fondsvermögens verwalten sollten. Dies gilt als Geburtsstunde des Dach-*Hedgefonds*-Konzepts.

Im Jahr 1966 schließlich veröffentlichte das „Forbes Magazine“ einen Artikel zu der von Jones eingesetzten Strategie, in dem erstmals die Bezeichnung „Hedge Fund“ genutzt wurde. Durch diesen Artikel wurde die Idee des *Hedgefonds* an der Wall Street und bei vermögenden Privatpersonen bekannt und vielfach kopiert und weiterentwickelt. Innerhalb weniger Jahre entstanden über 200 Fonds dieser Art. Die Währungskrisen mit Zusammenbruch des Bretton Woods – Systems in den 1970er Jahren sorgten allerdings auch bei den *Hedgefonds* für Verluste, so dass sich ihre Anzahl bis in die 1990er Jahre stark verringerte. Seitdem allerdings wurden mehrere tausend *Hedgefonds* mit immer neuen Anlagestrategien aufgelegt. In den Jahren nach dem Platzen der Dotcom-Blase konnten *Hedgefonds* traditionelle Fonds outperformen, während an den Aktienmärkten gravierende Kursverluste zu verzeichnen waren. Diese Entwicklung unterstrich die Notwendigkeit, ein Portfolio über Aktien und Anleihen hinaus zu diversifizieren und führte seitens institutioneller Investoren zu einer steigenden Nachfrage nach *Hedgefonds*. Aus dem Nischenprodukt früherer Jahre ist so ein ausgewachsenes Marktsegment geworden, dessen Gesamtvolumen mittlerweile 2,7 Bill. US-Dollar beträgt.

Hedgefonds können als Singlefonds oder Dachfonds aufgelegt sein und investieren. Während Singlefonds ihre Portfolios in Bezug auf Häufigkeit der Transaktionen und Diversifikationsgrad aktiv managen, verteilen Dachfonds ihr Kapital auf die sich im Markt befindlichen Singlefonds. Je nach Größe des Dachfonds kann die Anzahl der Zielfonds zwischen einigen wenigen und in etwa 40 Fonds variieren. Dabei gilt die Regel: Je spezialisierter er ist, desto kleiner ist das Anlagespektrum und die Anzahl der Zielfonds. Ziel ist es, durch die Diversifizierung auf mehrere Manager das Risiko im Vergleich zu einem Direktinvestment zu senken. Dabei kann sich der Dachfonds auf *Hedgefonds* mit einer bestimmten Strategie beschränken oder aber in solche mit verschiedenen Strategien investieren. Im Vergleich mit Singlefonds müssen Investoren allerdings mit höheren Kosten rechnen, da sowohl für den Dachfonds als auch für die Zielfonds Gebühren anfallen. Die Vorteile eines Dachfonds-Investments sind die niedrigeren Mindestanlagebeträge, eine höhere Liquidität sowie Risikodiversifizierung und ein allgemein verbesserter Zugang zu *Hedgefonds*.

1.2 Strategien

Hedgefonds-Strategien lassen sich über die Einteilung in Tactical, Event Driven und Relative Value hinaus weiter untergliedern. Die folgende Grafik zeigt dazu einen möglichen Ansatz:



Quelle: eigene Darstellung aus diversen Quellen.

1.2.1 Tactical

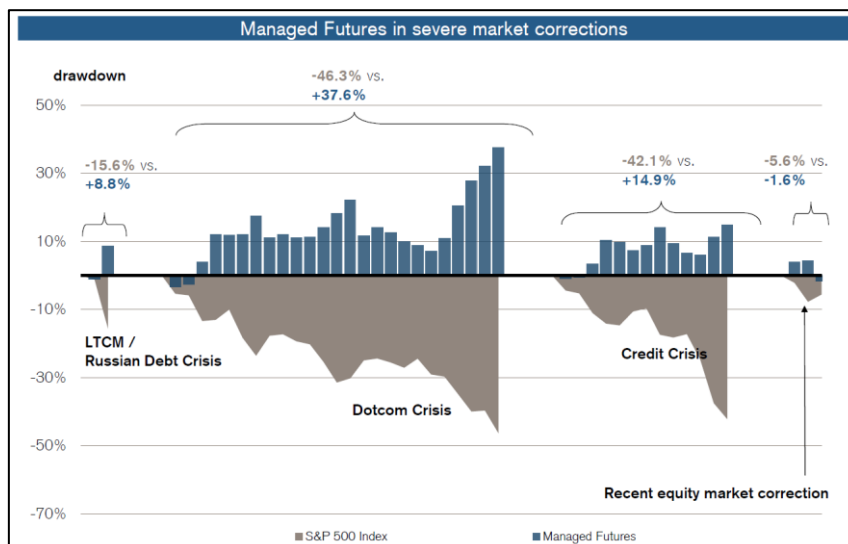
Die am weitesten verbreitete Strategie ist **Long/Short Equity**. In verschiedenen Ausprägungen werden Wertpapiere und deren derivative Instrumente als **Long Bias** (ausdrückliche Long-Strategie), als **Short Bias** (ausdrückliche Short-Strategie) oder als Mischung aus beiden Strategien gehandelt. Ein *Hedgefonds* kann je nach Marktlage netto Long oder netto Short positioniert sein. Diese Strategie ist nicht grundsätzlich auf bestimmte Länder oder Sektoren beschränkt. Es gibt aber spezialisierte Fonds, die bspw. nur Wertpapiere aus dem angelsächsischen Raum handeln oder solche, die den Emerging oder Frontier Markets zugeordnet werden können. Das Management eines *Hedgefonds*, der sich dieser Strategie verschrieben hat, sucht gezielt nach über- oder unterbewerteten Wertpapieren, um von deren Wertentwicklungen zu profitieren. Als unterbewertet eingestufte Wertpapiere werden gekauft und überbewertete Wertpapiere leerverkauft, in der Erwartung, dass sich die Kurse dem fairen Wert nähern. Diese Strategie kann neben Wertpapieren auch mit Anleihen – als **Long/Short Credit** – verfolgt werden. Der Haupterfolgswertfaktor dieser Strategie, ob es sich um Wertpapiere, Anleihen oder Derivate handelt, ist die gründliche Auswahl der Titel.

Ein **Market Neutral**-Fonds investiert sowohl in Long- als auch in Short-Positionen, die sich – von kurzfristigen Schwankungen abgesehen – in Summe ausgleichen. Im Gegensatz zu Long/Short-Strategien ist es das Ziel des Managers, ein möglichst marktneutrales Portfolio, das unabhängig von der Richtung des Marktes Erträge generiert, zu etablieren. Diese Strategie kann, wie schon bei Long/Short, mittels verschiedener Assetklassen umgesetzt werden. Um eine neutrale Position aufzubauen und beizubehalten sind häufige Transaktionen notwendig, so dass diese Strategie besonders auf transaktionskosteneffiziente Strukturen angewiesen ist.

Die **Global Macro**-Strategie bietet dem Management große Freiheiten in der Anlage des Fondskapitals. Häufig werden Hebeleffekte genutzt, um aus Wertpapier-, Währungs-, Zins- oder Rohstoffbewegungen Erträge zu generieren. Das Management versucht im Rahmen einer makroökonomischen Analyse über alle Assetklassen, Märkte und Lokationen hinweg Opportunitäten auszumachen und sie mit-

tels aller verfügbaren Anlageinstrumente auszunutzen. Der Fonds unterliegt dabei selten einer regionalen Beschränkung. Ein wichtiger Baustein bei der Strategiebildung sind die Fiskal- und Geldpolitik, aber auch ökonomische Indikatoren wie Bruttoinlandsprodukt, Zahlungsbilanzstrukturen, Staatsverschuldung oder Arbeitslosigkeit werden in die Analyse einbezogen. Der Fondsmanager benötigt daher ein sehr breites Verständnis für makroökonomische Zusammenhänge und deren Auswirkungen auf die Märkte sowie die Fähigkeit, die gewonnenen Erkenntnisse schnell umsetzen zu können. Auch die Art der Titelauswahl, ob quantitativ oder nicht quantitativ, ist nicht grundsätzlich festgelegt. Die Global Macro-Strategie war die bei weitem populärste in den 1990er Jahren, in denen nahezu 70% aller *Hedgefonds* nach ihr handelten.

