



Informationsbroschüre Hedgefonds

Eine Analyse über Merkmale, Strategien und die
Performance von Hedgefonds in den Portfolios
institutioneller Investoren

© Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI)

September 2020

Tätigkeitsfelder des Bundesverbandes Alternative Investments e.V. (BAI)

Interessen- vertretung

Assetklassen- und produktübergreifende Interessenvertretung für Alternative Investments (AI). Seit 1997 mit aktuell rund 230 in- und ausländischen Mitgliedern (KVGern, Asset Manager, Banken, Service Provider und Berater).

Recht & Regulierung

Einsatz für wettbewerbsfähige Rahmenbedingungen für Anlagen in AI, insbesondere auch im Hinblick auf die Sicherung der deutschen Altersvorsorge. Unterstützung durch Fachausschüsse zur Fonds- und Marktregulierung, Investmentbesteuerung und Investorenaufsichtsrecht.

Markt, Research & Öffentlichkeitsarbeit

Regelmäßige Umfragen im Bereich AI (BAI Investor Survey), Erstellung von Due Diligence Questionnaires, Fact Sheets und Informationsbroschüren sowie eigener Studien zu AI. Verbesserung des Verständnisses Alternativer Investments und Anlagestrategien in der Öffentlichkeit. Unterstützung durch den BAI Investorenbeirat mit Mitgliedern aus Versicherungen, Pensionskassen, Versorgungswerke und Stiftungen.

Veranstaltungen

Veranstalter der jährlichen Branchenkonferenz BAI Alternative Investor Conference (AIC) in Frankfurt, zusätzlich zahlreiche BAI Insights, BAI Workshops und BAI Webinare mit insgesamt über 5.000 Teilnehmern innerhalb eines Jahres, davon alleine 600 auf der AIC.

Wissenschaft & Lehre

Förderung von Wissenschaft und Lehre (z. B. BAI Wissenschaftspreis, Druckkostenzuschuss und AI-Studiengänge).

Inhaltsverzeichnis

1	Einleitung	1
1.1	Warum sind Hedgefonds Alternative Investments?	1
1.2	Definition von Hedgefonds	2
1.3	Historische Entwicklung der Anlageklasse	4
1.4	Populäre Irrtümer und Missverständnisse über Hedgefonds	7
2	Hedgefonds-Strategien.....	11
2.1	Macro	12
2.2	Equity	13
2.3	Relative Value.....	14
2.4	Event Driven	17
2.5	Managed Futures & CTAs	18
2.6	Other/Niche	21
2.7	Liquid Alternatives	23
2.8	Dachfonds	25
3	Hedgefonds-spezifische Merkmale.....	27
3.1	Leerverkäufe.....	27
3.2	Fremdfinanzierung und der Leverage-Effekt	30
3.3	Gebühren, Vergütung, Gewinnbeteiligung und Sperrfristen	33
4	Markt- und Performance-Analyse	38
4.1	Hedgefonds Marktüberblick	38
4.2	Reporting Bias in Datenbanken und Hedgefonds-Indizes	43
4.3	Hedgefonds-Performance am Beispiel von Equity-Hedgefonds	48
4.4	Portfoliooptimierung am Beispiel von Equity-Hedgefonds	53
5	Ausblick: Transformation der Hedgefondsbranche	57
6	Literaturverzeichnis	60

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: BAI Klassifizierung Alternativer Investments.....	2
Abbildung 2: Die weltweit 10 größten Hedgefonds (06/2019, nach AuM).....	6
Abbildung 3: Populäre Missverständnisse und Irrtümer über Hedgefonds und ihre Strategien.....	8
Abbildung 4: Klassifizierung von Hedgefonds-Strategien nach AIFMD.....	11
Abbildung 5: Assets under Management (AuM) der relevanten Hedgefonds-Strategien.	12
Abbildung 6: Beispielhafte Darstellung systematischer Renditequellen einer Convertible-Arbitrage- Strategie.....	16
Abbildung 7: Verteilung diskretionärer und systematischer Handelsansätze unterschiedlicher Hedgefonds-Strategien.....	20
Abbildung 8: Diversifikationseffekt von CTAs in Krisenzeiten am Beispiel der Corona-Krise.....	21
Abbildung 9: Auflegung und Performance von Nischen-Hedgefonds weltweit.....	22
Abbildung 10: Liquid Alternatives vs. AIF-Hedgefonds.....	24
Abbildung 11: Vorteile und Funktion eines Dachfonds im Vergleich mit Einzelfonds.	26
Abbildung 12: Vereinfachte Funktionsweise eines gedeckten Leerverkaufs einer Aktie via Prime Broker.....	29
Abbildung 13: Gewinnbeteiligung der Hedgefondsmanager.....	36
Abbildung 14: AuM von Hedgefonds weltweit.	38
Abbildung 15: Hedgefonds-Domizile.	39
Abbildung 16: Hedgefonds Index-Performance.....	40
Abbildung 17: Anzahl der lancierten, liquidierten und aktiven Hedgefonds.....	41
Abbildung 18: Investoren zogen 2019 Kapital aus Hedgefonds ab.....	42
Abbildung 19: Equity-Hedgefonds Performancevergleich.....	49
Abbildung 20: Equity-Market-Neutral-Hedgefonds als Bond Ersatz.....	54
Abbildung 21: Verbesserung des Rendite-Risiko-Profiles eines klassischen Aktien-Anleihe-Portfolios durch Beimischung von Equity-Hedgefonds.....	56

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Hedgefonds-Leverage im Jahr 2018 nach ausgewählten Messgrößen.....	32
Tabelle 2: Durchschnittliche Management und Performance Fee.	34
Tabelle 3: Korrelationsmatrix Equity-Hedgefonds 2003–2020.....	50
Tabelle 4: Performance-Analyse Equity-Hedgefonds 2003–2020.	51

Abkürzungsverzeichnis

AI	Alternative Investments
AIF	Alternative Investment Fund
AIFMD	Alternative Investment Fund Manager Directive
AIMA.....	Alternative Investment Management Association
AuM	Assets under Management
B.....	BarclayHedge
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAI.....	Bundesverband Alternative Investments e.V.
CDS	Credit Default Swap
CTA	Commodity Trading Advisors
ESG	Environment, Social, Governance
ESMA	European Securities and Markets Authority
EU	Europäische Union
FoF	Fund of Funds
FX.....	Foreign Exchange
GP	General Partner
HNWI.....	High-Net-Worth-Individual
IOSCO	Internationale Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden
LIBOR.....	London Interbank Offered Rate
M&A.....	Mergers & Acquisitions
NAV	Net Asset Value
OGAW	Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
P	Preqin
REX	Deutscher Rentenindex
SD	Standard Deviation
SR	Sharpe Ratio
TER	Total Expense Ratio
UCITS.....	Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities

1 Einleitung

Ziel dieser Broschüre ist es, den Leserinnen und Lesern Informationen über Strategien, Merkmale und die Performance von Hedgefonds transparent und in kompakter Form darzubieten. Ferner sollen einige persistente Missverständnisse über Hedgefonds aufgeklärt werden. Zudem werden Hintergrundinformation und Basiswissen für Hedgefonds-relevante Themen (z. B. zu Leerverkäufen¹ und der Fremdfinanzierung) vermittelt. Für die Bereitstellung der Informationen dieser Broschüre wird sowohl die praktische Arbeit von Hedgefondsmanagern (wie z. B. die Umsetzung einzelner Hedgefonds-Strategien) beleuchtet, als auch die (wissenschaftliche) Fachliteratur ausgewertet.

Die Informationsbroschüre schließt mit einem Marktüberblick und einer Hedgefonds-Performanceanalyse. Die Relevanz von Hedgefonds in Portfolios institutioneller Investoren rückt dabei in den Fokus. Die Frage, warum Alternative Investments und insbesondere Hedgefonds an Bedeutung im Portfoliokontext gewinnen, wird am Beispiel von Equity-Hedgefonds-Strategien beantwortet. Zuletzt wird ein Ausblick auf den aktuellen und auch zukünftigen Wandel der gesamten Branche geworfen.

1.1 Warum sind Hedgefonds Alternative Investments?

Alternative Investments (AI) sind innovative Anlagestrategien und -konzepte, die der besseren Diversifizierung und Optimierung der Rendite-Risikostruktur eines Portfolios dienen. Der BAI e.V. versteht unter AI die Investition in nicht traditionelle Anlageklassen (außerhalb von Aktien und Anleihen) oder die Investition in diese Anlageklassen unter Zuhilfenahme komplexer, nicht traditioneller Strategien. Neben den Hedgefonds erstreckt sich das Feld der AI damit auf die Anlageklassen Private Equity, Private Debt, Infrastruktur, Real Estate sowie viele weitere Spezialitäten wie beispielsweise Rohstoffe, Insurance Linked Securities, Handelsfinanzierungen, Krypto-Assets sowie Flugzeug- und Schiffsfinanzierungen.

Abbildung 1 macht deutlich, warum eine trennscharfe Einteilung der einzelnen Assetklassen schwierig ist. Hedgefonds beispielsweise können nach Anlageklassen und -strategien kategorisiert werden (Fixed Income, Equity etc.), ihr gemeinsamer Nenner aber ist häufig auch die Art und Weise oder der Zeitpunkt der Investition (Event Driven, Tactical etc.). Was die Anlageklassen und -strategien eint, ist die Tatsache, dass sie bei entsprechender Portfolioallokation zu einer deutlichen Verbesserung der Rendite-Risiko-Relation des Gesamtportfolios beitragen. Über den Diversifikationseffekt

¹ Für eine ausführliche Diskussion der Chancen, Risiken und Funktionsweise von Leerverkäufen und deren Regulierung sei an dieser Stelle auf die BAI Informationsbroschüre „Leerverkäufe“ verwiesen. Abrufbar unter: <https://bvai.de/publikationen-presse/bai-publikationen.html>

hinaus gibt es noch weitere Merkmale, die Alternative Investments und im speziellen Hedgefonds auszeichnen und die im Verlauf dieser Informationsbroschüre aufgearbeitet werden.

ÜBERSICHT ALTERNATIVE INVESTMENTS			FREMDKAPITAL		EIGENKAPITAL			
Strategie	liquide	semi-liquide	illiquide	BEISPIELE	VORRANGIG	NACHRANGIG	MEZZANINE	EIGENKAPITAL
ÖFFENTLICHE MÄRKTE {Überwiegend liquide}	LIQUID ALTERNATIVES (UND ANDERE)			- Hedgefonds-Strategien im regulierten OGAW-Mantel - Krypto-Assets	📍	📍	📍	📍
	HEDGEFONDS			- Equity-Strategien - Macro-Strategien - Event-Driven-Strategien	📍	📍	📍	📍
	ROHSTOFFE			- Rohöl - Gold - Getreide				
NICHT-ÖFFENTLICHE MÄRKTE {Überwiegend illiquide}	UNTERNEHMEN			- Private Debt inkl. Direct Lending - Private Equity - Venture Capital				
	IMMOBILIEN			- Wohnimmobilien - Geschäftsimmobilien - Öffentliche Einrichtungen				
	INFRASTRUKTUR			- Transportinfrastruktur - Kommunikationsnetzwerke - Energieversorgung				
	ANDERE SACHWERTE			- Flugzeuge - Schiffe - Forstwirtschaft				
	SPEZIALITÄTEN			- Verbriefte Versicherungsrisiken - Handelsfinanzierung - Finanzierung in Sondersituationen				

Weitere Alternative Investments: gelistete Private-Equity-Fonds, gelistete Private-Debt-Fonds, gelistete Infrastruktur-Fonds, REITs etc.

Abbildung 1: BAI Klassifizierung Alternativer Investments.

1.2 Definition von Hedgefonds

Aufgrund der Heterogenität der Anlageklasse und der Vielzahl an Strategien ist es schwierig, Hedgefonds einheitlich und klar zu definieren. Der Begriff Hedgefonds leitet sich von Hedgegeschäften (aus dem Englischen „to hedge“, sich absichern) ab. Als **Hedgegeschäfte** werden Finanzgeschäfte bezeichnet, die Transaktionen gegen Finanzrisiken absichern. Grundsätzlich sind Hedgefonds Anlagevehikel mit einer besonderen Vielfalt von Anlagegegenständen und -strategien, die von Investoren vordergründlich eingesetzt werden, um die Rendite-Risikostruktur ihres Portfolios zu verbessern. Sie unterliegen bezüglich ihrer Anlageinstrumente sowie Anlagepolitik kaum Beschränkungen und können Investoren somit eine größere Flexibilität als traditionelle Investmentfonds bieten.

Am ehesten lassen sich Hedgefonds über den Einsatz bestimmter, komplexer Strategien klassifizieren. Hedgefondsmanager orientieren sich in der Umsetzung ihrer Strategie in der Regel nicht an einem Vergleichsindex (Benchmark), sondern versuchen in allen Marktphasen eine absolute Rendite (**Absolute Return**) zu erzielen. Die Majorität dieser absolut erzielten Renditen stammt wie bei traditionellen Investmentfonds aus Risikoprämien („Beta“) und weniger, wie häufig

falsch interpretiert, aus Marktineffizienzen, die durch den Fondsmanager ausgenutzt werden („Alpha“). Folglich erzielen Hedgefondsmanager ebenso wie andere Fondsmanager ihre Renditen durch Eingehen systematischer Risiken.

Exkurs: Absolute Return

Absolute Return (Absolute Rendite) bezeichnet die Vorgabe an einen Fondsmanager, unabhängig von der Marktentwicklung über einen bestimmten Zeitraum einen positiven Ertrag zu erwirtschaften. Absolute-Return-Manager orientieren sich bei Investmententscheidungen an keiner Benchmark. Sie erhalten stattdessen eine quantitative Zielvorgabe (i. d. R. Mindestrendite in Prozent), an der sie gemessen werden und sind dafür flexibler, was Auswahl der Assetklassen und deren Gewichtung anbetrifft.

Manager von Absolute-Return-Fonds können im Vergleich zu Managern klassischer Relative-Return-Fonds speziellere Anlagetechniken einsetzen, um ihre Ziele zu erreichen. Während dem Manager eines traditionellen Fonds hauptsächlich die Auswahl und der Zeitpunkt für Kauf oder Verkauf von Wertpapieren zur Steuerung des Portfolios zur Verfügung stehen, setzen Absolute-Return-Manager u. a. Leerverkäufe, Derivate (Futures, Optionen, Swaps) Arbitragetechniken oder Fremdkapital ein. Demnach stehen dem Manager Instrumente zur Verfügung, um auch in fallenden Märkten positive Renditen zu generieren. Dadurch kann die Korrelation zu traditionellen Anlagen verringert und das Rendite-Risiko-Profil des Fonds verbessert werden.

Hedgefonds investieren vorwiegend in traditionelle Anlageklassen (Aktien und Anleihen), bedienen sich dabei jedoch alternativer Anlagestrategien und Techniken. Dadurch haben Manager von Hedgefonds einen größeren Handelsspielraum und mehr Flexibilität als bei traditionellen Investitionsvehikeln. Insbesondere können Hedgefonds aber auch in nicht öffentliche, nicht börsennotierte Wertpapiere investieren. Das Management ist in der Regel mit eigenem Kapital am Hedgefonds beteiligt, was Fondsmanagement und Investoren in puncto Interessenkongruenz enger zusammenrücken lässt.

Die Möglichkeit der Hedgefonds sowohl auf steigende (long) als auch durch Leerverkäufe auf fallende (short) Kurse setzen zu können und zudem über Hebeleffekte, bedingt durch zusätzliche Fremdkapitalaufnahme, die Rendite zu steigern, bietet Investoren zusätzliche Ertragschancen. So können theoretisch in jedem wirtschaftlichen Umfeld Gewinne erzielt und Vermögensverluste in entsprechenden Marktphasen reduziert werden. Deshalb können Hedgefonds in klassischen Aktien-

und Anleiheportfolios eines institutionellen Anlegers trotz möglicher zusätzlicher Kontrahenten- und Marktrisiken positive Diversifikationseffekte beisteuern und das Gesamtrisiko des Portfolios senken.

Ein Hedgefonds weist in der Regel folgende Merkmale auf, die im Zuge dieser Informationsbroschüre detailliert analysiert werden:

1. Investment-Pool oder Anlagevehikel, das in den meisten Rechtsordnungen **privat organisiert** und **nicht börsengehandelt** ist
2. Dadurch i. d. R. **weniger reguliert** als börsengehandelte Investitionsvehikel (z. B. UCITS)
3. Hohe **Mindestinvestitionsgrenze** und eingeschränkte **Liquidität** für Investoren
4. Zusätzlich zu **Management Fee** zum Teil hohe, leistungsabhängige **Performance Fee**
5. Investiert in eine **mannigfaltige Auswahl** öffentlich und privat gehandelter Vermögenswerte
6. Nutzt durch Fremdkapitalaufnahme **Hebeleffekte**
7. Tätigt **Leerverkäufe**
8. Aktiver verwaltet als traditionelle Anlagevehikel, mit **komplexeren Strategien** und mit dynamischeren Risikoexpositionen.
9. Manager verfolgen **absolute Renditen**, keine Orientierung an einer Benchmark
10. Hält häufig wenige, **konzentrierte Einzelinvestments**

Die genannten Kriterien sind weder erschöpfend, noch werden sie stets von allen Fonds erfüllt, die als Hedgefonds klassifiziert werden können.

1.3 Historische Entwicklung der Anlageklasse

Der erste Hedgefonds geht auf das Jahr 1949 und Alfred W. Jones zurück. Er entdeckte, dass es möglich ist, durch gezieltes Kaufen unterbewerteter und Leerverkaufen überbewerteter Aktien, das Marktrisiko eines Portfolios zu reduzieren. Diese Strategie kommt der heute unter "Equity Market Neutral" (s. u.) bekannten Hedgefonds-Strategie am nächsten. Durch die marktneutrale Ausrichtung des Fonds konnte Jones unabhängig von der Marktentwicklung eine positive Rendite erwirtschaften. Zusätzlich setzte er Fremdkapital ein, um über Hebeleffekte die Rendite zu steigern. Jones legte damit den Grundstein für die heutige Hedgefondsbranche. Unter anderem führte er auch das weiterhin übliche Vergütungssystem (vgl. Kapitel 3.3) ein, welches aus Management und Performance Fee besteht und war zudem mit eigenem Kapital an seinem Fonds beteiligt. 1954 begann Jones, externe Manager zu suchen, die Teile des Fondsvermögens verwalten sollten. Ein Vorläufer des heutigen Dachfonds-Modells (vgl. Kapitel 2.8).

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. Erst dadurch wurde die Idee des Hedgefonds an der Wall Street und bei vermögenden Privatpersonen bekannter und daraufhin vielfach von anderen Hedgefonds weiterentwickelt. Innerhalb weniger Jahre entstanden über 200 Fonds dieser Art. Die Währungskrise mit Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems in den 70er-Jahren sorgte allerdings auch bei den Hedgefonds für Verluste, so dass ihre Anzahl bis in die 90er-Jahre stagnierte, bevor eine neue Gründungswelle entstand.

Seitdem wurden mehrere tausend Hedgefonds mit immer neuen und innovativen Anlagestrategien aufgelegt. Das erneut aufkommende starke Wachstum der Hedgefondsbranche in den 90er-Jahren, das bis zum Ausbruch der Finanzkrise 2007 ungebrochen war, ist auf zwei wesentliche Faktoren zurückzuführen: Erstens auf einen demographischen Wandel potenzieller Hedgefonds-Investoren und zweitens auf die äußerst positive Performance vieler Hedgefonds. Die Gruppe der sogenannten „High-Net-Worth Individuals“ (HNWIs)², die ca. 80 % der damaligen (80er/90er-Jahre) Hedgefonds-Investoren ausmachte, wuchs in den 90er-Jahren enorm. Zudem trugen der bis dato lang anhaltende Bullenmarkt und die daraus resultierende positive Hedgefonds-Performances ebenso zum Wachstum der Branche bei. Hinzu kam ein steigendes Interesse institutioneller Investoren, die nicht nur die Möglichkeit auf hohe absolute Renditen sahen, sondern insbesondere die geringe Korrelation zu ihren traditionellen Fondsinvestments begrüßten.³

Während Anfang der 2000er-Jahre nach dem Platzen der Dotcom-Blase an den Aktienmärkten gravierende Kursverluste zu verzeichnen waren, konnten Hedgefonds traditionelle Fonds outperformen. Diese Entwicklung unterstrich die Notwendigkeit, ein Portfolio über „long-only“ Aktien- und Anleihen-Investments hinaus zu diversifizieren und führte seitens institutioneller Investoren zu einer steigenden Nachfrage nach Hedgefonds. Diversifikationseffekte sind für Investoren nach wie vor der wesentliche Grund, Kapital in Hedgefonds zu allokalieren und nehmen damit eine höhere Priorität ein als bspw. die Erzielung hoher absoluter Renditen.⁴ Aus dem Nischenprodukt früherer Jahre ist so nahezu weltweit ein ausgewachsenes Marktsegment geworden, wenngleich Hedgefonds deutscher Provenienz und in den Portfolios deutscher institutioneller Investoren nach wie vor eine eher untergeordnete Rolle spielen (vgl. Kapitel 4.1). So verwundert es nicht, dass unter den weltweit größten Hedgefonds keiner deutscher Provenienz zu finden ist. Die größten Hedgefonds (gemessen an den Assets under Management) kommen traditionell meist aus den USA und sind seit Jahren dort bei

² Als HNWI werden sehr vermögende Privatpersonen bezeichnet.

³ Vgl. Edwards (1999), S. 193.

⁴ Vgl. Preqin (2020), S. 43.

institutionellen Investoren etabliert. Allein die weltweit zehn größten Hedgefonds vereinen über 500 Mrd. USD an verwaltetem Vermögen und konzentrieren damit über 15 % des Gesamtmarktes (vgl. Abbildung 2).

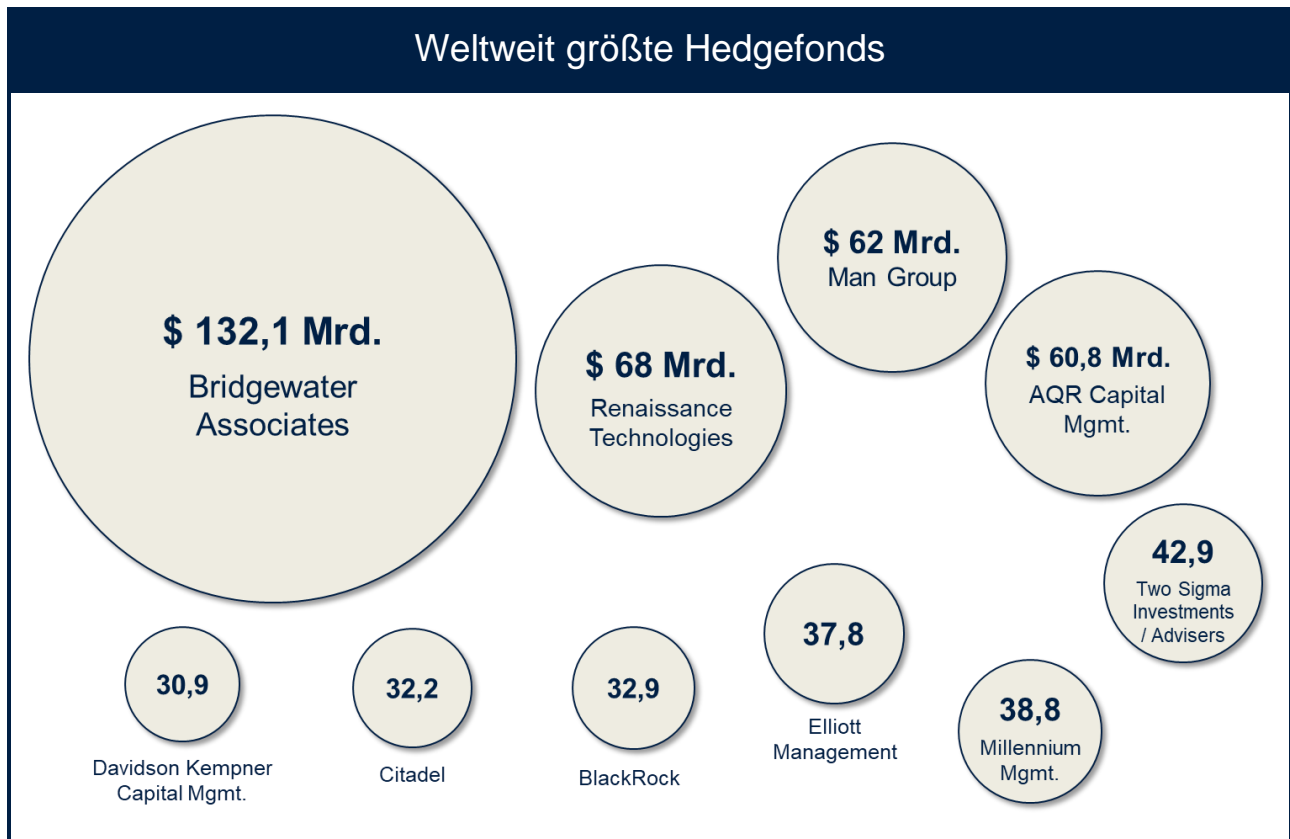


Abbildung 2: Die weltweit 10 größten Hedgefonds (06/2019, nach AuM).⁵

⁵ Eigene Darstellung, nach den weltweit in Hedgefonds verwalteten diskretionären Vermögenswerten. Daten von: <https://www.pionline.com/special-report-hedge-funds/largest-managers-hedge-funds>

1.4 Populäre Irrtümer und Missverständnisse über Hedgefonds

Irrtümer und Mythen über Hedgefonds sind nahezu so alt wie das Vehikel selbst. Dass diese nach wie vor in der Öffentlichkeit kursieren ist insbesondere auf die geringe Transparenz der Hedgefonds-Strategien zurückzuführen. Detaillierte und transparent aufgearbeitete Informationen über die Strategien und Techniken von Hedgefonds sind selten öffentlich verfügbar. Das begünstigt die Verbreitung von Fehlinformationen über Hedgefonds. Hinzu kommen Skandale in der Vergangenheit, die die gesamte Branche zeitweise in Verruf gebracht haben und bis heute nachwirken. Beispielhaft dafür steht z. B. die Krise des Long-Term Capital Management Hedgefonds im Jahr 1998, dessen Schiefelage das gesamte internationale Finanzsystem bedrohte. Eine mögliche Finanzkrise konnte nur durch eine Rettungsaktion verhindert werden. In der Tat kann der Ausfall eines Hedgefonds in seltenen Fällen weitreichende Folgen für das Finanzsystem haben, sollte der betroffene Hedgefonds eine systemrelevante Größe erreicht haben.

