

EINBLICKE IN DIE HEDGEFONDSSZENE

**Die Königsklasse
der Investments**



THE
INVESTMENT
CLUB

INHALTSÜBERSICHT

1. Einleitung	5	3. Hauptteil	16
1.1. Warum sollten Sie sich mit Hedgefonds beschäftigen?	5	3.1. Definition Hedgefonds	16
1.2. Ziele des Hedgefonds-Reports.....	11	3.2. Merkmale eines Hedgefonds	16
1.3. Gliederung	12	3.3. Alternative Assetklassen	19
2. Markt für Hedgefonds.....	13	3.4. Vergleich von Hedgefonds.....	28
2.1. Marktübersicht.....	13	3.5. Irrtümer gegenüber Hedgefonds	30
2.2. Marktausblick	15	3.6. Vorteile von Hedgefonds	33
		3.7. Nachteile von Hedgefonds	35
		3.8. Rechtliche Situation	37

4. Strategieübersicht	39
4.1. Short-Selling	39
4.2. Arbitrage-Strategien.....	41
4.3. Relative Value	46
4.4. Event-Driven	48
4.5. Leveraging	48
4.6. Momentum-Strategien	49
4.7. Makro-Strategien	50
4.8. Multi-Strategien.....	51

5. Risikomanagement	52
5.1. Risikofaktoren	52
5.2. Messung von Risiken	53
5.3. Riskmanagement-Strategien	54
6. Fazit	58

Haftungsausschluss und Risikohinweis

Dieser Report dient lediglich zu Informationszwecken.

Alle hier verwendeten Informationen, Daten oder Meinungen stammen aus Quellen, die das Autorenteam und der Herausgeber auf Grundlage ihrer eigenen subjektiven Meinung zum Zeitpunkt der Erstellung für zuverlässig, vertrauenswürdig und angemessen hielten. Das Autorenteam und der Herausgeber übernehmen keinerlei Gewähr für die Vollständigkeit, Korrektheit oder Qualität der bereitgestellten Informationen.

Für die Inhalte verlinkter Websites Dritter übernehmen die Autoren und der Herausgeber keine Haftung. Insofern haben die Autoren und der Herausgeber keinen Einfluss auf die Inhalte externer Websites Dritter und distanzieren sich von diesen, sollten sie zum Zeitpunkt der Fertigstellung dieses Reports nicht mehr ihrem ursprünglichen Inhalt entsprechen. Mögliche Änderungen der diesem Report zugrunde liegenden Daten können Einfluss auf die darin veröffentlichten Schätzungen, Prognosen, Kurseinschätzungen oder Kursentwicklungen haben. Die in diesem Report gemachten Aussagen stellen keine Aufforderung oder Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, Rohstoffen oder anderen Finanzinstrumenten dar. Die Studien, Kommentare, Schätzungen, Meinungen, Zusicherungen und sonstigen Aussagen der Autoren stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Jede Investition in Wertpapiere, Rohstoffe oder andere Finanzinstrumente unterliegt Risiken, die zu einem Teil- oder Totalverlust führen oder zu weiteren Verlusten führen können. Dementsprechend sollten die im Report enthaltenen Aussagen und Informationen nicht die alleinige Grundlage für Anlageentscheidungen sein. Anlageentscheidungen sollten immer nach gründlicher Beratung durch einen professionellen Anlageberater getroffen werden. Investitionen sollten grundsätzlich nicht durch Kredite finanziert werden. Anlegern wird dringend empfohlen, vor einer Investition eigene Nachforschungen anzustellen und fachkundigen Rat einzuholen.

Die vorliegenden Inhalte sind urheberrechtlich geschützt. Eine Vervielfältigung ist ohne ausdrückliche Zustimmung des Urheberrechtsinhabers nicht gestattet.