Managed Futures werden häufig als *Hedgefonds*-Strategie betrachtet, können jedoch grundsätzlich auch als eigenständige Strategie betrachtet werden. Ein Managed Futures-Fonds lässt sein Anlagevermögen von **Commodity Trading Advisors (CTAs)** verwalten. Ein CTA analysiert Kursschwankungen an den Märkten, um daraus geeignete Kauf- und Verkaufszeitpunkte zu ermitteln, und erhält für seine Beratung eine Gebühr. Das Investitionsspektrum kann sich auf alle verfügbaren Anlageklassen erstrecken, wobei sich die eingegangenen Long- und Short-Positionen auf börsengehandelte Futures, Optionen und Forwards konzentrieren. Dazu gehören Futures auf Wertpapiere, Währungen, Staatsanleihen oder auch Rohstoffe. Managed Futures arbeiten mit großer Hebelwirkung, da bei den gehandelten Futures lediglich eine Sicherheitsmargin hinterlegt werden und nicht die Nominale aufgebracht werden muss. Für gewöhnlich besteht ein Managed Futures-Portfolio aus bis zu 100 Kontrakten. Um die sich daraus ergebenden Risiken zu minimieren, arbeiten viele Fonds mit Stop-Loss-Marken und limitieren den Maximalverlust einer Position. Grundsätzlich kann bei Managed Futures zwischen Trendfolge- und Gegentrend-Strategien (Contrarian) unterschieden werden. Dazu wird ausgenutzt, dass bspw. bestimmte Rohstoffe im Gegensatz zu Wertpapieren eher dazu tendieren, einem Trend zu folgen. Zur Prognose der Kursverläufe werden Modelle eingesetzt, die technischer und/oder fundamentaler Natur sind und in regelmäßigen Abständen angepasst werden. Die technischen Modelle verfolgen einen quantitativen Ansatz, der historische Daten zur Prognose zukünftiger Entwicklungen nutzt. Fundamental hingegen werden der Wert eines Futures und mögliche Schwankungen anhand geeigneter Indikatoren analysiert. Unabhängig vom Modell kann die Entscheidungsfindung systematisch mittels direkter Umsetzung eines Modellsignals oder diskretionär, wobei der Fondsmanager die letzte Entscheidungsgewalt hat, erfolgen. Diese Signale können bspw. erzeugt werden, wenn sich bestimmte gleitende Durchschnittswerte (wie der 50- oder der 200-Tage-Durchschnitt) kreuzen.



Quelle: Credit Suisse.

Die Abbildung zeigt, dass Managed Futures insbesondere in Phasen von Marktkorrekturen eine starke Performance vorzuweisen haben. Dies gilt sowohl für die abgebildete russische Krise von 1998, das Platzen der Dotcom-Blase als auch für die Finanzkrise der letzten Jahre.

1.2.2 Event Driven

Besondere oder außergewöhnliche Ereignisse sind die Grundlage, auf derer das Management eines Event Driven-Fonds tätig wird. Solche Ereignisse können Insolvenzen, Restrukturierungen, Unternehmenszusammenschlüsse oder -übernahmen (M&A) und Spin-Outs von Unternehmensteilen sein. Der *Hedgefonds* versucht, durch die korrekte Vorhersage von Eintritt und Zeitpunkt eines dieser Ereignisse einen Ertrag zu generieren. Die Unsicherheit, die damit verbunden ist, verlangt nach einer hohen Risikoprämie, wodurch diese Fonds potentiell überdurchschnittliche Renditen erwirtschaften können. **Distressed-Hedgefonds** beschäftigen sich mit Unternehmen, die sich in finanziellen und/oder operationellen Schwierigkeiten befinden. Dies können bspw. Insolvenzverfahren, Notverkäufe oder Restrukturierungen sein. Derartige Unternehmen werden aufgrund des erhöhten Risikos mit einem Kursabschlag gehandelt, wodurch das Kurssteigerungspotential im Falle einer Weiterführung des Unternehmens sehr groß sein kann.

Es kann sich aber auch um Fusions- oder Übernahmesituationen handeln, bei der nach eingehender Analyse durch das Fondsmanagement festgestellt wird, dass der Kaufpreis zu hoch bzw. zu niedrig angesetzt ist. Da diese Strategie sehr risikoreich sein kann, wird sie vornehmlich von großen *Hedgefonds* verfolgt, die ihre Positionen zudem – bspw. mit Optionsgeschäften – absichern. Im Falle dieser **Merger Arbitrage**-Strategie kauft der Manager die Aktie des Zielunternehmens und verkauft die Aktie des Käufers leer. Geht er jedoch von einem Scheitern der Übernahme aus, so kann er dies durch die Einnahme der entgegengesetzten Position ausdrücken. Darüber hinaus können auch Unternehmensanleihen, bestimmte Fremdkapitalanteile oder Forderungen gegen ein beteiligtes Unternehmen gehandelt werden. Generell ist zwischen zwei Möglichkeiten, sich an solchen Gesellschaften zu beteiligen, zu differenzieren. Zum einen können *Hedgefonds*-Manager aktiv an den Gesprächen zur finanziellen Restrukturierung und Refinanzierung teilnehmen. Oftmals sind es Großbanken, die in diesen *Hedgefonds* investiert sind. Zum anderen kann der Fonds als passiver Investor lediglich die Aktien, Anleihen oder Derivate der betroffenen Unternehmen erwerben, ohne selbst aktiv die Umstrukturierung mitzugestalten. Der Fondsmanager kann mit einer Long-Position auf eine positive Entwicklung oder aber mit einer Short-Position auf ein Scheitern des Unternehmens setzen. Diese Strategie wird auch als Risk Arbitrage bezeichnet, da bei Merger Arbitrage-Strategien im Grunde Chancen und Risiken gehandelt werden, dass das Ereignis so ausgeht, wie das *Hedgefonds*-Management es sich erhofft und entsprechend gehandelt hat.

Unter **Special Situations** sind alle diejenigen Strategien zusammengefasst, die neben Distressed und Merger Arbitrage darauf setzen, dass bestimmte Ereignisse Einfluss auf Aktien oder Derivate haben, die von den *Hedgefonds* gehandelt werden. Dazu gehören beispielsweise Aktienrückkaufprogramme, Ausgliederungen oder der Verkauf von Unternehmensteilen sowie Kapitalerhöhungen.