Es gibt Marktsegmente, in denen große Hedgefonds-Positionen durch eine Kombination aus Leverage, Illiquidität, Leerverkäufen und Fehlbewertungen zusätzlichen Marktstress hervorrufen können. Andererseits waren in den letzten größeren Finanzsystemkrisen (Dotcom-Blase, globale Finanzkrise und Marktcrash ausgelöst durch Covid-19-Krise) Hedgefonds weder Auslöser der Krisen, noch haben sie diese verschärft. Zudem gelten die oben genannten Punkte für alle systemrelevanten Marktteilnehmer und nicht exklusiv für Hedgefonds.

Abbildung 3 zeigt diverse populäre Missverständnisse und Irrtümer über Hedgefonds in kurzer Form auf. Im Verlauf dieser Informationsbroschüre werden zudem einige dieser Themen detaillierter analysiert.

Populäre Missverständnisse und Irrtümer

Hedgefonds ...	Hedgefonds-Strategien ...
... sind stets hochrisikoreiche Vehikel X	... sind eine Black Box und deshalb für Investoren unmöglich zu durchschauen X
... sind Auslöser von Finanzkrisen oder verstärken diese X	... sind rein spekulativ X
... sind stark fremdfinanziert (Leverage) und Leverage ist hochriskant X	... sind von kurzfristiger Natur X
... bieten keinen ökonomischen Nutzen X	
... erzielen Renditen ausschließlich durch Ausnutzen von Marktineffizienzen („Alpha“) X	

Abbildung 3: Populäre Missverständnisse und Irrtümer über Hedgefonds und ihre Strategien.⁶

Kapitel 2 zeigt, dass Hedgefonds-Strategien zumindest in ihren Grundprinzipien verständlich sind. Dennoch kann die fondsindividuelle Umsetzung einer Strategie hochkomplex sein. In der Vergangenheit haben Hedgefondsmanager diese Komplexität immer wieder betont und somit eine gewisse Mystik erschaffen, die in der heutigen Zeit, in der Hedgefonds für viele institutionelle Anleger zu einem üblichen Investment geworden sind, längst überholt ist.

Als Renditequellen von Hedgefonds werden häufig Marktineffizienzen bzw. Marktanomalien gesehen. Durch Halten risikofaktorneutraler Portfolios und Erzielung absoluter Renditen müssten Hedgefonds im Sinne der **Effizienzmarkthypothese**⁷ als „ultimate Arbitrageure“ gelten. In Wahrheit sind Renditequellen von Hedgefonds weit mehr als vom Markt vermeintlich falsch bepreiste Assets.

⁶ Eigene Darstellung angelehnt an Jaeger (2008), S. 15–22.

⁷ Nach Eugene Fama sind Märkte effizient, sofern vorhandene Informationen eingepreist sind und somit kein Marktteilnehmer in der Lage ist, abhängig vom Grad der Effizienz, durch technische Analyse, fundamentale Analyse oder Insiderhandel dauerhaft Überrenditen zu erzielen.

Marktineffizienzen können dennoch insbesondere in illiquiden Märkten auftreten und von Hedgefondsmanagern entdeckt und ausgenutzt werden. Deshalb ist es generell schwierig, die Quelle der Renditen (Alpha oder Beta, s. u. Exkurs) ex-post zu unterscheiden.

Kritiker setzen Hedgefonds oft mit dem Glücksspiel in einem Kasino gleich. Das Gegenteil ist jedoch der Fall: Die Entscheidungsfindung gut strukturierter Fonds basiert auf fundamentalen und systematischen Analyseprozessen unter Zuhilfenahme zahlreicher Informationsquellen. Hedgefondsmanager gehen schlussendlich nur Geschäfte mit langfristig positivem Erwartungswert ein. Dazu gehört selbstredend die kurzfristige Flexibilität, systematisch Positionen einzunehmen oder zu liquidieren, um beispielsweise „Momentum“ zu nutzen, ohne dabei fundamentale Langzeitfaktoren außer Acht zu lassen.

Exkurs: „Alpha“ und „Beta“

Die Asset-Pricing-Theorie unterscheidet zwischen systematischen und unsystematischen/idiosynkratischen Risiken. Während unsystematische Risiken (z. B. Insolvenzrisiko eines Unternehmens) durch Diversifikation minimiert werden können, gehen Fondsmanager systematische Risiken (z. B. Zinsänderungsrisiko) gezielt ein, um an den entsprechenden Risikoprämien zu partizipieren. Diese aus systematischen Risikofaktoren erzielten Renditen werden in der Asset-Pricing-Theorie auch als „Beta“ bezeichnet.

Als „Alpha“ werden in der Asset-Pricing-Theorie hingegen erzielte Überrenditen bezeichnet, die nicht auf zusätzlich eingegangene systematische Risiken zurückzuführen sind. Alpha spiegelt folglich eines Fondsmanagers Fähigkeit den „Markt zu schlagen“ wider. Solche Überrenditen können entweder über Timing (Zeitpunkt des Kaufs und Verkaufs von Wertpapieren) oder Stock Picking (Wertpapierauswahl) erzielt werden.

Ein weiteres persistentes Missverständnis über Hedgefonds fußt auf den Techniken der Hebelfinanzierung und des Leerverkaufs von Wertpapieren (Short Selling). Hedgefonds werden deshalb häufig als hochriskante Investmentvehikel gebrandmarkt. Zwar ist die Hedgefondsbranche, wie jede andere Branche, nicht frei von unlauteren Handlungen. Dabei handelt es sich jedoch um Einzelfälle. Hingegen tätigt die Majorität der Hedgefondsmanager Leerverkäufe und investiert in derivative Wertpapiere sowohl um neue Risikoprämien zu erschließen, als auch um das Gesamtrisiko des Fonds zu reduzieren und das Risikoprofil zu präzisieren (vgl. Kapitel 3.1).

Hedgefonds gehören häufig zu den Marktteilnehmern, die als erste reagieren, wenn sich Fundamentaldaten ändern und tragen somit zur schnellen Preisfindung und fairen Bewertung von Wertpapieren bei. Der ökonomische Nutzen ihrer Marktaktivitäten zeigt sich außerdem in zusätzlicher Liquidität in ansonsten illiquiden Wertpapieren. Die BAI Informationsbroschüre über Leerverkäufe geht auf diese Thematik gezielter ein. Zudem ist der Leverage von Hedgefonds eines der am häufigsten fehlinterpretierten Merkmale und meist wesentlich geringer als von Außenstehenden angenommen (vgl. Kapitel 3.2). Ausfallrisiken einzelner Fonds lassen sich ebenso wie bei anderen risikoreichen Investments verringern, indem Investoren ihr Portfolio über mehrere Hedgefonds diversifizieren.

2 Hedgefonds-Strategien

Die Verordnung (EU) 231/2013 der Kommission zur Ergänzung der Richtlinie 2011/61/EU (AIFMD)⁸ nennt die in Abbildung 4 dargestellten Hedgefonds-Strategien, ohne sie jedoch zu definieren. Die Kategorisierung der in den folgenden Unterkapiteln dargestellten Hedgefonds-Strategien dieser Informationsbroschüre orientiert sich an der Definition der AIFMD, weicht jedoch mit Blick auf die praktische Relevanz in einigen Punkten von dieser ab, sodass diese Informationsbroschüre die wichtigsten Strategien gemäß ihrer weltweiten Assets under Management (vgl. Abbildung 2) abdeckt. Die praktische Relevanz der einzelnen Strategien spiegelt sich in ihren Marktvolumina wider.

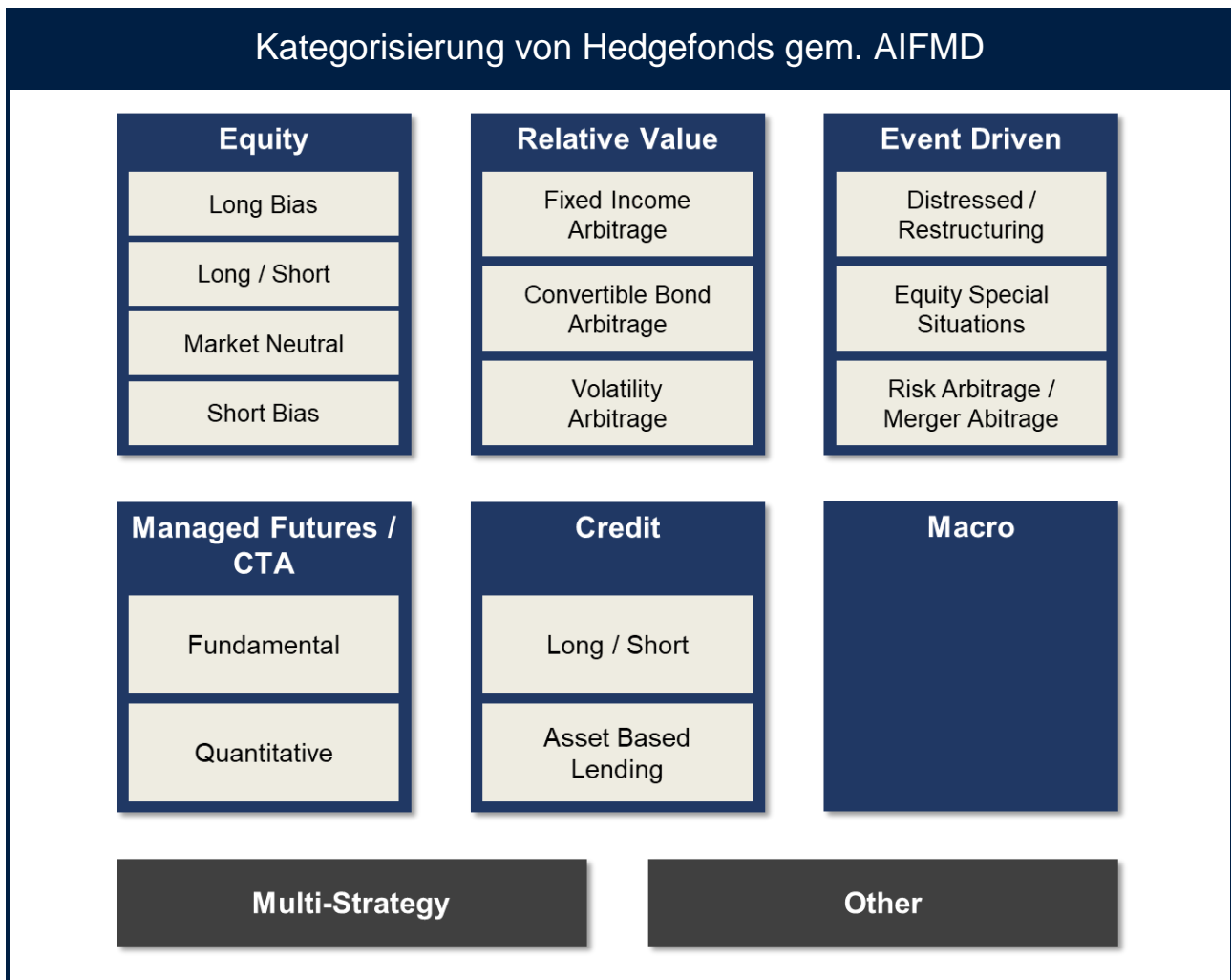


Abbildung 4: Klassifizierung von Hedgefonds-Strategien nach AIFMD.

⁸ Alternative Investment Fund Managers Directive.

Die grundlegenden Prinzipien der einzelnen Hedgefonds-Strategien werden im Folgenden erläutert. Trotz der Verständlichkeit dieser Grundprinzipien kann die Umsetzung eines bestimmten Handelsmodells jedoch äußerst komplex sein. Diese Komplexität, die z. B. im Detail einer Handelsstrategie liegt, macht das Alleinstellungsmerkmal eines Hedgefonds aus und die exakte Kopie einer individuellen Strategie nahezu unmöglich. Ungeachtet dessen können Hedgefonds ähnliche Risikoprofile aufweisen. Deshalb ist es grundsätzlich schwierig, Hedgefonds-Strategien in starren Kategorien zu definieren. Die folgenden Erläuterungen zu einigen dieser Strategien verdeutlichen das.

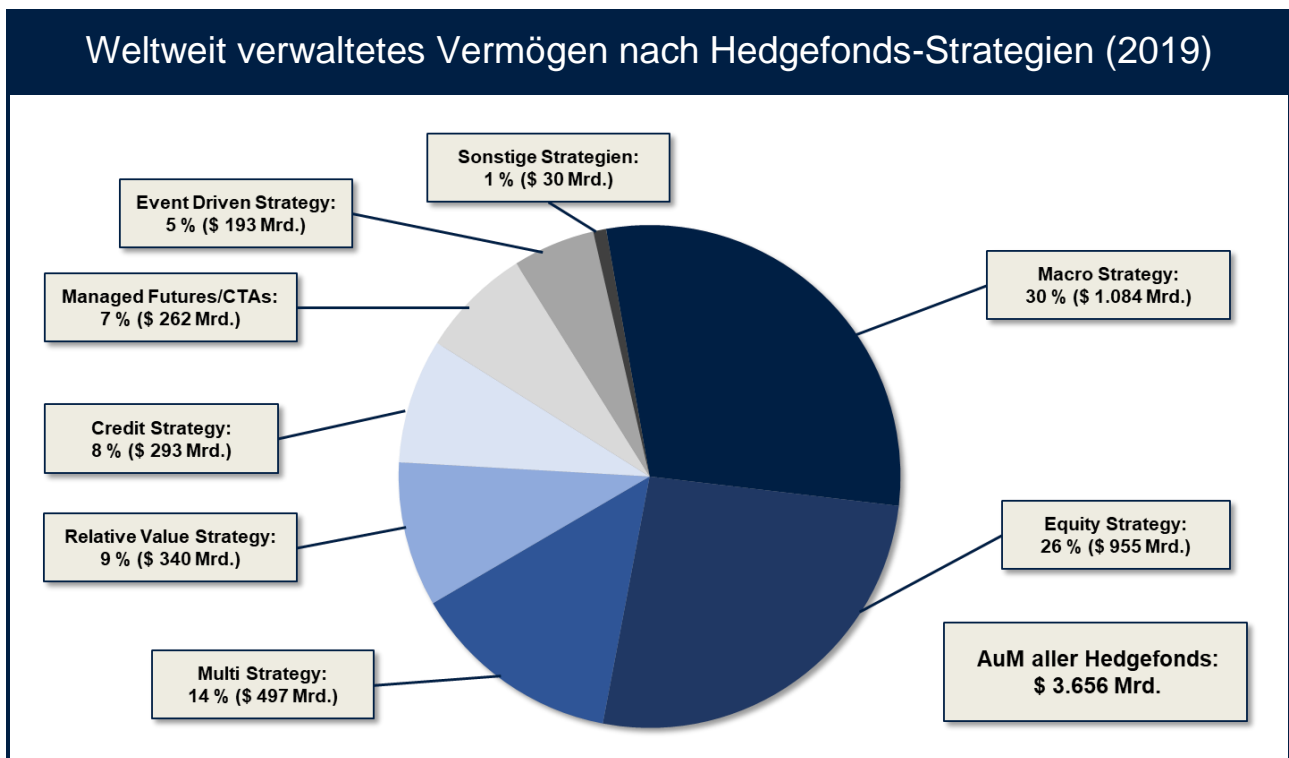


Abbildung 5: Assets under Management (AuM) der relevanten Hedgefonds-Strategien.⁹

2.1 Macro

Wie der Name bereits impliziert, verfolgen Macro-Hedgefonds in ihrer Investitionsstrategie einen (globalen) **makroökonomischen** Top-down-Ansatz. Ziel von Macro-Hedgefonds ist es, gesamtwirtschaftliche Veränderungen in den globalen Volkswirtschaften zu antizipieren. Das Management dieser Hedgefonds macht im Rahmen makroökonomischer Analysen über alle Assetklassen, Märkte und Lokationen hinweg Opportunitäten aus. Für ihre Investments sind sie bezüglich der Anlagealternativen auf Währungs-, Aktien-, Anleihe- und Rohstoffmärkten in der Regel mit dem **umfangreichsten Mandat** aller Hedgefonds-Strategien ausgestattet.

⁹ Eigene Darstellung mit Daten von PreqinPro (Dez. 2019).

Wichtige Faktoren bei der Strategiebildung sind, neben Zinsänderungen aufgrund fiskal- und geldpolitischer Maßnahmen von Zentralbanken, makroökonomische Indikatoren eines Landes wie das Bruttoinlandsprodukt, Zahlungsbilanzstrukturen, die Staatsverschuldung oder die Arbeitslosigkeit. Auf Grundlage **diskretionärer** (als auch systematischer Handelsstrategien; s. u. Exkurs) allokiert Macro-Strategie-Manager Kapital in die Assetklassen, Sektoren oder Regionen mit den größten Opportunitäten. Der Großteil der Macro-Hedgefonds konzentriert dabei seinen Handel auf Future-, Forward- und Swap-Kontrakte.¹⁰

Das umfangreiche Mandat, für Investitionen in Währungen, Rohstoffe, Aktien, Anleihen etc. über Ländergrenzen hinweg, ist ein zweiseitiges Schwert: Einerseits ermöglicht dieses Mandat den global ausgerichteten Macro-Hedgefonds nahezu unbegrenzte Freiheit, ihre Strategien umsetzen zu können. Andererseits fehlt häufig ein festgelegter Investmentfokus, den jedoch immer mehr institutionelle Investoren verlangen.¹¹

2.2 Equity

Equity-Hedgefonds, deren Manager in Aktien und Aktienindizes investieren (long & short), stellen eine der meist verbreiteten Strategien dar. **Long/Short-Equity-Hedgefonds** bauen systematische Risikopositionen auf, wobei Long-Positionen in der Regel Short-Positionen überwiegen (long Bias).

Equity-Hedgefondsmanager setzen bei der Wertpapierauswahl in der Regel Schwerpunkte auf Sektoren, Regionen oder Investmentstile. So existieren spezialisierte Fonds, die bspw. nur Wertpapiere aus dem angelsächsischen Raum handeln oder solche, die sich auf High-Tech-Unternehmen oder Value-versus-Growth-Strategien konzentrieren. Das Management von Equity-Hedgefonds, 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. Daher hängt die Performance nicht nur vom Marktbeta der Investmentschwerpunkte ab, sondern auch vom **Market Timing** und den **Stock-Picking-Fähigkeiten** (Wertpapierauswahl) des Fondsmanagers.

¹⁰ **Futures** sind börsengehandelte Termingeschäfte, bei denen sich die Vertragsparteien verpflichten, die gegenseitige Erfüllung (Zahlung und Lieferung) auf einen in der Zukunft vereinbarten Zeitpunkt zu verschieben. Terminkontrakte werden an Terminbörsen (wie beispielsweise der deutschen EUREX oder der Chicago Mercantile Exchange (CME)) gehandelt und sind zum allergrößten Teil hochliquide. Forwards hingegen sind nicht börsengehandelte, unbedingte Termingeschäfte. Swaps sind derivative Finanzinstrumente, mit denen zukünftige Zahlungsströme beliebiger Art getauscht werden können.

¹¹ Chambers et al. (2020), S. 456.

Alternativ zu Long/Short-Equity-Hedgefonds koexistieren marktneutrale (**Equity Market Neutral**) Fonds. Diese versuchen, das Beta-Risiko der Long- und Short-Positionen auszugleichen und den Fonds somit relativ neutral gegenüber Veränderungen am Aktienmarkt auszurichten. Ziel ist es, somit ein Beta nahe Null zu erreichen, um gegen systematische Risiken abgesichert zu sein. Im Niedrigzinsumfeld ergeben sich die Renditen hauptsächlich aus dem Spread der Performance zwischen Long- und Short-Positionen, abzüglich der Fondsgebühren und -kosten. Da Long-Positionen einer marktneutralen Strategie im Wesentlichen durch die Erlöse aus Leerverkäufen finanziert werden, besitzen diese Hedgefonds häufig überschüssige Barmittel, die einen Großteil des Nettoinventarwertes betragen können und vom Zinsumfeld abhängige Zinserträge generieren. Die Hedgefonds-Rendite ergibt sich dann durch die Zinsen auf die Cash-Positionen, plus/minus der Rendite aus den übrigen Wertpapierpositionen.

Marktneutrale Strategien können in Statistical-Arbitrage-Strategien und Fundamental-Arbitrage-Strategien unterteilt werden. **Statistical-Arbitrage-Strategien** identifizieren Preisanomalien durch Algorithmen auf Basis historischer Wertpapierkurse und profitieren von Preiskonvergenzen (Abweichungen vom Mittelwert). Erwartet wird, dass Preise im Zeitverlauf zum Mittelwert zurückkehren (Mean-Reversion-Effekt). **Fundamental-Arbitrage-Hedgefondsmanager** haben statt einer technischen eine fundamentale Sicht auf die zukünftige Entwicklung eines Unternehmens.

Schließlich sind der Vollständigkeit halber auch Short-Bias-Hedgefonds zu nennen. Bei jenen Hedgefonds überwiegen Short-Positionen die Long-Positionen (Netto-Short-Position), die es diesen Fonds ermöglicht, z. B. in Zeiten sinkender Aktienkurse zu profitieren.

Die genannten Equity-Strategien können ebenso auch mit festverzinslichen Wertpapieren als **Long/Short-Credit-Strategie** umgesetzt werden.

2.3 Relative Value

Relative-Value-Hedgefonds erzielen Überrenditen durch die Antizipation von wechselseitigen Veränderungen (Auseinanderlaufen oder Annäherung zwischen zwei oder mehr Anlagepositionen) von Wertpapierkursen oder Zinssätzen. Anstatt auf Veränderungen einer einzelnen Position zu setzen, realisieren diese Hedgefonds **Arbitragegeschäfte**, indem sie sowohl Long- als auch Short-Positionen eingehen, die in Bezug auf Größe, Volatilität und andere Risikopositionen weitgehend kongruent sind.

Relativ-Value-Fonds profitieren, wenn Preise konvergieren und sich ihren Gleichgewichtswerten annähern. 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.

Relative-Value-Strategien sind häufig **marktneutral** (s. auch Equity-Strategien). Marktneutrale Hedgefonds investieren 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 Ziel des Managers, ein möglichst marktneutrales Portfolio zu bilden, das unabhängig von der Richtung des Marktes Erträge generiert. Diese Strategie kann mit verschiedenen Assetklassen umgesetzt werden. Um eine neutrale Position aufzubauen und beizubehalten sind regelmäßige Transaktionen notwendig, so dass diese Strategie besonders auf transaktionskosteneffiziente Strukturen angewiesen ist.

Eine verbreitete Relative-Value-Strategie ist die **Convertible-Bond-Arbitrage-Strategie**, bei der Wandelanleihen¹² gehandelt werden. Bei dieser klassischen Arbitrage-Strategie werden Bewertungsunterschiede zwischen Aktien eines Unternehmens und den dazugehörigen Wandelanleihen identifiziert. Unterbewertete Wandelanleihen werden gekauft und diese durch eine Short-Position im Basiswert abgesichert und vice versa. Die Rendite einer klassischen Wandelanleihen-Arbitrage-Strategie variiert direkt mit dem Grad der Volatilität (Gamma Trading) des Basiswertes und den Schwankungen der Risikoprämien (laufende Renditen).

Vereinfacht gesagt favorisieren Convertible-Arbitrage-Manager Positionen in Unternehmen mit hoher Kreditwürdigkeit und gleichzeitig überbewertetem Aktienkurs.¹³ Anhand der Convertible-Arbitrage-Strategie in Abbildung 6 lassen sich die systematischen Renditequellen eines solchen Hedgefonds exemplarisch aufschlüsseln. Zu der statischen Rendite zählen Erträge aus Zinseinnahmen (Wandelanleihen schütten Kupons oder Vorzugsdividenden aus) und Zinserträge aus Leerverkaufspositionen (Short Rebate, abzüglich Dividende/Ausschüttungen). Statische Renditen basieren auf systematischen Risikofaktoren und sind von Preisineffizienzen der zugrundeliegenden Wertpapiere unabhängig. Gamma-Trading-Renditen basieren auf den Volatilitätsschwankungen der Underlyings. Steigt die implizite Volatilität, dann steigt die Rendite der Convertible-Arbitrage-Strategie und vice

¹² Wandelanleihen sind von einer Anteilsgesellschaft ausgegebene und in der Regel mit einem Nominalzins ausgestattete Anleihen, die dem Inhaber das Recht einräumen, diese während der Wandlungsfrist zu einem vorher festgelegten Verhältnis in Aktien einzutauschen.

¹³ Vgl. hier und im Folgenden Jaeger (2008), 51ff.

versa. Hinzu kommen die Identifikation und das Ausnutzen von Preiseffizienzen der Wandelanleihen als Hauptquelle von „Alpha“.

