

PortfolioPraxis

Hedgefonds

November 2006

Ihr Vermögen. Unsere Verantwortung.

dit •

Allianz Dresdner
Global Investors



Inhalt

Hedgefonds: Assetklasse	3
Hedgefonds: Strategien	9
Hedgefonds: Performance	17

Hedgefonds: Assetklasse

Den Grundstein der heutigen Hedgefonds legte ursprünglich ein ganz alter Gedanke: Vermögenspositionen sollten gegenüber Wertverlusten abgesichert werden.

„Hedging“, verstanden als die Sicherung von Vermögensbeständen, ist Ende des 19. Jahrhunderts entstanden, als Investoren vornehmlich versuchten, sich gegen Zins- und Währungsrisiken abzusichern. Gleich einem Zaun, einer Hecke („Hedge“), die um die Assets gezogen wird, um sie vor den Widrigkeiten des Marktes zu schützen. Den nächsten Dreh brachte Alfred Winsley Jones im Jahre 1949. Er gründete den ersten Hedgefonds der Welt und gilt als Urheber eines ganzen Investmentsegments. Der Siegeszug begann.

Historie und Evolution

Wie ist die Evolution der Hedgefonds verlaufen? Seit der Begriff Hedgefonds Ende der Vierziger Jahre auftauchte, gab es folgende wichtige Meilensteine:

- Wie bereits erwähnt, wird der erste Hedgefonds auf Jones zurückgeführt. Er suchte einen Weg, nicht nur in Boomphasen von den Aktienmärkten zu profitieren, sondern auch in fallenden Märkten. Um das Marktrisiko zu eliminieren, verfolgte er durch die Kombination von fremdkapitalfinanzierten Kauf- und Verkaufspositionen eine „marktneutrale“ Strategie. Das Portfolio war also nur noch von den unsystematischen Risiken der einzelnen Wertpapiere abhängig. Mit seiner Strategie erweiterte Jones das traditionelle Instrumentarium um Short Selling und Leverage (mehr hierzu auf Seite 7 und 8).
- Einen ersten Boom erlebte die Hedgefonds-Industrie aber erst 1966, als Carol J. Loomis im Fortune Magazine zum ersten Mal den Namen „Hedgefonds“ gebrauchte.
- Im Zuge dieses Booms wurde 1969 von Georges Karlweis für die Banque Privée Edmond de Rothschild der erste Dach-Hedgefonds gegründet.
- Die Jahre 1985 bis 1995 waren geprägt von einem anhaltenden Wachstum der Branche, nicht zuletzt hervorgerufen durch die spektakuläre Outperformance der Fonds von George Soros und Julian Robertson. Robertson hatte das ursprüngliche Anlageuniversum von Jones um neue Finanzinstrumente in den Bereichen Währungen, Zinsen, Rohstoffe und Aktienmärkte erweitert und damit die Global Macro-Strategie begründet.
- Aufsehen, im negativen Sinne, erregte Ende der Neunziger Jahre der Beinahe-Zusammenbruch von Long-Term Capital Management (LTCM), einem Projekt, hinter dem viele Persönlichkeiten aus der Finanzwirtschaft, nicht zuletzt die beiden Nobelpreisträger Merton und Scholes, standen. Im Laufe des Jahres 1998 addierten sich die Verluste des Fonds auf 4,6 Mrd. US-Dollar. Der größte Teil der Verluste entfiel auf Geschäfte mit Swaps und Transaktionen, die auf Aktienpositionen mit starken Schwankungsbreiten (Aktien-Volatilität) setzten. Problematisch waren für den Fonds zwei Faktoren: Zum einen wurde der Fonds in diesen Märkten so groß, dass er die Effizienz der Märkte selbst beeinflusste. Zum anderen sorgte die Russland-Krise für Panikreaktionen an den Märkten und Illiquidität im Bereich der Emerging Markets.
- Gerettet wurde LTCM durch das Einschließen von 3,5 Mrd. US-Dollar durch 14 Gläubigerbanken, um Schieflagen bei den involvierten Gegenparteien zu verhindern. Im Dezember 1999 wurde LTCM liquidiert.
- Im Jahre 1999 begannen die Anlagevolumina wieder deutlich zu steigen (s. Schaubild 2, S. 4). In Europa markierte das Jahr 2001 einen absoluten Rekord, mit Mittelzuflüssen von rund 25 Mrd. US-Dollar.

Vor gut 50 Jahren brachte Jones den Stein ins Rollen.

·Stimulierend wirkten insbesondere die anhaltende Baisse an den Aktienmärkten sowie das niedrige Renditeniveau an den Rentenmärkten.

Anzahl der Fonds (ohne Dachfonds) von knapp 1.400 im Jahr 1988 auf 9.200 Ende 2005 erhöht. Ein Plus von 557% bzw. 11,15% p.a.

Die Aktienmarktbaaise forcierte das Wachstum der Hedgefonds.

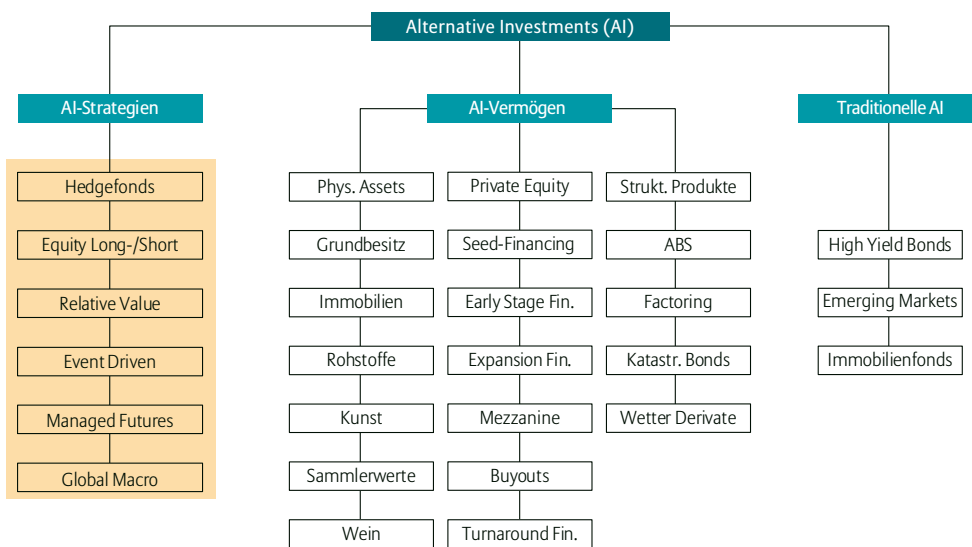
Volumina und Anzahl

Seit Entstehung der Hedgefonds-Industrie Ende der Vierzigerjahre ist das Segment signifikant gewachsen. Besonders in den Achtziger- und Ende der Neunzigerjahre hat sich das Wachstum sowohl der Anzahl der Fonds als auch der von ihnen verwalteten Vermögen deutlich beschleunigt. Daten von Van Hedge Fund Advisors zufolge hat sich die

Im gleichen Zeitraum stieg das Fondsvermögen um 2.519% von 42 Mrd. US-Dollar auf 1.100 Mrd. US-Dollar. Dies entspricht einer jährlichen Wachstumsrate von gut 19,89%.

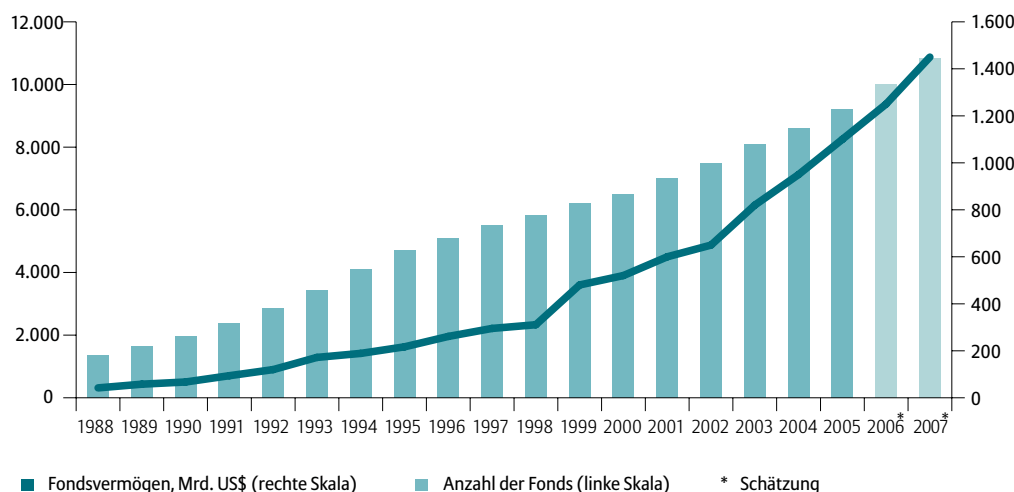
Triebfeder hinter dieser rasanten Entwicklung waren nach einer Studie der Deutschen Bundesbank neben der Baisse an den Aktienmärkten in den letzten Jahren sehr vermögende Einzelpersonen. Die mit Abstand

Schaubild 1: Überblick Universum Alternativer Investments (AI)



Quelle: Eigene Darstellung auf Grundlage von: Jaeger, L.: Managing Risk in Alternative Investment Strategies, Successful Investing in Hedge Funds and Managed Futures, London 2002.

Schaubild 2: Hedgefonds- Anzahl und Vermögen



Datenstand: 3.10.2006

Seit Ende der 80er- Jahre wuchs das von Hedgefonds verwaltete Vermögen um gut 18,75% p.a.

Quelle: Van Hedge Funds Advisors.

wichtigsten Impulse gingen allerdings von institutionellen Anlegern wie Pensions- und Investmentfonds, Banken, Versicherungen und Stiftungen aus.

Begriff „Hedgefonds“

Der Blick zurück in die Historie und die Entwicklung der Anzahl der Fonds sowie die von ihnen verwalteten Vermögensbestände zeigt: Die heutige Hedgefonds-Industrie ist nicht mehr den Anfängen à la Jones vergleichbar. Die Anzahl der angewendeten Strategien hat markant zugenommen und das Universum an Handelsgegenständen hat sich deutlich erweitert (s. Schaubild 3, S. 5).

Aufgrund der Vielzahl an Handelsgegenständen und Handelsstrategien sollte man sich vom Begriff „Hedging“ nicht irreleiten lassen. Im wirtschaftlich-finanziellen Sinne ist Hedging definiert als Kombination einer Position des physischen Handels mit einer konträr angelegten Terminposition zur Risikominimierung. Eine solche Absicherung ist durch eine Investition in Hedgefonds aber nicht in allen Fällen gegeben. Anders als Investmentfonds sind Hedgefonds in der Lage, in unbegrenztem Ausmaß in derivati-

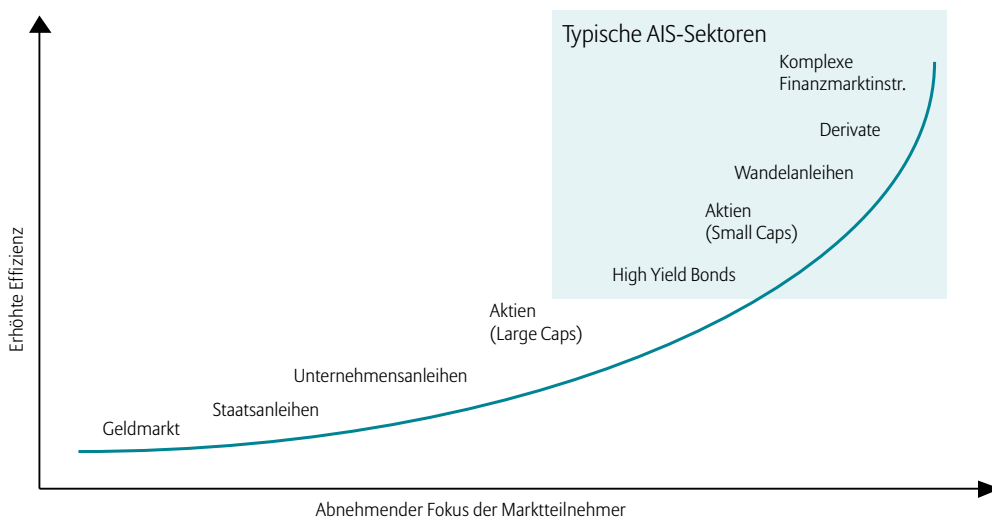
ve Instrumente zu investieren. Sie übernehmen somit zur Erreichung ihrer Ertragsziele gezielt Risiken und „Hedging“ ist nur insofern Bestandteil der Strategie, als dass Portefeuilles gegen andere als die bewusst übernommenen Risiken abgesichert werden. Da der Anlageerfolg somit möglichst nur von der Korrektur der vermuteten Fehlbewertung abhängt, findet die Deutsche Bundesbank die Bezeichnung „Risikofonds“ zutreffender.

Abgrenzung zu „anderen“ Investments

Hedgefonds sind Bestandteil der Alternativen Investments (s. Schaubild 1, S. 4). Der Begriff Alternative Investments (AI) steht als Sammelbezeichnung für verschiedene Formen der verwalteten Vermögensanlage, die wegen ihrer Andersartigkeit nicht der Investmentfondsbranche zugeordnet werden können.

Das Spektrum Alternative Investments reicht von Strategien, bei denen börsennotierte Wertpapiere zum Einsatz kommen, die täglich an verschiedenen Märkten der Welt gehandelt werden, wie z.B. Hedgefonds oder Managed Futures (Public-Market-Strategien), bis hin

Schaubild 3: Typische Anlageinstrumente von Hedgefonds



AI-Strategien nutzen die gesamte Bandbreite an Anlageinstrumenten. Aufgrund der höheren Risikoprämien konzentrieren sie sich aber vornehmlich auf sehr komplexe Instrumente.