7. Einleitung

1.1. Warum sollten Sie sich mit Hedgefonds beschäftigen?

1.1.1. Aktuelle Situation

In diesem Bericht möchten wir Ihnen einen umfassenden Einblick in die Welt der Hedgefonds geben und Ihnen dabei helfen, fundierte Entscheidungen bezüglich Ihrer Anlagestrategie zu treffen. Uns haben die Unterrepräsentation solcher Investitionen in Deutschland sowie die mangelnden Kenntnisse zu dieser Investitionsstrategie dazu bewegt, diesen umfangreichen Report zu veröffentlichen, um jedem interessierten Investor Zugang zu jenen Strategien zu ermöglichen. Außerdem sehen wir die derzeitige Kapitalallokation vieler Privatinvestoren in Deutschland kritisch, da diese oftmals nicht vollständig über das Chancen-Risiko-Verhältnis aufgeklärt sind, insbesondere mit Blick auf die sogenannte „Long-Only“-Strategie.

1.1.2. Warum „nicht einfach ETFs?“

Bei der konventionellen „Buy-and-Hold“-Strategie handelt es sich um eine klassische Long-Only-Strategie. Dies bedeutet, dass man Unternehmensanteile mit der Erwartung erwirbt, dass diese im Wert steigen und man somit einen Profit erwirtschaftet. Diese Anlagestrategie erfreut sich hauptsächlich durch die mediale Präsenz auf Internetkanälen einer wachsenden Popularität und Anhängerschaft weltweit. Es ist mit Abstand die am weitesten verbreitete Anlagestrategie und durchdringt alle Altersgruppen. So belegt z. B. eine Studie des Deutschen Aktieninstituts (DAI), dass 82 % der jungen Aktiensparer ETFs und Fonds als Anlageklasse bevorzugen. Doch auch klassische Investmentprodukte von Banken, wie Investmentfonds, in die überwiegend ältere Menschen investieren, gelten als Long-Only-Produkte.

Die Überzeugungen der Anhänger dieser Strategie fußen allerdings nur auf wenigen und simplen Annahmen. So geht man davon aus, dass die Wirtschaft langfristig wächst und sich somit auch der Wert der Unternehmen langfristig erhöht. Als Beleg für diese These werden Renditedreiecke oder historische Daten herangezogen, die zeigen, dass man ab einem bestimmten Anlagezeitraum immer eine positive Rendite erzielen konnte.



Zudem sind viele der Auffassung, dass man den Markt nicht timen könne bzw. der Markt immer effizient sei. Hier gilt es fairerweise zwischen ETF-Anlegern und den Long-Only-Stockpickern zu differenzieren, sodass die Annahme nicht von allen Long-Only-Investoren geteilt wird. Unser Augenmerk liegt hier eher auf den Annahmen der klassischen ETF-Anlage.

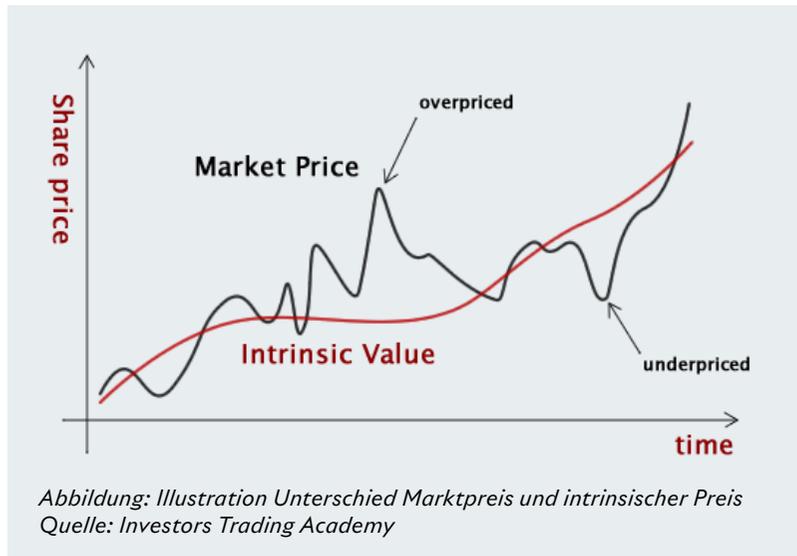
Wenden wir uns zunächst der ersten Annahme zu: die

Wirtschaft wächst langfristig immer und damit auch die Börse. Die empirische Evidenz zeigt zunächst einmal ganz eindeutig, dass in kapitalistisch organisierten Ökonomien die Wirtschaft langfristig wächst. Auch wenn dieses Wachstum nicht linear vonstattenging, sondern zyklisch, haben sich der Lebensstandard und die Wirtschaftskraft in der westlichen Welt erheblich erhöht.