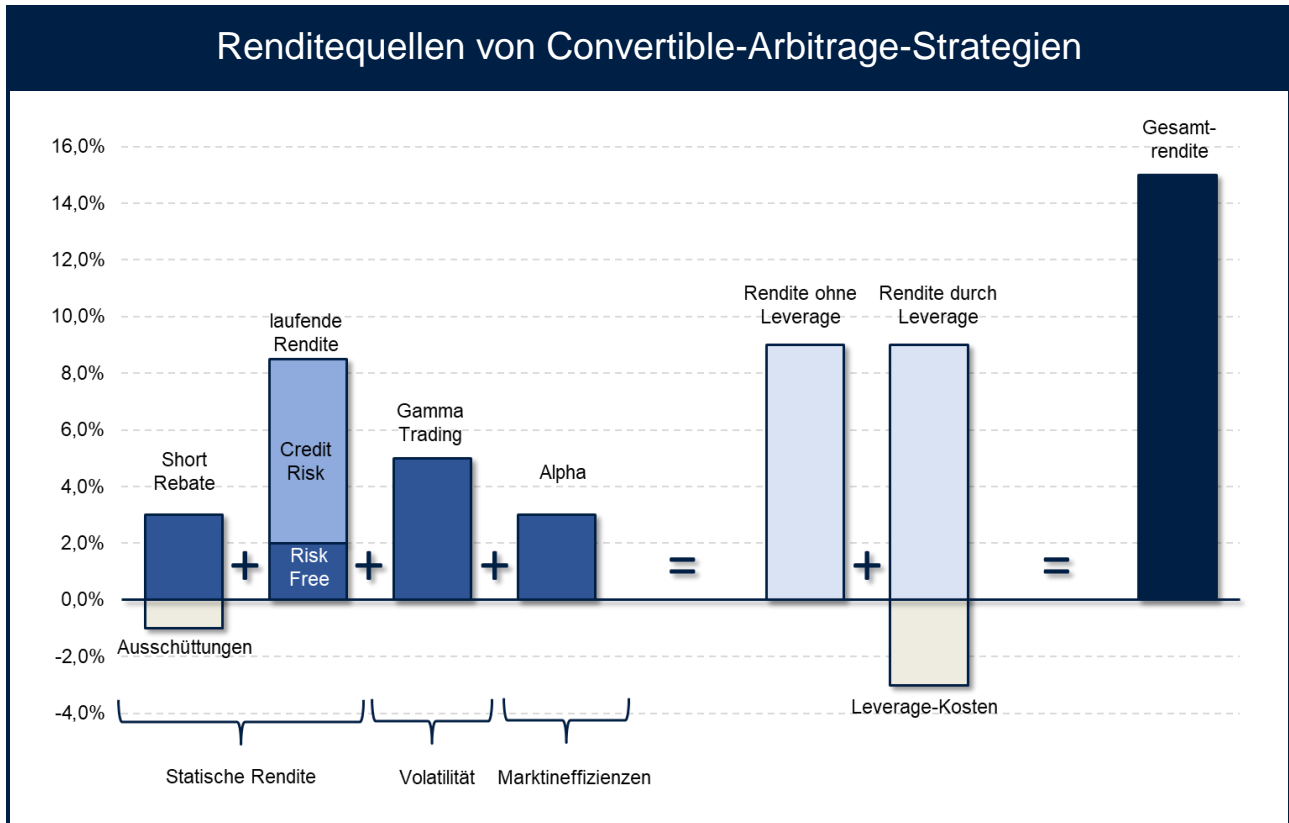


Abbildung 6: Beispielhafte Darstellung systematischer Renditequellen einer Convertible-Arbitrage-Strategie.¹⁴

Unter **Fixed Income Arbitrage** wird das gleichzeitige Eingehen von Long- und Short-Positionen in allen Arten von festverzinslichen Wertpapieren, wie bspw. Staats- oder Unternehmensanleihen verstanden, mit der Erwartungshaltung, dass sich die Wertpapierkurse während der Haltedauer einem Bewertungsniveau gleichen Levels annähern. Eine Subkategorie der Fixed-Income-Arbitrage ist die sogenannte Yield Curve Arbitrage, bei der vorübergehende Ungleichgewichte in Angebot und Nachfrage, die in Veränderungen von Zinsstrukturkurven resultieren, ausgenutzt werden.

Die meisten dieser Arbitragestrategien ähneln dem traditionellen Investment-Ziel, günstig zu kaufen und teuer zu verkaufen. Bei Arbitrage basiert der Handel jedoch eher auf relativen als auf absoluten Werten, mit dem Ziel, die aggregierte Position gegen alle Risiken abzusichern, mit Ausnahme des spezifischen Risikos, auf das der Fondsmanager spekuliert. Relative-Value-Hedgefonds sind häufig Multi-Strategy-Hedgefonds, die die zuvor genannten Strategien kombinieren.

¹⁴ Eigene Darstellung in Anlehnung an Jaeger (2008), S. 53.

2.4 Event Driven

Besondere Unternehmensereignisse bilden die Grundlage, auf derer das Management eines Event-Driven-Hedgefonds tätig wird. Solche Ereignisse können beispielsweise Insolvenzen, Restrukturierungen, Unternehmenszusammenschlüsse oder -übernahmen (M&A) und Spin-Offs von Unternehmensteilen sein. Hedgefondsmanager versuchen, durch die korrekte Vorhersage von Eintritt und Zeitpunkt eines dieser Ereignisse, einen Ertrag zu generieren. Die Unsicherheit, die mit den außergewöhnlichen Unternehmensereignissen verbunden ist, verlangt nach einer hohen Risikoprämie, wodurch diese Fonds potentiell überdurchschnittliche Renditen erwirtschaften können.

Spezialisierte Distressed-(Debt)-Hedgefonds investieren in Wertpapiere von Unternehmen, die sich in finanziellen und/oder operationellen Schwierigkeiten befinden. Besondere Ereignisse können bspw. laufende **Insolvenzverfahren, Notverkäufe oder Restrukturierungen** sein. Diese Unternehmen werden aufgrund des erhöhten Risikos mit einem Kursabschlag gehandelt, wodurch das Kurssteigerungspotential im Falle eines Fortbestehens des Unternehmens beträchtlich sein kann.

Event Driven sind auch **Fusions- oder Übernahmesituationen**, bei denen nach eingehender Analyse durch das Fondsmanagement bspw. festgestellt wird, dass der Kaufpreis des M&A-Objektes zu hoch bzw. zu niedrig angesetzt ist. Da diese Strategie potenziell risikoreich ist, wird sie vornehmlich von großen, finanzstarken Hedgefonds verfolgt, die ihre Positionen zudem – z. B. mit Optionsgeschäften – absichern. Im Falle dieser **Merger-Arbitrage-Strategie** kauft der Hedgefondsmanager Anteile des Zielunternehmens und verkauft Anteile des kaufenden Unternehmens leer. Geht er jedoch von einem Scheitern der Übernahme aus, so kann er durch Eingehen der entgegengesetzten Positionen profitieren. Darüber hinaus können Unternehmensanleihen, oder sonstige Forderungen gegen ein beteiligtes Unternehmen gehandelt werden. Generell ist zwischen zwei Beteiligungen zu differenzieren. Zum einen können Hedgefondsmanager bei hinreichendem Einfluss aktiv an den Gesprächen zur finanziellen Restrukturierung und Refinanzierung teilnehmen. Zum anderen kann der Fonds als passiver Investor lediglich die Aktien, Anleihen oder Derivate der betroffenen Unternehmen erwerben, ohne selbst aktiv die Umstrukturierung mitzugestalten.

Vereinfacht gesagt, kann der Fondsmanager mit einer Long-Position auf eine positive Entwicklung oder aber mit einer Short-Position auf eine ungünstige Unternehmensentwicklung setzen. Diese Strategie wird alternativ auch als **Risk Arbitrage** bezeichnet, da bei Merger-Arbitrage-Strategien im Grunde Chancen und Risiken auf den Ausgang eines besonderen Unternehmensereignisses gehandelt werden. Merger-Arbitrage-Strategien unterliegen mehreren Arten von **Eventrisiken**, einschließlich regulatorischer Risiken (z. B. Eingriff durch Kartellämter) und Finanzierungsrisiken. Hinzu

kommen Risiken aus Abwehrmaßnahmen des Managements des Zielunternehmens, Bieterwettkämpfen¹⁵ und schlichtweg das Risiko, dass sich ein oder beide Unternehmen von der Transaktion Abstand nehmen. Merger-Arbitrage-Hedgefonds sind jedoch darauf spezialisiert, diese Risiken zu bewerten und einzugrenzen, u. a. indem ein diversifiziertes Portfolio gehalten wird.

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 von Tochtergesellschaften oder der Verkauf von Unternehmensteilen sowie Kapitalerhöhungen.

Viele **Arbitrage-Investment-Strategien** zielen auf Marktineffizienzen auf Wertpapierebene ab. So auch die Capital Structure Arbitrage, die den Umstand nutzt, dass die Kapitalstruktur eines Unternehmens, die sich aus Eigen- und Fremdkapital (unterschiedlicher Ränge) zusammensetzt, auf bestimmte Ereignisse in ihrem Wert ungleich reagieren kann. Hedgefondsmanager profitieren, indem sie innerhalb der Kapitalstruktur eines Unternehmens strategische Long-Positionen in relativ unterbewerteten Wertpapieren und Short-Positionen in relativ überbewerteten Wertpapieren eingehen.

Viele Event-Driven-Hedgefonds können ebenso als Multi-Strategy-Hedgefonds klassifiziert werden. Hedgefondsmanager kombinieren dann eine Reihe der zuvor genannten Strategien, um höhere Anlagevolumina zu verwalten und sowohl die Risiken einzelner Strategien zu diversifizieren als auch an Chancen unterschiedlicher Marktbedingungen und Unternehmenssituationen zu partizipieren.

2.5 Managed Futures & CTAs

Managed Futures werden häufig als Hedgefonds-Strategie betrachtet, können jedoch grundsätzlich auch als eigenständige Anlageklasse gesehen werden. Der Begriff Managed Futures beschreibt ein breites Spektrum an alternativen Anlagestrategien, welche sich im Wesentlichen durch quantitative Handelsansätze mit bedingten und unbedingten **Termingeschäften** auszeichnen. Managed Futures werden häufig von sogenannten **Commodity Trading Advisors** (CTAs) verwaltet, deren Kompetenz sich direkt oder indirekt auf den Terminhandel bezieht. Der Begriff CTA wird dabei in der Regel auch als Synonym für Managed-Futures-Vehikel verwendet. Obwohl oft als CTAs bezeichnet, investieren die meisten verwalteten Managed-Futures-Fonds, neben Kauf und Verkauf von Rohstoff-

¹⁵ Ein Bieterwettbewerb liegt vor, wenn zwei oder mehr Firmen um das gleiche Ziel-(Unternehmen) konkurrieren.

Derivaten, in der Regel den Großteil des verwalteten Vermögens in Aktien(index)-, Anleihe-, Zins- und Währungsderivate.

Exkurs: Diskretionäre & systematische Handelsstrategien

Systematische Strategien: Mit einem quantitativen, regelbasierten System werden Positionen eingegangen und geschlossen. Die Portfoliozusammensetzung des Fonds erfolgt automatisiert auf der Basis von historischen Datenanalysen.

Bei den systematischen Handelsansätzen überwiegen wiederum die sogenannten Trendfolge-Modelle. Diesem Handelsansatz liegt die Idee zugrunde, dass Wertpapierpreise durch unterschiedliche behavioristische und technische Einflüsse wechselnden Kursmustern folgen. Hedgefondsmanager versuchen auf Basis technischer Marktanalysen, Kurstrends mit systematischen, regelbasierten Modellen zu identifizieren und sich trendfolgend zu positionieren (long bzw. short).

Contrarian/Countertrend-Modelle versuchen im Gegensatz zu den Trendfolgemodellen die Wendepunkte von bestehenden Trends zu antizipieren und durch Eingehen von Short-Positionen beim Höchststand und Long-Positionen beim Tiefstand, die jeweilige Trendumkehr zu nutzen. Andere Strategieansätze im CTA-Bereich nutzen hochkomplexe quantitative Techniken wie neuronale Netzwerke, Signal-Processing-Ansätze, statistische Pattern-Recognition-Systeme oder genetische Algorithmen.

Diskretionäre Strategien: Auf diskretionäre Handelsansätze greifen vor allem Event-Driven-Hedgefonds, Equity-Hedgefonds und Macro-Hedgefonds zurück (vgl. Abbildung 7). Auch ein kleiner Teil von CTA-Marktspezialisten führt fundamentale Marktanalysen durch. Durch besondere Marktkenntnisse und langjährige Erfahrung können viele Manager auch im diskretionären Bereich hervorragende, zu systematischen Ansätzen unkorrelierte Renditen erzielen.

Managed-Futures-Strategien beruhen in der Regel auf systematischen, quantitativen Backtest-Handelsstrategien (z. B. Trendfolge-Strategien, KI-Strategien, Momentum-Strategien etc.) und zeichnen sich insbesondere durch das Potenzial aus, auch in angespannten Marktphasen eine angemessene Rendite zu erzielen und Investoren somit Diversifikationsvorteile zu bieten. Insbesondere trendfolgende CTAs haben bewiesen, dass sie in Zeiten extremer Marktverwerfungen einen gewissen Schutz vor Kursverlusten, eine Art „Krisenalpha“, bieten und werden dafür von vielen institutionellen Investoren geschätzt.

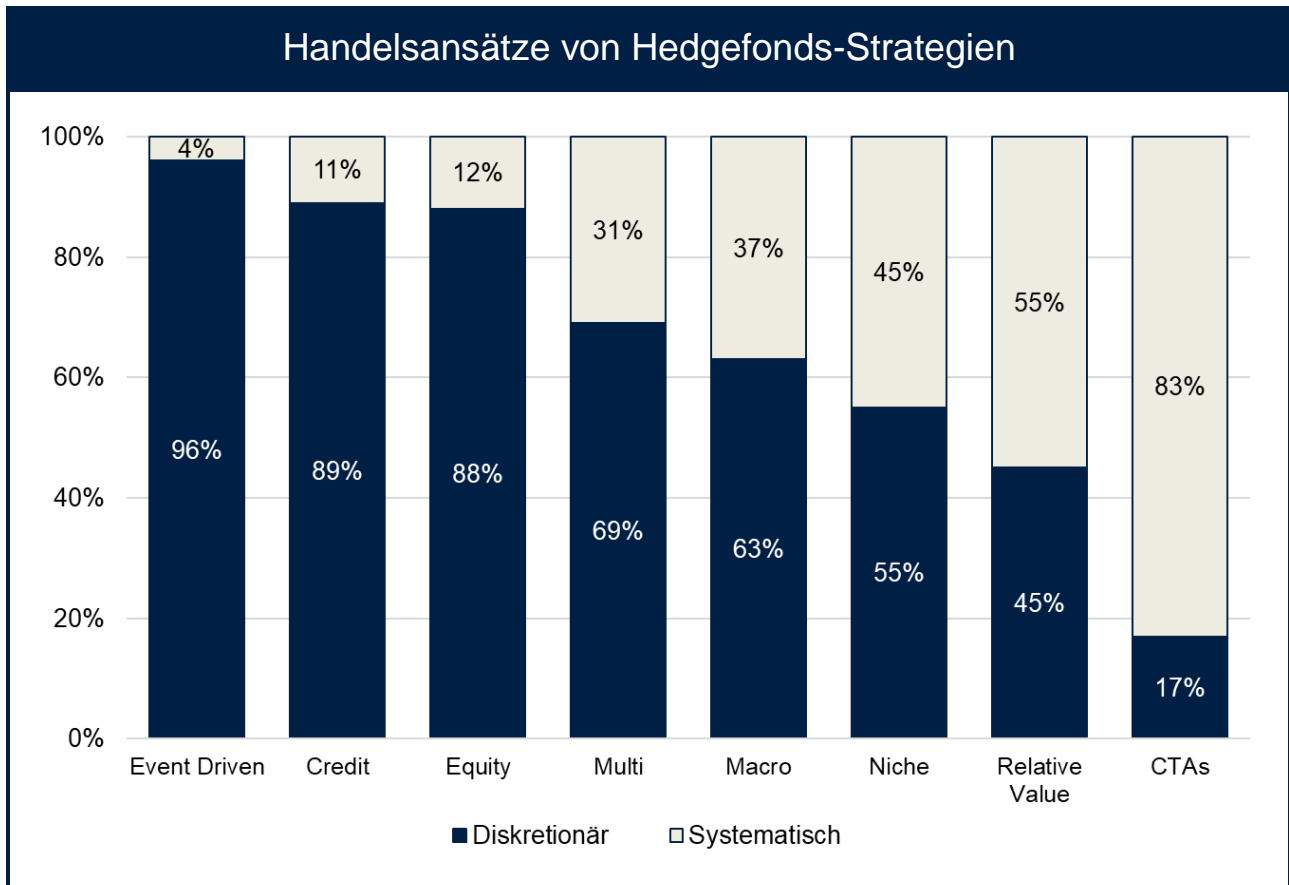


Abbildung 7: Verteilung diskretionärer und systematischer Handelsansätze unterschiedlicher Hedgefonds-Strategien.¹⁶

Abbildung 8 zeigt das Renditeverhalten eines breit aufgestellten CTA-Index und anderen Hedgefonds-Indizes während der Corona-Krise, in der es an den Aktienmärkten (hier dargestellt durch Benchmark-Indizes wie dem MSCI World) vorübergehend zu erheblichen Verlusten gekommen ist. CTAs konnten gegenüber den weltweit verlustreichen Aktienmärkten mit einer positiven Performance im ersten Quartal 2020 hingegen ihren Ruf als **Krisenabsicherungsinstrument** stärken. Systematische und algorithmische Handelsstrategien mögen nicht die spektakulären Performances hervorbringen, die viele fälschlicherweise erwarten. Vielmehr können sie so gestaltet werden, dass sie, wie auch Makro-Strategien, in Zeiten von Finanzmarkturbulenzen einen Schutz vor extremen Kursverlusten bieten.

¹⁶ Eigene Darstellung in Anlehnung an Preqin (2020), S. 57.

Hedgefonds Index-Performance während der Corona-Krise

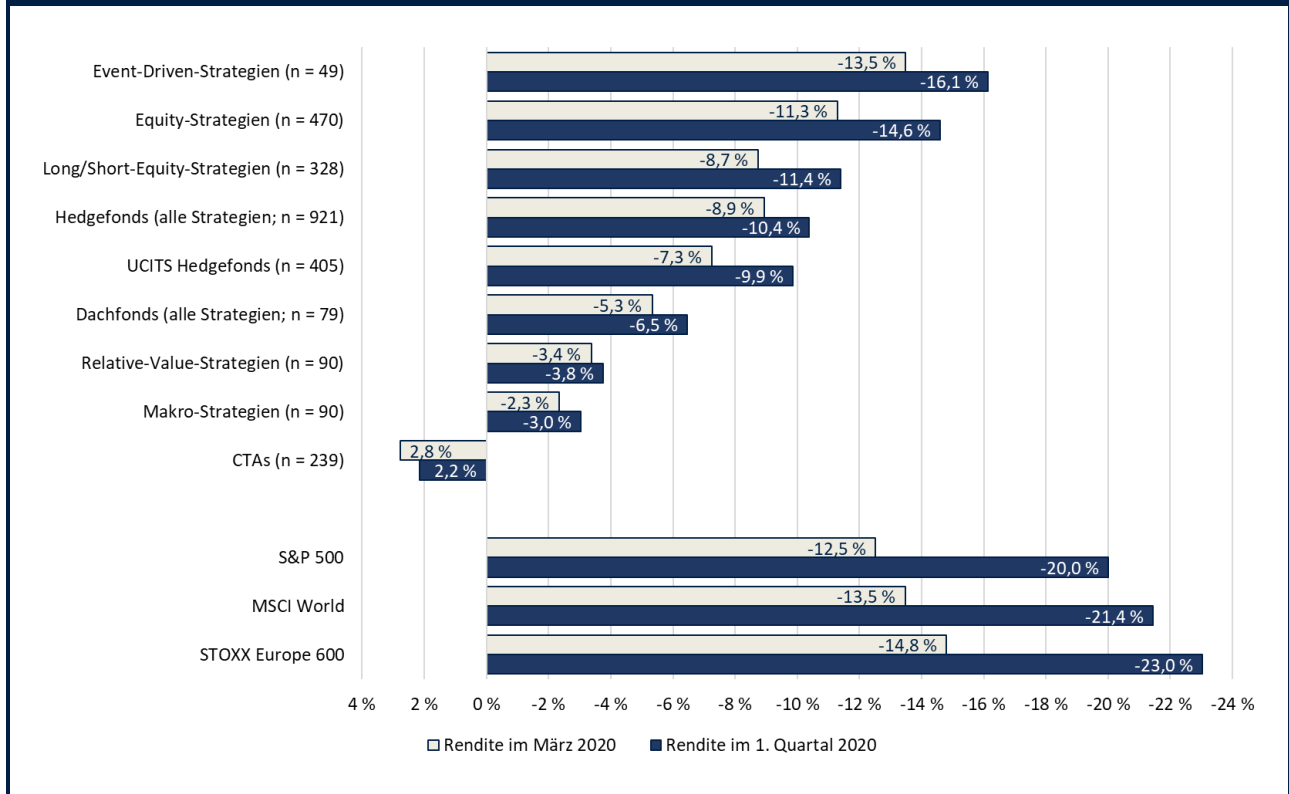


Abbildung 8: Diversifikationseffekt von CTAs in Krisenzeiten am Beispiel der Corona-Krise.¹⁷

2.6 Other/Niche

Bisher nicht genannte Hedgefonds-Strategien werden im Folgenden unter dem Begriff Niche-Strategie subsumiert. Dazu zählen beispielsweise Insurance-Linked-Strategien, Cryptocurrency-Strategien und Artificial-Intelligence-Strategien. Niche-Strategy-Hedgefonds machen mit ca. \$30 Mrd. AuM (vgl. Abbildung 5, „Sonstige Strategien“) jedoch nur einen kleinen Teil des gesamten Hedgefonds-Marktes aus.

¹⁷ Hedgefonds-Strategieindizes-Performance vs. Aktienindizes-Performance während der Corona-Krise (n= Anzahl enthaltener Hedgefonds), eigene Darstellung, Hedgefonds-Indizes-Daten: PreqinPro.

Auflegung und Performance von Nischen-Hedgefonds

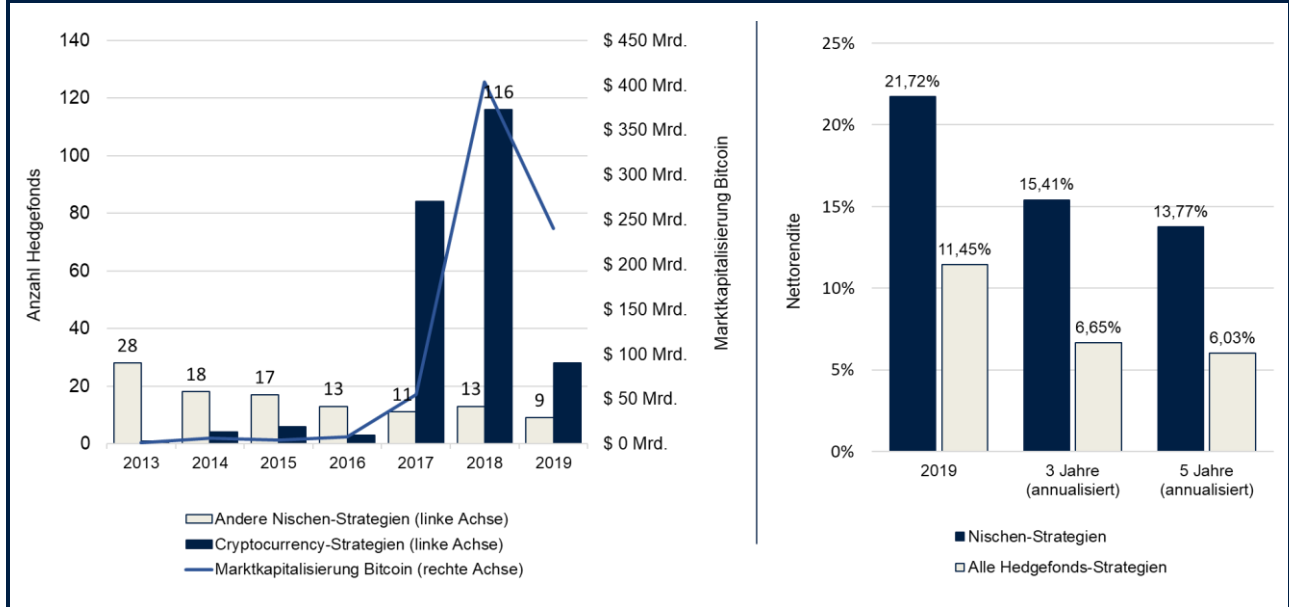


Abbildung 9: Auflegung und Performance von Nischen-Hedgefonds weltweit.¹⁸

In den letzten Jahren zeichneten sich insbesondere **Cryptocurrency-Hedgefonds** durch enormes Wachstum aus. Getrieben durch den rasant gestiegenen Bitcoin-Kurs (insbesondere im Jahr 2017), die Hochkonjunktur anderer Kryptowährungen und diverser Initial Coin Offerings (ICO), wurden 2017 und 2018 zahlreiche neue Cryptocurrency-Hedgefonds aufgelegt (vgl. Abbildung 9). Für Investoren, die ohne eigenes Know-how ein Engagement in Nischen- oder Zukunftsstrategien wie Kryptowährungen oder Artificial Intelligence & Machine Learning anstreben, bieten spezialisierte Hedgefondsmanager, mit ausgezeichneten Kenntnissen und einem breiten Experten-Netzwerk, einen hervorragenden Zugang zu diesen exotischen Märkten. Das spiegelt die durchschnittliche Performance von Nische-Strategie-Hedgefonds wider, die in den vergangenen Jahren, auch bedingt durch die positive Entwicklung des Bitcoin und anderen Kryptowährungen wie Ethereum, im Vergleich zu anderen Hedgefonds-Strategien eine deutliche Outperformance erzielen konnten (vgl. Abbildung 9).