Quelle: Soros Fund Management.

zu Strategien, denen Assets zugrunde liegen, für die es aufgrund illiquider Märkte bzw. fehlender amtlicher Märkte keinen quantifizierbaren Preis gibt. Da der Preis nicht laufend ermittelt werden kann, ist er erst ermittelbar, wenn der Vermögensgegenstand tatsächlich verkauft wird. Zu diesen sogenannten Private- Market- Strategien zählen u.a. Venture Capital, Buyouts oder Mezzanine. Schließlich gehören zum AI-Bereich noch materielle Vermögenswerte wie Grundstücke, Gebäude oder natürliche Ressourcen.

Wie unterscheiden sich Hedgefonds nun konkret von „anderen“ Anlageklassen?

- Hedgefonds gelten als Königsdisziplin der Investments, da sie unter Anwendung verschiedener Strategien versuchen, Fehlbewertungen einzelner Wertpapiere oder ganzer Märkte zu identifizieren und renditesteigernd und/oder risikosenkend auszunutzen. Eine der wichtigsten Renditequellen ist dabei die Vereinnahmung von Risikoprämien.
- Absolute Return-Ansatz: Hedgefonds verfolgen im Gegensatz zu traditionellen Anlagefonds, deren Performance im Vergleich zu einer Benchmark gemessen wird, absolute Ertragsziele.
- Da ein Hedgefonds-Manager keine Benchmark repliziert, sondern einen positiven absoluten Ertrag generieren muss, sind dessen Fähigkeiten der dominierende Faktor bei der Renditeerzielung.
- Im Gegensatz zu Anlagefonds, die in den meisten Ländern einer umfassenden Überwachung durch Aufsichtsbehörden unterliegen, sind Hedgefonds größtenteils unreguliert. In Deutschland kann davon allerdings nicht die Rede sein. Das zum 1.1. 2004 in Kraft getretene Investmentmodernisierungsgesetz erlaubt auch in Deutschland Auflegung und Vertrieb von Hedgefonds. Allerdings nur mit einigen Einschränkungen, die die Risiken reduzieren sollen (s. Kasten 1).

Spezifika der Hedgefonds oder: Anlegerische Freiheit

Die anlegerische Freiheit der Hedgefonds zeigt sich im Bereich der Handelsgegenstände und Handelsstrategien. Der Fokus traditioneller Investmentfonds liegt vornehmlich auf dem Instrument der Kaufposition (Long-Position). Hierbei konzentrieren sie sich hauptsächlich auf Geldmarktinstrumente, Staats- und Unternehmensanleihen sowie Aktien von Unternehmen mit einer großen Marktkapitalisierung (Large Caps).

Demgegenüber bedienen sich Hedgefonds eines größeren Instrumentenkastens, bestehend aus Kauf- (Long-Position) und Verkaufspositionen (Short Selling) sowie Fremdkapitalaufnahme (Leverage).

Kasten 1

Investmentmodernisierungsgesetz

- Deutsche und ausländische Anbieter können Single- oder Dach-Hedgefonds in Deutschland zulassen. Single-Hedgefonds dürfen aber nur für Privatinvestoren im Rahmen einer Privatplatzierung vertrieben und nicht öffentlich beworben werden.
- Für Privatanleger ist grundsätzlich nur die Investition in Dach-Hedgefonds vorgesehen.
- Der Dach-Hedgefonds darf nur in Single-Fonds sowie max. 49% des Fondsvermögens in Bankguthaben und Geldmarktinstrumente, max. 20% in einen einzelnen Single-Hedgefonds, in max. 2 Single-Hedgefonds eines Emittenten oder Fondsmanagers und max. 30% in Private Equity Funds investieren.
- Fremdkapitalaufnahme (Leverage) und Leerverkäufe (Short Selling) sind im Dach-Hedgefonds verboten.
- Derivate sind im Dach-Hedgefonds nur zur Währungssicherung erlaubt.
- Kaskadenverbot: Ein Dach Hedgefonds darf keine Hedgefonds kaufen, die ihrerseits in Hedgefonds investieren.

Wo verläuft die Trennlinie zwischen Hedgefonds und Alternativen Investments bzw. traditionellen Investments?

Königsdisziplin der Investments.

Die zugrunde liegenden Assetklassen weisen eine tendenziell höhere Ineffizienz aus. Dies sind vor allem High Yield Bonds (Junk Bonds), Aktien (Small Caps), Wandelanleihen, Derivate sowie komplexe Finanzmarktinstrumente, wie bspw. Kreditderivate, zu denen u.a. Credit Default Swaps oder Credit Spread Options gehören (s. Schaubild 3, S. 5).

Neben der freien Auswahl im Bereich der Handelsinstrumente sind es aber vor allem der Leerverkauf (Short Selling) und die Aufnahme von Fremdkapital (Leverage), die spezifisch für Hedgefonds sind.

Short Selling

Unter Leerverkauf (Short Selling) versteht man den Verkauf von (vermeintlich überbewerteten) Aktien, ohne dass sich diese im Besitz des Verkäufers befinden. Ziel ist dabei, die leerverkauften Aktien zu einem günstigeren Preis in der Zukunft zurückzukaufen.

Aus rechtlicher Sicht besteht ein Leerverkauf aus vier verschiedenen Rechtsgeschäften (s. Schaubild 4). Im ersten Schritt werden vom Leerverkäufer Aktien vom Wertpapierverleiher für eine bestimmte Zeitperiode geliehen. Im Gegenzug erhält der Verleiher eine Prämie und verlangt zudem meistens eine Sicherheit (Collateral). Anschließend veräußert der Leerverkäufer die Aktien über den Markt. Zu einem späteren Zeitpunkt

werden die Aktien dann wieder vom Leerverkäufer am Markt zurückgekauft und an den Verleiher zurückgegeben.

Wie unschwer zu erkennen ist, bildet die Wertpapierleihe das Herzstück des Leerverkaufs. Streng genommen handelt es sich aber nicht um eine Leihe, sondern um ein Sachdarlehen, da die Aktien dem Entleiher zwar zur freien Verfügung übereignet werden, die Erträge (u.a. Dividenden, Nebenrechte) in ihrer Bruttoform allerdings dem Verleiher zustehen.

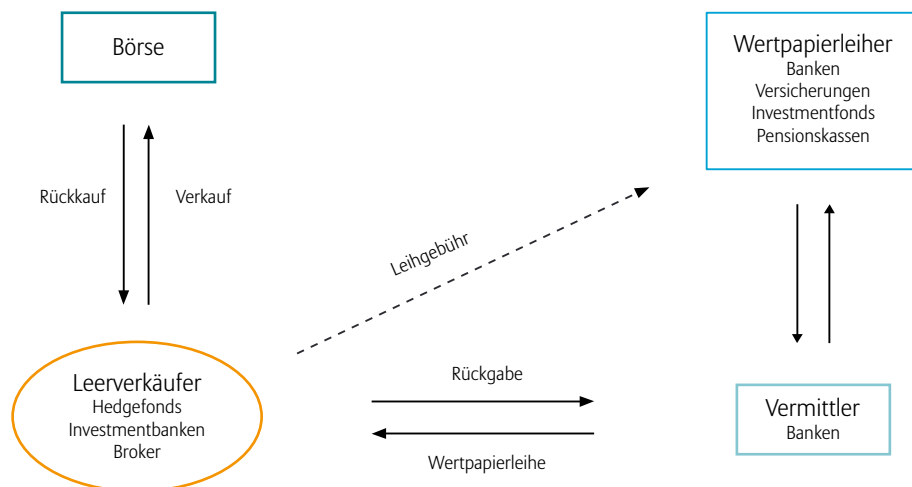
Die Motivation für eine solche Transaktion ist es, von fallenden Wertpapierkursen zu profitieren. Der Leerverkäufer erzielt dabei einen Gewinn, wenn er das Wertpapier am Markt günstiger zurückkaufen kann als er es für seinen Leerverkauf geliehen bekam. Hierbei ist natürlich die Leihgebühr zu berücksichtigen. Zusätzlich vereinnahmt der Leerverkäufer Zinsen aus dem Leerverkauf, wenn er das aus dem Verkauf erzielte Geld als Geldmarkt-Position hält oder in Bonds investiert. Muss der Leerverkäufer weniger als 100% des Leerverkaufvolumens als Sicherheit beim Verleiher hinterlegen, entsteht darüber hinaus Leverage. Ein Verlustrisiko besteht, wenn der Kurs des Wertpapiers zwischen dem eigentlichen Leerverkauf und dem Rückgabetermin steigt. Dann muss das Wertpapier zu einem höheren Kurs am Markt zurückgekauft werden.

Ein Leerverkauf besteht aus vier verschiedenen Rechtsgeschäften...

...mit der Wertpapierleihe als Herzstück.

Bei etablierten Handelsbeziehungen ist eine Besicherung von 100% eher unüblich. Normalerweise kann von einer Besicherung von 40% ausgegangen werden.

Schaubild 4: Schematische Darstellung eines Leerverkaufs



Quelle: Eigene Darstellung auf Grundlage von: Kaiser, Dieter G.: Hedgefonds, Wiesbaden 2004.

Der Break- Even-Punkt des Leerverkaufs ist erreicht, wenn das leerverkaufte Wertpapier um die Differenz zwischen Leihgebühr und Zinseinnahmen sinkt.

Im Gegensatz zu Hedgefonds-Strategien, die auf Futures basieren, bei denen zumeist nur ein Bruchteil des Exposures als Sicherheit hinterlegt werden muss, können andere Strategien Leverage nur durch externe Finanzierung aufbauen. Substanzielle Leverage-Möglichkeiten bieten z.B. das Verleihen eigener Aktienpositionen, die Verpfändung von Rentenwerten oder Optionen.

Besonders Letztere bieten die Möglichkeit, das Portfolio zu hebeln. Die Hebelwirkung entsteht, weil sich mit relativ geringem Kapitaleinsatz vergleichsweise hohe Volumina des Basiswertes (Underlying) „bewegen“ lassen.

Der Einsatz von Fremdkapital hilft Hedgefonds, bestimmte bzw. gewünschte Rendite-Risiko-Profile abzubilden. Hierbei kommt es bei den verschiedenen Strategien auch zu unterschiedlichen „Kredithebeln“, wie Schaubild 5 verdeutlicht. Offensichtlich weisen nur

relativ wenige Hedgefonds ein hohes Leverage auf. Fast ein Drittel aller Fonds gibt an, nicht auf die Hebelwirkung fremdfinanzierter Positionen zu setzen. Ein Leverage von 2:1 oder weniger findet sich bei 45%. Bei den restlichen Fonds (28%) liegt das Verhältnis bei mehr als 2:1 und in der Spitze nur in seltenen Fällen über 10:1. Die mit einem hohen Einsatz von Fremdkapital verbundenen Risiken konzentrieren sich folglich auf relativ wenige Fonds. Ein hohes Leverage gehen insbesondere die gegenüber dem systematischen Risiko (Marktrisiko) weniger empfindlichen Market Neutral Arbitrage und Global Macro ein.

Disziplinen und Strategien

In der Literatur existieren diverse Hedgefonds-Disziplinen bzw. -Strategien und noch mehr verschiedene Klassifizierungen. Schaubild 6 (S. 10) zeigt die Klassifizierung des Hedgefonds-Universums aus unserer Sicht. Detaillierte Infos, welches Handelsinstrument als Disziplin und welches als Strategie bezeichnet werden kann und was sich genau dahinter verbirgt, werden später genauer beleuchtet.

Schaubild 5: Leverage in einzelnen Hedgefonds-Strategien

Kategorie	Keine Leverage	Kleiner als 2:1	Größer als 2:1	Leverage
Macro	11,3	37,1	51,6	88,7
Market Neutral Arbitrage	18,3	22,8	58,8	81,6
Event-Driven	20,7	60,1	19,2	79,3
Opportunistic	20,8	44,5	34,7	79,2
Aggr. Growth	24,5	59,3	16,2	75,5
Market Neutral	25,4	29,5	45,1	74,6
Value	26,3	56,3	17,4	73,7
Alle Fonds	27,0	45,1	27,9	73,0
Several Strat.	30,2	38,8	31,0	89,8
Fund of funds	31,9	51,0	17,1	68,1
Short Selling	32,6	44,2	23,3	67,5
Emer. Markets	36,3	46,8	16,9	63,7
Market Timing	38,2	22,9	38,9	61,8
Fixed Inc. Arb.	43,2	29,7	27,0	56,7
Distr. Sec.	48,2	45,6	6,1	51,7

Angaben in% der Fondszahl je Kategorie.

Daten absteigend sortiert nach dem Leveragegrad.

Datenstand: 31.12. 2002

Quelle: Van Hedge Funds Advisors.

Hedgefonds: Strategien

Im ersten Abschnitt ging es um Historie, Kennzeichnung und Einordnung von Hedgefonds. Jetzt geht es ans Eingemachte: Disziplinen und Strategien. Was können sie, was dürfen sie?

Hedgefonds haben deutlich breiter gefächerte Anlagemöglichkeiten als traditionelle Fonds. Anders als diese sind sie nicht zwingend an eine bestimmte Marktentwicklung oder Benchmark gebunden. Der geheimnisvolle Schleier, der über ihnen liegt, lässt sich allerdings schnell lüften, denn bei Licht betrachtet machen Hedgefonds nichts anderes, als verschiedene Handelspositionen (Die Handelspositionen Short und Leverage werden in den Kästen 2–3 auf den Seiten 9 und 10 erläutert) mit unterschiedlichen Assetklassen zu charakteristischen Strategien zu verbinden. Die einzelnen Strategien lassen sich wiederum nach ihren Hauptmerkmalen in Disziplinen clustern.