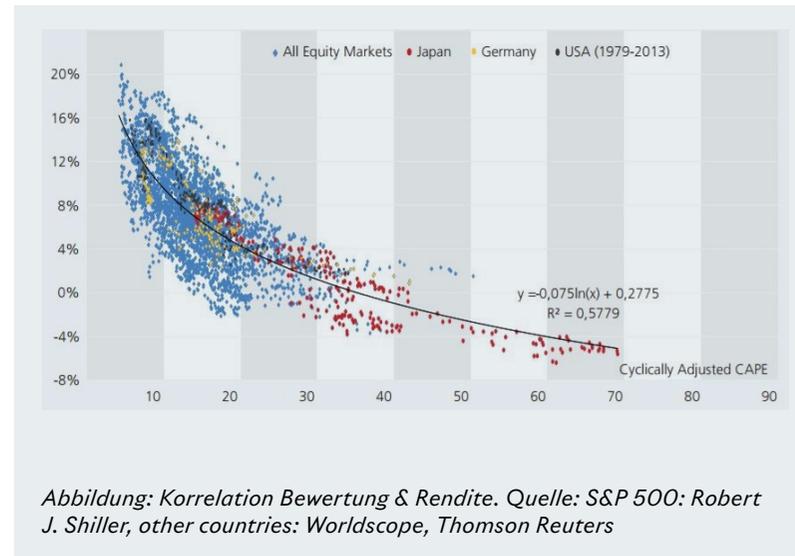
Allerdings ist die Projektion dieser Ereignisse auf die Börse zu simplifiziert. Wenn die Wirtschaft wächst, steigen zwar die Unternehmensgewinne (ein entscheidender Faktor für den Unternehmenswert und die Unternehmensbewertung), dennoch sind diese nicht der einzige relevante Faktor. Mindestens genauso wichtig ist die Bewertung. So kann man z. B. bei der Bekanntgabe von Quartalszahlen beobachten, dass eine Aktie trotz einer Steigerung von Umsatz und Gewinnzahlen abgestraft wird. Dieses für viele Privatinvestoren als kontraintuitiv empfundene Phänomen beruht auf der Tatsache, dass es für den Markt entscheidend ist, welche Erwartungen zuvor bereits eingepreist waren und inwiefern die Realität von diesen Erwartungen abgewichen ist. Beispielsweise konnte Amazon seinen Umsatz von 1,6 Mrd. USD im Jahr 1999 auf rund 3,1 Mrd. USD im Jahr 2001 steigern. Während dieses Zeitraums sank die Aktie jedoch von 106 USD (Höchststand im Dezember 1999) auf 5 USD im Oktober 2001, was einen Wertverlust von über 95 % bedeutete.

Langfristig tendieren Aktien zwar zu ihrem fairen Wert, der durch die Profite eines Unternehmens entscheidend mitbestimmt wird, allerdings spielt die Bewertung ebenfalls eine große Rolle. Wenn das Unternehmen etwa über seinem inneren Wert gehandelt wird (overpriced), konvergiert

es langfristig trotzdem zu seinem inneren Wert. Dies kann geschehen, indem die Aktie fällt oder über sehr lange Zeit konstant bleibt, bis die Gewinnkraft des Unternehmens den Kurs rechtfertigt. Beide Szenarien sind sehr unvorteilhaft für einen Anleger.



Wenn wir diese Beobachtungen jetzt in einen größeren makroökonomischen Kontext bringen, ergibt sich daraus, dass Long-Only-Investoren ein Bewertungsrisiko tragen. Es gilt inzwischen als wissenschaftlich erwiesen, dass höhere Bewertungen mit niedrigeren Renditen einhergehen.



Diese Erfahrung mussten auch Anleger machen, die bei einer sehr hohen Bewertung investiert haben.