Bedingt durch die durchschnittlich äußerst niedrige Ticketgröße (3,1 Mio. USD), sind bisher Überwiegend Family Offices (48 % der Investoren) und High-net-worth Individuals (42 % der Investoren) in Cryptocurrency-Hedgefonds investiert.¹⁹

¹⁸ Eigene Darstellung in Anlehnung an Preqin (2020), S. 54.

¹⁹ Vgl. PWC und Elwood, S. 4.

2.7 Liquid Alternatives

Per definitionem ist das Modellieren von „Alpha“ nicht möglich. Sehr wohl lassen sich jedoch „Alternative Betas“ (Risikoprämien von Hedgefonds-Strategien) über sogenannte **Liquid Alternatives** replizieren. Als Liquid Alternatives werden im Folgenden die Umsetzung von Hedgefonds-Strategien als eine Gruppe von Vehikeln für alternative Anlagestrategien verstanden, zugänglich über öffentliche Märkte, die im Allgemeinen niedrige Korrelationen zu traditionellen Anlageklassen aufweisen. In der EU sind Liquid Alternatives OGAW-strukturierte (Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren) Investmentfonds, die auch von Kleinanlegern erworben werden können.

Die OGAW-Struktur der Liquid Alternatives bietet Anlegern im Vergleich zu Hedgefonds (AIFs bei EU-Provenienz) in der Regel eine höhere Liquidität und verbesserte Transparenz. OGAW-Fondsmanagern ist die Kreditaufnahme (Leverage) nur sehr begrenzt erlaubt. Zudem untersagt die OGAW-Verordnung direkte Leerverkäufe. Liquid-Alternatives-Fondsmanager replizieren gehebelte und/oder fremdfinanzierte Hedgefonds-Strategien stattdessen synthetisch über Derivate.

Im Durchschnitt weisen privat platzierte Fonds, aufgrund größerer Freiheiten im Portfoliomanagement, höhere Erträge bei gleichzeitig höheren Risiken auf. An der Börse gehandelte Liquid Alternatives werden im Vergleich zu klassischen Hedgefonds, durchschnittlich niedrigere Renditen bei geringerem Risiko aufweisen, da die regulatorischen Auflagen (OGAW-Rahmenwerk) die Flexibilität der Investmentmanager von Liquid Alternatives einschränken. Investoren, die sich für diese liquiden Alternativen interessieren, ziehen die niedrigeren Gebühren und Mindestinvestitionsgrenzen, die größere Transparenz und Liquidität sowie das durchschnittlich geringere Risiko dieser Produkte gegenüber den potenziell höheren Renditen von privatplatzierten Hedgefonds vor.²⁰

²⁰ Vgl. Chambers et al. (2020), S. 624.

Unterschiede zwischen Liquid Alternatives und Hedgefonds		
	Liquid Alternatives (OGAW)	Hedgefonds (AIF)
Rendite/ Risiko	<ul style="list-style-type: none"> • Geringere Volatilität • Rendite ist stärker mit dem allgemeinen Markttrend korreliert 	<ul style="list-style-type: none"> • Höhere Rendite möglich • Deutlich geringere Korrelation mit dem allgemeinen Markttrend
Liquidität	<ul style="list-style-type: none"> • Höhere Liquidität durch vergleichsweise deutlich kürzere Kündigungsfristen • Tägliche Handelbarkeit über Sekundärmarkt 	<ul style="list-style-type: none"> • In der Regel frühestens monatlich oder quartalsweise kündbar
Strategien	<ul style="list-style-type: none"> • Investmentbeschränkungen durch Regulierung, u. a. keine unbegrenzte Kreditaufnahme sowie Leerverkaufsbeschränkung • Begrenzte Auswahl an Basiswerten 	<ul style="list-style-type: none"> • Grundsätzlich keine Beschränkungen bei der Strategieauswahl
Verbreitung	<ul style="list-style-type: none"> • Steigendes Volumen, jedoch immer noch signifikant geringer als AIFMD-regulierte & Offshore-Hedgefonds • Kaum in Deutschland domiziliert 	<ul style="list-style-type: none"> • Dominierend, sehr hohes Volumen • Kaum in Deutschland domiziliert

Abbildung 10: Liquid Alternatives vs. AIF-Hedgefonds.

Traditionell erlaubten minimale Offenlegungsregeln und lange Sperrfristen (**Lockup-Periods**) Hedgefonds, Investments in exotische, illiquide Finanzinstrumente zu tätigen. Der zunehmende regulatorische Druck²¹ beschränkt den Einsatz Hedgefonds-typischer Handelsstrategien und rückt klassische Hedgefonds in direkte Konkurrenz zu Liquid Alternatives.²² Als Reaktion darauf haben Hedgefonds vereinzelt OGAW-konforme Vehikel eingeführt. Hinterfragt werden sollte, wo die Grenzen der Konvergenz von Hedgefonds- und klassischen Investmentfondsvehikeln liegen und welchen potenziellen Mehrwert neue Liquid-Alternative-Strategien, für jeden institutionellen Investor individuell, schaffen können.

²¹ S. z. B. Dodd-Frank Act in den USA (2010) zu Compliance oder die Umsetzung der Transparenzanforderungen von MIFID II zwischen Hedgefondsmanagern und Investoren.

²² Vgl. McCahery und Roode (2019), S. 3.

2.8 Dachfonds

Hedgefonds können als Einzelfonds oder Dachfonds (engl.: fund of funds, FoF) aufgelegt sein. Während Einzelfonds ihre Portfolios in Bezug auf Häufigkeit der Transaktionen und Diversifikationsgrad aktiv managen, verteilen Dachfonds ihr Kapital auf die im Markt ansässigen Einzelfonds. Je nach Größe des Dachfonds kann die Anzahl der Zielfonds zwischen einigen wenigen und mehreren Dutzend Fonds variieren. Je spezialisierter ein Dachfonds ist, desto kleiner sind das Anlagespektrum und die Anzahl der Zielfonds. Andererseits können Dachfonds ein diversifiziertes Portfolio anbieten, indem das Kapital auf Hedgefonds mit unterschiedlichen Strategien allokiert wird.

Ziel ist es, das eingesetzte Kapital auf mehrere Hedgefondsmanager zu verteilen, um schlussendlich das Risiko zu reduzieren. Die Vorteile eines Dachfonds-Investments (vgl. Abbildung 11) können sich in niedrigeren Mindestanlagebeträgen, einer höheren Liquidität sowie Risikodiversifizierung und einem allgemein vereinfachtem Zugang zu Hedgefonds widerspiegeln.

Dafür geben Investoren mit der Entscheidung, in Dachfonds zu investieren, die Kontrolle über die Verwaltung ihrer Vermögenswerte ab. Im Vergleich zu Einzelfonds müssen Investoren darüber hinaus mit höheren Kosten rechnen, da sowohl für den Dachfonds als auch für die Zielfonds Gebühren anfallen. Zudem sind viele Hedgefonds (single & fund of funds) offshore angesiedelt, sodass diese zudem steuertechnisch ineffizient für einzelne Investoren in bestimmten Ländern sein können. In Deutschland investieren bspw. einige FoF in Hedgefonds, die den von den deutschen Behörden geforderten umfangreichen Melde- und Offenlegungspflichten nicht nachkommen. Infolgedessen werden ihre Gewinne mit hohen Steuersätzen belegt, die letztlich die Investoren treffen.²³

²³ Vgl. Chambers et al. (2020), S. 612.

Dach- und Einzelfonds

Vorteile eines Dachfonds	Vorteile eines Einzelfonds
Schnelle, einfache und breite Portfoliodiversifikation	Geringere (Management-)Fee durch weniger Intermediäre
Zugang zu größerem Angebot an Einzelfonds, insb. auch zu Fonds, die einem ausgewählten Investorenkreis vorbehalten sind	Höhere Transparenz; Portfolioallokation und -kontrolle in einer Hand
Erhöhte Liquidität; täglich bis quartalsweise handelbar	Vermeidung von Zielfonds möglich, die Nachteile erzeugen (z. B. nicht zeitgerechte Erfüllung von Offenlegungspflichten)
Economies of Scale: Kosten für Due Diligence, Reporting etc. werden durch mehrere Investoren über (Management-)Fee des Dachfonds geteilt	Gezieltere Auswahl und stärkere Anpassung an Präferenzen der Investoren möglich
Zugang zur Expertise erfahrener Dachfondsmanager, insb. für Investoren ohne Hedgefonds-Erfahrung geeignet	Ggf. (stärkere) Einflussnahme auf Zielinvestments möglich
Stärkere Verhandlungsposition des Dachfondsmanagers gegenüber den Zielfonds durch das höhere Gesamtvolumen des Dachfonds	Direkter Kontakt zum Fondsmanager
Geringere Einstiegsbarrieren durch den Wegfall von Mindestinvestitionsvolumina für die einzelnen Fonds	Kein Verkauf von Fondsanteilen durch Kapitalbedarf von anderen Investoren

Funktionen des Dachfonds-Managements



Abbildung 11: Vorteile und Funktion eines Dachfonds im Vergleich mit Einzelfonds.

3 Hedgefonds-spezifische Merkmale

3.1 Leerverkäufe

Der Terminus „Leerverkauf“²⁴ (engl.: *short sale*) beschreibt nach Art. 2 Abs. 1 (b) der **EU-LeerverkaufsVO** (s. u.) „im Zusammenhang mit Aktien oder Schuldinstrumenten einen Verkauf von Aktien oder Schuldinstrumenten, die sich zum Zeitpunkt des Eingehens der Verkaufsvereinbarung nicht im Eigentum des Verkäufers befinden, einschließlich eines Verkaufs, bei dem der Verkäufer zum Zeitpunkt des Eingehens der Verkaufsvereinbarung die Aktien oder Schuldinstrumente geliehen hat oder eine Vereinbarung getroffen hat, diese zu leihen, um sie bei der Abwicklung zu liefern.“²⁵

Es wird unterschieden zwischen gedeckten und ungedeckten Leerverkäufen. Im Gegensatz zu ungedeckten Leerverkäufen leiht der Verkäufer bei gedeckten Leerverkäufen das entsprechende Wertpapier vorab von einem Dritten aus. Diese Praxis wird gemeinhin als **Wertpapierleihe** bezeichnet. Um der Lieferverpflichtung zu einem späteren Termin nachkommen zu können, muss sich der Leerverkäufer bis zum Erfüllungszeitpunkt mit den entsprechenden Wertpapieren gleicher Art und Menge eindecken.

Neben dem Handel von Aktien, Anleihen, Währungen oder Rohstoffen kann ein Leerverkauf auch über Derivate²⁶ *synthetisch* realisiert werden, wodurch der Verkauf und nachfolgende Kauf des zugrundeliegenden Wertpapiers entfällt. Dazu können beispielsweise Short-Futures, Put-Optionen oder Credit Default Swaps (CDS)²⁷ eingesetzt werden. Durch diese Möglichkeiten, derivative Wertpapiere zu handeln oder Short-Positionen über (gedeckte) Leerverkäufe einzugehen, können Hedgefondsmanager auch von fallenden Wertpapierkursen profitieren.

²⁴ Für eine ausführliche Diskussion der Chancen, Risiken und Funktionsweise von Leerverkäufen und deren Regulierung sei an dieser Stelle erneut auf die BAI Informationsbroschüre „Leerverkäufe“ verwiesen. Abrufbar unter: <https://bvai.de/publikationen-presse/bai-publikationen.html>

²⁵ VERORDNUNG (EU) Nr. 236/2012 DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES vom 14. März 2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps.

²⁶ **Derivate** sind Verträge, deren wirtschaftlicher Wert vom Zeitwert eines marktbezogenen Basiswertes abgeleitet wird. Durch diese können Gewinnmöglichkeiten erschlossen werden, die durch traditionelle Investitionen in Aktien und Anleihen nicht zur Disposition stehen. Derivative Strategien können zudem die Hebelwirkung des Fonds erhöhen.

²⁷ **CDS** sind Kreditderivate zur Absicherung von Kreditrisiken und damit ein wichtiges Werkzeug zur Risikosteuerung von Kreditgeschäften und Investitionen. CDS können zudem wichtige Signale für mögliche Ausfallrisiken geben und zudem die Liquidität und Allokationseffizienz des Gesamtmarktes fördern.

Ein Leerverkauf läuft in der Regel nach den folgenden Schritten ab (vgl. Abbildung 12):

Der Leerverkäufer leiht sich das Wertpapier für eine bestimmte Dauer beispielsweise über einen sog. Prime Broker²⁸ oder direkt von einem anderen Marktteilnehmer (z. B. Investmentfonds oder Großbank) und zahlt dafür eine Leihgebühr. Häufig wird die Hinterlegung von Sicherheiten (Margin) verlangt, um das Kontrahentenrisiko für den Verleiher abzusichern.

Das geliehene Wertpapier wird daraufhin zum aktuellen Marktpreis vom Leerverkäufer an einen weiteren Marktteilnehmer verkauft. Zu einem späteren Zeitpunkt kauft der Leerverkäufer das Wertpapier zum dann aktuellen Marktpreis und gibt das Wertpapier dem Verleiher vor oder mit Ablauf der vereinbarten Leihfrist zurück.

Der Gewinn/Verlust aus dem Leerverkauf ergibt sich für den Leerverkäufer aus der Differenz zwischen dem Verkaufspreis (zum Zeitpunkt t) und dem Kaufpreis (zum Zeitpunkt $t + n$) abzüglich der Leihgebühr (über die Leihgebühr hinaus sind unter anderem auch die Dividendenzahlungen vom Leerverkäufer an den Eigentümer zu entrichten) und den Kosten für die Durchführung der Transaktion. Da das Halten einer **Short-Position** mit Kosten verbunden ist, kann der Leerverkäufer seine Position nicht unbegrenzt halten.

Die Gewinne bei Leerverkäufen sind begrenzt, da die leerverkauften Wertpapiere theoretisch nicht unter den Wert Null fallen können. Jedoch können beträchtliche Risiken für den Leerverkäufer entstehen, wenn die leerverkauften Wertpapiere im Wert steigen. Es gibt keine obere Grenze für Wertpapierpreise. Mögliche Verluste sind damit unbegrenzt.

Neben der reinen Gewinnerzielungsabsicht des Leerverkäufers durch Identifikation überbewerteter Wertpapiere gibt es weitere Gründe, Leerverkäufe zu tätigen. Insbesondere die Einsatzmöglichkeiten im Risikomanagement sind vielfältig. Mit Short-Positionen werden beispielsweise Teile des Wertpapierportfolios kurzfristig gegen Kursverluste abgesichert (**Hedging**).

²⁸ **Prime Broker** (so. „Big Three“: JP Morgan, Goldman Sachs und Morgan Stanley) bieten Hedgefonds den Service, geeignete Quellen für die Bereitstellung der leer zu verkaufenden Wertpapiere zu arrangieren. Entweder sind die Prime Broker selbst im Besitz der zu verleihenden Wertpapiere, oder sie leihen sich diese bei anderen Marktteilnehmern, die Leihprämien vereinnahmen möchten, aus.

Funktionsweise gedeckter Leerverkäufe

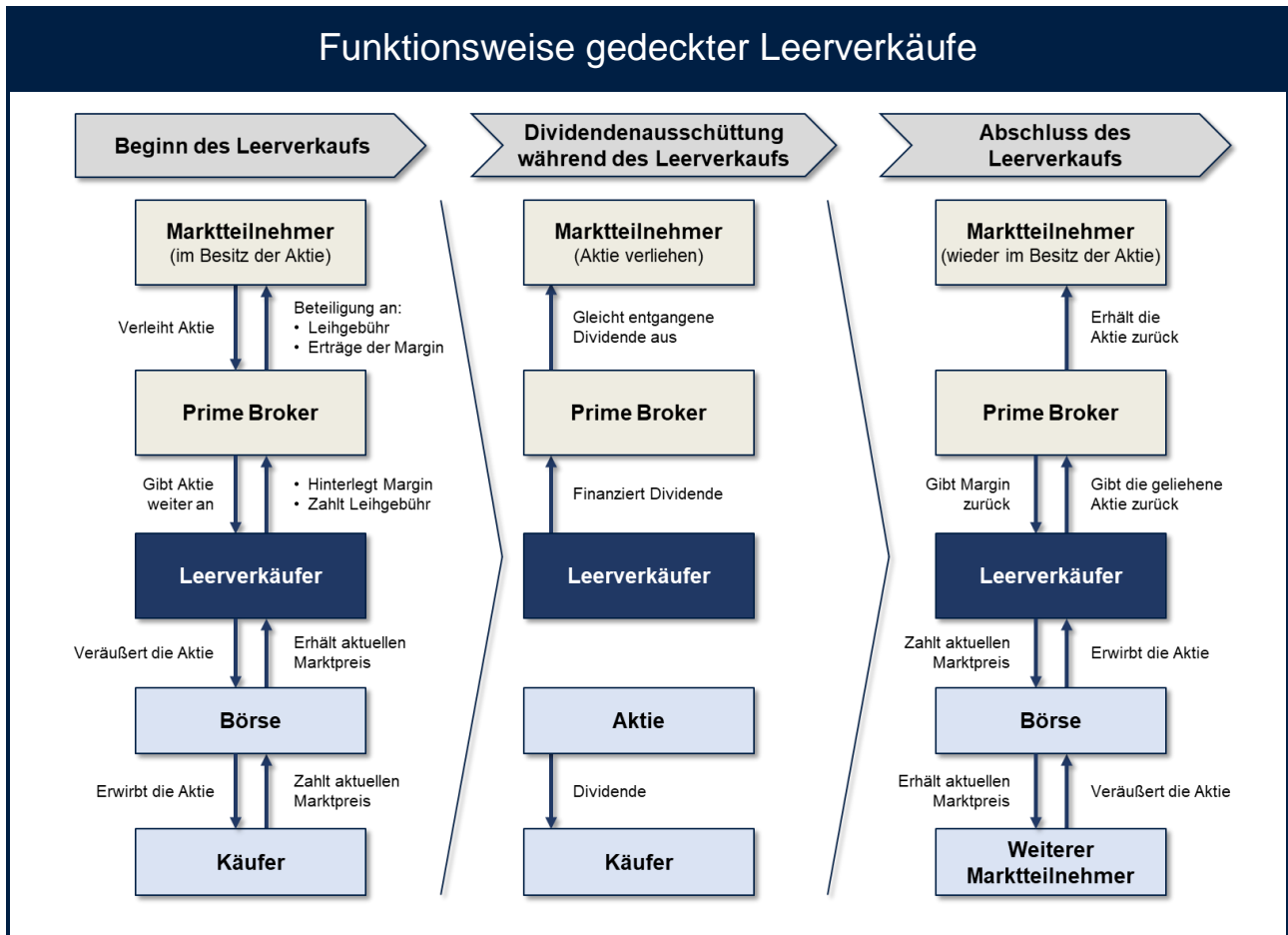


Abbildung 12: Vereinfachte Funktionsweise eines gedeckten Leerverkaufs einer Aktie via Prime Broker.

Leerverkäufe sind heute in der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. März 2012 (über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps) reguliert. In der **EU-LeerverkaufsVO** ist niedergelegt, dass in Ausnahmesituationen wie einer Bedrohung der Finanzstabilität auch gedeckte Leerverkäufe kurzfristig verboten werden können (z. B. wenn Short-Seller-Attacken ein Eingreifen erfordern). Neben diesen Regelungen enthält die EU-LeerverkaufsVO umfassende Transparenz- und Meldepflichten für Leerverkäufe. Diese sind ab bestimmten Schwellenwerten sowohl gegenüber der jeweiligen Aufsichtsbehörde als auch gegenüber dem Markt anzeigepflichtig.

Die Auswirkungen von Leerverkäufen auf Aktienkurse, Marktqualität und Informationsfluss werden von der Wissenschaft, den Marktaufsichtsbehörden und der Politik nach wie vor kontrovers diskutiert. Boehmer und Wu (2013) analysieren die Effekte von Leerverkäufen auf die Informationseffizienz von Wertpapierpreisen. Insgesamt deuten ihre Ergebnisse darauf hin, dass Leerverkäufe eine entscheidende Rolle bei der Unterstützung rationaler Preisfindungsprozesse spielen, einer in meh-

rerer Dimensionen wichtigen Funktion der Kapitalmärkte. Grundsätzlich erhöhen Leerverkaufsaktivitäten die **Liquidität** und verbessern, die **Preiseffizienz** an den Märkten, da sich Angebot und Nachfrage durch erweiterte Handelsmöglichkeiten schneller ihrem Gleichgewicht nähern.

Leerverkaufsverbote entziehen Investoren eine entscheidende Informationsquelle, oft genau in dem Moment, in dem sie diese am meisten benötigen. Denn insbesondere während eines Abschwungs suchen Anleger dringend unvorhergesehene Informationen über die finanzielle Lage von Unternehmen. Leerverkaufspositionen bieten durch ihre **Signalwirkung** eine zusätzliche Informationsquelle für alle Marktteilnehmer, die durch Verbote genommen wird. Stattdessen führen Leerverkaufsbeschränkungen zu sinkender Liquidität, höherer Volatilität, geringerer Markteffizienz.²⁹ Ergebnisse von Beber und Pagano (2013) als auch Boehmer et al. (2013) zu Leerverkaufsverboten während der Finanzkrise stützen die These, dass diese mit einer statistisch und ökonomisch signifikanten Liquiditätsstörung verbunden sind.

Letztendlich bleibt festzuhalten, dass Markteinbrüche in Krisensituationen in der Regel nicht auf Leerverkäufe von Hedgefonds und anderen Marktteilnehmern zurückzuführen sind. Leerverkäufe sind essentieller Bestandteil für die Funktionalität vieler Hedgefonds-Strategien. Leerverkaufsverbote sollten grundsätzlich Ultima Ratio³⁰ der nationalen Aufsichtsbehörden bleiben.

3.2 Fremdfinanzierung und der Leverage-Effekt

Der Begriff **Leverage** stammt ursprünglich aus dem Bereich der Unternehmensfinanzierung und zielt dort auf die Erhöhung der Eigenkapitalrendite eines Unternehmens durch Fremdfinanzierung ab (economic debt leverage). Deshalb wird bei Hedgefonds zur Abgrenzung auch von „on balance sheet leverage“ gesprochen, wenn mit Leverage die klassische Steigerung des Investitionsgrades durch Einsatz von Fremdkapital bei der Finanzierung von Anlageobjekten bezeichnet werden soll. Durch den zusätzlichen Einsatz von Fremdkapital steigt die Eigenkapitalrentabilität des Fonds (Leverage-Effekt). Gewöhnlich beschreibt bei Hedgefonds der Begriff Leverage jedoch das sogenannte „**financial instrument leverage**“. Gemeint ist, dass unter geringem Eigenkapitaleinsatz mit derivativen Finanzinstrumenten Positionen abgebildet werden können, die bei einer direkten Investition in das Underlying nur mit weitaus höherem Kapitalaufwand eingegangen werden könnten.³¹

²⁹ Vgl. Marsh und Payne (2012), S. 1985.

³⁰ Zur Ratio der Regulierung von Leerverkäufen vgl. bspw. *Zetzsche/Lehmann* in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl. 2020, § 53 WpHG Rn. 4 ff.; zum Aufsichtsrecht der Leerverkäufe vgl. *F. Schäfer* in: Assmann/Schütze/Buck-Heeb, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 5. Aufl. 2019, § 21 Rn. 9 ff.

³¹ Vgl. Schmies (2010), S. 52f.

Häufig treten Prime Broker als Gegenpartei bei Derivatekontrakten auf oder stellen das Fremdkapital zur Erhöhung des Investitionsgrades der Hedgefonds zur Verfügung. Zur Besicherung können z. B. die mit dem Fremdkapital erworbenen Anlageobjekte dienen. Theoretisch können auch Leerverkäufe eine Hebelwirkung erzielen. Allerdings müssen Hedgefonds Sicherheiten für das zwecks Leerverkauf eingegangene Wertpapierdarlehen bereitstellen, sodass dieses Kapital quasi gebunden und die Hebelwirkung folglich beschränkt ist.

Die Definition und praktische Berechnung des Leverage eines Hedgefonds ist jedoch weitaus komplexer, als die einleitenden Abschnitte vermuten lassen. Selbst die Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD) enthält lediglich eine allgemeine Definition von Leverage. Nach Artikel 4(1)(v) AIFMD ist die „Hebelfinanzierung jede Methode mit der ein AIFM das Risiko eines von ihm verwalteten AIF durch Kreditaufnahme, Wertpapierleihe, in Derivate eingebettete Hebelfinanzierungen oder auf andere Weise erhöht.“³² Die Hebelwirkung eines Hedgefonds sollte als Verhältnis zwischen dem Exposure (die Summe aller Positionen) und dem Nettoinventarwert³³ (NAV) ermittelt werden,³⁴ einschließlich der Berechnung der Rückstellungen für Einnahmen und Ausgaben des Fonds und der Bewertung von Wertpapieren zum aktuellen Marktwert.