Disziplinen und Strategien

Die Wahl der Handelspositionen und der Assetklasse bestimmt die Strategien. Eine einheitliche Kategorisierung der Strategien nach Disziplinen ist kaum möglich, denn letztlich hängt jeder Versuch der Kategorisierung vom Blickwinkel und damit vom Investor/Fondsmanager ab. So kann z.B. der jeweilige Beitrag einer Strategie für das Portfolio im Vordergrund stehen (z.B. Ertragssteigerung oder Risikoreduktion) oder die typischen Merkmale der Strategie selbst. Letztere wurden als Grundlage dieser Publikation gewählt (vgl. Schaubild 6, S. 10). Auch hier kann es, zumindest in Teilbereichen, zu Überlappungen kommen. So ist es z.B. durchaus möglich, eine Strategie wie Merger-Arbitrage sowohl unter Event Driven als auch unter Relative Value zu erfassen. Entscheidend bei der Einordnung ist immer das Hauptmerkmal der Strategie. Hedgefonds werden hier in fünf Disziplinen eingeteilt.

Die Disziplinen weisen unterschiedliche Charakteristika bzgl. Risiko, Ertrag und der Korrelation zum Kapitalmarkt auf und verfolgen unterschiedliche Ziele.

Die Disziplinen der Fonds sind:

- Equity Long/Short,
- Relative Value,
- Event Driven,
- Managed Futures/CTAs,
- Global Macro.

Die Disziplinen untergliedern sich wiederum in verschiedene Hauptstrategien, die als Sammelbegriffe für weitere Spezifikationen gesehen werden können.

Die Strategien von Hedgefonds unterscheiden sich durch unterschiedliche Kombinationen von Handelspositionen und Assetklassen. Die Kategorisierung der Strategien hängt vom jeweiligen Blickwinkel ab.

Kasten 2

Leerverkauf (Short-Position)

Unter Leerverkäufen wird der Verkauf eines Wertpapiers verstanden, das der Verkäufer zum Zeitpunkt des Verkaufs nicht besitzt und das zu einem späteren Zeitpunkt ausgeliefert werden soll. Ein derartiges Geschäft kann unter der spekulativen Erwartung stehen, dass sich der Verkäufer zum Zeitpunkt der Erfüllung preiswerter am Markt eindecken kann, wodurch er gegenüber dem vereinbarten Verkaufspreis einen entsprechenden Gewinn erzielen würde.

Kasten 3

Leverage

Unter Leverage („Hebelarm“) versteht man die Aufnahme von Krediten mit dem spekulativen Ziel, die (erwartete) Rendite einer Investition mittels Fremdkapital weiter zu steigern. Beispiel: Die Rendite einer Investition in Aktien (Equity) wird mit r_e erhofft. Zum Eigenkapital E wird Fremdkapital F aufgenommen, das mit r_f zu verzinsen ist. Der erhoffte Return auf die Aktien ohne Aufnahme von Fremdkapital ist r_a . Unter Einsatz von Fremdkapital ergibt sich dann die Rendite der Aktie r_e wie folgt:

$$r_e = r_a + F/E * (r_a - r_f)$$

Solange die Rendite auf die gesamten Assets größer ist als die Kosten des Fremdkapitals gilt: Mit steigender Fremdfinanzierung F , steigt die Rendite des Aktieninvestments – und dies um so stärker, je höher die Kreditfinanzierung ist. Eine Hebelwirkung. Bleibt zu betonen, dass es sich um erhoffte Renditen handelt. Durch die Spekulation darauf kann es aber auch zu Verlusten kommen.

Marktneutral oder direktional?

Je nach Ausgestaltung können sich die Strategien marktneutral oder direktional zum Markt verhalten:

- Eine marktneutrale Strategie strebt ein positives Ergebnis unabhängig von der Marktentwicklung an. Gewinne können sowohl in fallenden als auch in steigenden Märkten entstehen.
- Eine direktionale Strategie entwickelt sich mit dem Markt. Bei der Disziplin Equity Long/Short wird dies verdeutlicht.

Equity Long/Short

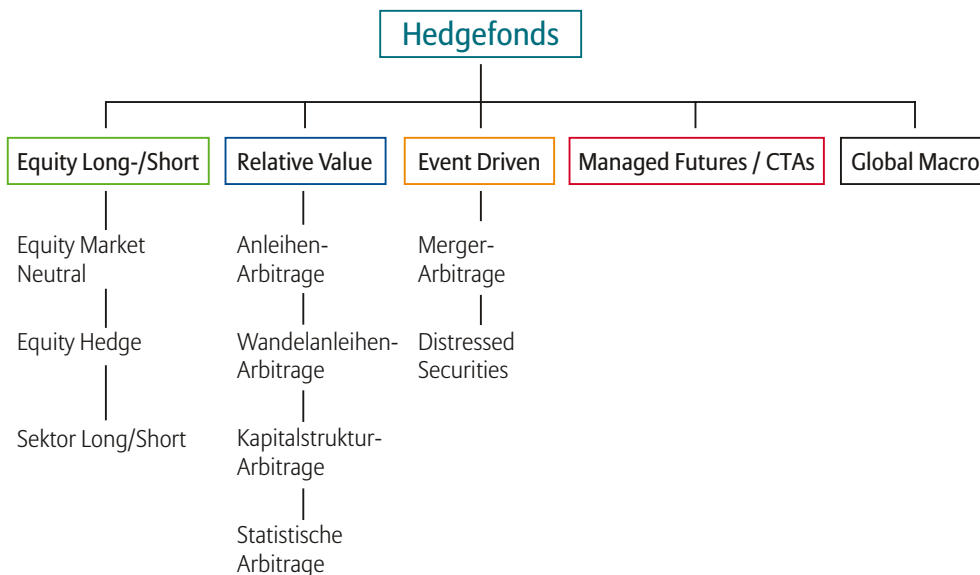
Long/Short-Disziplinen sind gekennzeichnet durch das gleichzeitige Kaufen („long“) bzw. Leerverkaufen („short“) bestimmter Aktien. Im Wesentlichen lassen sich drei Hauptstrategien unterscheiden:

- 1 Marktneutral,
- 2 Hedging (Direktional),
- 3 Sektor Long/Short.

Der Erfolg der Strategie hängt im Wesentlichen von der Aktienausswahl sowie davon ab, inwieweit es dem Fondsmanager gelingt, die künftige Entwicklung der Aktienmärkte zutreffend zu prognostizieren. Dabei kann es auch zum (zusätzlichen) Einsatz von Fremdkapital kommen.

Disziplin 1
Equity Long/Short

Schaubild 6: Disziplinen und Strategien von Hedgefonds



Der Zielfonds, der sich dieser Strategie bedient, nimmt im Falle steigender Aktienmärkte an der positiven Entwicklung der Werte teil, die er als Long-Position in seinem Portfolio hält. Hingegen vermindert regelmäßig der Anteil des Zielfonds, der „short“ verkauft wird, d.h. die Werte, für die der Zielfondsmanager Leerverkäufe eingegangen ist, die Verluste in Phasen fallender Aktienmärkte. Diese ursprünglich zur Absicherung eingegangene Position kann unter Umständen auch zu Gewinnen führen. Aus der Kombination von „long“ und „short“ sowie dem Aktienuniversum, aus dem die einzelnen Titel ausgewählt werden, ergeben sich dann die typischen Strategien.

Die beiden Extremformen der Long/Short-Disziplin könnten aus einer reinen Long- bzw. Short- Strategie bestehen (wobei eine reine Long- Position einem klassischen Aktienportfolio entspricht), oder, wie nachfolgend betrachtet, aus einer Mischung beider Strategien.

Equity Market Neutral

Bei einer aktienmarktneutralen Strategie in Reinform (Equity Market Neutral) bezieht der Hedgefonds Long- und Short- Positionen in ein breit diversifiziertes Portfolio mit ein. Der Investor verkauft als überbewertet eingeschätzte Aktien und kauft zum gleichen

Wert Aktien leer, die er für unterbewertet hält. Der Erlös des Verkaufs finanziert die Long-Position. Die Nettoinvestitionsquote ist (im Idealfall) Null. Es wird versucht, das Portfolio insgesamt neutral zu den Entwicklungen des Marktes auszurichten. Ausgeglichene Ergebnisse sind möglich, auch wenn beide Positionen steigen oder fallen.

Beispiel 1:

X wird zu 100 leer verkauft. Mit dem Erlös werden zwei Aktien Y zu 50 gekauft. Fällt X auf 80, gewinnt die Short-Position um 20 an Wert. Sinkt Y gleichzeitig auf 45, ist der Erlös insgesamt 10 (vgl. Schaubild 7, Beispiel 1).

Equity Hedge

Bei Equity Hedge geht der Fondsmanager aktiv ein Marktrisiko ein, er schließt es nicht, wie bei Equity Market Neutral, aus. Die Symmetrie, wie noch in Beispiel 1 gegeben, wird verlassen. Schon wenn nur eine Aktie steigt oder fällt, kommt es zu einem Gewinn oder Verlust. In der Regel überwiegt dabei der Anteil an Long-Positionen. Entsprechend hat die Strategie einen sogenannten „Long Bias“, d.h. sie wird von steigenden Märkten begünstigt. Anders als bei der marktneutralen Strategie hält der Investor ein Übergewicht in der Longposition.

Marktneutrale vs. direktionale Strategien.

Schaubild 7: Long/Short-Strategien mit und ohne Fremdkapital

Aktie	Aktie X					
Y	80	90	100	110	120	130
40	0	-10	-20	-30	-40	-50
45	10	0	10	-20	-30	-40
50	20	10	0	-10	-20	-30
55	30	20	10	0	-10	-20
60	40	30	20	10	0	-10
65	50	40	30	20	10	0
70	60	50	40	30	20	10

Aktie	Aktie X					
Y	80	90	100	110	120	130
40	-10	-20	-30	-40	-50	-60
45	5	-5	15	-25	-35	-45
50	20	10	0	-10	-20	-30
55	35	25	15	5	-5	-15
60	50	40	30	20	10	0
65	65	55	45	35	25	15
70	80	70	60	50	40	30

Bsp. 1:
Mit einer Nettoinvestitionsquote von Null werden die Aktie X zu 100 leer verkauft und 2 Aktien Y zu 50 gekauft.

Bsp. 2:
Es werden eine Aktie X zu 100 leer verkauft und 3 Aktien Y zu 50 gekauft. Die Nettoinvestitionsquote ist 50. Die Tabellen geben das Resultat der Position bei den jeweiligen Kursänderungen von Y und X wieder. Zur Vereinfachung wurde von Leihgebühren etc. abgesehen.

Aber auch ein sogenannter Short Bias ist vorstellbar. Entsprechend würde die Strategie dabei von fallenden Märkten profitieren. Die Long/Short-Positionen verlaufen dann di-rektional und nicht mehr neutral, d. h. sie entwickeln sich mit dem Markt. Zum Bei-spiel kann beim Aktienkauf zusätzlich zur Finanzierung durch Leerverkäufe noch Fremdkapital aufgenommen werden. Die Nettoinvestitionsquote weicht von Null ab. Das Ergebnis kann positiv sein, auch wenn beide Aktien steigen, bzw. negativ, wenn bei-
de fallen.

Beispiel 2:

Eine Aktie X wird zu 100 leer verkauft und dafür werden zwei Aktien Y zu 50 gekauft. Unter Einsatz von Fremdkapital wird noch eine weitere Aktie Y gekauft. Fällt X auf 80, steigt der Wert dieses Leerverkaufs um 20. Fällt Y aber gleichzeitig um 10, ergibt sich hier ein Verlust von 30. Insgesamt ist das Engagement mit 10 im Minus. (Vgl. Schau-bild 7, S. 11, Beispiel 2.)

Sektor Long/ Short

Eine weitere Untergliederungsmöglichkeit der Disziplin Equity Long/Short bietet die Ausrichtung auf bestimmte Sektoren, wie Technologie. Technology Long/Short zielt z.B. darauf, Long-Positionen in Technologie-aktien aufzubauen und Leerverkäufe von Wertpapieren der Technologiegesellschaften vorzunehmen, von denen der Fonds-manager annimmt, dass sie den an sie gestellten Markterwartungen- z.B. aufgrund erwarteten wachsenden Wettbewerbs, als veraltet eingeschätzter Produkte oder prog-nostizierten technologischen Wandels- zukünftig nicht gerecht werden. Solche Leerverkäufe sollen möglichst die Risiken der Strategie vermindern, indem sie die möglichen großen Schwankungen der zugrunde liegenden Long-Positionen des Portfolios teilweise ausgleichen.

Bei den sogenannten pair trades werden Aktienpaare innerhalb eines Sektors gebil-det. Dabei wird die unterbewertet erschei-nende Aktie gekauft, die als zu teuer erschei-nende wird verkauft. Behält der Investor recht, gleichen sich die Bewertungen der Aktienpaare an. Er erzielt einen Erlös, der vom Markt unabhängig ist.

Kasten 4

Arbitrage

Von der ursprünglichen Bedeutung meint Arbitrage das risikolose Ausnützen von Preisunterschieden, die sich z.B. durch die Zersplitterung des Marktes in verschiedene Handelsorte, eine ungleich verteilte Infor-mation oder Bewertungs- und Handel-stools, die nicht allen Marktteilnehmern gleichermaßen zur Verfügung stehen, ergeben. Durch die Technisierung und Internationalisierung des Wertpapierhan-dels ist diese Möglichkeit in ihrer Reinform weitestgehend verschwunden. Entspre-chend hat sich der Bedeutungsinhalt von Arbitrage gewandelt. Nunmehr wird dar-unter insbesondere der gleichzeitige Kauf und Verkauf von ähnlichen (nicht: glei-chen) Wertpapieren verstanden, die unge-wöhnliche Preisdifferenzen aufweisen. I.d.R. werden zumindest begrenzte Risiken eingegangen.

Die zweite Disziplin Relative Value fasst Strategien zusammen, die auf Arbitrage setzen.

Arbitrage: Die Ausweitung eines Begriffs.

Eine weitere Unterglie-de-rungsmöglichkeit der Disziplin Equity Long/ Short.