1.2.3 Relative Value

Relative Value-Strategien setzen Arbitragegeschäfte um, die mittels Aktien, Anleihen oder Derivaten implementiert werden können. Da es sich in der Regel um sehr geringe Bewertungsunterschiede handelt, setzen Relative Value-Fonds meist einen hohen Fremdkapitalbetrag und Derivate ein, um die Erträge zu hebeln. In Bezug auf die **Convertible Arbitrage**-Strategie werden Wandelanleihen, die einen festen Kupon und das Recht enthalten, zu einem festgelegten Zeitpunkt einen Wandel in die

Aktien eines Unternehmens zu vollziehen, gehandelt. Bei dem Optionsrecht handelt es sich um eine Kaufoption mit dem Recht, die Wandelanleihe in eine vorher festgelegte Anzahl von Aktien umzuwandeln, meist in Aktien des Emittenten. Wandelanleihen können auch die Möglichkeit eines Tauschs von Fremd- in Eigenkapital verbrieften. Die *Hedgefonds*-Strategie zielt darauf ab, Bewertungsunterschiede zwischen Aktien eines Unternehmens und den dazugehörigen Wandelanleihen zu identifizieren und daraus mittels Kauf und Leerverkauf der zugehörigen Aktie einen Gewinn zu erzielen. Dadurch sichert er sich gegen fallende Aktienkurse ab und erwirtschaftet von der Aktienkursentwicklung unabhängige Erträge. Der Kurs der Wandelanleihe reagiert bei Aktienkursen, die eine Wandlung attraktiv werden lassen, sensitiver auf die Aktienkursschwankungen. Ist der Aktienkurs hingegen niedrig und eine Umwandlung in Aktien unattraktiv, so reagiert der Anleihekurs verstärkt wie eine Anleihe und ist gegenüber dem Aktienkurs weniger sensitiv.

Fixed Income Arbitrage-Strategien befassen sich mit allen Arten von festverzinslichen Wertpapieren, wie bspw. Staats- oder Unternehmensanleihen. Auch derivative Instrumente wie Credit Default Swaps (Finanzinstrumente mit Versicherungseigenschaften) werden gehandelt. Das Management sucht dann nach Preisungleichgewichten zwischen Anleihen oder deren Derivaten. **Capital Structure Arbitrage** nutzt den Umstand, dass die Kapitalstruktur eines Unternehmens, die sich aus Eigen- und Fremdkapital mit unterschiedlichen Rangstufen zusammensetzt, auf bestimmte Entwicklungen in ihrem Wert unterschiedlich reagiert. So reagiert das verbrieftes Eigenkapital in Form ausgegebener Wertpapiere auf eine schlechte Ertragslage gewohnheitsmäßig anders und schneller als der Wert des Fremdkapitals. Auch innerhalb des Fremdkapitalstocks kann es zu Bewertungsunterschieden kommen. Oftmals spielen die Kreditratings externer Agenturen eine Rolle bei der Bewertung. Die Zinsstrukturkurve beschreibt und ermöglicht den Vergleich von Renditen ähnlicher Anleihen, die verschiedene Laufzeiten haben. Anhand von **Yield Curve Arbitrage**-Strategien können mittels des bewährten Methodenkastens Veränderungen in Form und Verlauf der Zinsstrukturkurve genutzt werden, wenn sie vom Fondsmanagement rechtzeitig antizipiert wurden. So können bspw. das lange und das kurze Ende der Kurve gegeneinander gehandelt werden. Häufig spielen über die Fiskal- und Geldpolitik hinaus volkswirtschaftliche Indikatoren eine Rolle, so dass auch Know-how über Analyse und Interpretation makroökonomischer Zusammenhänge vorhanden sein muss.

2. Rendite- und Risikomaße

Um die Performance unterschiedlicher Anlageklassen und Strategien miteinander (oder untereinander) zu vergleichen, bedarf es bestimmter Kennzahlen, von an dieser Stelle einige von besonderer Bedeutung kurz beschrieben werden. Manche Kennzahlen sind vergleichbar, wieder andere scheinen einen ähnlichen Umstand zu beschreiben, unterscheiden sich bei näherer Betrachtung aber deutlich, so dass eine sorgfältige Auswahl und Beachtung der Unterschiede ratsam ist.

Grundsätzlich besteht die Möglichkeit, Renditen über mehrere Perioden arithmetisch oder geometrisch zu erfassen und zu vergleichen. Die durchschnittliche Rendite in arithmetischer Form (\bar{r}_A) lässt sich wie folgt ermitteln:

$$\bar{r}_A = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T r_t$$

Die Renditen der einzelnen Betrachtungszeiträume (r_t) werden aufsummiert und durch die Anzahl dieser Zeiträume geteilt. Es wird keine Wiederanlage der erzielten Renditen unterstellt. Die Berech-

nung der geometrischen Renditen (\bar{r}_G) berücksichtigt die bereits erzielten Renditen, die für jeden Beobachtungszeitraum miteinander multipliziert werden, bei der Berechnung des Durchschnitts:

$$\bar{r}_G = \left[\prod_{t=1}^T (1 + r_t) \right]^{\frac{1}{T}} - 1$$

Um die Performance für einen Index seit Auflegung oder zu einem bestimmten Zeitpunkt zu messen und seinen Wertzuwachs sichtbar zu machen, bietet sich der Value Added Monthly Index (VAMI) an:

$$VAMI_t = (1 + r_t) * VAMI_{t-1}$$

Nimmt man eine ursprüngliche Investition von 100 (oder 1.000) Prozent (oder Geldeinheiten), so kann man deren Entwicklung über den Zeitverlauf verfolgen und den VAMI verschiedener Indizes (oder sonstiger Zeitreihen) miteinander vergleichen. Für einen Vergleich der Performance ist insbesondere die Ermittlung einer risikogewichteten Kennziffer interessant, bei der die erzielte Rendite mit ihrer Schwankungsintensität (mit der das Risiko für gewöhnlich gemessen wird) gewichtet wird. Eine häufig verwendete Form ist die Sharpe-Ratio (SR):

$$SR = \frac{\bar{r}_{A,G} - r_{rf}}{\sigma_p}$$

Die Differenz zwischen der zuvor ermittelten Rendite (arithmetisch oder geometrisch) und einem risikofreien Zinssatz (r_{rf}) wird mit der Standardabweichung des Portfolios (σ_p) gewichtet. Die Sharpe-Ratio beschreibt das Verhältnis des über den risikofreien Zinssatz hinausgehenden Ertrags, der mit einem erhöhten (die Standardabweichung des risikofreien Zinssatzes ist null) Risiko einhergeht, und des in der Standardabweichung des Portfolios ausgedrückten Risikos.

Die an dieser Stelle genutzte Standardabweichung wird im Zusammenhang mit der Messung des Risikos einer Renditeverteilung betrachtet und ergibt sich aus der Wurzel der Varianz einer Zeitreihe:

$$\sigma = \sqrt{\sigma^2} = \sqrt{\frac{1}{T} \sum_{t=1}^T (r_t - \bar{r})^2}$$

Sie beschreibt die Wurzel aus der Summe der quadrierten Abweichungen einer jeden gemessenen Rendite (r_t) von einem zuvor ermittelten Durchschnittswert (\bar{r}) über einen festgelegten Zeitraum. So wird die durchschnittliche Streuung der Renditen um ihren spezifischen Mittelwert dargestellt. Dabei ist nicht festgelegt, ob diese Abweichungen negativer oder positiver Natur sein müssen, so dass beide erfasst werden. Daneben hat das Quadrieren der Abweichungen zur Folge, dass große Werte stärkeres Gewicht bekommen. Nimmt die Standardabweichung zu, so wird von einem gestiegenen Risiko ausgegangen, da die Güte einer Vorhersage der tatsächlichen Realisierung einer bestimmten Rendite durch die erhöhte Volatilität nachlässt. Die Volatilität einer Zeitreihe beschreibt in der Regel eine auf einen bestimmten Zeitraum normierte Standardabweichung. Dies ist hilfreich, wenn man die Abweichungen von Renditen unterschiedlicher Zeitreihen mit verschiedenen Betrachtungszeiträumen vergleichen möchte:

$$\sigma_{an} = \sigma_m \sqrt{12} = \sigma_w \sqrt{52} = \sigma_d \sqrt{250}$$

So können Monats-, Wochen- oder Tagesrenditen über die Wurzel aus ihren jeweiligen Einheiten in eine annualisierte Form gebracht werden. Die Standardabweichung kann darüber hinaus auch nur für den Bereich der Renditen berechnet werden, die eine negative Abweichung vom Durchschnittswert aufweisen:

$$\sigma_{semi} = \sqrt{\sigma_{semi}^2} = \sqrt{\frac{1}{T} \sum_{t=1}^T (r_{tn} - \bar{r})^2}$$