Werden alle Risikopositionen (long & short) eines Hedgefonds summiert, kann der **(Brutto) Leverage** berechnet werden:

$$\text{Brutto Leverage} = \frac{\text{Summe aller Positionen}}{\text{NAV}} \quad (1)$$

Je nach Leverage-Definition gibt es jedoch zahlreiche weitere Methoden, den Leverage eines Fonds auszuweisen.³⁵ Der Brutto Leverage, berechnet nach Formel (1), ist in der Regel signifikant nach oben verzerrt, sobald ein Hedgefonds große Nominalwerte an Zins- und Währungsderivaten hält (z. B. zur Absicherung der Risikopositionen). In solchen Fällen impliziert das Halten derivativer Wertpapiere jedoch kein Leverage im eigentlichen Sinne. Deshalb kann der Brutto Leverage alternativ ohne die Positionen in Zinsderivaten (*i*) oder Währungsderivaten (*FX*) berechnet werden:

$$\text{Brutto Leverage (ex } i, \text{ ex } FX) = \frac{\text{Summe aller Positionen} - i - FX}{\text{NAV}} \quad (2)$$

³² EU (2011), Artikel 4(1)(v).

³³ Der Nettoinventarwert (Net Asset Value) ergibt sich aus der Summe aller bewerteten Vermögensgegenstände abzüglich sämtlicher Verbindlichkeiten.

³⁴ Vgl, ESMA (2011), S. 192.

³⁵ Vgl. hier und im Folgenden IOSCO (2020), S. 13f.

Diese Brutto-Leverage-Messmethoden überzeichnen das Risiko, wenn Short-Positionen zur Absicherung verwendet werden und somit keine separaten, aktiven Positionen darstellen.³⁶ Werden nun aus Formel (2) die Short-Positionen von den Long-Positionen je Wertpapier subtrahiert, kann der **Netto Leverage** (*ex i, ex FX*) berechnet werden. Jedoch ist auch die Berechnung des Netto Leverage komplex, da niedrige Netto-Leverage-Werte (teilweise < 1) fälschlicherweise indizieren könnten, dass Hedgefonds in keiner Weise fremdfinanziert sind:

$$Netto\ Leverage = \frac{\sum(Long\ Positionen - Short\ Positionen)}{NAV} \tag{3}$$

Alternativ kann außerdem der sogenannte **synthetische Leverage** berechnet werden, der aus der Summe aller derivativen Positionen ermittelt wird:

$$Synthetischer\ Leverage = \frac{Summe\ aller\ derivativen\ Positionen}{NAV} \tag{4}$$

Zur Einordnung der unterschiedlichen Berechnungsmethoden von Leverage-Techniken in Hedgefonds ist in Tabelle 1 der durchschnittlichen Leverage von Hedgefonds nach ausgewählten Messgrößen gemäß IOSCO (2020) dargestellt.

Bewertungsdifferenzen der Leverage-Berechnungsmethoden	
Leverage-Maß	Durchschnittlicher Hedgefonds Leverage (in Prozent des NAV)
Brutto Leverage	7,8
Brutto Leverage (ex i, ex FX)	4,2
Netto Leverage	1,0
Synthetischer Leverage	2,7

Tabelle 1: Hedgefonds-Leverage im Jahr 2018 nach ausgewählten Messgrößen.³⁷

Es ist nicht ungewöhnlich, dass der Fremdkapitaleinsatz einiger Hedgefonds-Strategien das Nettofondsvermögens um ein Vielfaches übersteigt. Die Hebelwirkung ermöglicht es Hedgefonds, eine relativ große Menge an Kapital auch für renditeschwache und volatilitätsarme Finanzgeschäfte zu

³⁶ Vgl. Ang et al. (2011), S. 4.

³⁷ Vgl. IOSCO (2020), S. 14.

verwenden. Ein Arbitrage-Geschäft, das nur wenige Basispunkte an Rendite generiert, ist beispielsweise für einen klassischen Investmentfonds i. d. R. uninteressant. Hingegen kann ein Hedgefondsmanager solche Arbitrage-Geschäfte durch den Einsatz von Fremdkapital profitabler umsetzen. Zwar steigt mit der **Hebelwirkung** das Risiko der Anlagestrategie, aber eben auch die Rendite.

Allerdings wird die Hebelwirkung von Hedgefonds häufig überschätzt, auch bedingt durch die oben genannte methodische Komplexität in der Berechnung des Leverage. Ang et al. (2011) zeigen, dass der Leverage von Hedgefonds, insbesondere im Vergleich zum Leverage von Investmentbanken, gering ist. Zwar existieren Fonds mit hohem Brutto-Leverage (bis weit über 30), die Mehrzahl der Hedgefonds ist jedoch nur moderat gehebelt. Leverage Unterschiede sind zum Teil auf die in Kapitel 2 dargestellten, heterogenen Strategien zurückzuführen. Deshalb ist ein Leverage Vergleich von Hedgefonds unterschiedlicher Anlage-Strategien nicht zielführend. Beispielsweise weisen Equity-Hedgefonds in der Regel einen geringen Brutto-Leverage auf. Andere Hedgefonds-Strategien (z. B. Relative Value) greifen wiederum auf einen deutlich höheren Fremdkapitalanteil zurück.³⁸

3.3 Gebühren, Vergütung, Gewinnbeteiligung und Sperrfristen

Die Vielfalt und die Höhe der Kosten, die für den operativen Betrieb eines Hedgefonds anfallen, stellen für diese eine zunehmende Herausforderung dar. Regulierungsbehörden erwarten von den Managern (s. AIFMD), dass sie klare Richtlinien aufstellen und befolgen, sorgfältige Aufzeichnungen führen und alle relevanten Kosten eines Fonds angemessen offenlegen. Im Allgemeinen wird ein Hedgefonds durch nahezu jede mit dem Fonds direkt in Verbindung gebrachte Dienstleistung (Verwaltungsgebühren, Prime-Broker-Gebühren, Verwahrstellengebühren, Prüfungsgebühren, Reportinggebühren, Rechtsberatungsgebühren etc.) belastet. Viele dieser Kosten werden über die Management Fee direkt an die Investoren weitergereicht. Investoren weltweit reagieren zunehmend sensibel nicht nur auf die **Management- und Performance-Gebühren** (s. u.), sondern auch auf die Gesamtkosten, die dem Hedgefonds entstehen, und die Auswirkungen, die diese auf die **Gesamtkostenquote (TER)**³⁹ des Fonds haben.⁴⁰

³⁸ Vgl. hier und im Folgenden Ang et al. (2011), S. 28f.

³⁹ Die Gesamtkostenquote/Total Expense Ratio (**TER**) ist ein nützliches Maß, um die Kosten für die Verwaltung eines Fonds zu vergleichen. Diese Kosten bestehen in erster Linie aus Verwaltungsgebühren (Management Fee) und zusätzlichen Ausgaben, wie z. B. Handelsgebühren, Rechtskosten, Wirtschaftsprüfergebühren und anderen Betriebskosten. Um die TER zu berechnen, werden die Gesamtkosten des Fonds durch das Gesamtvermögen des Fonds geteilt. Die TER soll lediglich die (fixen) Verwaltungskosten des Fonds erfassen, so dass die Handelskosten des Fonds (Provisionen, Finanzierungskosten etc.) nicht berücksichtigt werden.

⁴⁰ Vgl. AIMA (2019), S. 44f.

Anlagevolumen und Bruttorendite eines Hedgefonds werden für Investoren mit zwei verschiedenen Gebühren versehen. Zum einen mit einer Verwaltungsgebühr (**Management Fee**), die in der Regel als Prozentsatz des zu Beginn des Jahres verwalteten Vermögens berechnet wird. Die Verwaltungsgebühren können je nach Fondsgröße und Strategie variieren, liegen aber im Allgemeinen zwischen 1 % und 2 % des jeweiligen Fondsanteils. Zum anderen mit einer Erfolgsprämie (**Performance Fee**), die in der Regel die Haupteinnahmequelle eines Hedgefonds ist.

Bis zum ersten Hedgefonds aus dem Jahre 1949 von Alfred W. Jones reicht die sogenannte 2/20-Regel (2 % Management Fee und 20 % Performance Fee) zurück, die auch heute ihre Gültigkeit (eingeschränkt) besitzt. Abhängig von der Strategie vereinnahmen Hedgefondsmanager durchschnittlich 1,40 %–1,73 % Management Fee und zusätzlich durchschnittlich 17,50 %–19,49 % Performance Fee (vgl. Tabelle 2).

Management und Performance Fee		
Strategie	Management Fee (Ø)	Performance Fee (Ø)
Equity-Strategien	1,49 %	18,92 %
Macro-Strategien	1,58 %	19,28 %
Event-Driven-Strategien	1,55 %	19,49 %
Credit-Strategien	1,40 %	17,50 %
Relative-Value-Strategien	1,53 %	19,44 %
Multi-Strategien	1,62 %	18,68 %
Niche-Strategien	1,73 %	17,52 %

Tabelle 2: Durchschnittliche Management und Performance Fee.⁴¹

Die Erfolgsprämie (Performance Fee) wird in der Regel auf die Rendite des Fonds abzüglich der Managementgebühr erhoben, vorausgesetzt, der Nettoinventarwert des Fonds liegt über seiner sogenannten **High-Water-Mark**. Das bedeutet, dass frühere Wertverluste ausgeglichen werden müssen, bevor ein Fondsmanager Performancegebühren erheben kann. High-Water-Marks sind anteilspezifisch, sodass jeder Investor (je nach Einstiegszeitpunkt) eine individuelle High-Water-Mark für seine Fondsanteile hat, auf deren Basis im Erfolgsfall die Prämie berechnet wird. Eine Studie aus

⁴¹ Eigene Darstellung in Anlehnung an Prequin (2020), S. 26.

dem Jahr 2019 der Alternative Investment Management Association (AIMA) zeigt, dass 92 % der Manager bei der Gestaltung der erfolgsabhängigen Gebühr ihres Fonds eine solche High-Water-Mark und über ein Drittel der Hedgefonds zudem sogenannte **Hurdle Rates** akzeptieren.⁴² Durch die Einführung einer Hurdle Rate kann ein Hedgefondsmanager erst dann eine Performance-Gebühr erheben, wenn die Performance des Fonds einen vorher festgelegten Grenzwert übersteigt. Wenn also ein Fonds beispielsweise eine Hurdle Rate von 3 % ansetzt und eine Rendite von 8 % erzielt, würden Performance-Gebühren nur für die 5 % über dem Grenzwert von 3 % anfallen. Der Grenzwert kann als fixer Prozentsatz (in dem Fall 3 %) oder als indexbasierte, variable Benchmark (z. B. LIBOR plus Spread) festgelegt werden.

Sogenannte **Investor clawbacks** ermöglichen Investoren zudem einen Teil der in gewinnbringenden Jahren gezahlten Performance-Gebühren zurückzufordern, wenn die Renditen in den Folgejahren negativ werden. Investor clawbacks werden bisweilen jedoch nur sporadisch als Absicherungsinstrument von Investoren mit den Hedgefonds vertraglich vereinbart.⁴³

Anders als bei traditionellen, nicht alternativen Investmentfonds ist es bei Hedgefonds durchaus üblich, dass die Fondsmanager einen signifikanten eigenen Betrag zum verwalteten Fondsvermögen beisteuern. Dies führt zu einer positiven Parallelisierung der Interessen von Investoren und Fondsmanager, da diese nicht nur am Gewinn partizipieren sondern auch im Falle eines Verlustgeschäftes unmittelbar betroffen sind (vgl. Abbildung 13). Problematisch könnte die **Eigenbeteiligung** dann werden, wenn Fondsmanager nicht nur die Interessen ihrer Investoren berücksichtigen, sondern die eigene Risikopräferenz und Risikotoleranz Auswirkungen auf die Assetallokation hat. Die Risiko-diversifizierung des Hedgefonds wäre dann nicht länger an die Interessen und Zielvorgaben der Investoren ausgerichtet.

⁴² Vgl. AIMA (2019), S. 26.

⁴³ 16% der Hedgefonds vereinbaren mit den Investoren clawbacks. Vgl. dazu AIMA (2019), S. 31.

Investments in Hedgefonds sind für Investoren im Vergleich zu Investments in klassische (börsennotierte) Investmentfonds an spezifische Bedingungen geknüpft. Zunächst legen Hedgefonds in der Regel **Mindestinvestitionsgrenzen** fest. Möglicherweise sind zudem Wartezeiten gegeben, bevor Kapital von neuen und bestehenden Investoren angenommen wird. Alle Hedgefonds fordern jedoch eine gewisse Vorankündigung für jegliche Rücknahmen investierten Kapitals. Die Kündigungsfrist kann dabei durchaus mehrere Monate betragen. Darüber hinaus legen Hedgefonds in der Regel sogenannte „**Lockup-Perioden**“ fest. Die Anteile der Investoren sind dann für diesen „Lockup“-Zeitraum im Hedgefonds gebunden. Je nach Strategie des Fonds kann dieser Zeitraum mehrere Jahre umfassen.

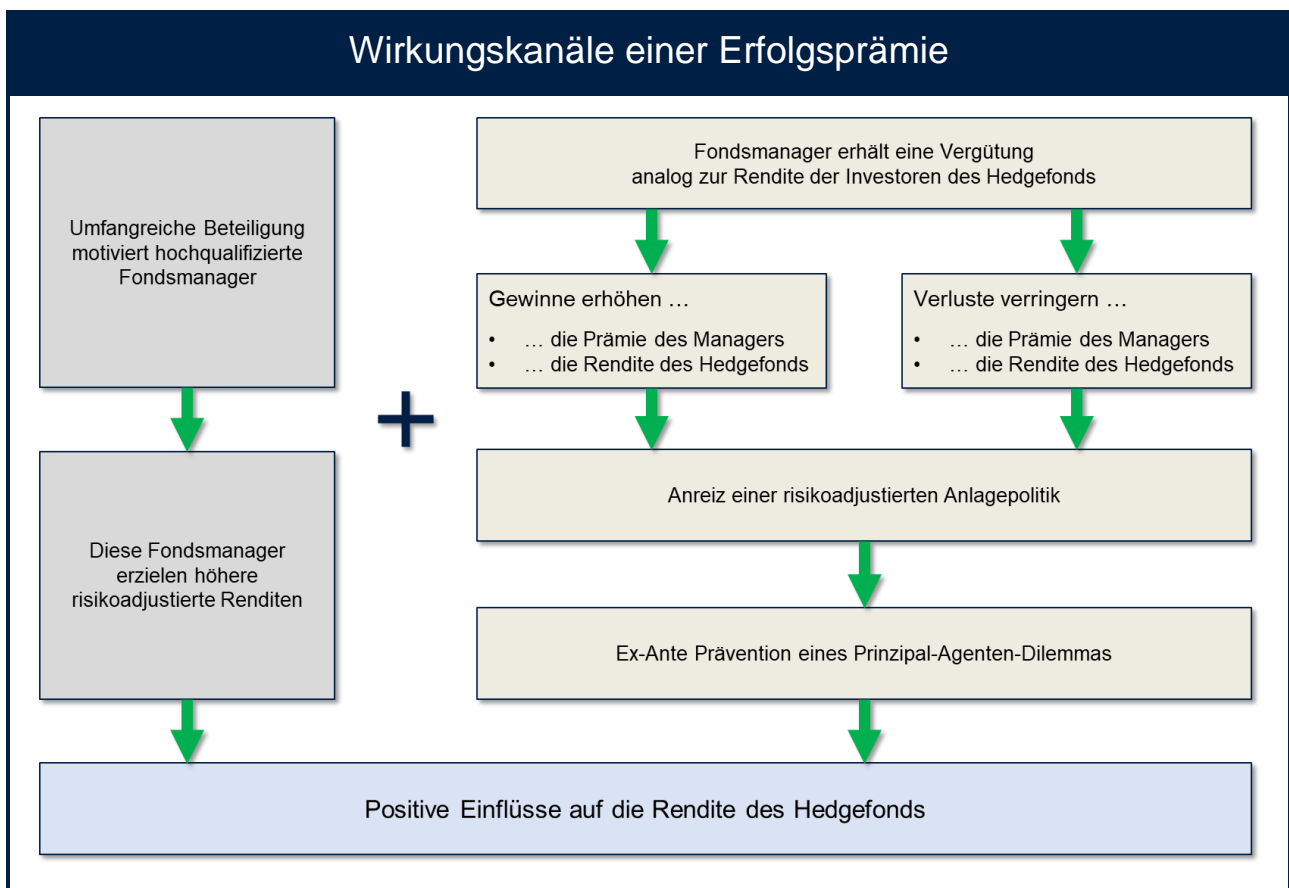


Abbildung 13: Gewinnbeteiligung der Hedgefondsmanager.

Die oben genannten **Sperrfristen** müssen auch für Investoren nicht von Nachteil sein, da sie es dem Hedgefondsmanager ermöglichen, in weniger liquide, komplexe Vermögenswerte zu investieren, mit denen zusätzliche Erträge erzielt werden können, ohne die zum Teil hohen Verluste zu tragen, die mit einer zeitnahen Liquidation dieser Vermögenswerte verbunden wären. Dementsprechend sollte sich die Rücknahmedauer der Fondsanteile im Idealfall an der Liquidität der Hedgefonds-Positionen orientieren. Investoren sind zunehmend offen für längere Lockup-Zeiträume, wenn

im Gegenzug geringere Performance-Gebühren zu entrichten sind. Dies kann für beide Seiten vorteilhaft sein und wird bereits von ca. einem Drittel aller Hedgefonds umgesetzt.⁴⁴ Längere Sperrfristen eröffnen Hedgefondsmanagern neue Investitionsoportunitäten und Investoren profitieren von zusätzlichen Illiquiditätsprämien.

Auch Umfragen von PreqinPro zeigen, dass Hedgefondsmanager durchaus bereit sind, Investoren Vergünstigungen auf die Hedgefonds-Gebühren anzubieten. Gute Chancen haben demnach große Mandate (48 %), Seed-Kapitalgeber (38 %) und Investitionen in der Frühphase eines Hedgefonds (28 %). Zudem werden häufig Rabatte im Gegenzug zu längeren Lockup-Perioden angeboten. Lediglich ein Viertel aller befragten Hedgefondsmanager bieten ihren Investoren keinen Diskont an.⁴⁵

⁴⁴ Vgl. AIMA (2019), S. 26.

⁴⁵ Vgl. Preqin (2020), S. 25.

4 Markt- und Performance-Analyse

4.1 Hedgefonds-Marktüberblick

Die Gesamtheit des Hedgefonds-Marktes ist aufgrund des weltweiten Regulierungsgefälles (EU vs. USA vs. Offshore-Standorte etc.) und fortlaufender Marktveränderungen (Neugründung und Abwicklung von Fonds) nahezu unmöglich zu bestimmen. Deshalb divergieren Hedgefonds-Marktdaten, je nach zugrunde liegender Datenquelle signifikant.

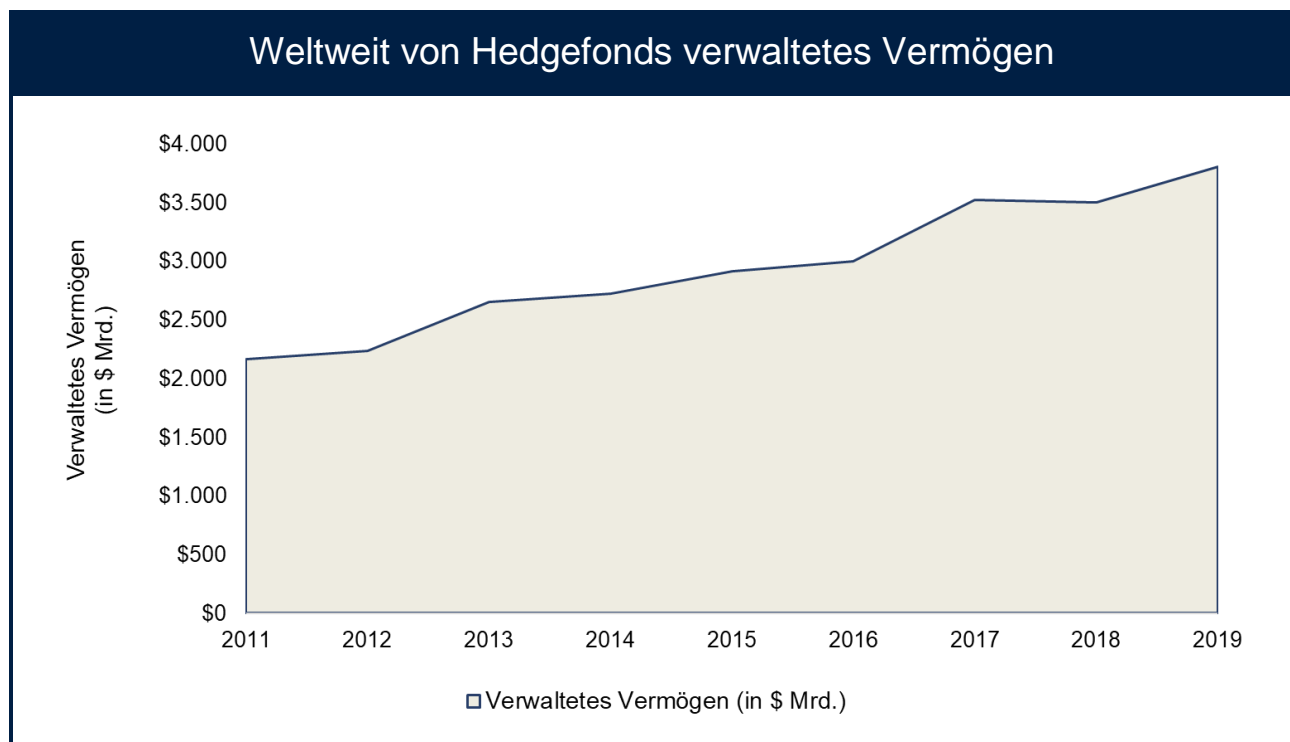


Abbildung 14: AuM von Hedgefonds weltweit.⁴⁶

Mit Erlass des Investmentgesetzes im Jahr 2003 zur Fortentwicklung des Investmentstandortes Deutschland und der damit einhergehenden erstmaligen Erlaubnis, Hedgefonds auch in Deutschland auflegen und vertreiben zu können, sollten Anbieter und Investoren auf moderne rechtliche Rahmenbedingungen treffen. Die anfängliche Euphorie seitens Politik, Investoren und Investmentgesellschaften verflieg jedoch bald. Das Investmentsteuergesetz stellte von Beginn an die größte Hürde für die Entwicklung eines regulierten Hedgefonds-Marktes in Deutschland dar. Ausländische Marktteilnehmer haderten mit den strengen Anforderungen an die steuerliche Transparenz, da diese mit einem für die Branche sehr hohen, unüblichen administrativen Aufwand verbunden ist. Hohe Erwartungen einer Attraktivitätssteigerung des Hedgefonds-Standortes Deutschland erfüllten sich

⁴⁶ Eigene Darstellung mit Daten von BarclayHedge.

nicht und die als bald folgende Finanzkrise belastete den Finanz- und Hedgefonds-Standort Deutschland zusätzlich.

Während Hedgefonds weltweit ein stetig steigendes Marktvolumen vorweisen können und zu Beginn des Jahres 2020 über 3.500 Mrd. USD verwalten (vgl. Abbildung 14), sind sie in Deutschland – auch bedingt durch ihr in der Öffentlichkeit eher negativ behaftetes Image – im Vergleich zu anderen Anlagevehikeln weniger verbreitet. Laut Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) existieren in Deutschland Ende 2019 13 Hedgefonds (keine Dach-Hedgefonds). Das von ihnen verwaltete Vermögen beläuft sich auf 3,98 Mrd. Euro.⁴⁷ Damit ist Deutschland international nach wie vor ein untergeordneter Hedgefonds-Standort. Nichtsdestotrotz haben deutsche Investoren ein Vielfaches dieses Betrages in Hedgefonds ausländischer Provenienz investiert. Gemäß BAI Alternative Investor Survey 2019 sind in Deutschland 23 % der institutionellen Investoren in Liquid Alternatives und 13 % in „Illiquid Alternatives“ (geschlossene Hedgefonds) investiert.⁴⁸



Abbildung 15: Hedgefonds-Domizile.⁴⁹

⁴⁷ Vgl. BaFin (2020), S. 112.

⁴⁸ Vgl. BAI (2019).

⁴⁹ Eigene Darstellung mit Daten von IOSCO (2020), S. 7.