Relative Value

Relative Value-Strategien setzen an der (unterstellten) Fehlbewertung bestimmter Wertpapiere an. Sie setzen auf Arbitrage.

Anleihen- Arbitrage

Aus rechtlicher Sicht besteht ein Leerverkauf. Fixed Income- Arbitrage ist eine Strategie, bei der der Fondsmanager insbesondere solche festverzinslichen Wertpapiere kauft, die er für unterbewertet hält, und solche Wertpapiere verkauft, die er als überbewertet betrachtet. Relative Preisabweichungen der entsprechenden Wertpapiere können meist vorübergehend infolge lokaler oder globaler Ereignisse, wegen vorübergehenden Ungleichgewichten zwischen Angebot und Nachfrage oder aufgrund von unterschiedlichen Buchhaltungsstandards oder aufsichtsrechtlichen Regelungen in einer bestimmten Region entstehen. Ein anderer Grund für relative Preisabweichungen kann darin liegen, dass Käufer und Verkäufer von Wertpapieren entsprechend ihren Risikopräferenzen, Absicherungsbedürfnissen oder Anlageeinschätzungen unterschiedliche Anlagen suchen. Die Manager dieser Strategien nutzen häufig einen hohen Leverage, um an den regelmäßig nur geringen Unterschieden entsprechend partizipieren zu können.

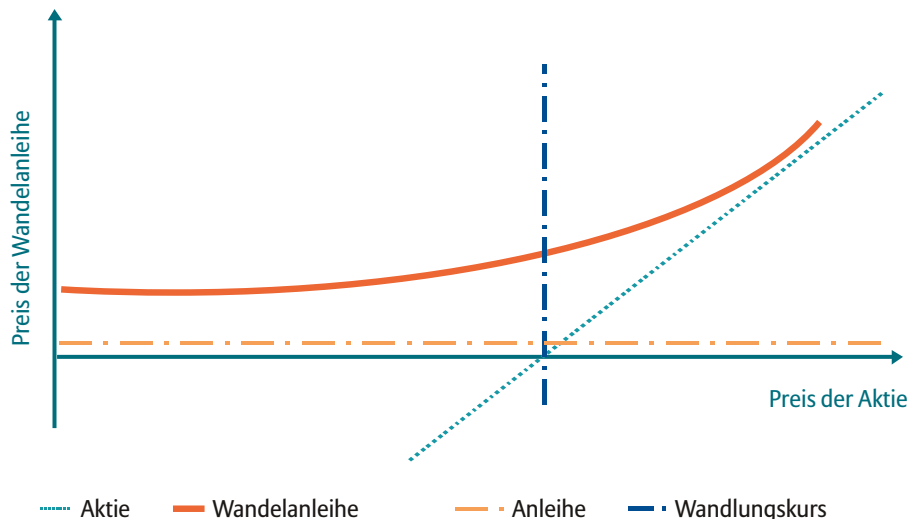
Wandelanleihen-Arbitrage (Convertible Bond- Arbitrage)

Die Motivation für eine solche Transaktion ist, dass Wandelanleihen festverzinsliche Wertpapiere sind, bei denen der Investor das Recht erhält, statt der Rückzahlung der Unternehmensanleihe eine bestimmte Anzahl eines vorher bestimmten Gutes, z.B. Aktien, zu einem vorher bestimmten Kurs zu verlangen. Er wird diese Möglichkeit wahrnehmen, sobald die Aktien am Markt mehr wert sind als der vereinbarte Wandelkurs. Er wandelt die Anleihe zum vereinbarten Kurs in Aktien um und kann diese dann – zu einem höheren Preis – wieder verkaufen.

Ziel einer Convertible Bond- Arbitrage ist es entsprechend, relative Preisineffizienzen zwischen wandelbaren Wertpapieren, wie zum Beispiel Wandelanleihen, und korrespondierenden Aktien auszunutzen. Der Zielfondsmanager erwirbt die wandelbaren Wertpapiere und tätigt zur Reduzierung des Aktienrisikos Leerverkäufe (Short-Position) in den der Wandelanleihe zugrunde liegenden Aktien. Daneben kann auch die Markteinschätzung des Zielfondsmanagers gegenüber der Aktie mit in das Geschäft einfließen, indem eine Short-Position über- oder unterproportional zum jeweiligen Wandlungsverhältnis aufgebaut wird hieraus resultieren zusätzliche Chancen und Risiken.

Arbitrage- Geschäfte können auf verschiedenen Strategien beruhen. Die Wandelanleihen-Arbitrage setzt auf Preisineffizienzen bei wandelbaren Wertpapieren.

Schaubild 8: Wandelanleihen-Arbitrage



Quelle: Eigene Darstellung

Beispiel 3

Die Wandelanleihe beläuft sich auf einen Nominalbetrag von 1.000 Euro. Die Rückzahlung soll zu 100% erfolgen oder gegen 20 Aktien des emittierenden Unternehmens. Die Rückzahlung in Aktien lohnt sich damit ab einem Kurs von 50 Euro („Wandelkurs“).

Dieses Konstrukt entspricht der Verbindung einer Anleihe, verbunden mit einer Kaufoption (Call) auf die Aktie des Unternehmens. Dafür, dass der Investor mit der Anleihe eine Option erhält, zahlt er eine Prämie in Form eines unter dem Marktniveau liegenden Kupons.

Aktienkurse, die in der Nähe des in der Wandelanleihe vereinbarten Wandlungskurses liegen, neigen zu einem asymmetrischen Profil: Die Wandelanleihe reagiert auf Preisrückgänge der Aktien weniger stark. Dies kann vom Manager genutzt werden: Er kauft eine Wandelanleihe und verkauft eine entsprechende Anzahl Aktien leer. Unabhängig davon, ob die Aktie in der Folge steigt oder fällt, erzielt er einen Gewinn: Die Long-Position bleibt in beiden Fällen teurer als die Short-Position. Der Gewinn liegt in der Differenz der beiden Positionen (vgl. Schaubild 8). Dies funktioniert allerdings nur, wenn das Zinsniveau nicht stark schwankt oder speziell abgesichert wird, was bei Unternehmensanleihen allerdings oft nicht möglich ist.

Grund: Die Zinsänderung greift unmittelbar am Anleihecharakter des Convertibles an und führt, bei steigenden Zinsen, zu einem fallenden Anleihekurs, unabhängig davon, wie sich die Aktie verhält. Das kann den Gewinn verhageln und zu Verlusten führen.

Statistische Arbitrage

Statistical Arbitrage-Händler versuchen, angenommene kurzfristige und langfristige Fehlbewertungen von Wertpapieren, die mit Hilfe mathematischer Modelle berechnet werden, zu nutzen und dadurch unabhängig von Marktschwankungen einen Gewinn zu erzielen. Zielfondsmanager, die statistische Arbitrage durchführen, setzen darauf, dass die Entwicklung der Märkte und der

Wertpapiere gewissen, durch Betrachtung von Vergangenheitsdaten festzustellenden Normen folgen. Geschäfte nach dieser Strategie können auf Modellen beruhen, die sich auf kurzfristige Unternehmensereignisse (bspw. Kapitaländerungen durch Ausgabe neuer Aktien oder Anleihen) und strukturelle Zusammenhänge zwischen bestimmten Wertpapieren konzentrieren oder langfristigen Modellen folgen, die auf einer unterstellten Form der Preisentwicklung eines bestimmten Wertpapiers in der Vergangenheit basieren. Ein wichtiger Bestandteil dieser Strategie ist der effiziente Einsatz von Aktienoptionen, um von angenommenen Preisanomalien zu profitieren.

Capital-Structure Arbitrage

Capital Structure- Arbitrage-Händler versuchen, relative Fehlbewertungen von Kreditinstrumenten, Aktien oder anderer Finanzinstrumente eines Unternehmens auszunutzen. Das Risiko der Anlage in die entsprechenden Kreditinstrumente soll zum Beispiel durch einen Leerverkauf anderer Wertpapiere des Unternehmens reduziert werden.

Event Driven

Unter Event Driven sind vornehmlich Strategien zu verstehen, die auf dem Lebenszyklus eines Unternehmens abstellt. Der Fondsmanager investiert in Einzeltitel, bei denen er bestimmte Unternehmensereignisse erwartet und dabei annimmt, dass diese Ereignisse noch nicht in dem aktuellen Kurs berücksichtigt sind. Solche Ereignisse können insbesondere verschiedene Unternehmenstransaktionen sein, wie z.B. Spin-Offs, Fusionen bzw. Akquisitionen, finanzielle Reorganisationen bei drohender Insolvenz oder Aktienrückkäufe. Die Gewinne sollen u.a. durch Einsatz von Long- und Short-Positionen in Aktien, verzinslichen Wertpapieren und Optionen erzielt werden.

Unterformen von der Event Driven-Disziplin sind u.a. Merger -Arbitrage und Distressed Securities Investments.

Eine einheitliche Kategorisierung der Strategien nach Disziplinen ist kaum möglich, denn letztlich hängt jeder Versuch der Kategorisierung vom Blickwinkel und damit vom Investor/Fondsmanager ab. Es ist durchaus möglich, eine Strategie wie Merger -Arbitrage sowohl unter Event Driven als auch unter Relative Value zu erfassen. Entscheidend bei der Einordnung ist immer das Hauptmerkmal der Strategie.

Disziplin 3:
Event Driven

Merger Arbitrage

Merger-Arbitrage-Manager versuchen, erwartete Preisunterschiede zu nutzen, die bei Wertpapieren, die von einer Fusion, einer Übernahme, einem Übernahmeangebot oder ähnlichen unternehmensbezogenen Transaktionen betroffen sind entstehen. Dabei kann oftmals ein Unterschied zwischen den aktuellen Marktpreisen und den Preisen dieser Wertpapiere nach Abschluss der Transaktion erwartet werden. Dies geschieht i.d.R. dadurch, dass eine Long-Position in den Aktien des zu übernehmenden Unternehmens und eine Short-Position in dem übernehmenden Unternehmen eingegangen wird. Die Breite einer Preisspanne spiegelt in der Regel die Meinung des Marktes wider, für wie wahrscheinlich ein erfolgreicher Abschluss der Transaktion angesehen werden kann. Geschäfte, deren Scheitern als wahrscheinlich gilt, bieten eine höhere Gewinnspanne (auseinanderlaufender Spreads) als sicher anzusehende Unternehmenszusammenschlüsse.

Beispiel 4

Ein Unternehmen mit Kurs X plant, zehn Aktien des Übernahmeziels (Kurs Y) gegen eine Aktie des eigenen Unternehmens zu tauschen. Daraus ergibt sich: $X = 10 * Y$.

Würde die Übernahme als vollkommen sicher gelten, würden die beiden Aktienkurse genau dieser Gleichung entsprechen. Vor dem endgültigen Ende der Umtauschfrist besteht jedoch noch Unsicherheit. Diese drückt sich in einem Risikoabschlag aus, was dazu führt, dass Y etwas weniger als den zehnten Teil von X wert ist. Was macht der Merger-Arbitrageur? Er setzt darauf, dass die Übernahme stattfindet und der Risikoabschlag damit auf Null schrumpft, d.h. er kauft z.B. zehn Anteile von Y . Die Refinanzierung dieses Investments kann er dann über den Leerverkauf eines Anteils von X vornehmen. Am Tag der Übernahme schließt er die Positionen (stellt sich glatt) und streicht den Risikoabschlag auf Aktie Y ein.

Bei dieser Art der Arbitrage kann unterschieden werden in Arbitrageure, die nach der Bekanntgabe des Übernahmeangebots aktiv

werden (wie hier beschrieben), und in Arbitrageure, die schon vor der Bekanntgabe darauf spekulieren. Da bei einer Übernahme i.d.R. für das Zielunternehmen ein höherer Kurs als der am Markt gängige gezahlt wird, sind die Gewinnmöglichkeiten in diesem Fall höher – die Risiken allerdings auch.

Distressed Securities

In der Literatur existieren diverse Hedgefonds – „Distressed Securities“ werden traditionell definiert als Wertpapiere von Gesellschaften, die sich potenziell oder gegenwärtig wegen einer Vielzahl möglicher wirtschaftlicher oder operativer Gründe in einer finanziell schwierigen („distressed“) Situation befinden. Dies führt regelmäßig dazu, dass diese Werte deutlich unter ihrem als fair eingeschätzten Wert gehandelt werden. Entsprechende Wertpapiere unterliegen hohen Schwankungen. Viele Investoren haben ein geringes Interesse, solche Wertpapiere zu halten, da diese generell illiquide und risoreich sind und zudem ständig beobachtet werden müssen. Dies eröffnet die Möglichkeit für Zielfondsmanager, solche Wertpapiere zu einem günstigen Preis zu erwerben und später gewinnbringend zu verkaufen.

Managed Futures

Zielfondsmanager, die sich der Managed Futures/CTA (Commodity Trading Advisor)-Strategien bedienen, versuchen – in der Regel computergestützt – Trends an Finanz- und Warenmärkten zu identifizieren und zu nutzen.