Dies liefert zusätzliche Informationen darüber, wie die Risikoverteilung im negativen Bereich der Renditen aussieht. Der Investor kann so aus der historischen Entwicklung heraus das Abwärtsrisiko besser beziffern und einschätzen. Die Semi-Standardabweichung kann auch genutzt werden, um die Volatilität unterhalb eines bestimmten Schwellenwertes, der nicht dem Durchschnitt entspricht, zu erfassen. Die Semi-Standardabweichung wird bei der Berechnung der Sortino-Ratio (*SOR*) verwendet, die als Modifikation der Sharpe-Ratio die gewichteten Abweichungen unterhalb einer zuvor definierten Schwelle beschreibt.

$$SOR = \frac{\bar{r}_{A,G} - r_{rf}}{\sigma_{p,semi}}$$

Die Standardabweichung des gesamten Portfolios wird durch diejenige der negativen Abweichungen ($\sigma_{p,semi}$) ersetzt. Ähnlich ist der Gedanke bei der Konstruktion der Omega-Ratio (Ω), die das Risiko in Form der Abweichungen im negativen Bereich bzw. unterhalb einer vorgegebenen Mindestrendite (r_m) misst:

$$\Omega = \frac{\int_{r_m}^b (1 - F(x)) dx}{\int_a^{r_m} F(x) dx}$$

Das Renditeintervall wird durch (a,b) bezeichnet, die kumulative Verteilungsfunktion der Rendite durch F . Die Omega-Ratio ermöglicht es, eine spezifische Renditeschwelle zu definieren, und die Werte oberhalb und unterhalb dieser Schwelle zueinander ins Verhältnis zu setzen. Im Hinblick auf die häufig nicht normalverteilten Renditen von *Hedgefonds* ermöglicht diese Berechnung die Einbeziehung höherer Momente, die mit ihrer jeweiligen Verteilungsfunktion abgebildet sind. Der Quotient aus dem wahrscheinlichkeitsgewichteten Verhältnis der definierten Gewinne und Verluste trifft eine Aussage darüber, in welchem Umfang die Wahrscheinlichkeit, über der angegebenen Renditeschwelle zu liegen, mit einem zusätzlichen Risiko erkaufte werden muss.

Die Momente dritter und vierter Ordnung, die Schiefe (Skewness) und die Wölbung (Kurtosis), können genutzt werden, um die Verteilungseigenschaften nicht normalverteilter Renditen besser zu beschreiben. Die Schiefe beschreibt den Grad an Asymmetrie, während die Kurtosis Auskunft über die Steilheit einer Verteilung gibt. Normalverteilungen weisen eine Schiefe von „0“ und eine Kurtosis von „3“ auf. Da *Hedgefonds*-Renditen in aller Regel nicht normalverteilt sind, kommt den Momenten dritter und vierter Ordnung bei der Beurteilung der Risiken eines *Hedgefonds*-Investments besondere Bedeutung zu. Folgende Formel findet bei der Berechnung der Schiefe Anwendung:

$$S = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n \left(\frac{r_t - \bar{r}}{\sigma} \right)^3$$

Eine positive Schiefe kennzeichnet eine rechtsschiefe Verteilung, bei der sich die Renditen der Zeitreihe auf der linken Seite konzentrieren, und auf kleine, aber häufige Negativrenditen und große, aber seltene Positivrenditen schließen lassen. Mit einer negativen Schiefe und einer linksschiefen Verteilung verhält es sich genau umgekehrt. Sie induziert große, aber seltene Negativrenditen und kleine, aber häufige Positivrenditen. Die Kurtosis ergänzt diese Information um die Aspekte der Steilheit und die Breite der Ausläufer einer Verteilung. Der Exzess beschreibt die über die Normalverteilung hinausgehende Kurtosis. Während eine mesokurtische Form der Kurtosis einer Normalverteilung („ $K = 3$ “) entspricht, beschreiben leptokurtische („ $K > 3$ “) und platyrkurtische („ $K < 3$ “) Formen deren Abweichungen. Leptokurtische Verteilungen sind steilgipflig und weisen vermehrt extreme Renditen auf. Umgekehrt beschreibt eine platyrkurtische Kurve eine flachere Verteilung, bei der weniger extreme Renditen zu erwarten sind. Die Renditen sind zwar nicht so um den Mittelwert konzentriert, wie bei der leptokurtischen Verteilung, liegen dafür aber in gemäßigeren Bereichen.

Ein Risikomaß, das sich der Standardabweichung eines Portfolios bedient, ist der Value-at-Risk. Er beschreibt den maximal möglichen Verlust in einem bestimmten Zeitraum, dem eine bestimmte Wahrscheinlichkeit (gängig sind Konfidenzintervalle von 95% oder 99%) zu Grunde gelegt wird:

$$VaR = z_c \sigma W_p$$

Es errechnet sich aus dem Produkt des zum gewählten Konfidenzintervall passenden Quantils der Normalverteilung (z_c), der Volatilität und dem Wert des Gesamtportfolios (W_p). So ergibt sich ein maximaler Verlust, der mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit für ein definiertes Portfolio nicht überschritten wird. Die Probleme der Standardabweichung bei nicht-normalverteilten Renditen übertragen sich bei einfacher Value-at-Risk-Berechnung auch auf deren Ergebnis. So ist eine exakte Darstellung des VaR nur aus der historischen Verteilung möglich. Eine Verbesserung bezüglich der Prognosefähigkeit unter Verwendung erwarteter Renditen kann ein modifizierter Value-at-Risk sein, bei dem die dritten und vierten Momente der Verteilung berücksichtigt werden:

$$MVaR = W_p \left[\mu - \left(z_c + \frac{1}{6} (z_c^2 - 1) S + \frac{1}{24} (z_c^3 - 3z_c) K_e - \frac{1}{36} (2z_c^3 - 5z_c) S^2 \right) \sigma \right]$$

Die so genannte Cornish-Fisher-Erweiterung passt das Quantil der Normalverteilung an, in dem es die Schiefe (S) sowie den Exzess der Kurtosis (K_e) berücksichtigt. Der modifizierte Value-at-Risk ist geeignet, maximale Verlustrisiken bei Verteilungen zu messen, die nicht symmetrisch (negative oder positive Schiefe) und leptokurtisch (breite Ausläufer) sind. Weisen Schiefe und Kurtosis die Werte „0“ bzw. „3“ auf, so entsprechen sich VaR und MVaR. Eine Risikokennziffer, die über den VaR hinaus insbesondere für den risikoaversen Investor interessant ist, ist das maximale Verlustpotential (auch Maximum Drawdown) einer Anlage. Aus den historischen Renditeverläufen wird ermittelt, zu welchem Zeitpunkt und mit welchem Ausmaß der größtmögliche Verlust erwirtschaftet worden wäre, bevor eine Kurserholung wieder für einen Ausgleich dieses Verlustes gesorgt hätte. So erhält der Investor eine Auskunft darüber, wie hoch der Verlust für ihn – historisch betrachtet – zum ungünstigsten Einstiegzeitpunkt maximal hätte sein können.