Hedgefonds sind seit Jahren hauptsächlich auf den Cayman-Inseln und in den Vereinigten Staaten domiziliert. Das britische Überseegebiet vereinnahmt zusammen mit den USA laut einer Erhebung von IOSCO (2020) ca. 79 % der Hedgefonds, die von der Umfrage erfasst wurden. In europäischen Jurisdiktionen ist hingegen lediglich ein kleiner Teil aller Hedgefonds ansässig (vgl. Abbildung 15). Die hohe Marktkonzentration ist nicht nur an den Domizilen auszumachen, sondern auch am verwalteten Vermögen. Ca. ein Viertel aller Hedgefonds weltweit verwalten jeweils mehr als 500 Mio. USD und bilden damit zusammen über 94 % der von Hedgefonds verwalteten Assets ab.⁵⁰

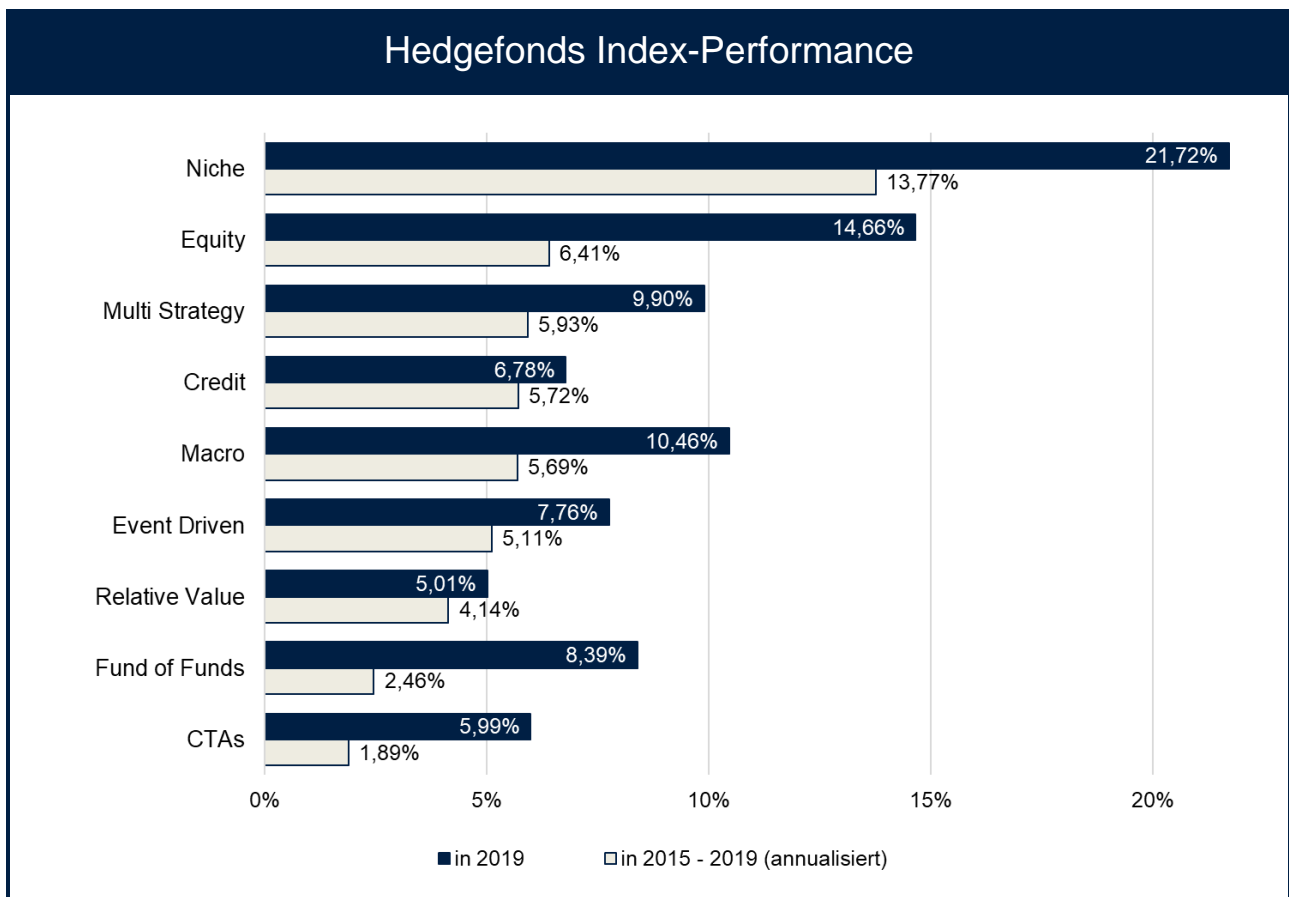


Abbildung 16: Hedgefonds Index-Performance.⁵¹

Hedgefonds lieferten 2019 im Vergleich zu den Vorjahren außergewöhnlich starke Renditen für Investoren (vgl. Abbildung 16), wobei die Renditen aufgrund der Heterogenität der Strategien zum Teil stark divergieren. Macro-Strategien profitierten bspw. von der Volatilität im Zusammenhang mit dem amerikanisch-chinesischen Handelskonflikt, von Zinssenkungen und weiteren Interventionen der Zentralbanken.

⁵⁰ Vgl. Chambers et al. (2020), S. 418.

⁵¹ Eigene Darstellung mit Daten von Preqin (2020), S. 30.

Equity-Hedgefonds gehörten 2019 zu den Strategien mit der besten Performance. Sie konnten ihr Exposure an den Aktienmärkten nutzen und von der Allgemein starken Aktienperformance profitieren. Spezialisierte Credit-Hedgefonds-Strategien stehen hingegen durch die niedrigen Zinssätze im Darlehensgeschäft nach wie vor vor Herausforderungen.

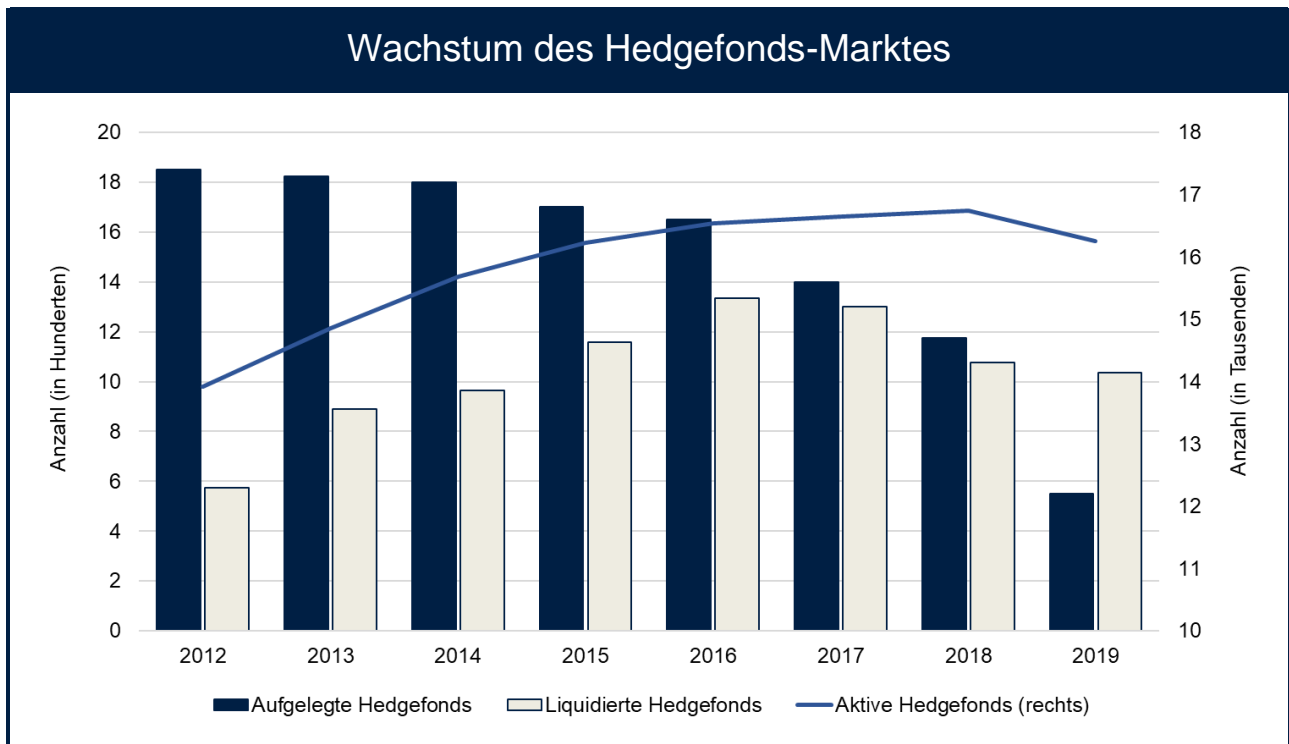


Abbildung 17: Anzahl der lancierten, liquidierten und aktiven Hedgefonds.⁵²

Allerdings hat sich das globale Wachstum der Branche im vergangenen Jahrzehnt stetig abgeschwächt. Zwar können Hedgefonds weltweit ein stetig steigendes Marktvolumen verzeichnen, dieses ist jedoch insbesondere bedingt durch die positive Entwicklung an den Kapitalmärkten (Kursgewinne). Stattdessen ist eine zunehmende Konsolidierung des Hedgefonds-Marktes auszumachen. Die Anzahl der neugegründeten Hedgefonds ist dabei seit Jahren rückläufig. 2019 markierte das siebte Jahr rückläufiger Fondsneugründungen in Folge. Zudem wurden 2019 weltweit erstmals wieder wesentlich mehr bestehende Hedgefonds liquidiert als neue Hedgefonds lanciert. Die Anzahl der Fondsneugründungen halbierte sich gegenüber 2018, sodass weltweit heute ca. 16.000 Hedgefonds aktiv sind (vgl. Abbildung 18).

Und das ist noch nicht alles. Es gibt einige deutliche Warnsignale für die Branche. Ein großer Teil der Investoren ist womöglich der Überzeugung, dass die Performance in der Vergangenheit nicht

⁵² Eigene Darstellung in Anlehnung an Preqin (2020), S. 18.

ihren Erwartungen entsprach. Die Kapitalströme im Jahr 2019 deuten zumindest darauf hin (vgl. Abbildung 18). Unabhängig der Hedgefonds-Strategie (mit Ausnahme von Niche-Strategien) zogen Investoren im Durchschnitt Kapital aus Hedgefonds ab. Die Corona-Krise Anfang 2020 belastet die Branche aller Voraussicht nach zusätzlich.

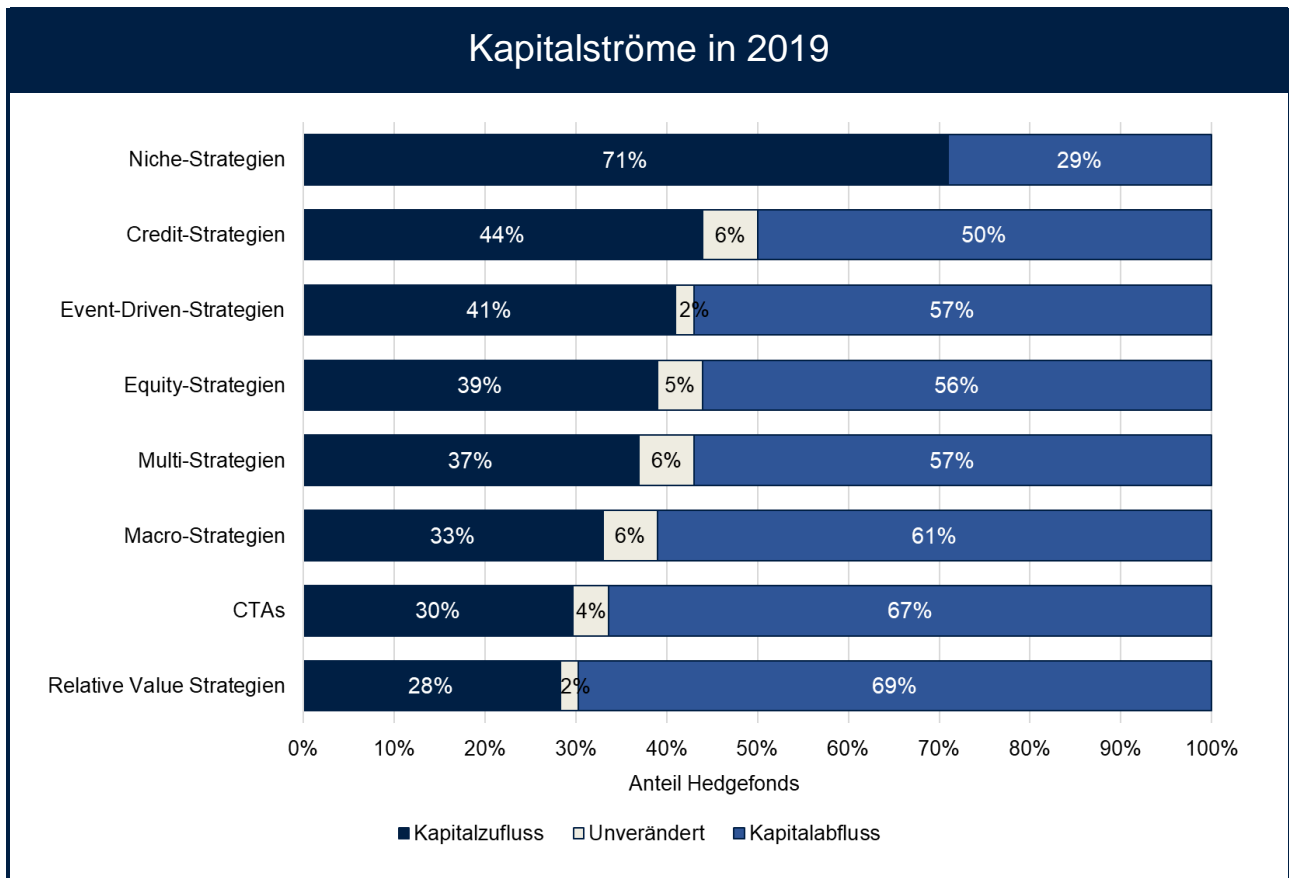


Abbildung 18: Investoren zogen 2019 Kapital aus Hedgefonds ab.⁵³

Mit anderen Worten, die Branche steht vor einigen gewaltigen Herausforderungen. Infolgedessen müssen Hedgefondsmanager deutlich härter daran arbeiten, Investoren zu halten und neue Kapitalgeber zu gewinnen. Neben der durch die Corona-Krise anhaltenden, angespannten Marktsituation, sind zusätzliche Herausforderungen zu berücksichtigen, die abschließend in Kapitel 5 beleuchtet werden. Dazu zählt insbesondere die steigende Nachfrage der Investoren nach attraktiveren Vertragskonditionen, aber auch die zunehmende investorenseitige Aufmerksamkeit auf ethische, ökologische und nachhaltige Investitionen (ESG) oder die gestiegenen Kosten für die Gründung eines Hedgefonds bei zunehmender Regulierung.⁵⁴

⁵³ Eigene Darstellung in Anlehnung an Preqin (2020), S. 16.

⁵⁴ Vgl. Preqin (2020), S. 17f.

Als Alternative zum Primärmarkt haben sich in den letzten zwei Dekaden Sekundärmärkte für Hedgefonds zu einem wichtigen Liquiditätsmechanismus für Investoren entwickelt. Vermehrt rücken **Hedgefonds-Secondaries** aufgrund steigender Volumina und sinkender Transaktionsgebühren in den Fokus von Investoren. Zu den weltweiten Sekundärmarktteilnehmern zählen Investoren wie Family Offices, Dachfonds, Stiftungen, Banken, Versicherungsgesellschaften, Pensionsfonds und HNWIs sowie Service Provider für diese Sekundärmärkte.

Seit der Finanzkrise ist zu beobachten, dass stetig neue Secondaries Provider/Interdealer Broker für Hedgefonds-Secondaries in Erscheinung treten. Ziel dieser ist, den An- und Verkauf von Hedgefonds-Anteilen für Investoren zu erleichtern. Die Kompetenz der Secondaries Provider/Interdealer Broker liegt im Matchmaking (nicht Market Making) der Anbieter und Nachfrager von Secondaries, verbunden mit dem Bemühen, bei Bedarf die Anonymität von Käufern und Verkäufern zu wahren.

Der Prozess einer Sekundärmarkt-Transaktion beginnt mit der Preisfindung des Hedgefonds, gefolgt von Verhandlungen zwischen den Investoren (Verkäufer/Käufer), die zu einer Vereinbarung über die Transaktionskonditionen einschließlich der Dokumentation und der Abrechnung führen, die für jede Transaktion individuell angepasst wird. Alle Transaktionen bedürfen in der Regel der Zustimmung des Fondsmanagers/General Partners (GPs), um eine Übertragung der Fondsanteile zwischen Käufer und Verkäufer abzuschließen.

4.2 Reporting Bias in Datenbanken und Hedgefonds-Indizes

Im Gegensatz zu klassischen börsennotierten Investmentfonds ist es praktisch unmöglich, exakte Marktdaten über die Hedgefondsbranche und deren Aktivitäten zu gewinnen, die über die bisher dargestellten Informationen einiger privater **Datenanbieter** hinaus gehen, da keine Hedgefonds-Datenbank in extenso vorhanden ist. Vielmehr koexistieren am Markt zahlreiche kommerzielle Hedgefonds-Datenbanken. Dazu zählen PreqinPro, BarclayHedge, Hedge Fund Research, Morningstar's Hedge Fund Database, EurekaHedge und Lipper Hedge Fund Database, um nur einige zu nennen.

Agarwal et al. (2013) weisen darauf hin, dass mehr als zwei Drittel aller Hedgefonds lediglich an eine ausgewählte **Datenbank** berichten. Die Gründe dafür sind vielfältig. Erstens sind Meldungen

an Datenbanken und ebenso je nach Jurisdiktion an Regulatoren freiwillig. Zweitens können Hedgefondsmanager jederzeit beschließen, die Meldung an Datenbanken einzustellen. Davon machen durchschnittlich 12,3 % der Hedgefonds jährlich gebrauch.⁵⁵

Zu hinterfragen ist, ob Hedgefonds, die sich dafür entscheiden, Performance-Daten und weitere Informationen zu veröffentlichen, tatsächlich repräsentativ für die Branche sind. Substantielle Bias in Datenbanken sind aus den genannten Gründen nicht auszuschließen. Ausgewählte Ausprägungen müssen im Hinblick auf die Einordnung der noch folgenden Performance-Analyse und der dort aufgezeigten Diversifikationsvorteile von Hedgefonds in einem klassischen Aktien-Anleihe-Portfolio kritisch diskutiert werden:

Selection Bias (Self Reporting Bias): Da die Entscheidung von Hedgefonds an Datenbanken zu berichten nicht randomisiert erfolgt, muss davon ausgegangen werden, dass aus diesen nicht randomisierten Entscheidungen zu berichten oder nicht zu berichten, sogenannte systematische Selection Bias resultieren. Selection Bias können aus zwei gegensätzlichen Effekten resultieren:

1. Positiver Selection Bias: Wenn in die Entscheidungsfindung zur Berichterstattung die historische Performance einfließt, muss davon ausgegangen werden, dass insbesondere Hedgefonds mit schwacher Performance auf die Berichterstattung an Datenbanken verzichten. Ausgehend der Annahme von Persistenz in den Hedgefonds-Renditen, fallen folglich auch zukünftige Renditen von jenen Hedgefonds, die an eine Datenbank berichten, höher aus als die Durchschnittsrenditen jener Fonds, die nicht berichten. Aiken et al. (2013) weisen diesen Effekt in einer empirischen Untersuchung von US-Hedgefonds nach.
2. Negativer Selection Bias: Sehr erfolgreiche und dadurch populäre Hedgefonds haben nahezu keine Incentives freiwillig an kommerzielle Datenanbieter zu berichten, da sie ihren Bekanntheitsgrad nicht steigern müssen. Zudem könnten Hedgefonds, die nicht weiter um zusätzliches Kapital werben, ihr Reporting an Datenbanken einstellen. Wiederum ausgehend davon, dass die Performance von Hedgefonds persistent ist und einer positiven Beziehung zwischen dieser und den Hedgefonds-Nettomittelzuflüssen, könnten diejenigen Fonds, die sich entscheiden, an eine Datenbank zu berichten, eine schlechtere Performance aufweisen als jene, die nicht berichten.

Signifikante Selection Bias nachzuweisen ist nahezu unmöglich, da dafür Daten von nicht berichtenden Hedgefonds mit den Daten aus Datenbanken berichtender Hedgefonds verglichen werden müssten. Versuche dafür haben beispielsweise Agarwal et al. (2013) unternommen. Sie können

⁵⁵ Vgl. Jorion und Schwarz (2014), S. 38.

zwar keinen signifikanten Performance-Unterschied beider Gruppen identifizieren, zeigen jedoch, dass insbesondere neu aufgelegte Hedgefonds mit kleinem bis mittlerem Volumen stärkere Anreize haben, an Datenbanken zu berichten.

Backfilled Bias (Instant History Bias): In der Regel legen Hedgefonds bei Eintrag in eine Datenbank auch die historische Performance offen. Es ist nicht im Interesse des Hedgefonds in einer Datenbank gelistet zu sein, sofern die historische Performance im Vergleich zu konkurrierenden Fonds unterdurchschnittlich ist. Folglich wird der Durchschnittswert der historischen Performance der gesamten Datenbank überschätzt, wenn Hedgefonds mit schwacher Performance keine Daten übermitteln.

Liquidation Bias (Delisting Bias): Beschließen Hedgefonds die Berichterstattung einzustellen, werden ihre Bilanzen in der Regel aus der Datenbank gelöscht. Die Gründe für das Beenden der Berichterstattung sind vielfältig:

- Hedgefonds wechseln die Datenbank
- Liquidation des Hedgefonds
- Hedgefonds mit schlechter Performance beschließen die Berichterstattung an eine Datenbank einzustellen, um negative Publicity zu vermeiden
- Hedgefonds erreichen ihre Kapazitätsgrenzen und sind nicht weiter daran interessiert, Kapital von Investoren einzuwerben

Es kann angenommen werden, dass Fonds mit schlechter Performance und solche, die liquidiert werden, mit größerer Wahrscheinlichkeit ihre Berichterstattung beenden. Folglich entsteht im Saldo eine positive Verzerrung der durchschnittlichen Performance durch jene erfolgreicherer Hedgefonds, die weiterhin an Datenbanken berichten. Aiken et al. (2013) weisen nach, dass im Durchschnitt die Renditen von Hedgefonds, welche die Berichterstattung an eine Datenbank einstellen, signifikant schlechter ausfallen als die jener Hedgefonds, die weiterhin an kommerzielle Datenbanken berichten. Darüber hinaus bestätigen sie, dass die Performance von Hedgefonds persistent ist.

Survivorship Bias: Survivorship Bias sind Liquidation Bias ähnlich und treten auf, wenn liquidierte Hedgefonds in einer Datenbank nicht angemessen berücksichtigt werden. Dieser Bias ist vermeidbar, solange zwischenzeitlich liquidierte Fonds in historischen Analysen weiterhin berücksichtigt werden. Ein möglicher Survivorship Bias ist messbar, indem die Differenz zwischen der durchschnittlichen Performance der liquidierten Fonds und der durchschnittlichen Performance aktiver Fonds berechnet wird.

Smoothing Bias (Stale Price Bias): Renditen von illiquiden, kaum gehandelten Vermögenswerten (z. B. Immobilien- oder Private-Equity-Investments) weisen in der Regel eine signifikante positive Autokorrelation⁵⁶ auf. Positive Autokorrelation ist ein Zeichen für time-lags in der Bepreisung von Wertpapieren und tritt bei liquiden, börsennotierten Wertpapieren selten in signifikantem Maße auf. Positive Autokorrelation betrifft Hedgefonds, sofern diese illiquide Assets in ihren Portfolios halten.

Problematisch sind Smoothing Bias, wenn Hedgefondsmanager die Marktpreise illiquider Vermögenswerte schätzen, starke Marktpreisverwerfungen dabei aber nicht berücksichtigen und dadurch indirekt die Performance des Fonds glätten. Zwar hat das Glätten der Wertpapierpreise keine Relevanz bezüglich der langfristigen Durchschnittsrendite des betroffenen Hedgefonds, jedoch sinken Volatilität und Betafaktor und damit faktisch das eingegangene systematische Risiko des Hedgefonds. Mögliche Diversifikationsvorteile könnten überschätzt werden.

Aragon und Nanda (2017) weisen darüber hinaus nach, dass Hedgefondsmanager das Reporting ihrer Performance insbesondere bei ausbleibendem Erfolg verzögern. Sie hoffen beispielsweise, dass durch die Verzögerung eine schwache Performance kurzfristig noch ausgeglichen werden kann. Zu beobachten ist, dass Datenanbieter die Performance ihrer Hedgefonds-Indizes aufgrund nachträglich eintreffender Performance-Daten wiederholt anpassen müssen.

Korrektur von Bias in Datenbanken

Die fehlende Verfügbarkeit historischer Zeitreihendaten vieler Hedgefonds macht es schwierig, genaue Risiko-Rendite-Profile dieser Fonds zu erstellen. Das Fehlen einer zuverlässigen Erfolgsbilanz kann das sogenannte Prinzipal-Agenten-Problem zwischen dem Investor (Prinzipal) und dem Hedgefonds (Agent) verstärken. Jede Prinzipal-Agenten-Beziehung ist geprägt durch **Informationsasymmetrien**. Die Hedgefonds besitzen einen Wissensvorsprung, der nur durch hinreichende Transparenz (hier z. B. durch umfangreiches Reporting an Datenbanken) abgebaut werden könnte. Um das Vertrauen des Investors in die Fähigkeiten eines Hedgefondsmanagers zu maximieren, wäre es wichtig, Bias in Datenbanken bestmöglich zu korrigieren. Die folgenden Punkte geben einen Einblick, inwiefern diese Korrektur seitens des Investors praktisch erfolgen könnte:

⁵⁶ Bei Autokorrelation sind verschiedene Beobachtungen einer Variable untereinander korreliert. Autokorrelation ist in erster Linie ein Zeitreihenproblem: Werte einer Variable zum Zeitpunkt t sind mit anderen Werten dieser Variable aus vorherigen Perioden t-1, t-2, ..., t-n korreliert, die Variable ist nicht mehr unabhängig verteilt.

1. So viele Datenbanken wie möglich nutzen und darüber hinaus versuchen, auch Zugang zu Datenbanken zu erhalten, die beispielsweise von Dachfondsgesellschaften und Prime Brokern geführt werden. Nur so lässt sich ein exakteres Bild der historischen Hedgefonds-Performance zeichnen.
2. Bei Zeitreihenanalysen von Hedgefonds sollten für einen Vergleich und korrekte Einordnung der Hedgefonds-Renditen auch jene Hedgefonds inkludiert werden, die zwischenzeitlich liquidiert wurden, um einen Survivorship Bias auszuschließen.