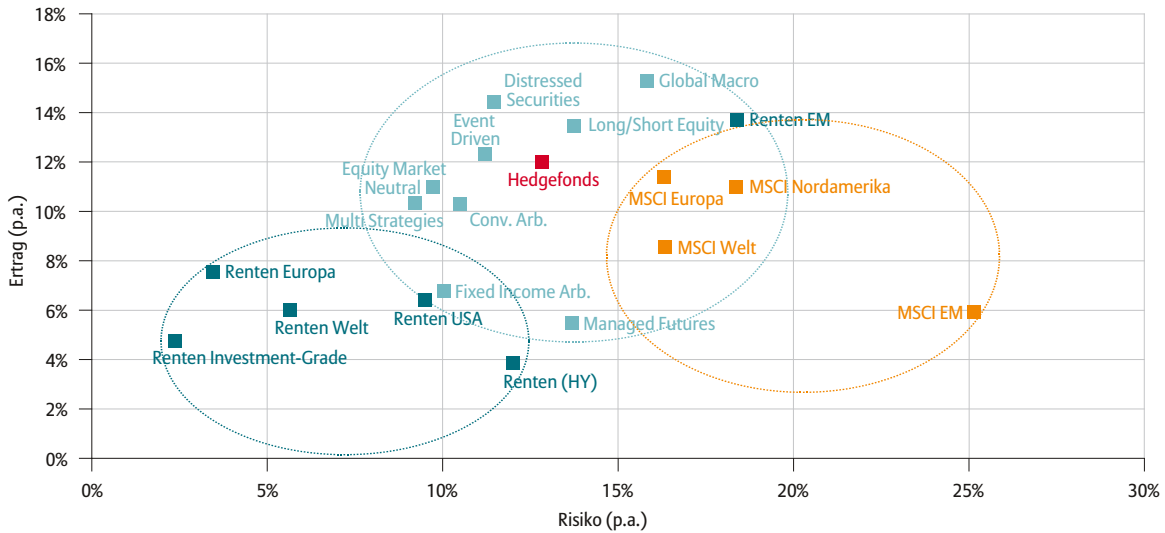
Ihr systematischer Ansatz setzt auf die Preisgestaltungen in einer Vielzahl von Märkten. Ständiges Research und die Fortentwicklung von Handelssystemen sind hierbei von besonderer Wichtigkeit.

Global Macro

Diese Disziplin strebt nach einer möglichst dynamischen und kurzfristigen Anlage des Kapitals weltweit. Global Macro-Zielfondsmanager verwenden Strategien, die sich an einschneidenden Ereignissen der Wirtschaft oder Politik orientieren und dadurch zum

Disziplin 5:
Global Macro

Schaubild 9: Risiko und Ertrag verschiedener Assetklassen: Zeitraum 1995-Juni 2006



Beispiel einen Einfluss auf die Zins- oder sonstige Finanzmarktentwicklung haben können. Sie analysieren die Auswirkungen solcher Ereignisse mit dem Ziel, möglichst sowohl von steigenden als auch von fallenden Märkten profitieren zu können. Der Aufbau eines Portfolios aus als unterbewertet eingeschätzten Wertpapieren und Leerverkäufe verwandter Instrumente, die der Zielfondsmanager als überbewertet einschätzt, werden mit dem Ziel der Gewinnerzielung vorgenommen. Um dieses Ziel möglichst zu erreichen, bedient sich der Zielfondsmanager sowohl Directional Trading– als auch Relative Value-Ansätze. Der Directional Trading-Ansatz setzt auf nicht abgesicherte Long- oder Short-Positionen in verschiedenen Märkten. Im Gegensatz hierzu versucht der Relative Value-Ansatz, das Marktrisiko weitestgehend durch entsprechende Absicherungsgeschäfte einzuschränken.

Zu den spektakulärsten Macro-Strategien gehörte der Angriff auf das britische Pfund 1992, bei dem der von George Soros geführte Quantum Funds erfolgreich gegen das britische Pfund wettete, woraufhin Großbritannien das europäische Währungssystem verlassen musste.

Optimierung

Welchen Beitrag welche Strategien für die Portfoliooptimierung leisten können und welches Ertrags-Risiko-Profil sie in der Vergangenheit hatten (vgl. Schaubild 9, S. 16), erfahren sie auf den nächsten Seiten dieser Publikation.

Hedgefonds: Performance

Dreiklang, die Dritte: Nach „Assetklasse“ und „Strategien“, die Gegenstand der ersten beiden Artikel darstellten, folgt nun „Performance“. Wie schlagen sich Hedgefonds im Performancerennen mit traditionellen Assetklassen?

Erfolgsmessung

Risiko und Ertrag einer Anlageform sind neben der Liquidität die wichtigsten Parameter bei einer Investitionsentscheidung. Dies ist bei Hedgefonds nicht anders. In diesem Teil der Publikation stehen beide Kenngrößen im Mittelpunkt. Die Grundlage der Untersuchung bildet der in Zusammenarbeit von Credit Suisse First Boston (CSFB) und Tremont Advisors berechnete CSFB/Tremont-Index.

Was zeichnet diesen Index im Einzelnen aus?

- Der CSFB/Tremont-Index ist der einzige Hedgefonds-Index, dessen Zusammensetzung nach der sogenannten Größengewichtung kalkuliert wird (s. Kasten 5).
- Neben einem Gesamtindex gibt es zahlreiche Sub-Indizes, die über die Wertentwicklung verschiedener Hedgefonds-Strategien seit Anfang 1994 Auskunft geben.
- Aufgrund der professionellen Indexkonstruktion repliziert jeder Strategie-Index mindestens 85% des verwalteten Vermögens innerhalb des Strategie-Universums (s. Schaubild 10).

Kasten 5

Größengewichtung

Bei der Größengewichtung bzw. Kapitalgewichtung (Asset-weighting) werden die einzelnen Komponenten (Fonds) nach ihrer relativen Größe gewichtet. Beispiel: Ein Sub-Index, der sich aus zwei Hedgefonds mit einem verwalteten Vermögen von 75 Mio. und 25 Mio. USD zusammensetzt, hätte eine Marktkapitalisierung von 100 Mio. USD. Aufgrund der Größengewichtung hätten die Fonds eine Gewichtung von 75% und 25% innerhalb des Index. Angenommen, die Marktkapitalisierung des Master-Index würde sich auf 1 Mrd. USD belaufen, hätte der Sub-Index ein Gewicht von 10% und die beiden Fonds von 7,5% und 2,5%. Im Gegensatz dazu hätten beide Fonds bei einer Gleichgewichtung einen Anteil von 50% am Sub-Index bzw. 5% am Master-Index.

Basis der Berechnungen bildet der CSFB/Tremont-Index.

- Um in den Index aufgenommen zu werden, müssen Fonds einige Mindestanforderungen erfüllen. So müssen sie ein Vermögen von mindestens 10 Mio. US-Dollar verwalten, geprüfte Zwischen- und Jahresberichte vorlegen, eine Mindesthistorie von

Schaubild 10: Konstruktion des CSFB/Tremont-Hedgefonds-Index



Kasten 6

Survivorship Bias und andere Verzerrungen

Unter Survivorship Bias versteht man die Verzerrung – zumeist Überschätzung – von Performancedaten.

Hierbei sind zwei verschiedene Fälle zu unterscheiden: Der Bias kann zum einen dadurch zustande kommen, dass in einer Datenbank nur die Fonds enthalten sind, die schon länger existieren und dies auch in Zukunft tun werden.

Die historischen Daten der Fonds, die ihre Tätigkeit einstellten (Dead Fonds), werden dagegen gelöscht. Somit kann es zu einer „geschönten“ Performance kommen, da nur die überlebenden Fonds, nicht aber die ausgeschiedenen berücksichtigt werden.

Zum anderen kann der Bias auch auf den Fall zurückgeführt werden, dass diejenigen Fonds, die keine Daten mehr übermitteln (Defunct Fonds), aus der Berechnung rausfallen.

Die Folge des Bias ist die Überschätzung der Rendite bei gleichzeitiger Unterschätzung des Risikos. Die Problematik des Survivorship Bias berührt allerdings nicht alleine den Bereich der Hedgefonds, sondern stellt vielmehr ein Problem der Indexkonstruktion dar. Denn auch bei anderen Indizes unterliegt das zugrunde liegende Portfolio Änderungen.

- Neben dem Survivorship Bias können aber noch andere Verzerrungen auftreten, wie z.B. der Double Counting Bias oder der Time Period Bias. Ersterer kann auftreten, wenn sowohl Dachfonds als auch einzelne im Dachfonds enthaltene Fonds in einen Master-Index einfließen und es somit zu einer Doppelzählung kommt. Dem beugt CSFB/Tremont vor, indem Dachfonds nicht berücksichtigt werden.
- Die Problematik des Time Period Bias, d.h. dass sich die Daten auf einen bestimmten, kurzen Zeitabschnitt beziehen, muss auch bei CSFB/Tremont beachtet werden, da die Zahlen erst ab 1994 zur Verfügung stehen.

einem Jahr haben und über die Nettoinventarwerte rechtzeitig und akkurat berichten.

- Eine Ausnahme von der Anforderung der Mindesthistorie wird für Fonds gemacht, die ein Vermögen von mehr als 500 Mio. US-Dollar verwalten. Ohne diese „Schwergewichte“ wäre der Index nicht ausreichend repräsentativ.
- Die Berechnung der Indizes erfolgt monatlich.
- Falls nötig, werden die dem Index zugrunde liegenden Fonds quartalsweise ausgetauscht. Hedgefonds werden zudem erst aus dem Index genommen, wenn sie liquidiert werden oder die erforderlichen Anforderungen nicht mehr erfüllen. Letzteres hilft, den sogenannten Survivorship Bias (s. Kasten 6) zu minimieren.

Performance Gesamtperiode

Wie die Performance von Hedgefonds gemessen wird, ist nun klar. Jetzt lassen wir die Zahlen sprechen. Zur Verdeutlichung, welche Ertrags- und Risikokennziffern von Hedgefonds-Strategien sich im Zeitablauf ergeben, unterscheiden wir zwischen verschiedenen Marktphasen.

- Zunächst folgt die Betrachtung der Gesamtperiode (Zeitraum von 1995 bis Juni 2006; Schaubilder 12-14, S. 20). Anschließend werden die Kennzahlen für unterschiedliche Perioden analysiert.
- Periode 1 spiegelt den Zeitraum von 1995 bis August 2000 wider (s. Schaubilder 15-17, S. 21),
- Periode 2 läuft von September 2000 bis März 2003, s. Schaubilder 18-20, S. 22) und
- Periode 3 beschreibt die Phase von April 2003 bis Juni 2006 (s. Schaubilder 21-23, S. 23).

Wann wird ein Fonds in den Index aufgenommen?

Lassen wir die Zahlen sprechen: Die historische Performance verschiedener Hedgefonds-Strategien wird anhand von drei Perioden untersucht, die sich hinsichtlich der zugrunde liegenden Markttrends unterscheiden

Schaubild 11 zeigt anhand der Entwicklung des Weltaktienmarktes, dass die Perioden 1 und 3 Bullenmärkte waren und somit für steigende Aktienkurse stehen und die Periode 2 eine Bärenmarktphase war, in der die Kurse gesunken sind.

Bleibt noch zu erwähnen, dass zur Darstellung der Rendite- und Risikokennziffern bei den Hedgefonds aus Gründen der Übersichtlichkeit nicht alle Strategien berücksichtigt worden sind. Wir haben auf die Strategien zurückgegriffen, die die verschiedenen Disziplinen adäquat widerspiegeln und somit das gesamte Hedgefonds-Universum repräsentieren. Des Weiteren sind sämtliche Ertrags- und Risikozahlen währungsbereinigt in Euro ausgewiesen. Bei der Wertentwicklung bis Juni 2006 konnten nahezu alle Hedgefonds-Kategorien den MSCI Welt schlagen, der um knapp 9% p.a. zulegte. Die Gesamtheit aller Hedgefonds rentierten mit rund 12% und die beiden Disziplinen Global Macro und Distressed Securities lagen mit gut 15% bzw. 14% an der Spitze. Globale Renten gewannen 6% und fanden sich am unteren Ende wieder.

Bei Betrachtung der Risikokennziffern, gemessen mit der Standardabweichung der annualisierten Vormonatsrenditen vom erwarteten Ertrag, zeigt sich: Die Ertragszahlen werden fast völlig auf den Kopf gestellt. So lagen die relativ renditeschwachen Investments der Rentenpapiere ganz oben, d.h. sie wiesen das geringste Risiko aus. Demgegenüber waren Aktienanlagen in der Indexfamilie des MSCI am riskantesten.

Der Blick auf das Risiko-Ertrags-Diagramm (Schaubild 14, S. 20) offenbart, dass sich die Kapitalmarkttheorie bestätigte: Mit Zunahme des Risikos stieg die Rendite der jeweiligen Investments. Weltweite Aktien waren hierbei gegenüber Hedgefonds ineffizient, denn der CSFB/Tremont-Gesamtindex rentierte bei einem geringeren Risiko höher. Dies unterstreicht auch die Sharpe Ratio von 0,67 (Hedgefonds) gegenüber 0,32 (MSCI Welt).

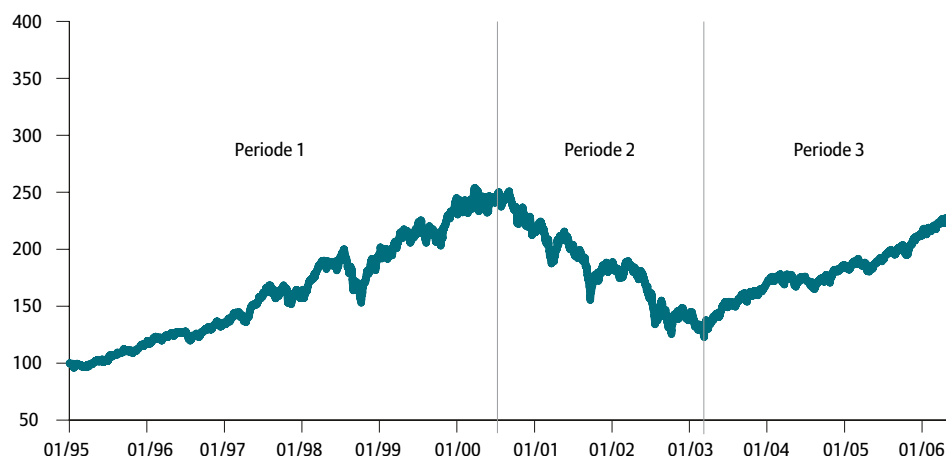
Performance Periode 1 (1995-August 2000)

Zwischen Anfang 1995 und August 2000 schwangen die Bullen ganz klar das Zepter: Der MSCI Welt gewann annualisiert 24% an Wert. Übertroffen wurde er nur noch von Long/Short-Equity mit einer Jahresrendite von mehr als 30%. Der Hedgefonds-Gesamtindex lag mit einem minimalen Abschlag von 0,3 Prozentpunkten ganz knapp hinter dem Weltaktienmarkt. Weltweite und europäische Rentenpapiere (12% bzw. 9%) sowie Managed Futures (9%) lagen am Ende der Renditeskala.