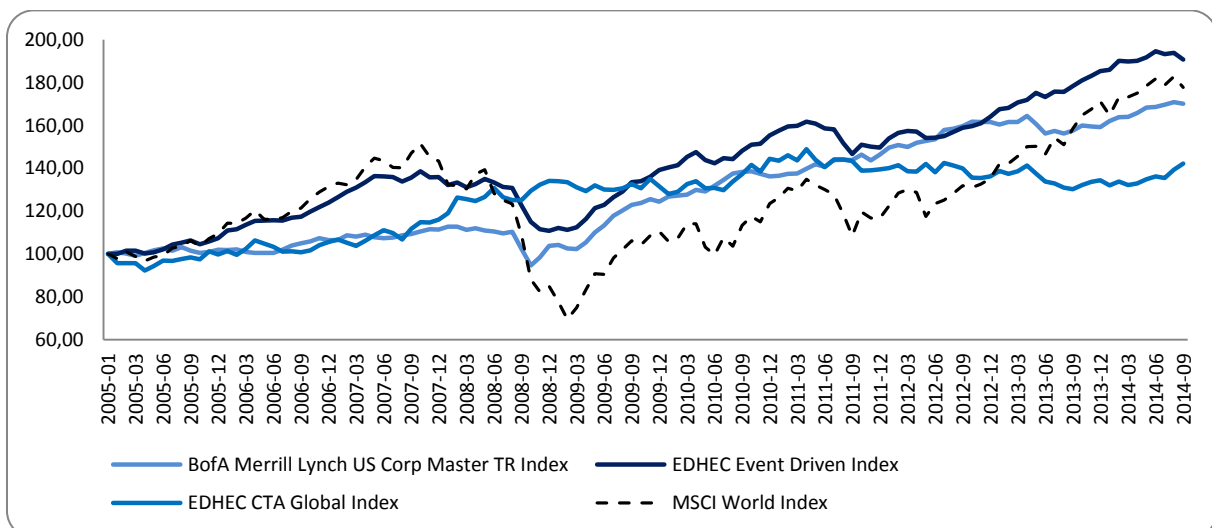
Eine Maßzahl von für die Anlage in Alternative Investments herausgehobener Bedeutung ist die Korrelation zweier Anlageklassen und Strategien untereinander. Sie misst die Beziehung zweier Variablen, bspw. Renditen, und sagt etwas über deren statistischen Gleichlauf aus:

$$rho_{sp} = 1 - \frac{6 \sum_{i=1}^n d_i^2}{n(n^2 - 1)}$$

Der Rangkorrelationskoeffizient nach Spearman kann Werte zwischen „-1“ und „1“ annehmen und beschreibt im ersten Fall einen perfekten negativen, im zweiten Fall einen perfekten positiven Zusammenhang. So bewegen sich Anlagen mit einer Korrelation von „1“ genau gleichgerichtet. Im Gegensatz zum Korrelationskoeffizienten nach Pearson, der sich aus dem Verhältnis der Kovarianz zweier Variablen zu dem Produkt der jeweiligen Standardabweichungen ergibt, kann derjenige nach Spearman auch auf nicht normalverteilte Renditen angewendet werden. Die beiden Datenpunkte, die den jeweils gleichen Rang bekleiden, werden als quadrierte Differenz der Datenpaare d_i^2 in die Berechnung aufgenommen. Die Anzahl dieser Paare wird durch n beschrieben. In der Portfolioallokation wird in Bezug auf Risikogesichtspunkte versucht, eine möglichst geringe Korrelation der Anlagen untereinander zu erreichen, damit im Verlustfalle nicht alle eingegangenen Investments gleich betroffen sind. Die Fähigkeit der Absicherung in nach unten fallenden Märkten wird *Hedgefonds* zugeschrieben.

3. Evidenz

Im Anschluss an die Kategorisierung und Beschreibung der einzelnen *Hedgefonds*-Strategien sowie die Erläuterung einiger der gängigsten Performancemaße bietet dieser Abschnitt die Gelegenheit der exemplarischen Anwendung und Darstellung. Dazu werden exemplarisch zwei *Hedgefonds*-Indizes, der EDHEC Event Driven Index (EDI) sowie der EDHEC CTA Global Index (CTA), ausgewählt. Diese und deren Eigenschaften werden denen eines Unternehmensanleihe-Indizes, dem BofA Merrill Lynch US Corp Master TR Index (BML) und denen eines Aktienmarkt-Indizes, dem MSCI World Index (MWI) gegenüber gestellt. Die Daten liegen in monatlicher Skalierung vor und beziehen sich auf einen Zeitraum zwischen Januar 2005 und September 2014. Die folgende Grafik zeigt den Verlauf (VAMI) für die Indizes und gibt über das unterschiedliche Verhalten über den Zeitablauf einen ersten Anhaltspunkt für die jeweiligen Eigenschaften:



Quelle: eigene Berechnungen aus den Daten von EDHEC, der Federal Reserve of St. Louis und MSCI.

Die Indizes unterscheiden sich neben der reinen Performance zum Ende des Beobachtungszeitraums insbesondere in Bezug auf ihre Volatilität über den Zeitverlauf und die Intensität, mit der sie auf Schocks reagieren. Während der Aktienindex MWI eine annualisierte Standardabweichung (Volatilität) von 16,10% (sämtliche Kennzahlen finden sich auch in der Tabelle im Anhang) aufweist, kommen die Hedgefonds-Indizes auf 6,07% (EDI) bzw. 7,20% (CTA) und der Anleiheindex BML auf 5,84%. Interessant ist hier auch ein Blick auf die Semi-Volatilitäten, die lediglich die negativen Abweichungen erfassen. Diese liegen bei allen betrachteten Indizes niedriger, wobei der CTA mit einer Semi-Volatilität von 3,66% den besten Wert zu verzeichnen hat.

In der Hochphase der Finanzkrise, die die weltweiten Aktienmärkte stark betroffen hat, lassen sich auch unterschiedliche maximale Verluste ausmachen. Am deutlichsten mit über 50% hat der MWI nachgegeben, der 69 Monate gebraucht hat, um seinen Ausgangswert vor dem einsetzenden Abwärtstrend wieder zu erreichen. Der EDI weist einen maximalen Verlust von lediglich 18,79% aus und benötigte zwölf Monate, um sich von diesem während des Beobachtungszeitraums größtmöglichen Verlust zu erholen. Der CTA war in diesem Zeitraum gar nicht von einem Verlust betroffen, so dass er im Portfoliokontext als Stabilitätsanker dienen konnte.

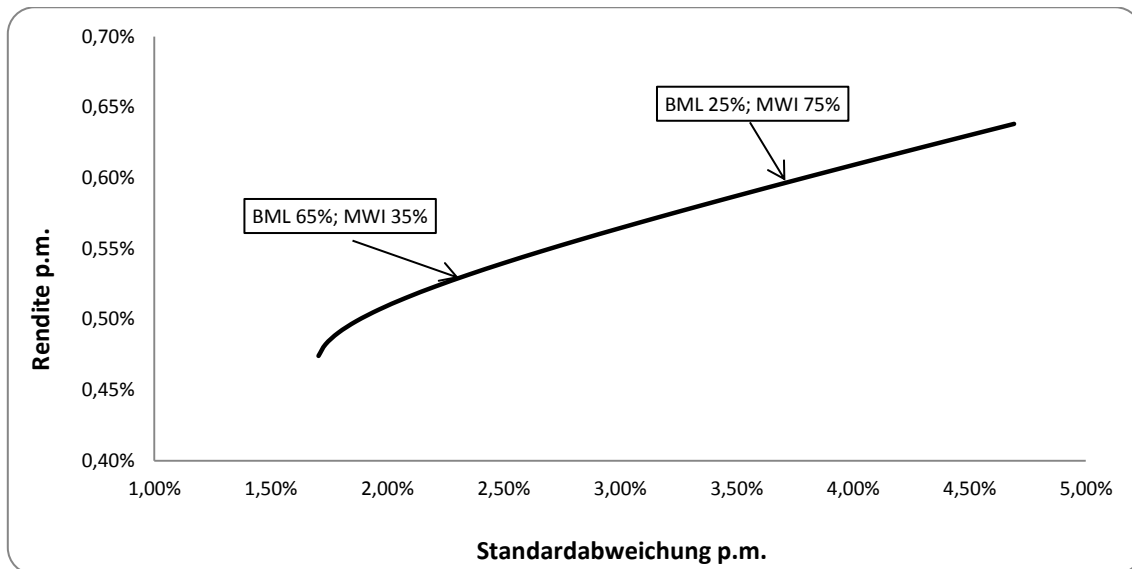
Die Value-at-Risk-Werte (VaR) weisen den BML als den Index mit den geringsten extremen Verlusten aus. Diese Verluste überschritten in 95% der beobachteten Monate den Wert von 1,62% nicht. Unter Hinzuziehung der höheren Momente erhöht sich der Wert zum selben Konfidenzintervall auf 3,55%. Einen knapp höheren Wert erreicht der CTA, der empirisch einen etwas geringeren Verlust von 3,11% aufzuweisen hatte. Durch die oben bereits erwähnte schlechte Performance des MWI während den Finanzmarkturbulenzen zwischen 2007 und 2009 hat der Aktienindex auch entsprechend schlechte Werte für den VaR (8,88%) und den MVaR (9,04%) aufzuweisen. Diesen Kennzahlen stehen die durchschnittlichen Renditen über den beobachteten Zeitraum gegenüber. Während der EDI mit einer annualisierten Durchschnittsrendite von 6,64% aufwarten kann, bildet der CTA mit 3,61% das Schlusslicht. Der Anleihe- und der Aktienindex bewegen sich zwischen diesen beiden Werten.