Die meisten Datenbankanbieter verwenden die von Hedgefonds an ihre Datenbank gemeldeten Kennzahlen zur Erstellung ihrer Indizes. Diese Indizes können eine einzelne Strategie, eine Gruppe von Strategien oder die gesamte Datenbank abbilden. Einige Bias der Datenbanken übertragen sich folglich auch auf die Indizes der jeweiligen Anbieter.⁵⁷

Grundsätzlich ist der Vergleich von Hedgefonds mit Benchmarks (Indizes) umstritten. Nicht nur verfolgen Hedgefonds in der Regel Absolute-Return-Strategien, sodass diese schwer mit konventionellen Finanzmarktindizes zu vergleichen sind, auch sind Investitionen in Hedgefonds noch stärker als bei klassischen, börsennotierten Investmentfonds eine Wette auf die Fähigkeiten des jeweiligen Hedgefondsmanagers.⁵⁸

Problematisch bei einer Performance- und Portfolio-Analyse anhand von Hedgefonds-Indizes ist, dass durch die Kombination mehrerer Hedgefonds zu einem Index die individuelle idiosynkratische Risikokomponente der Hedgefonds, die mit der Investition in einzelne Fonds verbunden ist, verloren geht. Im Allgemeinen wird dadurch die Standardabweichung der Hedgefonds-Renditen durch Diversifikationseffekte im Index (wie bei anderen Anlagen auch) gesenkt, da die paarweisen Korrelationen zwischen einzelnen Hedgefonds in der Regel weniger als eins betragen.⁵⁹

Trotz der zuvor genannten Probleme und potenziellen Bias ist die Verwendung von Strategie-Indizes ein geeigneter Ansatzpunkt, um die Performance von Hedgefonds und deren Vorteile für die Diversifikation eines klassischen Aktien-Anleihe-Portfolios zu bewerten. Hedgefonds-Strategie-Indizes sind zwar in der Regel nicht investierbar, aber dennoch repräsentativ, um die Unterschiede zwischen Hedgefonds-Strategien und klassischen Kapitalmarktanlagen zu analysieren und um Einblicke in quantitative Charakteristika von Hedgefonds-Strategien zu gewinnen. Darüber hinaus dienen sie als

⁵⁷ Ausgenommen sind Backfilled und Survivorship Bias, wenn die historische Entwicklung von Indizes nach Aufnahme neuer Hedgefonds oder Liquidation von Hedgefonds nicht korrigiert wird.

⁵⁸ Vgl. Brown et al. (1997), S. 1.

⁵⁹ Vgl. Tidmore und Berkowitz (2020), S. 20.

Performance-Proxy für die jeweiligen Hedgefonds-Strategien sowie als Performance-Benchmark, um Erfolg oder Misserfolg eines Hedgefondsmanagers annäherungsweise bewerten zu können.⁶⁰

4.3 Hedgefonds-Performance am Beispiel von Equity-Hedgefonds

Die folgende Performance-Analyse erstreckt sich über den Zeitraum von Januar 2003 bis April 2020, sodass unterschiedliche Konjunktur- und Börsenzyklen in die Untersuchung einfließen. Analysiert werden jeweils drei Equity-Hedgefonds-Indizes von PreqinPro (P) und BarclayHedge (B). Die Daten liegen in monatlicher Skalierung vor. Abbildung 19 zeigt die seit Januar 2003 normierte Wertentwicklung der Indizes und gibt durch äußerst heterogene Verläufe einen ersten Anhaltspunkt über die jeweiligen Index-Eigenschaften.

Als Vergleichsmaßstab zu klassischen Aktieninvestments dient der MSCI World. Es sei an dieser Stelle angemerkt, dass Hedgefonds, einschließlich der hier betrachteten Equity-Strategien, in der Regel Absolute-Return-Strategien verfolgen. Es wäre daher irreführend, den MSCI World als ideale Benchmark zu betrachten, wie es bei klassischen Aktienanlagen allgemein akzeptiert wird. Da jedoch zumindest Long- als auch Long/Short-Equity-Strategie-Hedgefonds in der Regel directionale Aktieninvestments tätigen, ist es dennoch akzeptabel, deren Performance mit der eines diversifizierten Aktienindex zu vergleichen. Kritisch ist das bei marktneutralen Strategien, die das Ziel verfolgen, ein Beta nahe Null zu erreichen, um den Hedgefonds gegen systematische Risiken abzusichern. Klassische Aktienindizes können in diesem Fall nicht als adäquate Benchmark dienen.

In der Performance-Analyse für den Zeitraum von 2003 bis 2020 kristallisieren sich insbesondere Vor- und Nachteile marktneutraler Strategien deutlich heraus. Einer der Hauptvorteile dieser Strategien ist die Absicherung gegen erhebliche Schwankungen an den Aktienmärkten. Abbildung 19 verdeutlicht den Nutzen in turbulenten Marktphasen. Beide marktneutralen Indizes zeigen während der Finanz- und Corona-Krise nahezu keine Ausschläge nach unten, während andere Equity-Strategien und der MSCI World zwischenzeitlich zum Teil erhebliche Verluste erlitten. Die geringe Korrelation und der niedrige Betafaktor⁶¹ (vgl. Tabelle 3 & Tabelle 4) marktneutraler Strategien im Vergleich zum Aktienmarkt (MSCI World) und den anderen Equity-Strategien sind deutlich abzulesen.

⁶⁰ Vgl. Chambers et al. (2020), S. 443.

⁶¹ Der Betafaktor ist eine auf dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) aufbauende Kennzahl für das übernommene systematische Risiko (Marktrisiko). Der Gesamtmarkt hat per Definition ein Beta von 1 (hier: MSCI World). Ein perfekt korreliertes Wertpapier oder Portfolio hat ebenfalls ein Beta von 1. Ein perfekt negativ korreliertes Wertpapier/Portfolio hat ein Beta von -1 und ein unkorreliertes Wertpapier/Portfolio ein Beta von 0.

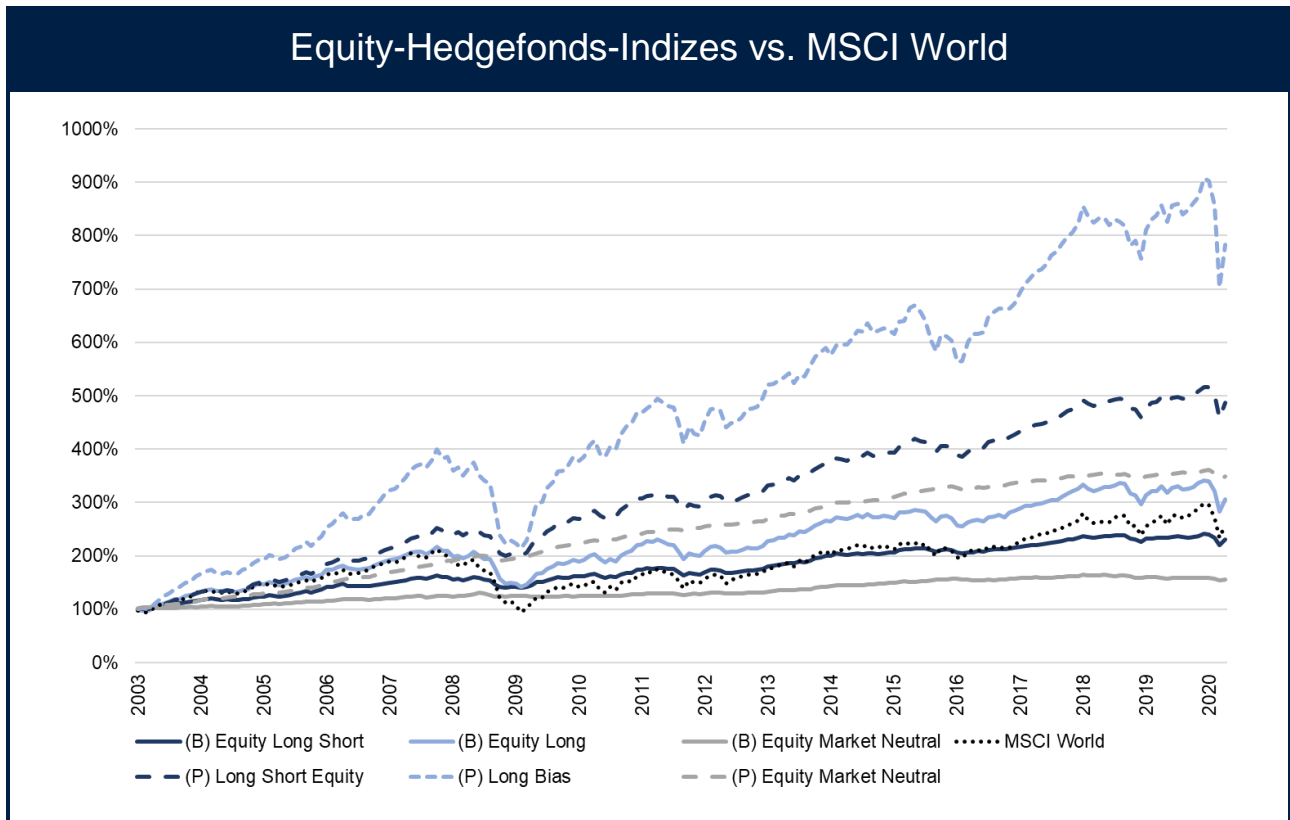


Abbildung 19: Equity-Hedgefonds Performancevergleich.⁶²

Die Heterogenität der einzelnen Equity-Strategien spiegelt sich in den Indexverläufen deutlich wider. Die Indizes unterscheiden sich neben der reinen Performance insbesondere in Bezug auf ihre Volatilität über den Zeitverlauf und die Intensität, mit der sie auf Schocks am Kapitalmarkt (hier: Finanz- und Corona-Krise) reagieren. Zudem sind die Performance-Unterschiede zwischen den beiden Datenanbietern PreqinPro und BarclayHedge erheblich. Die zuvor diskutierten Bias in Hedgefonds-Datenbanken sind hier deutlich abzulesen. Insbesondere die deutliche Outperformance der Preqin-Pro-Indizes im Vergleich zu den BarclayHedge-Indizes ist kritisch zu hinterfragen.

⁶² Eigene Berechnung, Daten von PreqinPro (P) und BarclayHedge (B).

Korrelationsmatrix								
	MSCI World	(B) E L	(B) E L/S	(B) E MN	(P) L/S E	(P) L B	(P) E MN	REX
MSCI World	1	0,94	0,86	0,31	0,90	0,92	0,55	-0,16
(B) Equity Long		1	0,95	0,44	0,97	0,95	0,68	-0,17
(B) Equity Long Short			1	0,56	0,96	0,91	0,76	-0,15
(B) Equity Market Neutral				1	0,47	0,35	0,67	-0,01
(P) Long Short Equity					1	0,97	0,75	-0,15
(P) Long Bias						1	0,68	-0,16
(P) Equity Market Neutral							1	-0,03
REX								1

Tabelle 3: Korrelationsmatrix Equity-Hedgefonds 2003–2020.⁶³

Die Korrelation misst die Beziehung zweier Variablen, sodass Schlüsse über deren statistischen Gleichlauf gezogen werden können. Tabelle 3 zeigt die Korrelationsmatrix der einzelnen Equity-Hedgefonds-Strategien, des MSCI World und des REX⁶⁴. 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 fallenden Märkten wird Alternativen Investments und insbesondere Hedgefonds zugeschrieben.⁶⁵

⁶³ Eigene Berechnung basierend auf Daten von PreqinPro (P) und BarclayHedge (B).

⁶⁴ Der REX, hier als Performanceindex, der Zinserträge berücksichtigt, spiegelt als synthetischer Index den Markt für Bundesanleihen wider. Dazu wird mit einem Modell aus den Kursen der tatsächlich verfügbaren Bundesanleihen eine Zinsstrukturkurve extrapoliert. Er dient in dieser Analyse als Benchmark für Anleiheinvestments eines deutschen institutionellen Investors.

⁶⁵ Die dort dargestellten Korrelationskoeffizienten ergeben sich aus dem Verhältnis der Kovarianz zweier Indizes zu dem Produkt der jeweiligen Standardabweichungen und können Werte zwischen „-1“ und „+1“ annehmen. Sie beschreiben im ersten Fall einen perfekt negativen, im zweiten Fall einen perfekt positiven Zusammenhang. Anlagen mit einer Korrelation von 1 bewegen sich genau gleichgerichtet.

Die Schiefe (Skewness)⁶⁶ und die Wölbung (Kurtosis)⁶⁷ können genutzt werden, um die Verteilungseigenschaften nicht normalverteilter Renditen besser zu beschreiben. Diesen Momenten dritter und vierter Ordnung kommt bei der Beurteilung der Risiken eines Hedgefonds-Investments besondere Bedeutung zu, da Hedgefonds-Renditen in der Regel nicht normalverteilt sind.⁶⁸ Die Renditeverteilungen weisen oftmals eine negative Schiefe und positive Exzess-Kurtosis auf (vgl. Tabelle 4). Das heißt, die Renditen sind linksschief verteilt (Renditen, die den Mittelwert übersteigen sind häufiger zu beobachten) und extreme Renditeauschläge (positiv und negativ) treten häufiger auf als bei normalverteilten Renditen. Zurückzuführen sind diese Beobachtungen bei Hedgefonds z. B. auf den Einsatz von Leverage.

Deskriptive Statistik						
Index	Return (p.a.)	SD	SR	Skew	Kurtosis	Beta
MSCI World	6,84 %	14,91 %	0,36	-0,85	2,49	1
(B) Equity Long Bias	7,21 %	10,07 %	0,57	-1,03	2,90	0,63
(B) Equity Long Short	5,08 %	5,16 %	0,7	-0,78	2,15	0,3
(B) Equity Market Neutral	2,60 %	2,47 %	0,45	-0,89	2,41	0,05
(P) Long Short Equity	9,87 %	7,61 %	1,1	-0,82	2,53	0,46
(P) Long Bias	13,75 %	14,16 %	0,87	-0,95	4,90	0,87
(P) Equity Market Neutral	7,52 %	2,76 %	2,19	-1,05	6,30	0,1
REX	3,46 %	3,15 %	0,62	0,26	0,15	-0,03

Tabelle 4: Performance-Analyse Equity-Hedgefonds 2003–2020.⁶⁹

⁶⁶ Die Schiefe beschreibt die Asymmetrie im Vergleich zur Normalverteilung. Bei einer Normalverteilung hat die Schiefe den Wert null.

⁶⁷ Die Kurtosis (Wölbung) zeigt, wie flach bzw. spitzgipelig eine Verteilung ist. Im Fall einer Normalverteilung beträgt die Kurtosis drei. Die Exzess-Kurtosis ergibt sich aus der Subtraktion der Kurtosis und der Zahl drei.

⁶⁸ Bei der Optimierung eines Portfolios sollte deshalb nicht nur die Volatilität in Risikomaße (hier: Sharpe Ratio) einfließen. Besser geeignet sind hier Value at Risk (VaR)-Werte, die um dritte und vierte Momente der Renditeverteilung adjustiert sind, in dieser Informationsbroschüre jedoch nicht vertiefend thematisiert werden.

⁶⁹ Datenbasis: PreqinPro (P) und BarclayHedge (B), SD = Standardabweichung, SR = Sharpe Ratio, Kurtosis = Exzess-Kurtosis (erlaubt Vergleich mit der Wölbung einer Normalverteilung), Beta = Betafaktor zum MSCI World Index. Der risikolose Zinssatz wurde auf 1,48% festgelegt und orientiert sich damit an der durchschnittlichen Verzinsung kurzläufiger US Treasury Bonds für den Zeitraum von 2003 bis 2020.

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. Ein gebräuchliches Maß ist die Sharpe Ratio (*SR*):

Die Sharpe Ratio beschreibt das Verhältnis der über den risikofreien Zinssatz hinausgehenden annualisierten monatlichen Renditen, und des in der Standardabweichung⁷⁰ des Portfolios ausgedrückten annualisierten monatlichen Risikos.

Alle hier analysierten Hedgefonds-Indizes weisen eine höhere Sharpe Ratio auf als der Marktdurchschnitt (MSCI World). Das Ergebnis stützt somit die These, dass Hedgefonds im Durchschnitt ein geringeres Risiko (Volatilität) als klassische Aktieninvestments aufweisen bei zugleich ähnlichen oder sogar höheren Renditen. Andererseits darf jedoch, wie zuvor beschrieben, nicht außer Acht gelassen werden, dass Hedgefonds-Renditen zumeist nicht einer Normalverteilung entsprechen (die Renditen des MSCI World allerdings auch nicht). Die Reduzierung von Tail-Risiken, ein Hauptanliegen für Investoren, bleibt bei der isolierten Betrachtung der Standardabweichung als Risikomaß (Sharpe Ratio) jedoch unberücksichtigt, sodass Diversifikationseffekte nur unter Berücksichtigung der erwarteten Rendite und Volatilität überschätzt werden könnten.

Zu Verzerrungen des Diversifikationseffektes kann es ebenfalls kommen, wenn Hedgefondsmanager indirekt die Performance des Fonds glätten, um besonders negative oder positive Ausschläge der Performance zu nivellieren. Die Renditezeitreihen von Hedgefonds weisen dann eine hohe positive Autokorrelation erster Ordnung auf. Zwar hat das Glätten der Asset-Preise keine Relevanz bezüglich der geschätzten Durchschnittsrendite des betroffenen Hedgefonds, jedoch sinken Volatilität und Beta des Hedgefonds, was wiederum zu überschätzen des Alpha und des Diversifikationseffektes führt (vgl. Kapitel 4.2).

⁷⁰ 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. Die Varianz ist die Summe der quadrierten Abweichungen einer jeden gemessenen Rendite von einem zuvor ermittelten Durchschnittswert 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. So können Monats-, Wochen- oder Tagesrenditen über die Wurzel aus ihren jeweiligen Einheiten in eine annualisierte Form gebracht werden.

Zugleich sind in Abbildung 19 die Nachteile marktneutraler Anlagestrategien abzulesen, die mit der Absicherung gegen systematische Risiken und eines Betafaktors nahe Null einhergehen. Marktneutrale Fonds bieten zwar eine Absicherung in abwärts gerichteten Märkten, haben dafür aber während einer Aktienhausse begrenztes Gewinnpotenzial. Komplex ist zudem die praktische Umsetzung des Hedgefondsmanagers, ein Beta von Null langfristig beizubehalten. Obwohl theoretisch möglich, ist es schwierig, einen wirklich marktneutralen Hedgefonds zu bilden, insbesondere weil es nahezu ausgeschlossen ist, gegen unterschiedliche Risiken und wechselnde Korrelationen zwischen verschiedenen Marktsegmenten perfekt abgesichert zu sein. Dass dies Market-Neutral-Hedgefondsmanagern im Durchschnitt dennoch gut gelingt, zeigen die sehr niedrigen Betafaktoren der BarclayHedge (0,05) und PreqinPro (0,08) Equity-Market-Neutral-Indizes.

4.4 Portfoliooptimierung am Beispiel von Equity-Hedgefonds

Für Investoren ist die risikobereinigte Bewertung der Hedgefonds-Performance entscheidend. Häufig ausschlaggebend für institutionelle Anleger bei der Wahl eines Hedgefonds ist dessen Eigenschaft, durch geringe Korrelation zu klassischen Equity und Fixed Income Investments das Gesamtportfolio zu diversifizieren. Im Folgenden kann gezeigt werden, dass ein effizientes Portfolio aus Aktien, Anleihen und einer Auswahl alternativer Investments, hier Hedgefonds, bestehen sollte.

Um den Diversifikationseffekt von Hedgefonds zu verdeutlichen, werden im Folgenden effiziente Portfolios konstruiert und miteinander verglichen. Dabei wird auf das Portfolio-Selection-Modell von Markowitz zurückgegriffen. Ziel ist es, die für einen Investor effizienten Portfoliozusammenstellungen zu identifizieren. Ein effizientes Portfolio zeichnet sich dadurch aus, dass kein anderes erreichbares Portfolio existiert, welches bei gleicher Rendite ein geringeres Risiko bzw. bei gleichem Risiko eine höhere Rendite aufweist.

Das erwartete Portfoliorisiko wird auch hier durch die Standardabweichung der Wertpapierrenditen quantifiziert. Zudem sind bei der Ermittlung der Portfoliovarianz zusätzlich die Kovarianzen zwischen den einzelnen Wertpapieren entscheidend, um die Abhängigkeit der einzelnen Wertpapiere untereinander zu bestimmen, da erst bei niedrigen Kovarianzen ein erhöhtes Diversifikationspotenzial und damit niedrigeres Portfoliorisiko entsteht. Die effizienten Portfolios liegen - zwischen dem Minimum-

Varianz- und dem maximalen Ertragsportfolio (ohne Leerverkäufe)⁷¹ - alle auf der sogenannten Effizienzlinie (effizienter Rand), die grafisch in einem Rendite-Risiko-Diagramm dargestellt werden kann.⁷² Der Diversifikationseffekt sorgt für den konkaven Verlauf der Effizienzkurve.

Der individuelle Investor kann dies als Entscheidungshilfe bei der Kapitalanlage nutzen. Die Wertpapierallokation richtet sich dann ausschließlich nach der individuellen Risikopräferenz des Investors, sodass die Portfoliovarianz die zu minimierende Zielfunktion darstellt. Die Frage ist nun, ob sich die Lage des effizienten Randes bzw. die Steigung der Effizienzlinie durch Beimischung von Hedgefonds zum Vorteil des Investors verschieben lässt. Mit anderen Worten:

*Lassen sich durch Beimischung von Hedgefonds Portfolios konstruieren, die eine bessere Rendite-Risiko-Relation aufweisen als klassische Aktien-Anleihen-Portfolios?*⁷³

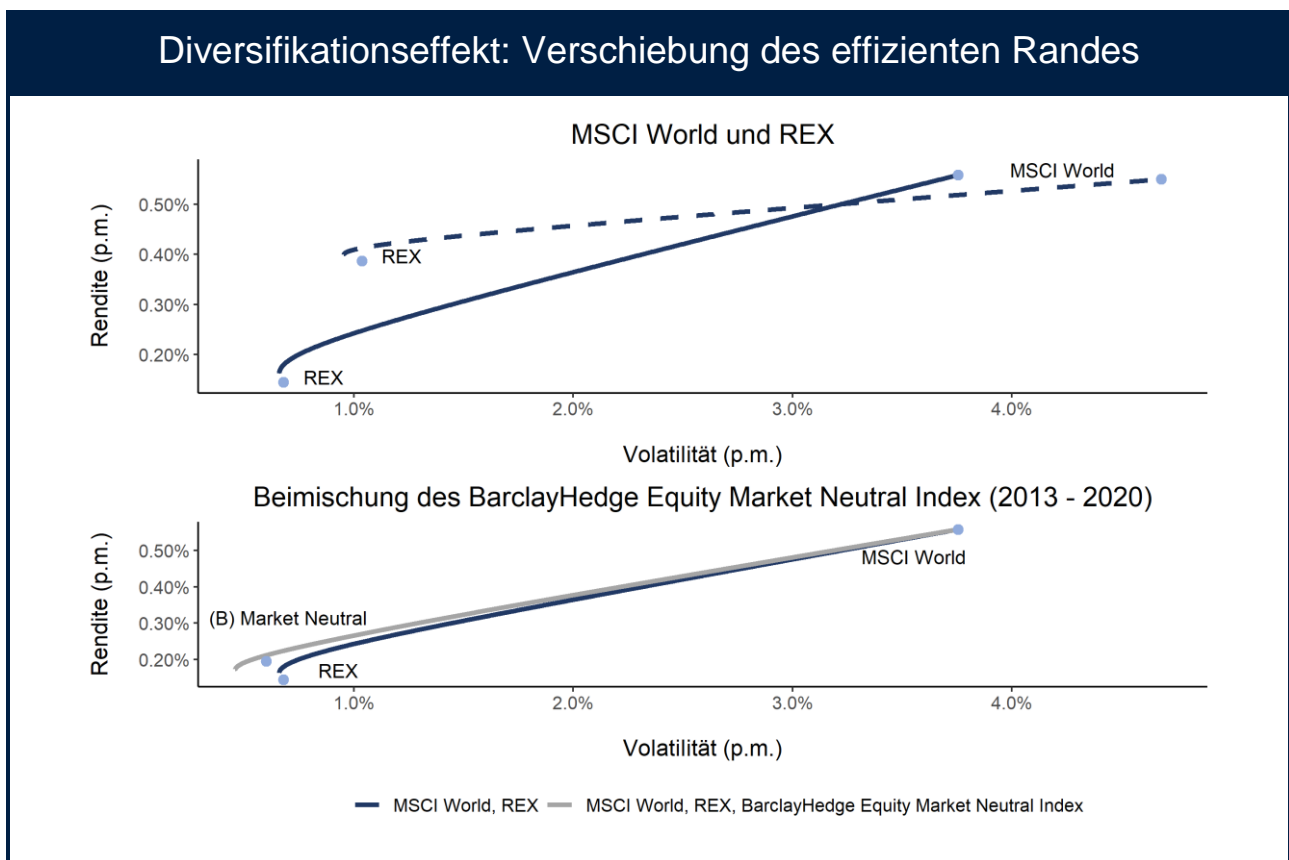


Abbildung 20: Equity-Market-Neutral-Hedgefonds als Bond Ersatz.⁷⁴

⁷¹ Mit Leerverkäufen lässt sich die Rendite des maximalen Ertragsportfolios erhöhen.

⁷² Zwar lassen sich auch unterhalb der Effizienzlinie Portfolios konstruieren, diese werden jedoch stets durch Wertpapierkombination auf der Effizienzlinie dominiert (höhere Rendite bei gleichem Portfoliorisiko).

⁷³ Das klassische Aktien-Anleihe-Portfolio eines deutschen institutionellen Investors wird hier exemplarisch durch Mischung von MSCI World und REX dargestellt.

⁷⁴ Eigene Darstellung und Berechnung mit Daten von BarclayHedge.