Nicht ganz unerwartet waren europäische und weltweite Renten die Investments mit der geringsten Schwankungsbreite, gefolgt von Multi Strategies und Equity Market Neutral. Die größte Volatilität zeigten Long/Short-Equity und Global Macro. Der Blick auf das Risiko-Ertrags-Diagramm (Schaubild 17, S. 21) zeigt, dass mit Ausnahme von Managed Futures alle anderen Anlagemöglichkeiten wie an der Perlenschnur

Sharpe Ratio steht für die risikoadjustierte Mehrrendite. Mit anderen Worten ist sie die über dem risikolosen Geldmarktsatz liegende Rendite, bezogen auf die Volatilität.

Schaubild 11: Bullen- und Bärenmärkte



Entwicklung des MSCI World seit 1995.

1.1.1995 indiziert auf 100.

Quelle: Datastream

Schaubild 12: Alle Perioden – Wertentwicklung in % p.a., Zeitraum: 1995-Juni 2006

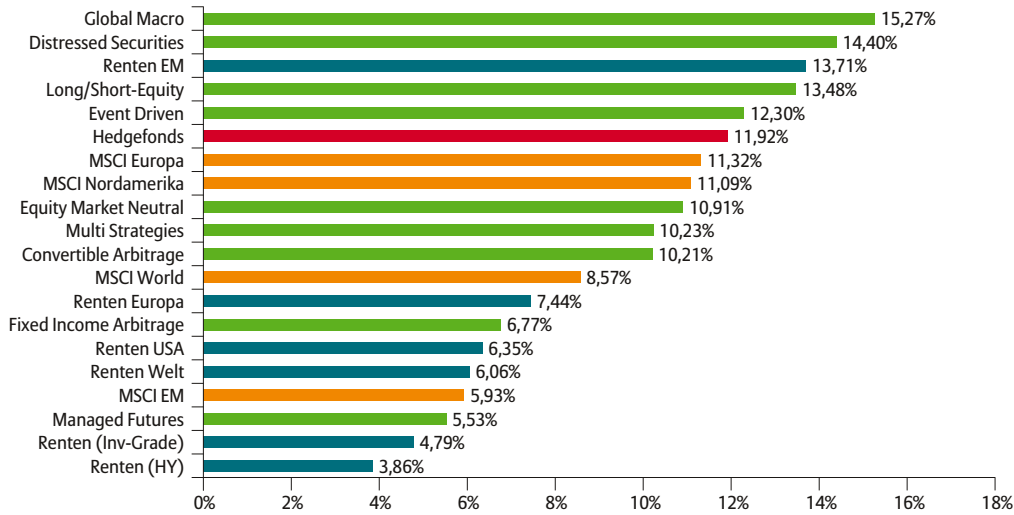


Schaubild 13: Alle Perioden – Risiko in % p.a., Zeitraum: 1995-Juni 2006

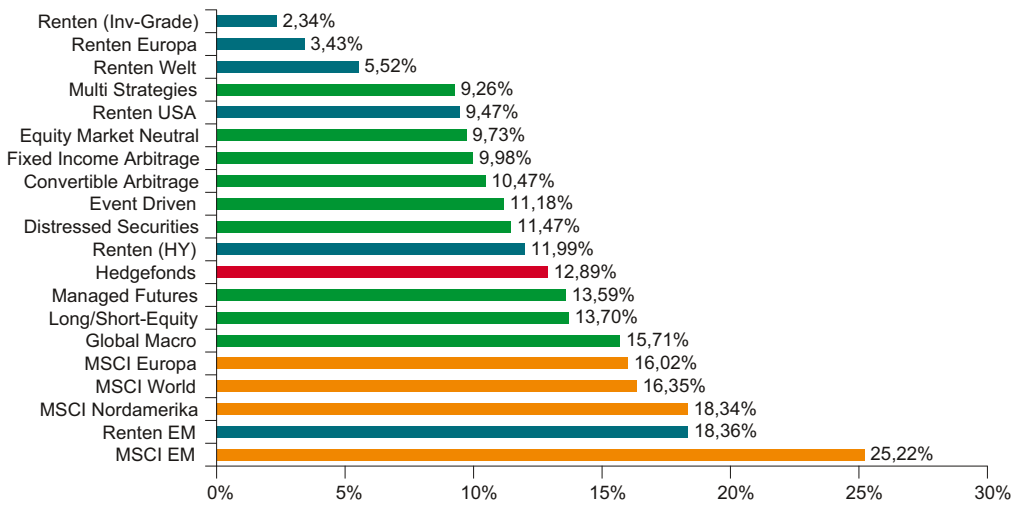


Schaubild 14: Alle Perioden – Wertentwicklung und Risiko in % p.a., Zeitraum: 1995-Juni 2006

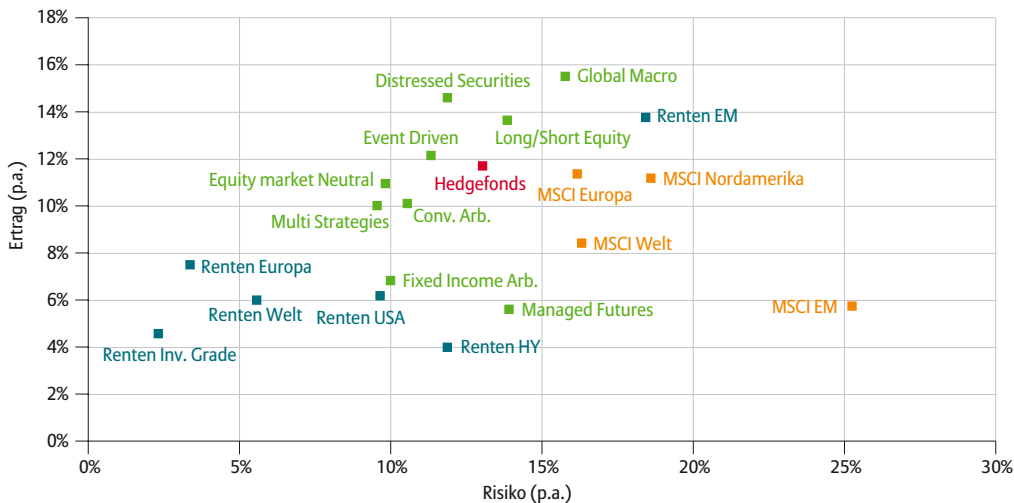


Schaubild 15: Periode 1 – Wertentwicklung in % p.a.; Zeitraum: 1995-August 2000

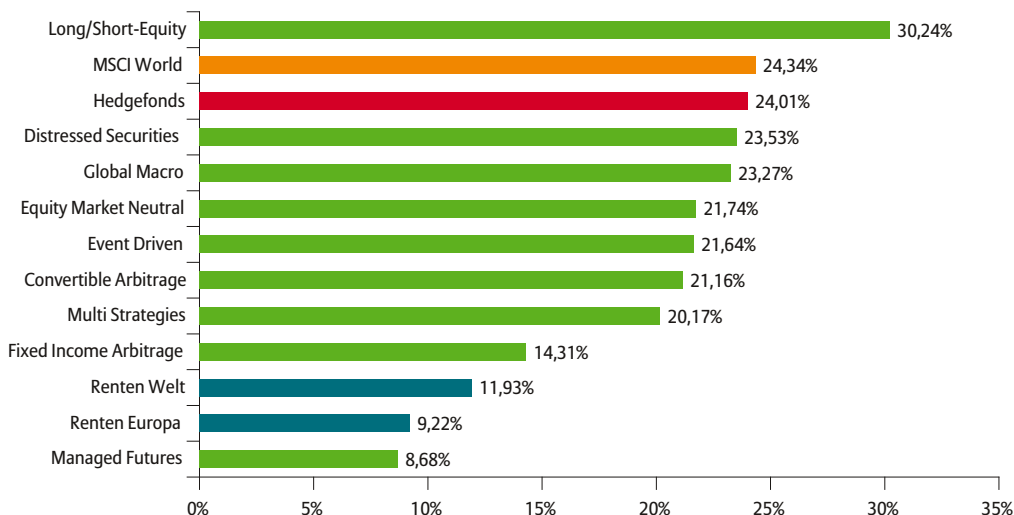


Schaubild 16: Periode 1 – Risiko in % p.a.; Zeitraum: 1995-August 2000

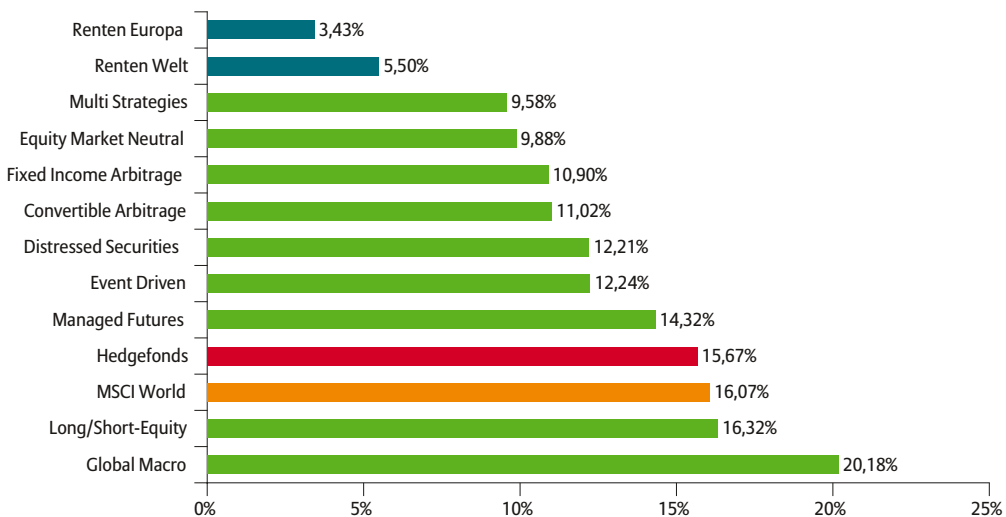


Schaubild 17: Periode 1 – Wertentwicklung und Risiko in % p.a.; Zeitraum: 1995-August 2000

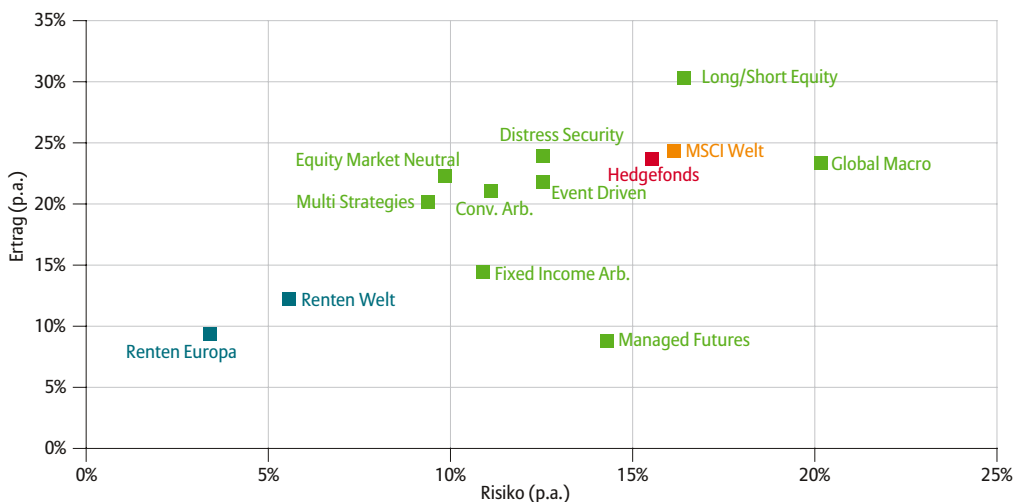


Schaubild 18: Periode 2 – Wertentwicklung in % p.a.; Zeitraum: September 2000-März 2003