Aus den Rendite- und Risikokennzahlen können nun die im vorherigen Kapitel beschriebenen risikoadjustierten Kennzahlen abgeleitet werden. Sowohl die Sharpe- als auch die Sortino-Ratio weist den EDI als den risikoadjustiert am besten gelaufenen Index aus. Der CTA schneidet bei Hinzuziehung der Sharpe-Ratio, der MWI bei Berücksichtigung der Sortino-Ratio am schlechtesten ab. In puncto Omega-Ratio jedoch wurde beim MWI jede Einheit zusätzliche Rendite mit dem – im Vergleich zu den anderen Indizes – geringsten zusätzlichen Risiko erkaufte. Schlusslicht ist an dieser Stelle der CTA-Index.

Die Werte für die Korrelation der Indizes untereinander, die im Rahmen der Portfoliozusammensetzung eine bedeutende Rolle spielen, können ebenfalls der Tabelle im Anhang entnommen werden. Dort wird einmal ein Gesamtwert über alle beobachteten Monate ausgewiesen, aber auch ein Wert, der sich nur auf die Monate bezieht, in denen der Vergleichsindex (MWI oder BML) eine negative Rendite zu verzeichnen hatte. In diesem Zusammenhang ist insbesondere auf die Werte des CTA gegenüber dem MWI von 0,261 bzw. -0,252 zu verweisen. Ebenfalls sehr gering sind die Korrelationen mit 0,060 bzw. 0,113 gegenüber dem Unternehmensanleiheindex.

Diese Korrelationseigenschaften lassen sich bei der Konstruktion eines Portfolios nutzen. Um diesen Effekt zu verdeutlichen, werden zwei Portfolios anhand der Markowitz-Optimierung konstruiert und miteinander verglichen. Die dargestellten Ränder der Effizienzlinie effizienter Portfolios beschreiben dabei die Kombinationen der Portfoliobestandteile, die bei geringster Volatilität den höchsten (erwar-

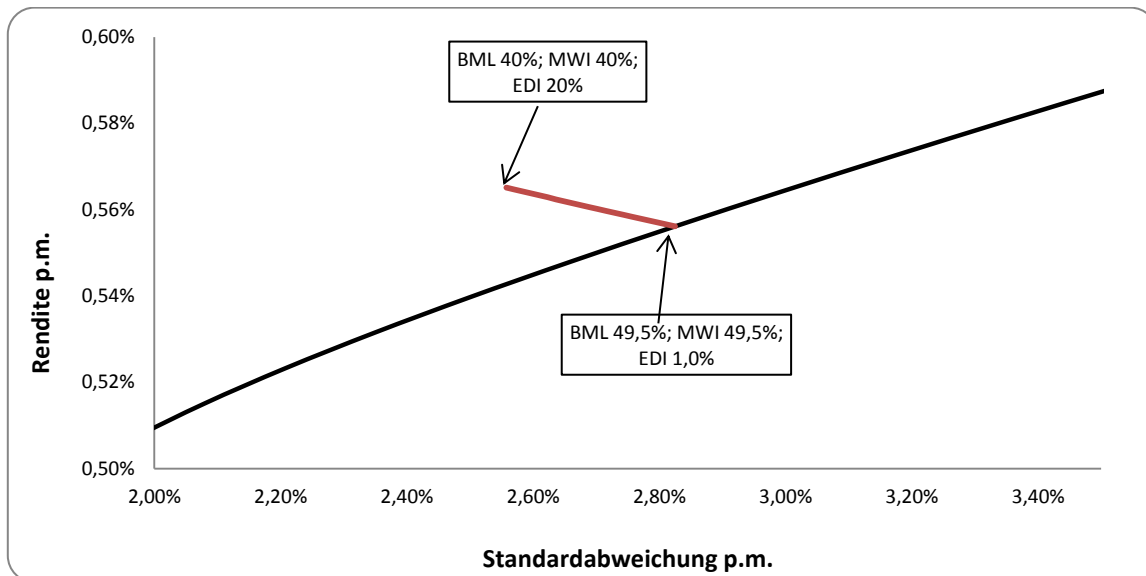
teten) Ertrag erwirtschaften bzw. bei höchstem Ertrag die geringste (erwartete) Volatilität aufweisen. Zunächst betrachten wir das Portfolio, das sich aus dem Index für Unternehmensanleihen BML und dem Aktienindex MWI zusammensetzt, wobei die Gewichte variabel sind. Dieser Rand der Effizienzlinie ergibt sich zwischen den Extrempportfolien, die lediglich aus einem Index bestehen. An zwei Punkten auf dem Rand sind exemplarisch die Zusammensetzungen zweier möglicher Portfolios abgetragen:



Quelle: eigene Berechnungen.

Der individuelle Investor kann dies als Entscheidungshilfe nutzen, um seine Anlageentscheidung zu treffen. Dabei muss er wissen, welches Risiko er in Kauf zu nehmen bereit ist, um eine bestimmte Rendite zu erwirtschaften. Die Frage ist nun, ob sich die Lage des Randes der Effizienzkurve bzw. die Steigung der Effizienzlinie durch Beimischung der behandelten *Hedgefonds*-Strategien zum Vorteil des Investors beeinflussen lassen. Mit anderen Worten: lassen sich mittels *Hedgefonds*-Strategien Portfolien konstruieren, die eine bessere Rendite/Risiko-Relation aufweisen?

In diese nun zu konstruierenden Portfolien gehen die beiden traditionellen Anlageklassen jeweils zu gleichen Teilen ein, wobei ihnen die *Hedgefonds*-Strategie EDI beigemischt wird. In der Grafik, die einen Ausschnitt des Randes der Effizienzlinie zuvor zeigt, ist zu erkennen, dass – ausgehend von einer starken Allokation in den traditionellen Anlageklassen – die Beimischung von EDI (im Beispiel zwischen einem und 20%) in jedem berechneten Szenario sowohl die Rendite erhöht als auch das Risiko gesenkt hat. Der Verlauf der roten Linie, die die 20 berechneten Portfolien abbildet, zeigt dies anschaulich. Mit einer 20%-igen Beimischung von EDI weist das Portfolio bei einer Standardabweichung von 2,55% eine Rendite von 0,56% auf Monatsbasis auf. Um diese Rendite mit einem Portfolio aus traditionellen Anlageklassen zu erreichen, müsste vom Investor eine Standardabweichung von ungefähr 3% in Kauf genommen werden.