Der obere Teil von Abbildung 21 verdeutlicht, warum Alternative Investments wie bspw. Hedgefonds spätestens durch die andauernde Niedrigzinsphase für Investoren zu einem unumgänglichen Portfoliobaustein geworden sind. Im Zeitraum von 2003 bis 2012 konnten institutionelle Investoren mit einem klassischen Portfolio aus Anleihen und Aktien Diversifikationseffekte nutzen und zufriedenstellende Renditen erzielen. Je nach Risikopräferenz musste lediglich die Aktienquote (hier: MSCI World) erhöht oder gesenkt werden, wobei mit steigender Rendite der risikoreichere Aktienanteil erhöht werden muss.

Die durch die Finanz- und (europäische) Staatsschuldenkrise ausgelöste und durch die Corona-Krise verschärfte, expansive Geld- und Niedrigzinspolitik der Notenbanken, einhergehend mit erweiterten Wertpapierkaufprogrammen, hat die typische Aktien-Anleihe-Strategie eines institutionellen Investors ins Wanken gebracht. Die Rendite von (deutschen) Staatsanleihen tendiert gegen Null. Zuvor erreichte effiziente Wertpapierportfolios können bei gleichbleibender Allokation in Anleihen und Aktien nicht weiter realisiert werden (vgl. Abbildung 21). Für die 2003 bis 2012 erzielten Portfoliorenditen müssen nun erheblich höhere Risiken eingegangen werden. Das heißt für den Zwei-Wertpapier-Fall in Abbildung 20 (MSCI World & REX), dass die Aktienquote entscheidend erhöht werden müsste, um weiterhin die Vorkrisen-Renditen erreichen zu können.

In Zukunft muss mehr denn je hinterfragt werden, ob es sinnvoll ist, Aktienportfolios ausschließlich mit Anleihen zu diversifizieren. Ein bedeutender Teil der Erträge aus Anleihen stammte in den letzten Jahren nicht aus ihrer laufenden Rendite, sondern aus Kapitalgewinnen durch sinkende Zinssätze. Dieser Effekt wäre nur dann wiederholbar, wenn zunehmend Zinsen ins Negative umkehren.

Viele Equity-Market-Neutral-Strategien weisen Volatilitäten und Renditen auf, die typischerweise mit Fixed Income Investments in Verbindung gebracht werden. Sie eignen sich deshalb zur Portfoliodiversifikation meist besser als Long/Short-Hedgefonds, deren Korrelation und Betafaktor zum Aktienmarkt in der Regel hoch ist (vgl. Tabelle 3). Im Zeitraum von 2013 bis 2020 hätte die Substitution von Anleihen (hier: REX) durch Equity-Market-Neutral-Strategien, wie in Abbildung 20 dargestellt, nicht nur die Portfoliorendite erhöht und das Portfoliorisiko gesenkt, sondern gleichzeitig das mit Anleihen einhergehende Zinsdurationsrisiko deutlich verringert.

Falls die Zinssätze wieder auf ein normales, historisches Niveau steigen, sollten festverzinsliche Vermögenswerte mit hoher Duration aufgrund ihrer Zinssensitivität eher vermieden werden. Die Annahme, dass festverzinsliche Wertpapiere ein Aktienportfolio dann weiterhin diversifizieren werden, ist fraglich, da auszugehen ist, dass die Korrelation beider Anlageklassen bei steigenden Zinsen

wieder zunimmt. Die Bedeutung von Equity-Market-Neutral-Strategien im Portfoliokontext als möglicher Bond-Ersatz zur Portfoliodiversifikation dürfte also weiter steigen. Aber auch andere Hedgefonds-Strategien bieten sich als Beimischung in klassischen Anleihen-Aktien-Portfolios an. In einem weiteren Rendite-Risiko-Diagramm (vgl. Abbildung 21) sind zusätzlich zum REX und MSCI World alle zuvor genannten Equity-Strategie-Indizes eingetragen. Deutlich ist im Zeitraum von 2013 bis 2020 auszumachen, wie jeweils die Beimischung eines Hedgefonds-Strategie-Index den effizienten Rand der Wertpapierkombinationen positiv verschiebt.

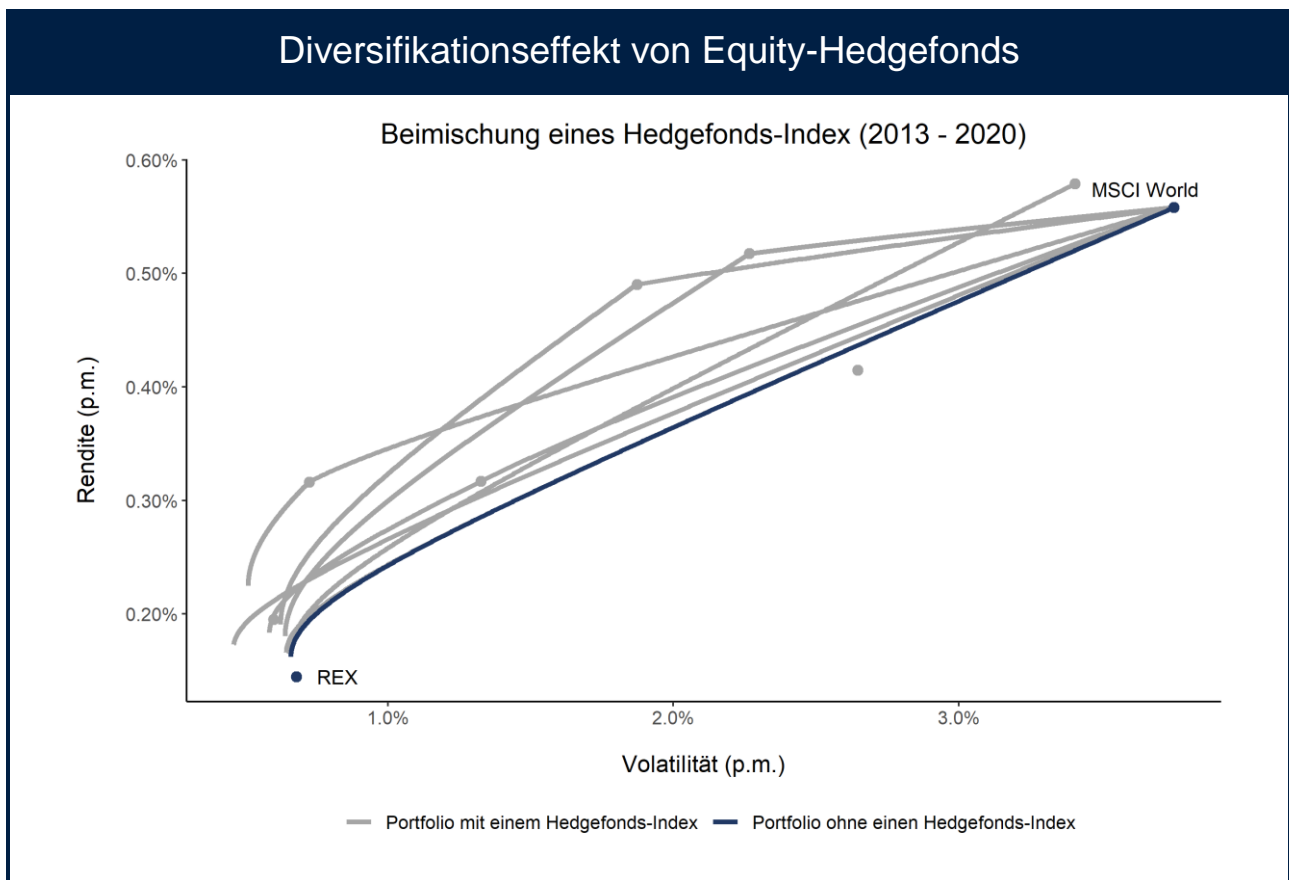


Abbildung 21: Verbesserung des Rendite-Risiko-Profiles eines klassischen Aktien-Anleihe-Portfolios durch Beimischung von Equity-Hedgefonds.⁷⁵

Deutlich zu erkennen ist, dass die Beimischung von Equity-Hedgefonds-Strategien den effizienten Rand klassischer Aktien-Anleihen-Portfolios nach oben links verschieben kann. Bei gleichbleibendem Portfoliorisiko kann eine höhere Rendite erzielt werden. Die Erweiterung des traditionellen Portfolios um Equity-Hedgefonds führt zu einer Verdrängung der Aktienanteile (hier: MSCI World) in den effizienten Portfolios.

⁷⁵ Eigene Darstellung und Berechnung mit Daten von BarclayHedge und PreqinPro.

5 Ausblick: Transformation der Hedgefondsbranche

Im Interesse der Hedgefonds sind nachhaltige Partnerschaften mit Investoren, die bereit sind, kurzfristige Wertverluste eines Fonds, die z. B. jüngst in der Corona-Krise zu beobachten waren, zu akzeptieren und dem Hedgefonds verbunden bleiben. Ein dauerhaftes Engagement eines Investors erhöht zudem sein Verständnis für die Strategie, den Investitionsprozess und die Bewertung des langfristigen Renditeprofils des Fonds.

Dass die Hedgefondsbranche in den letzten Jahren eine Transformation durchläuft, zeigt die allgemeine Entwicklung von rein managergeführten Hedgefonds-Strategien hin zu neuen Hedgefonds-Modellen, die Investoren einen wesentlich größeren Einfluss auf die Hedgefonds-Strategie einräumen. Eine Umfrage unter Hedgefondsmanagern von AIMA (2019) zeigt, dass dieser Wandel durch zwei zunehmend populäre Entwicklungen der Branche gekennzeichnet ist: **Managed Accounts** und **Co-Investments**.

Mehr als die Hälfte (2016 waren es erst 14 %) der befragten Hedgefonds schätzen den Einsatz maßgeschneiderter Lösungen als bedeutend ein, um auf spezifische Risiko- und Renditeziele eines Investors einzugehen und bereits bestehende Geschäftsbeziehungen vertiefen zu können.⁷⁶ Praktikel sind dafür insbesondere Managed Accounts und „**Fund of One**“-Dachfonds.⁷⁷

Investoren fordern und erhalten zunehmend mehr Transparenz und Kontrolle über ihr Portfolio. Das geht auch aus dem BAI Alternative Investor Survey 2019 hervor. Viele Hedgefondsmanager sind bereit, mit ihren Investoren Gespräche über einzelne Risikopositionen zu führen. Innerhalb der Branche herrscht grundsätzlich Einigkeit, Hedgefonds möglichst transparent zu gestalten, ohne dabei jedoch individuelle Strategien gänzlich offenlegen zu müssen. Die Bereitschaft, Daten und Reports über einzelne Risikopositionen zur Verfügung zu stellen, hängt unter anderem eng damit zusammen, wie hoch der Turnover des Hedgefonds-Portfolios ist. Je häufiger das Portfolio umgeschichtet wird, desto eher sind Hedgefondsmanager bereit, Informationen über einzelne Positionen preiszugeben. CTAs und Managed Futures sind aufgrund ihrer im Allgemeinen höheren Handelsaktivität besser in der Lage, ein hohes Maß an Transparenz zu bieten als bspw. Makro- oder Event-Driven-Hedgefonds.⁷⁸

⁷⁶ Vgl. AIMA (2019), S. 10.

⁷⁷ Bei „Fund of One“-Dachfonds ist der Dachfonds der alleinige Investor in den jeweiligen Einzelfonds.

⁷⁸ Vgl. AIMA (2016), S. 12.

Neben Managed Accounts und „Fund of One“-Dachfonds spielen Co-Investments, bereits länger etabliert in der Private-Equity-Landschaft, zunehmend eine wichtige Rolle in der Hedgefondsbranche. Mehr als die Hälfte aller Hedgefonds bieten Co-Investitionsmöglichkeiten bereits an oder sind offen dafür, gemeinsam mit Investoren nach Wegen zu suchen, dies zukünftig umsetzen zu können.⁷⁹ Co-Investitionsvereinbarungen können im Rahmen des eigentlichen Hedgefonds erfolgen oder als separate und/oder unabhängige Co-Investmentvehikel organisiert sein, häufig auch über Fund of Ones oder Managed Accounts.

Co-Investments werden in der Regel genutzt, um institutionellen Anlegern die Möglichkeit zu bieten, in eine bestimmte Investitionsoportunität zu investieren, um von den vielversprechendsten Strategien der Hedgefondsmanager zusätzlich zu profitieren. Letztendlich werden durch Co-Investments den Investoren eine höhere Transparenz und eine aktivere Beteiligung am Hedgefonds ermöglicht. Hedgefonds profitieren, da sie durch Co-Investments eine weitere Möglichkeit haben, Investoren an sich zu binden und mit ihnen langfristige, stabile Geschäftsbeziehungen aufzubauen.

Über **Managed Accounts** können jegliche Transaktionen des Hedgefondsmanagers über die speziell für diesen Zweck eingerichteten Accounts vom Investor nachvollzogen werden. Managed Accounts sind somit wesentlich transparenter als herkömmliche Hedgefondsvehikel. Diese separaten Accounts bieten den Vorteil, klar definierte, spezifische Investmentziele, die auf die Bedürfnisse des Investors zugeschnitten sind, zu verfolgen. Die Auswahl ist jedoch auf jene Hedgefondsmanager beschränkt, die sich dazu bereit erklären, ihre Strategien über Managed Accounts offenzulegen.

Ein weiterer wichtiger Faktor für den Wandel der Hedgefondsbranche sind **ESG-Ziele** der institutionellen Investoren. Hinzu kommen vor allem HNWIs, die vermehrt Wert auf Impact Investing legen. Bis vor relativ kurzer Zeit konzentrierten sich Hedgefonds-Investoren vornehmlich auf unkorrelierte absolute Erträge ihrer Hedgefonds-Investments. Jetzt streben viele mit ihren Investitionen einen doppelten Nutzen an: Sie wollen attraktive Renditen erzielen, und zudem sozial und ökologisch Gutes tun, hohe Governance-Standards fördern und Reputationsrisiken vermeiden. Konkret wollen sie, dass ihre Hedgefondsmanager nicht nur Investments in Bereichen wie Tabak, Rüstung und Glücksspiel unterlassen, sondern dass sie neben finanziellen auch positive ökologische, soziale und Governance-Ergebnissen (ESG) aktiv verfolgen. Damit sind institutionelle Anleger die stärksten Treiber in

⁷⁹ Vgl. AIMA (2019), S. 12.

der Implementierung von ESG-orientierten Hedgefonds-Strategien, noch weit vor Politik und Regulatoren.⁸⁰

Deutsche institutionelle Investoren setzen ESG-Investments zudem häufig aus intrinsischen Motiven um, wie der jährliche Investor Survey des BAI e.V. aus dem Jahr 2019 zeigt. Zudem ist die Implementierung nachhaltiger Investment-Strategien ein wichtiger Baustein in der Außendarstellung. Die Umsetzung von Nachhaltigkeitskriterien erfolgt dabei meist auf Basis intern festgelegter Standards und Leitlinien.

Zur Implementierung ESG-konformer Strategien müssen traditionelle Risiko-Rendite-Gleichungen um ESG-Faktoren erweitert werden. Gegenwärtig befinden sich laut einer Studie von KPMG et al. (2020) erst 15 Prozent der befragten, globalen Hedgefonds in einer fortgeschrittenen Phase, in der ESG-konforme Strategien durch geeignete interne Richtlinien, Ausschüsse, Untersuchungen und Datenanalyse umgesetzt werden. Sowohl institutionelle Investoren als auch Hedgefondsmanager sehen die Qualität der derzeit verfügbaren Daten als größtes Hindernis in der Implementierung ESG-konformer Strategien an. Das Problem gilt es zu lösen, ebenso wie die Umsetzung der ESG-Taxonomie innerhalb der EU, bevor Hedgefonds in naher Zukunft tatsächlich verstärkt ESG-konforme Strategien anbieten können.

⁸⁰ Vgl. KPMG et al. (2020), S. 4.

6 Literaturverzeichnis

- Agarwal, Vikas; Fos, Vyacheslav; Jiang, Wei (2013): Inferring Reporting-Related Biases in Hedge Fund Databases from Hedge Fund Equity Holdings. In: *Management Science* 59 (6), S. 1271–1289.
- Aiken, Adam L.; Clifford, Christopher P.; Ellis, Jesse (2013): Out of the Dark: Hedge Fund Reporting Biases and Commercial Databases. In: *Rev. Financ. Stud.* 26 (1), S. 208–243.
- AIMA (2016): In Concert – Exploring the alignment of interests between hedge fund managers and investors.
- AIMA (2019): In Harmony. How hedge funds and investors continue to strike the right note in aligning their interests.
- Ang; Gorovyy; Inwegen (2011): Hedge Fund Leverage.
- Aragon, George O.; Nanda, Vikram (2017): Strategic Delays and Clustering in Hedge Fund Reported Returns. In: *J. Financ. Quant. Anal.* 52 (1), S. 1–35.
- BaFin (2020): Jahresbericht 2019 der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.
- BAI (2019): Alternative Investor Survey 2019.
- Beber, Alessandro; Pagano, Marco (2013): Short Selling Bans Around the World: Evidence from the 2007-09 Crisis. In: *The Journal of Finance* LXVIII (1).
- Boehmer, Ekkehart; Jones, Charles M.; Zhang, Xiaoyan (2013): Shackling Short Sellers: The 2008 Shorting Ban. In: *Review of Financial Studies* 26 (6), S. 1363–1400.
- Boehmer, Ekkehart; Wu, Juan (2013): Short Selling and the Price Discovery Process. In: *Review of Financial Studies* 26 (2), S. 287–322.
- Brown, Stephen; Goetzmann, William; Ibbotson, Roger (1997): Offshore Hedge Funds: Survival and Performance 1989-1995. Cambridge, MA.
- Chambers, Donald R.; Anson, Mark J. P.; Black, Keith H.; Kazemi, Hossein B. (2020): Alternative Investments. CAIA level I. 4. Aufl.: JOHN WILEY & SONS.
- Edwards, Franklin R. (1999): Hedge Funds and the Collapse of Long-Term Capital Management. In: *Journal of Economic Perspectives* 13 (2), S. 189–210.
- ESMA (2011): Final Report ESMA/2011/379. ESMA's technical advice to the European Commission on possible implementing measures of the Alternative Investment Fund Managers Directive.
- EU (2011): Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010.
- IOSCO (2020): Report on the Fifth IOSCO Hedge Funds Survey.
- Jaeger, Lars (2008): Alternative beta strategies and hedge fund replication. Chichester, England, Hoboken, NJ: Wiley (Wiley finance).
- Jorion, Philippe; Schwarz, Christopher (2014): The Delisting Bias in Hedge Fund Databases. In: *The Journal of Alternative Investments*, S. 37–47.
- KPMG; CREATE-Research; AIMA; CAIA (2020): Sustainable investing: fast-forwarding its evolution.
- Marsh, Ian W.; Payne, Richard (2012): Banning short sales and market quality: The UK's experience. In: *Journal of Banking & Finance* 36 (7), S. 1975–1986.

McCahery, Joseph A.; Roode, F. Alexander de (2019): The Lost Decade for Hedge Funds: Three Threats. Hg. v. european corporate governance institute (Law Working Paper, 486/2019).

Preqin (2020): 2020 Preqin Global Hedge Fund Report.

PWC; Elwood: Crypto hedge fund report 2020.

Schmies, Christian (2010): Die Regulierung von Hedgefonds. 1. Auflage. Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft mbH & Co. KG.

Tidmore, Chris; Berkowitz, Daniel B. (2020): The Wrapper Matters: Comparing Liquid Alternatives and Hedge Funds. In: *Alternative Investment Analyst Review* 9 (1).

Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI)

Der Bundesverband Alternative Investments e. V. (BAI) ist die zentrale assetklassen- und produktübergreifende Interessenvertretung der Alternative-Investments-Branche in Deutschland. Der Verband setzt sich 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.

Die BAI-Verbandsziele

- ✓ Verbesserung des Bekanntheitsgrades alternativer Anlagestrategien und Anlageklassen in der Öffentlichkeit
- ✓ Attraktive und international wettbewerbsfähige Rahmenbedingungen für die Anlage in Alternative Investments
- ✓ Katalysator zwischen institutionellen deutschen Investoren und anerkannten Anbietern von Alternative-Investments-Produkten weltweit
- ✓ Förderung wissenschaftlicher Forschung und Lehre sowie beruflicher Qualifizierung 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 der 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 (Asset Manager, Berater, Kanzleien, Service Provider etc.) rekrutieren, ist mittlerweile auf rund 230 Unternehmen angewachsen.

Mehrwert für Mitglieder

Mitglieder profitieren von unserem umfangreichen Informations- und Dienstleistungsangebot:

- ✓ Mitwirkungsmöglichkeit in den Fachausschüssen
- ✓ Briefings über aktuelle Gesetzgebungs- und Regulierungsvorhaben und bestehende Gesetze auf nationaler/internationaler Ebene sowie themenbezogene Zusammenfassungen mit weiterführenden Hinweisen (Regulatory Briefings und Infomails)
- ✓ Umfassende Informationen auf der BAI-Homepage zu unseren Aktivitäten sowie geschlossener Mitgliederbereich mit BAI-Stellungnahmen zu Gesetzgebungsvorhaben, Studien, Briefings, Fachartikeln etc.
- ✓ Einen monatlich wechselnden Themenschwerpunkt, den Mitgliedsunternehmen mit eigenen Artikeln, Vortragsunterlagen oder Research Papers mitgestalten
- ✓ Experten aus Mitgliedsunternehmen können sich auf Speaking Slots im Rahmen der BAI AIC bewerben und so aktiv an dieser Konferenz partizipieren
- ✓ Gemeinsame Durchführung von BAI-Insights und BAI-Webinaren sowie Mitwirkungsmöglichkeit bei den BAI-Workshops
- ✓ Teilweise kostenfreie Teilnahme an BAI-Konferenzen (BAI AIC, BAI-Insights etc.) sowie Veranstaltungen und Seminaren unserer Kooperationspartner
- ✓ Zugriff auf Due Diligence Questionnaires für Investments in Private Debt, Private Equity, Infrastruktur und Hedgefonds

Investoren und Investorenbeirat

Institutionelle Investoren profitieren allgemein von den Veröffentlichungen auf der BAI-Homepage, teils auch im geschlossenen Investorenbereich. Sie können zudem kostenlos an den BAI-Veranstaltungen teilnehmen und werden aktiv in die Programmgestaltung der Alternative Investor Conference einbezogen.

Der Investorenbeirat hat darüber hinaus 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.

Veranstaltungen und Events

Die Alternative Investor Conference (AIC) mit rund 600 Teilnehmern findet jährlich 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 diese Veranstaltung ab. Darüber hinaus richtet der BAI mehrmals im Jahr die Veranstaltungsreihe BAI-Insight, Workshops und Webinare aus. In Kooperation mit Mitgliedsunternehmen dienen diese Events als Plattform für Networking und Weiterbildung im Bereich der Alternative Investments.

Research und Publikationen

Der BAI bietet Markt- und Research-Dienstleistungen mit unterschiedlichem Fokus an, wie beispielsweise Fact Sheets, Market Reviews, Investor Surveys, Due Diligence Questionnaires und Informationsbroschüren zu diversen Themen des Verbandsspektrums.

Für vereinzelte Themengebiete erstellt der BAI umfangreiche Studien und Informationsbroschüren, die einen Gesamtüberblick bieten. Gestützt werden diese Publikationen durch eigene Umfragen des Verbandes, wie z. B. dem jährlichen BAI Investor Survey. Der Fokus dieser Befragung liegt auf dem Anlageverhalten von Versicherern, Pensionskassen/-fonds, Versorgungswerken und anderen institutionellen Investoren in Bezug auf gängige Alternative Investments.

Zudem erscheint alle zwei Monate der BAI-Newsletter mit Fachbeiträgen zu einem bestimmten Oberthema aus dem AI-Bereich, Interviews mit Politikern, institutionellen Investoren etc. und die Vorstellung neuer Mitgliedsunternehmen. Um insbesondere Mitglieder, Investoren und die Öffentlichkeit noch zielgenauer und umfassender zu wechselnden AI-Themen zu informieren, präsentieren wir auf der BAI-Homepage wechselnde Themenschwerpunkte mit relevanten Fachartikeln, Studien, Marktdaten und regulatorischen Briefings.

Wissenschaft

Mit dem BAI-Wissenschaftspreis und anderen Initiativen schafft der Verband für Studenten und Wissenschaftler in Deutschland einen weiteren Anreiz, Forschungsarbeit in diesem für Investoren zunehmend wichtigen Bereich zu leisten. Damit trägt der BAI zu einer besseren Verzahnung von Wissenschaft und Praxis bei. In Ergänzung zum Wissenschaftspreis bietet der BAI mit Partneruniversitäten auch Kompaktstudiengänge zu Alternative Investments an und vergibt Druckkostenzuschüsse für exzellente Dissertationen.

Autor

Philipp Bunnenberg



BAI e.V.
Referent/Analyst
Markt & Research

Master of Science
Betriebswirtschaftslehre



+49 (0)228-96987-52



bunnenberg@bvai.de

Mitwirkende

Markt, Research & Öffentlichkeitsarbeit

Annette Olschinka-Rettig, Geschäftsführerin BAI e.V.

Jan Simanovski, BAI e.V.

Haftungsausschluss

Diese Publikation dient der allgemeinen Information über Hedgefonds und stellt keine Anlage- oder Rechtsberatung dar. Sie wurde mit größter Sorgfalt und Genauigkeit erstellt. Der Bundesverband Alternative Investments e. V. (BAI) übernimmt jedoch keine Gewähr für die Qualität und Aktualität der in dieser Informationsbroschüre enthaltenen Informationen und zitierten Quellen.

Impressum

Verantwortlich:
Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI)
Poppelsdorfer Allee 106
D-53115 Bonn
Telefon: +49(0)228-96987-0
Fax: +49(0)228-96987-90
www.bvai.de
info@bvai.de