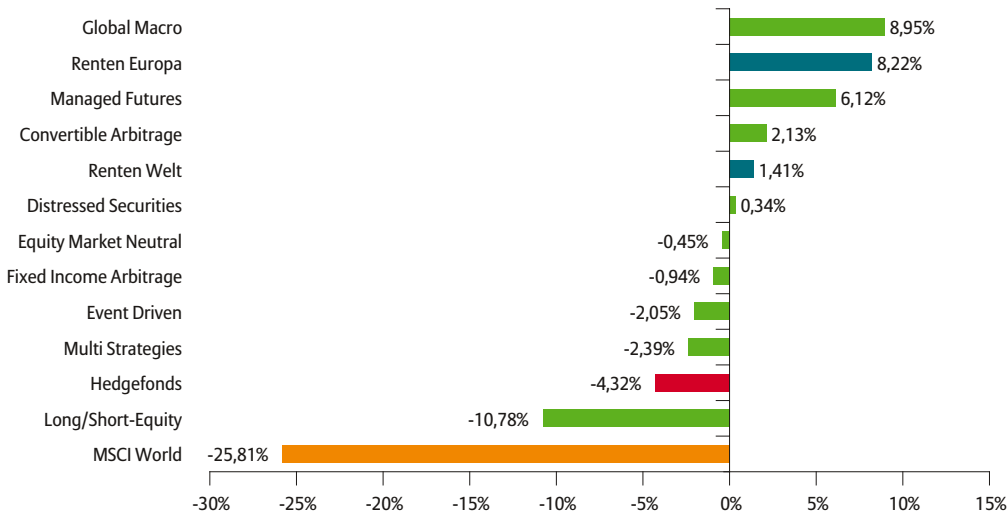


Schaubild 19: Periode 2 – Risiko in % p.a.; Zeitraum: September 2000-März 2003

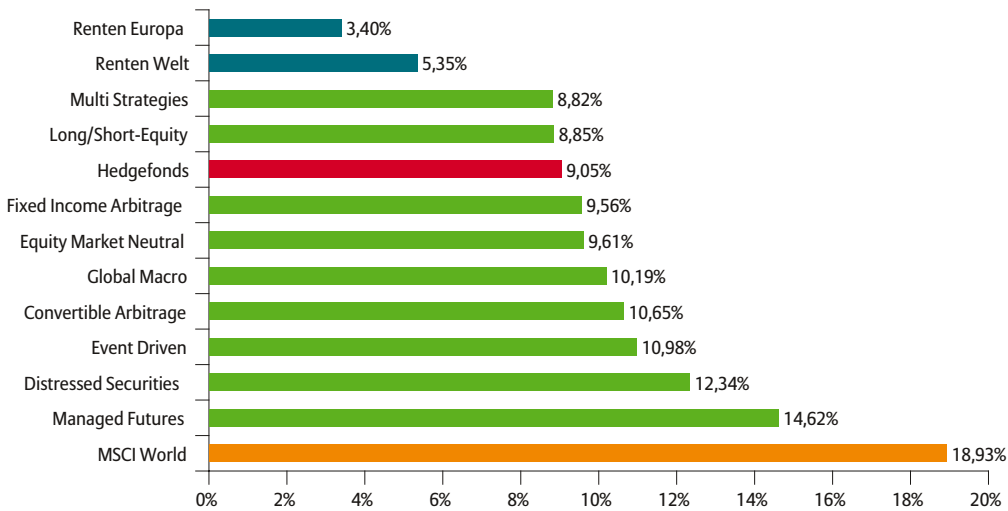


Schaubild 20: Periode 2 – Wertentwicklung und Risiko in % p.a.; Zeitraum: September 2000-März 2003

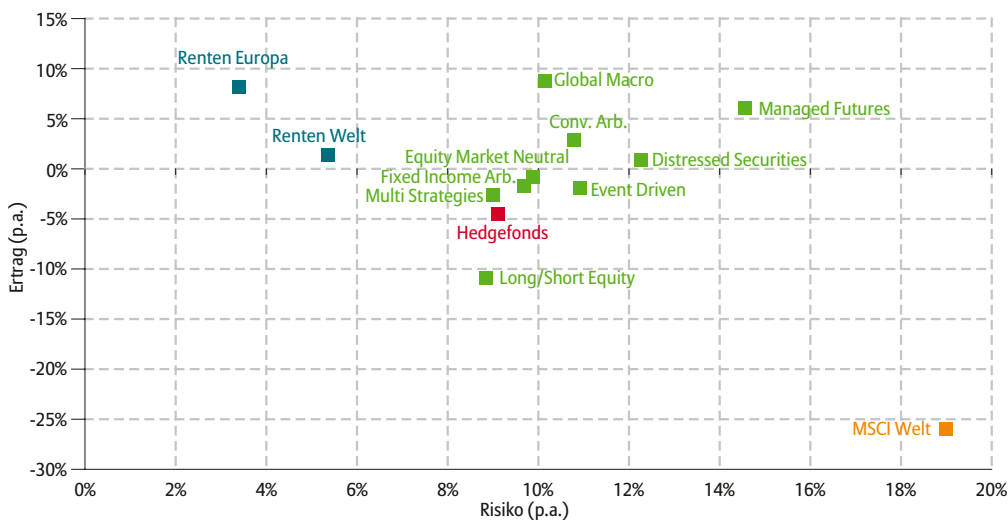


Schaubild 21: Periode 3 – Wertentwicklung in % p.a.; Zeitraum: April 2003-Juni 2006

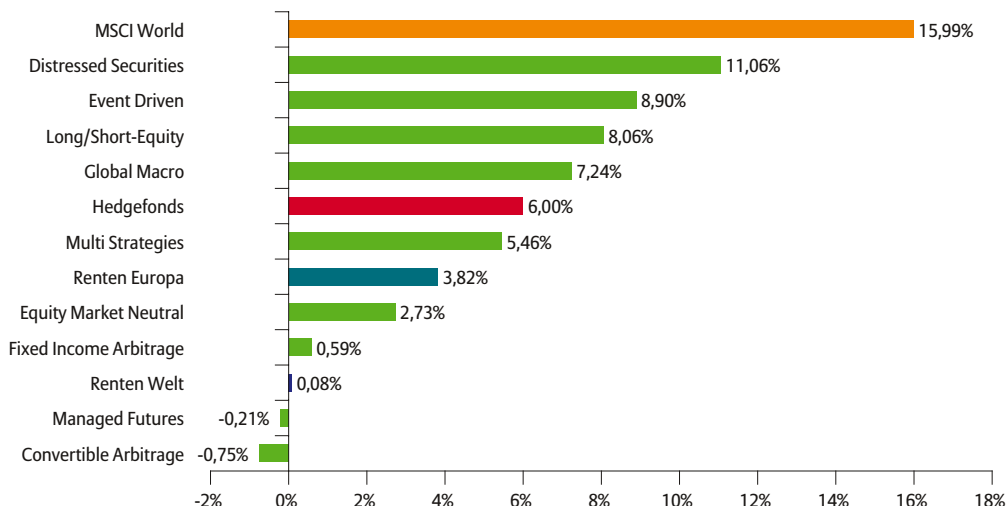


Schaubild 22: Periode 3 – Risiko in % p.a.; Zeitraum: April 2003-Juni 2006

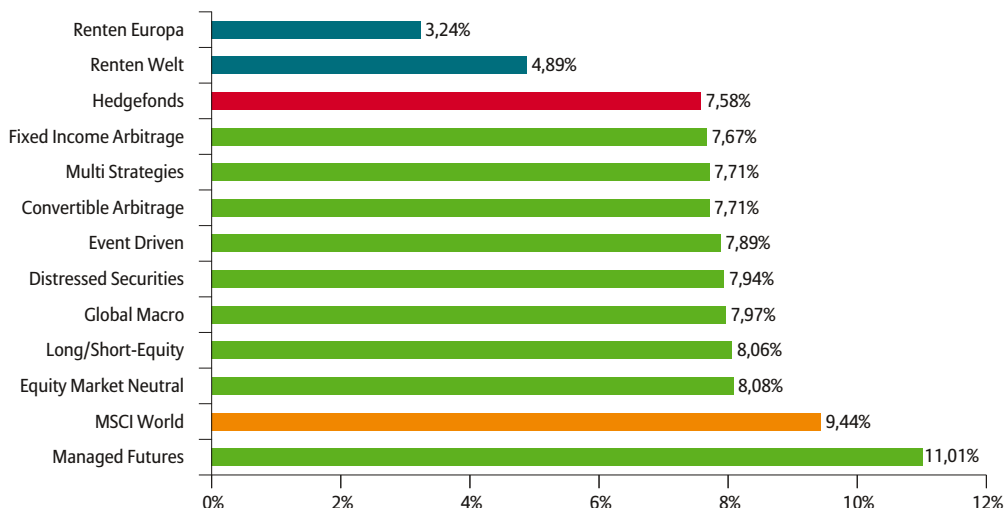
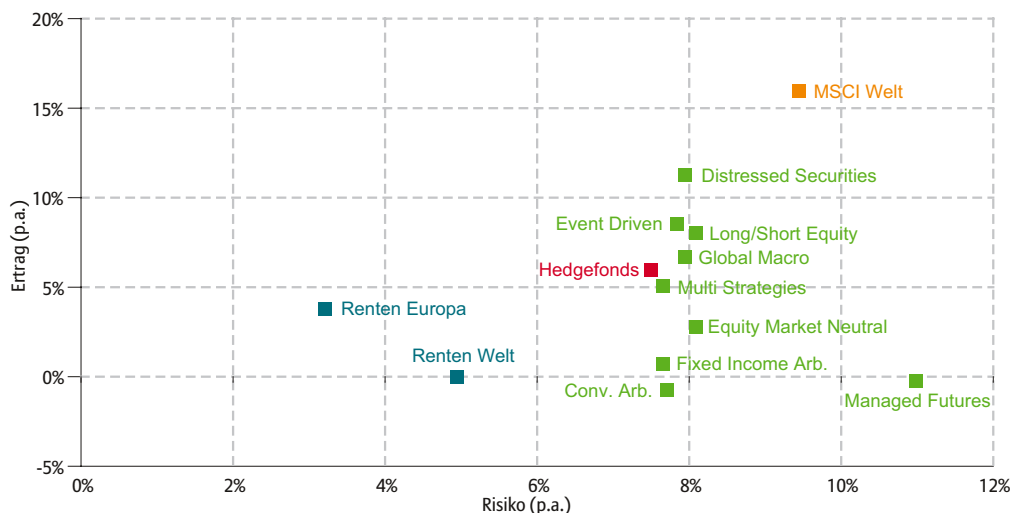


Schaubild 23: Periode 3 – Wertentwicklung und Risiko in % p.a.; April 2003-Juni 2006



aufgereiht sind: Renten Europa bildete das Minimum Varianz-Portfolio, also das Portfolio mit der geringsten Volatilität, und Global Macro das Maximum-Ertrags-Portfolio und somit das Portfolio mit dem höchsten Ertrag. Die Investition in Managed Futures wäre ineffizient gewesen, denn beispielsweise hätte der Investor mit Renten Welt einen höheren Ertrag bei gleichzeitig geringerem Risiko realisieren können. Die Sharpe Ratio bekräftigt dies: Mit 1,51 lagen globale Bonds deutlich über Managed Futures (0,35). Die höchste Ratio hatte Equity Market Neutral mit 1,83.

Performance Periode 2 (September 2000-März 2003)

Kommen wir vom Bullen zum Bären. Mit dem Platzen der Blase an den Aktienmärkten kamen die Notierungen massiv unter Druck. Der MSCI Welt musste in dieser Phase einen Verlust von fast 26% auf Jahressicht hinnehmen. Die anderen Investments schnitten dagegen relativ gut ab. Lediglich Long/Short-Equity musste mit rund 11% ebenfalls einen größeren Wertrückgang verzeichnen. Der Hedgefonds-Gesamtindex verlor „nur“ 4,3%. Mit einem Wertzuwachs von rund 9% konnte allerdings die Hedgefonds-Strategie Global Macro den „Rest der Welt“ klar outperformen. Der Renditeunterschied zwischen MSCI Welt und Global Macro lag somit bei stolzen 34 Prozentpunkten. Auf Jahressicht!

Bezogen auf das mit einer Investition verbundene Risiko rückt das Feld enger zusammen. Die niedrigste Schwankungsbreite hatten einmal mehr europäische und weltweite Bonds, die höchste globale Aktien. Hier lag die Spannbreite insgesamt aber nur bei rund 15 Prozentpunkten.

Verglichen mit Periode 1 hat sich das Risiko-Ertrags-Diagramm (Schaubild 20, S. 22) signifikant verändert. Für diesen Zeitraum haben sich die in der Kapitalmarkttheorie postulierten Zusammenhänge sogar umgekehrt. Das heißt: mit Zunahme des Risikos sank die Rendite. Wer beispielsweise auf MSCI Welt oder Long/Short-Equity setzte, bekam für das dafür eingegangene höhere Risiko zum Dank auch noch eine negative Rendite.

Der Triumphzug des Bären lässt sich auch an der Sharpe Ratio ablesen. Im positiven Terrain befanden sich nur Global Macro, Managed Futures und Renten Europa. Weltweite Bonds kamen auf einen Wert von -0,46, Hedgefonds von -0,90 und MSCI Welt von -1,57.

Performance Periode 3 (April 2003-Juni 2006)

Nach dem Erreichen mehrjähriger Tiefstände an den Aktienbörsen im Frühjahr 2003 zogen sich die Bären zurück und die Bullen übernahmen wieder das Zepter. Dies zeigt sich in der Wertentwicklung: Die beste Rendite lieferten nicht unerwartet die globalen Aktien mit 16%. Die Hedgefonds-Strategien Distressed Securities und Event Driven performten mit etwa 11% bzw. 9% auch gut, konnten aber mit Aktien nicht mithalten. Kein Wunder, schließlich gaben Aktien in Periode 2 auch deutlich stärker nach, so dass ein gewisser Aufholbedarf zu erwarten war. Hingegen verloren die beiden Anlagestrategien Convertible Arbitrage und Managed Futures in diesem Zeitrahmen an Wert.

Die Betrachtung der mit den Renditen verknüpften Risiken zeichnen das gewohnte Bild: Aktien zeigten die höchste Volatilität, Renten die geringste. Auffällig ist allerdings, dass Managed Futures das höchste Risiko aufwies und das, obwohl diese Strategie in der Periode verlustreich war.

Die spürbare Erholung an den Börsen rund um den Globus unterstreicht das Risiko-Ertrags-Diagramm (Schaubild 23, S. 23): Auf der gedanklichen Effizienzlinie lag der MSCI Welt ganz rechts oben und bildete somit das Maximum-Ertrags-Portfolio. Ganz links unten (Minimum-Varianzportfolio) lagen europäische Renten. Und zwischen diesen Extrempolen ordneten sich die Hedgefonds-Strategien ein.

Macht's die Mischung?

Wie wirkt sich die Beimischung von Hedgefonds zu einem Portfolio aus, das aus den traditionellen Assetklassen Aktien und Renten zusammengesetzt ist? Zur Beantwortung dieser Frage haben wir für den Zeit-

Nach fast dreijähriger
Baisse feierten Aktien ein
Comeback.

Große Unterschiede in
der Rendite.

raum von 1995 bis 2005 einer Anlage in globale Renten bzw. Aktien zwei Portfolios gegenübergestellt, die Hedgefonds beigemischt haben. In der Variante „Bewusst“ setzt sich das Portfolio aus 50% Renten, 40% Aktien und 10% Hedgefonds, in der Variante „Chance“ aus 60% Aktien, 30% Renten und 10% Hedgefonds zusammen.