Quelle: eigene Berechnungen.

4. Regulierung

In allen großen Märkten unterliegen Hedgefonds mittlerweile einer umfassenden Aufsicht (Zulassung und laufende Aufsicht inkl. Eingriffsbefugnissen durch die zuständige Behörde, Berichts- und Transparenzpflichten gegenüber der Aufsicht und Investoren) und sind gesetzlich reguliert (Beispiele sind die AIFM- Richtlinie in der EU, die in Deutschland durch das KAGB umgesetzt wurde, oder der Dodd-Frank-Act in den USA).

Hedgefonds bzw. deren Manager galten in der Vergangenheit häufig als unregulierte Finanzmarktakteure. Entstanden ist dieses unvollständige Bild durch die Vielzahl von Hedgefonds, die in sogenannten Offshore-Zentren wie z.B. den Cayman Island, British Virgin Islands, oder Bermuda angesiedelt waren und dort nur einer eingeschränkten Regulierung und Beaufsichtigung unterlagen. Die diese Fonds verwaltenden Manager hingegen waren häufig in internationalen Finanzzentren wie London, New York oder Hong Kong autorisiert bzw. registriert, soweit sie nicht von Ausnahmeregelungen profitierten, wie dies beispielsweise in den USA häufiger der Fall war.

Auf der anderen Seite gab es aber auch Länder, die bereits frühzeitig eine umfassende Regulierung von Hedgefonds implementierten. Dazu gehört auch Deutschland. Hier wurden im Jahr 2004 im Investmentgesetz (InvG) explizite Regelungen zu Hedgefonds – auch „Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken“ genannt – aufgenommen, die sich im Grundsatz an den Bestimmungen für herkömmliche Publikumsfonds nach dem Investmentgesetz orientieren. Dies umfasst die Organisationsform, das Erlaubnis- bzw. Genehmigungsverfahren, Prospekterfordernisse, Berichtspflichten und Anlagerestriktionen. Letztere sind beispielsweise im Hinblick auf die Anlagegrenzen und den Einsatz von Leverage und Leerverkäufen relativ liberal gehalten. Dieser Ansatz stand dem Grunde nach Pate für die europaweite Regulierung der alternativen Investmentfonds (Alternative Investment Funds, AIF), die auch Hedgefonds umfasst. Neben der gesetzlichen Regulierung entwickelten sich zudem umfassende freiwillige Branchenstandards, die national und international als wichtiger komplementärer regulatorischer Beitrag anerkannt wurden. Beispielhaft seien hier die Standards des Hedge Fund Standards Board (HFSB) genannt, die umfassende Vorgaben zu elementaren Bereichen wie Governance, Organisation, Risikomanagement, Transparenz, Bewertung und Anlageverhalten enthalten. Derzeit haben über 80 international tätige Hedgefonds-Manager diese Standards übernommen.

Seit Juli 2011 gibt es in Europa einen einheitlichen Regulierungsrahmen für alternative Investmentfonds. Mit der Richtlinie über die Verwalter von alternativen Investmentfonds (AIFM-Richtlinie) kommt die Europäische Union (EU) nicht nur den seinerzeit im Rasmussen- und Lehne-Bericht geäußerten Aufforderungen des Europaparlaments zur Regulierung von Hedgefonds und Private Equity bzw. den Regulierungsbestrebungen der G-20 Gruppe im Hinblick auf systemrelevante Marktteilnehmer – einschließlich Hedgefonds – nach. Europaparlament und EU-Rat gehen darüber hinaus und haben eine Regulierung aller Arten von alternativen Investmentfonds, nicht nur von Hedgefonds und Private Equity, beschlossen. Im Ergebnis stellt die AIFM-Richtlinie somit ein Sammelbecken für kollektive Anlagemodelle dar. Vom Anwendungsbereich der Richtlinie erfasst sind zunächst alle in der EU ansässigen Verwalter von alternativen Investmentfonds und zwar unabhängig davon,

- ob auch der verwaltete AIF seinen Sitz in der EU oder in einem Drittstaat hat,
- ob der AIFM seine Dienste direkt erbringt oder auf einen Dritten übertragen hat,
- ob es sich bei dem AIF um einen offenen oder geschlossenen Fonds handelt und
- welche rechtliche Struktur AIF und AIFM haben.

Beachtenswert ist der Umstand, dass das Fondsdomizil keine Rolle spielt und in der EU ansässige Manager auch dann erfasst werden, wenn sich die von ihnen verwalteten AIF nicht in der EU befinden.

Der Anwendungsbereich der Richtlinie ist jedoch nicht nur in geographischer Hinsicht sehr weitgehend, sondern auch im Hinblick auf die Arten der verwalteten alternativen Investmentfonds, die erfasst werden. Für die Zwecke der Richtlinie gelten nicht nur Hedgefonds und Private Equity Fonds als alternative Investmentfonds, sondern auch sonstige Fondsgattungen. Dazu zählen z.B. Immobilienfonds, Infrastrukturfonds, Waren- bzw. Rohstofffonds und Spezialfonds. Nach der einschlägigen (Negativ-) Definition der Richtlinie sind AIF alle Fondstypen, soweit diese nicht der europäischen Fonds-Richtlinie, der so genannten OGAW-Richtlinie, unterfallen. Sinn und Zweck dieser Negativ-Definition ist es, die vielfältigen Probleme einer Positiv-Definition beispielsweise von Hedgefonds und Private Equity und den daraus resultierenden Abgrenzungsschwierigkeiten bzw. Umgehungsmöglichkeiten zu vermeiden. So hatte die internationale Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden IOSCO bereits im Jahre 2003 festgestellt, dass eine Definition von Hedgefonds, die sich auch für aufsichtsrechtliche Zwecke eignet, nahezu unmöglich ist. Die Hauptregelungsbereiche der AIFM-Richtlinie sind:

- die Zulassung von in der EU ansässigen Verwalter/Manager (AIFM) und die Beaufsichtigung ihrer Management- und Administrationstätigkeiten für AIF,
- die Sicherstellung der ordnungsgemäßen Verwahrung und Bewertung der Vermögensgegenstände, die ein AIF erwirbt,
- Transparenzanforderungen an AIFM gegenüber Aufsichtsbehörden und Investoren,
- der (grenzüberschreitende) Vertrieb von AIF.

Neben der Regulierung der Manager werden von der AIFM-Richtlinie mittelbar auch die von diesen verwalteten AIF für aufsichtsrechtliche Zwecke erfasst. Ein Zulassungsverfahren sieht die Richtlinie zwar nur für Manager vor, diese müssen unter anderem über eine entsprechende fachliche Qualifikation, ausreichende Eigenmittel, adäquate organisatorische Vorkehrungen zu Risikomanagement und zur Vermeidung von Interessenkonflikten verfügen und gewisse Wohlverhaltensregeln erfüllen. Im Rahmen der laufenden Aufsicht über die Manager werden zugleich aber auch die AIF selbst erfasst. Denn

die Richtlinie schreibt ausdrücklich vor, dass ein AIFM der zuständigen Aufsichtsbehörde z.B. über die Charakteristika und Vertragsbedingungen der verwalteten AIF, deren Erfassung im Risikomanagement und über Vereinbarungen mit Dienstleistern bspw. im Hinblick auf die Verwahrung und Bewertung der Vermögenswerte der AIF regelmäßig berichten muss. Zusätzlich müssen AIFM darlegen, auf welchen Märkten und mit welchen Instrumenten für die verwalteten AIF gehandelt wird – z.B. im Hinblick auf schwer liquidierbare Anlagen – und wie diesbezüglich die Liquiditätssteuerung und das Risikomanagement ausgerichtet sind. Schließlich müssen AIFM sowohl der Aufsichtsbehörde als auch den Investoren für jeden verwalteten AIF einen von einem Wirtschaftsprüfer testierten Jahresbericht für jedes Geschäftsjahr zur Verfügung stellen.

Besondere Offenlegungs- und Berichtspflichten gibt es darüber hinaus für AIF mit einer hohen Fremdfinanzierung (Leverage), also zum Teil Strategien aus dem Bereich Hedgefonds, und für AIF, die beherrschende Anteile an Gesellschaften erwerben und somit eher dem Geschäftsmodell Private Equity zuzurechnen sind. Im Ergebnis begründet die Richtlinie also auch eine – mittelbare – aufsichtsrechtliche Erfassung der AIF, vermeidet aber die mit einer expliziten Fondsgenehmigung verbundenen Kosten und den damit verbundenen zusätzlichen bürokratischen Aufwand.

Mit der Zulassung als AIFM ist unter der Richtlinie das Recht verbunden, AIFs nicht nur im Sitzstaat, sondern innerhalb der gesamten EU zum einen zu verwalten, zum anderen an professionelle Anleger im Sinne der MiFID-Richtlinie zu vertreiben. Dies gilt allerdings ausschließlich für den Vertrieb an diese Investorengruppe. Voraussetzung hierfür ist lediglich die Notifizierung im Sitzstaat. Der Vertrieb von AIF an Retail-Anleger ist vom Anwendungsbereich der Richtlinie nicht erfasst. Hier steht es im Ermessen der Mitgliedstaaten festzulegen, ob und unter welchen Bedingungen dieser zugelassen werden soll. Der Vertrieb von AIF an Kleinanleger kann nach den Regelungen der AIFM-Richtlinie erfolgen, ist aber nicht zwingend. Die Richtlinie sieht insbesondere auch nicht vor, dass ein Retail-Vertrieb den Regelungen der OGAW-Richtlinie entsprechen muss. Die jeweiligen nationalen Regelungen können also im Ergebnis deutlich divergieren und es dürfte im Retail-Bereich auf absehbare Zeit keine Verwirklichung des europäischen Binnenmarktes geben, nachdem auch die Novellierung der OGAW-Richtlinie alternative Anlageformen wie Hedgefonds nicht zum Gegenstand hat. Es kommt also zu einem Nebeneinander von AIFM-Richtlinie und nationaler Gesetzgebung für Publikumsfonds, die sich in vielen Fällen an die OGAW-Richtlinie anlehnen dürfte. Dies ist in Deutschland das Investmentgesetz. Im Falle, dass ein AIF gleichzeitig an professionelle Anleger und Kleinanleger vertrieben wird, wäre nach jetzigem Verständnis des Entwurfes für den Verwalter eine doppelte Zulassung – sowohl nach AIFM-Richtlinie, als auch nach dem Investmentgesetz – erforderlich, welche im Ergebnis mit bürokratischen Aufwand und zusätzlichen (Compliance-)Kosten verbunden ist. Der Mehrwert dieser doppelten Regulierung – insbesondere im Hinblick auf Investorenschutz – ist fraglich und die zusätzlichen Kosten werden unzweifelhaft die Anleger treffen.

Auch ausländische AIF bzw. deren Manager können unter bestimmten Bedingungen von dem in der Richtlinie vorgesehenen EU-Pass profitieren. Für EU-Manager, die Drittstaaten-Fonds verwalten und in der EU zu vertreiben beabsichtigen, stellt die Richtlinie sehr hohe Anforderungen: verlangt wird insbesondere das Bestehen eines Abkommens mit dem Drittstaat, welches einen wirksamen Informationsaustausch in Steuerangelegenheiten und eine äquivalente Beaufsichtigung gewährleistet. Gleiches gilt für Drittstaaten-Manager, die ihre Fonds innerhalb der EU vertreiben wollen. Für viele ausländische AIFM bzw. AIF dürfte es sehr schwierig sein, diese Anforderungen zu erfüllen, so dass sich für diese der Marktzutritt in die EU weiter erschweren dürfte. Verstärkt wird dieser Effekt dadurch, dass die Auslagerung an in Drittstaaten ansässige Unternehmen ebenfalls an sehr hohe Anforderungen ge-

knüpft wird. Sowohl AIF als auch deren Manager sollen offensichtlich dazu angehalten werden, sich in der EU anzusiedeln bzw. hier ihre Fonds aufzulegen.

Flankiert wird die AIFM-Richtlinie zum einen durch eine AIFM-Durchführungsverordnung der EU-Kommission zu Ausnahmen, den Bedingungen für die Ausübung der Tätigkeit, Verwahrstellen, Hebelfinanzierung, Transparenz und Beaufsichtigung, zum anderen durch regulatorische technische Standards (RTS) die von der europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde ESMA erarbeitet wurden bzw. werden und zum Teil als delegierter Rechtsakt von der EU-Kommission, teilweise von ESMA selbst verabschiedet wurden bzw. werden.

Anhang

	BofA Merrill Lynch US Corp Master TR	EDHEC Event Driv- en Index	EDHEC CTA Glob- al Index	MSCI World Index
Rendite p.m.	0,45%	0,55%	0,30%	0,49%
Rendite p.a.	5,46%	6,64%	3,61%	5,91%
DDmax	14,18%	18,79%	12,56%	54,03%
Recovery (in Monaten)	10	31	-	69
Standardabw.	1,68%	1,75%	2,08%	4,65%
Volatilität	5,84%	6,07%	7,20%	16,10%
Semi-Standardabw.	1,56%	1,54%	1,06%	3,80%
Semi-Volatilität	5,42%	5,35%	3,66%	13,16%
Sharpe-Ratio	0,574	0,746	0,209	0,236
Sortino-Ratio	1,007	1,241	0,988	0,449
Omega-Ratio	0,706	0,859	0,673	0,964
Schiefe	-1,291	-1,247	0,115	-0,907
Ex. Kurtosis	7,122	2,942	-0,495	2,414
VaR (95%)	1,62%	2,76%	3,11%	8,88%
MVaR (95%)	3,55%	3,90%	3,67%	9,04%
Korr. MSCI World	0,219	0,810	0,261	1,000
Korr. MSCI World ↓	0,234	0,547	-0,252	1,000
Korr. BofAML	1,000	0,142	0,060	0,219
Korr. BofAML ↓	1,000	0,167	0,113	0,190

5% Signifikanzniveau

Skalierung: monatlich.

Basis Indexwerte: 01/2005.

Stand: 09/2014.

Sofern nicht anders bezeichnet, beziehen sich die Kennzahlen auf die gesamte Zeitreihe.

Quelle: eigene Berechnungen.

Literaturempfehlungen

Darbyshire, Paul und David Hampton (2011): Hedge Fund Modelling and Analysis Using Excel and VBA. Chichester 2011.

Fraser-Sampson, Guy (2011): Alternative Assets. Investments for a Post-Crisis World. Chichester 2011.

Mondello, Enzo (2013): Portfoliomanagement. Theorie und Anwendungsbeispiele. Wiesbaden 2013.

Mostowfi, Mehdi und Peter Meier (2013): Alternative Investments. Analyse und Due Dilligence. Zürich 2013.

Travers, Frank J. (2012): Hedge Fund Analysis. An In-Depth Guide to Evaluating Return Potential and Assessing Risks. Hoboken 2012.

Kontakt

Nicolas Fuchshofen

Referent Research und Öffentlichkeitsarbeit

Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI)

Tel: +49 (0)228-96987-15

Fax: +49 (0)228-96987-90

E-Mail: fuchshofen@bvai.de

Internet: www.bvai.de