Das Ertragsdiagramm (Schaubild 24, S. 26) zeigt, dass globale Renten mit 6,9% p.a. den geringsten und der MSCI-Welt-Index den höchsten Ertrag erzielt haben. Als Einzelinvestment hätten Hedgefonds mit 12,7% p.a. sogar deutlich höher performt. Im Folgenden liegen die Ertragszahlen recht eng zusammen. Das Portfolio Chance (Portfolio_C) hat mit 8,8% das Portfolio Bewusst (Portfolio_B; 8,4% p.a.) knapp geschlagen.

Bei der Sicht auf das Risiko zeichnet sich jedoch ein etwas anderes Bild ab. Der MSCI-Welt sowie die Hedgefonds stehen mit Volatilitäten von 21,5% bzw. 19% klar an der Spitze, die weltweiten Renten bieten mit 6,3% p.a. das risikoärmste Investment, jedoch in Verbindung mit den geringsten Erträgen.

Die beiden Portfolios bieten bei moderaten Standardabweichungen, 16,7% bzw. 13,7% durchaus gute Erträge. Gerade in Bärenmärkten wie 2001 und 2002 sind die Kurse beider Portfolios verglichen mit einer 100%-Aktien-Anlage (MSCI) nur verhältnismäßig wenig gefallen.

Doch was heißt das nun?

Ausgehend vom Renten-Portfolio hätte ein Anleger mit einem reinen Aktienportfolio seinen Ertrag um 2,3% p.a. gesteigert, wäre aber gleichzeitig ein um über 15 Prozentpunkte p.a. höheres Risiko eingegangen (s. Schaubild 25, S. 26). Übersetzt mit der Sharpe Ratio hätte man sich von 0,42 auf 0,23 verschlechtert. Mit den Mischportfolios, beispielsweise Portfolio Chance, konnte man hingegen den Ertrag gemessen an den Renten um 1,9 Prozentpunkte p.a. steigern, wobei die Standardabweichung nur um 10,4 Prozentpunkte zunahm, sich die Sharpe Ratio ergo nur von 0,42 auf 0,28 verschlechterte. Demzufolge wäre die reine Aktienanlage ineffizienter gewesen und die Mischung hätte es gemacht.

Wichtig hierbei: Wer die Vergangenheit kennt, weiß nicht wie die Zukunft aussieht. Heraklit lehrte bereits, dass niemand zweimal in den gleichen Fluss steigen kann. An den Kapitalmärkten verhält sich dies genauso: Vergangene Entwicklungen, wie sie unserer Untersuchung zugrunde liegen, sind lehrreich. Sie können Wegweiser für die Zukunft sein, sollten aber nicht einfach fortgeschrieben werden.

Schaubild 24: Mischung – Wertentwicklung in % p.a.; Zeitraum: 1995-2005

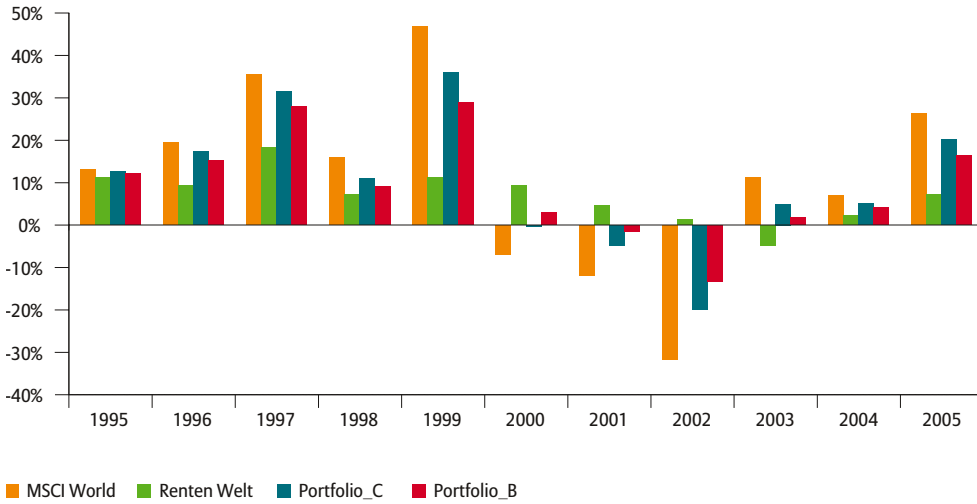


Schaubild 25: Mischung – Risiko in % p.a.; Zeitraum: 1995 - 2005

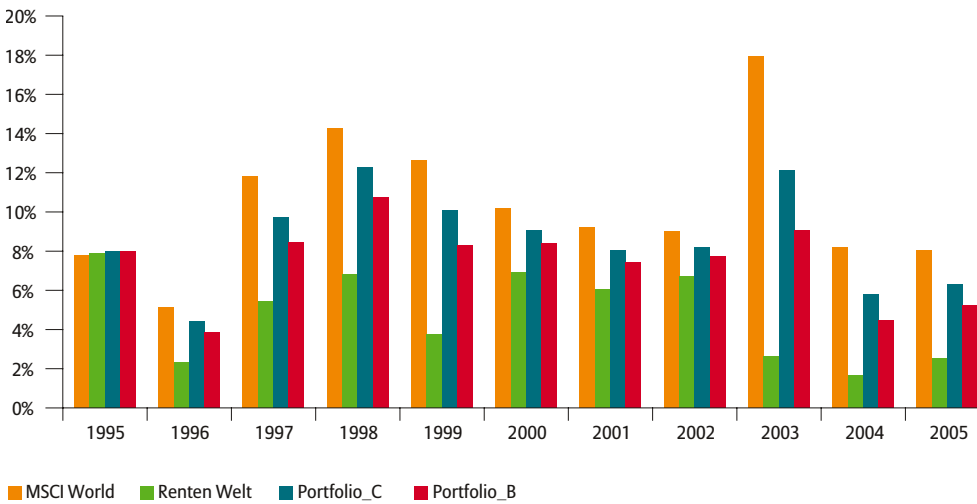
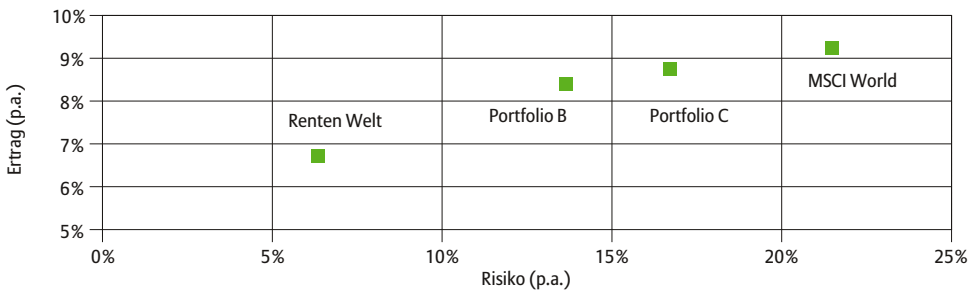


Schaubild 26: Mischung – Wertentwicklung und Risiko in % p.a.; Zeitraum: 1995 - 2005



Summa Oeconomica

- Im gesamten betrachteten Zeitraum von 1995 bis Juni 2006 erbrachten sowohl die meisten Hedgefonds-Strategien als auch der Gesamtindex eine klare Outperformance gegenüber globalen Aktien und Renten. Die damit verbundenen Risiken hielten sich aber in Grenzen und lagen zum Teil auf dem Niveau der Renten. Dies bestätigt auch der Blick auf die Sharpe Ratio.
- In der Periode 1 (1995-August 2000) konnten die meisten Hedgefonds-Strategien mit dem haussierenden Aktienmarkt mithalten. Long/Short-Equity zeigt sich sogar überlegen. Die hiermit verbundenen Risiken waren allerdings recht hoch, was der Blick auf die Sharpe Ratios verdeutlicht.
- Die Phase von September 2000 bis März 2003 war gekennzeichnet von massiven Verlusten an den Börsen. Dagegen konnten die anderen Investments relativ gut abschneiden oder gar Gewinne ausweisen, wie z.B. Managed Futures oder Global Macro. Auch in der Sharpe Ratio zeigten sich die Hedgefonds überlegen.
- In der zweiten Bullenmarktphase (April 2003 bis Juni 2006) waren die Aktien klar überlegen. Dem stand aber auch ein hohes Risiko gegenüber.
- Aufgrund der vorhandenen Datenbasis konnte zwar nur ein recht kurzer Zeitraum untersucht werden. Dennoch lässt sich tendenziell ableiten, dass Hedgefonds in Bullenmärkten mit den Aktienmärkten mithalten konnten, in Bärenmärkten aber deutlich weniger Einbußen hinnehmen müssen.

Investor´s Corner

Wer sich für Hedgefonds interessiert, für den können die beiden Dach-Hedgefonds

· dit-PORTFOLIO OPTIMIZER
(LU0184937562), TER 2,210

und

· dit-PORTFOLIO OPTIMIZER PLUS
(LU0184938370), TER 2,430

in Frage kommen.

Die von uns genannten Fonds können sich sowohl als Portfoliobeimischung als auch als Basisallokation verstehen, bei deren Umsetzung die individuellen Verhältnisse inklusive des jeweiligen Risiko-Ertrags-Profiles des Anlegers berücksichtigt werden müssen. Auch empfiehlt sich die Beratung durch einen Anlagespezialisten. Verkaufsprospekte sowie alle weiteren Informationen zu den einzelnen Fonds erhalten Sie direkt bei Ihrem Anlageberater oder beim dit.

Die hier erwähnten Fonds sind nicht zum öffentlichen Vertrieb in Österreich zugelassen.

Die TER gibt an, wie stark das jeweilige Fondsvermögen mit Kosten belastet wird. Berücksichtigt werden neben der Verwaltungs- und Depotbankvergütung alle übrigen Kosten mit Ausnahme der im jeweiligen Fonds angefallenen Transaktionskosten und etwaiger performanceabhängiger Gebühren. Der Aufwandsausgleich wird für die angefallenen Kosten gemäß Verkaufsprospekt nicht berücksichtigt. Die Summe der innerhalb eines Geschäftsjahres berücksichtigten Kosten wird zum durchschnittlichen Fondsvermögen ins Verhältnis gesetzt. Der sich daraus ergebende Prozentsatz ist die TER. Die Berechnungsweise entspricht der vom BVI empfohlenen Methode.

Die hier angegebenen TERs beziehen sich auf das zuletzt abgeschlossene Geschäftsjahr des jeweiligen Fonds zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieser Publikation.

Impressum

Deutscher Investment Trust
Gesellschaft für Wertpapieranlagen mbH
Mainzer Landstraße 11–13
60329 Frankfurt am Main

Kapitalmarktanalyse

Hans-Jörg Naumer (hjn), Kai Stefani (ks), Dennis Nacken (dn), Fabian Winopal (fw)

Unsere aktuellen Studien finden Sie direkt unter www.dit.de

Rubrik: Märkte/Kapitalmarktanalyse

Für unsere Vertriebspartner wurde dieser Service auf www.dit-partner.de umfassend erweitert. Schnell erreichbar per Quick-Login.

Alle Publikationen sind abonnierbar unter www.dit.de/newsletter.html

Soweit nicht anders vermerkt, stammen die Daten von Thomson Financial Datastream.

Auf die Vergangenheit bezogene Daten erlauben keine Prognose für die Zukunft.

Dieser Veröffentlichung liegen Daten bzw. Informationen zugrunde, die wir für zuverlässig halten. Die hierin enthaltenen Einschätzungen entsprechen unserer bestmöglichen Beurteilung zum jeweiligen Zeitpunkt, können sich jedoch – ohne Mitteilung hierüber – ändern. Für die Richtigkeit bzw. Genauigkeit der Daten können wir keine Gewähr übernehmen. Diese Publikation dient lediglich Ihrer Information. Für eine Anlageentscheidung, die aufgrund der zur Verfügung gestellten Informationen getroffen worden ist, übernehmen wir keine Haftung.



„Kapitalmarktanalyse“ – unser besonderer Service.

Die Arbeiten des Teams Kapitalmarktanalyse werden in den drei Publikationsreihen

- Kapitalmarktbrief
- Analysen & Trends
- PortfolioPraxis

zur Verfügung gestellt.

Mit dem Kapitalmarktbrief verschaffen wir Ihnen jeden ersten Freitag im Monat Einblick in Aktien- und Anleihemärkte sowie Branchen- und Länderkonjunkturen. Nach Rubriken unterteilt, informieren wir Sie über aktuelle Entwicklungen, Tendenzen und Investmentideen.

Die Reihe Analysen & Trends konzentriert sich jeweils auf ein Thema: Wir stellen Ihnen Branchen oder Regionen vor, erläutern die Bewertung einzelner Marktsegmente, gehen auf längerfristige Entwicklungen ein und bieten Ihnen so Hilfen bei der Anlageentscheidung.

In PortfolioPraxis geht es um die Kunst des Vermögensaufbaus und der Vermögensstrukturierung: Baustein für Baustein durchleuchten wir hier Möglichkeiten & Chancen für den optimalen „Mix“ in Ihrem Portfolio, verbunden mit Tipps zur Umsetzung mit den Investmentfonds des dit.

Die aktuellen Publikationen finden Sie immer direkt auf www.dit.de.

TIPP: Alle Publikationen sind direkt per E-Mail abonnierbar: www.dit.de/newsletter

Hans-Jörg Nauer
Leiter Kapitalmarktanalyse, dit

www.dit.de

Deutscher Investment Trust
Gesellschaft für Wertpapieranlagen mbH
Mainzer Landstraße 11-13
60329 Frankfurt am Main
Tel. +49 (0) 69 - 263 14 0
Fax +49 (0) 69 - 263 14 186
E-Mail: info@dit.de