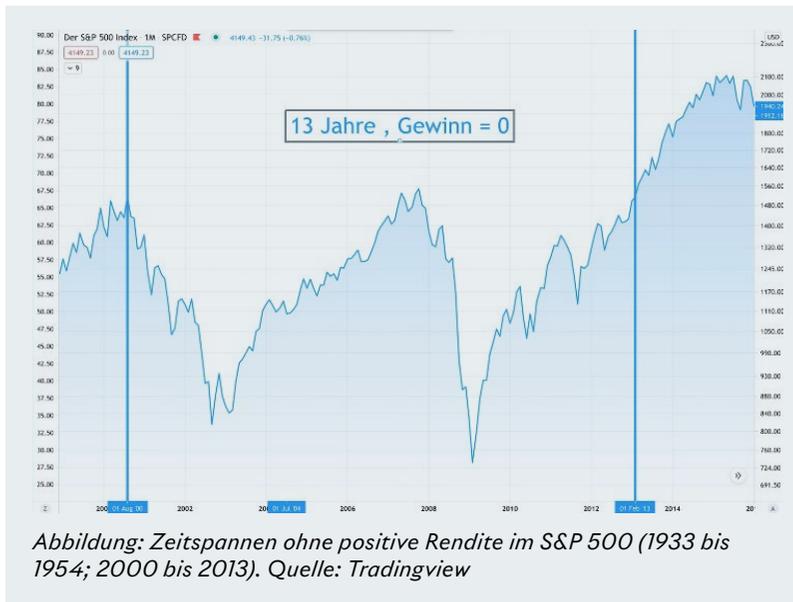


Abbildung: Zeitspannen ohne positive Rendite im S&P 500 (1933 bis 1954; 2000 bis 2013). Quelle: Tradingview

So gab es Zeitperioden im US-amerikanischen Aktienmarkt, in denen Anleger mehrere Jahrzehnte brauchten, um aus der Verlustzone herauszukommen. Diese Zeiträume (10+ Jahre) und deren empirische Evidenz widerlegen die These, dass man mit ETF-Anlagen langfristig immer Geld verdient. Zwar könnte man argumentieren, dass man selbst in diesen Zeiträumen Geld hätte verdienen können, wenn man noch länger investiert geblieben wäre. Hierbei muss man aber die Opportunitätskosten berücksichtigen. So hätte man in den Zeiten, in denen der S&P 500 keine Rendite erwirtschaftete, in andere Asset-Klassen investieren können. Zudem kann der Zinsenzins-Effekt für den Vermögensaufbau nicht wirklich zur Geltung kommen, wenn man über mehre Dekaden keine Rendite erzielt.

Schaut man sich beispielsweise den Zeitraum von 1971 bis 1998 an, in dem der US-amerikanische Aktienmarkt keine Rendite erwirtschaftete, und betrachtet parallel dazu den Goldmarkt, fällt schnell auf, dass dieser Zeitraum grundsätzlich Gewinnoptionen zugelassen hätte:

Dass Hedgefonds diese Risiken berücksichtigen und ihr Kapital in Anlagen mit dem besten Chancen-Risiko-Verhältnis investieren können, ist ein Grund, warum diese bessere risikoadjustierte Renditen als standardisierte Long-Only-Produkte wie beispielsweise ETFs erzielen können.

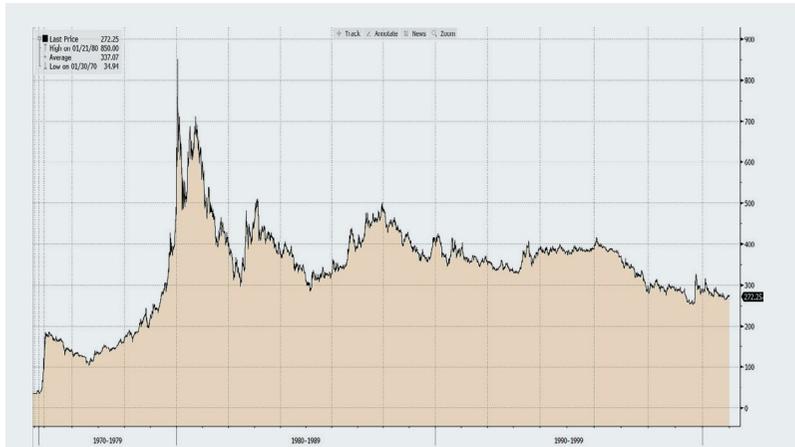


Abbildung: Logarithmische Darstellung des Goldpreises zwischen 1970 und 2000. Quelle: Bloomberg

Der Buffett-Indikator verdeutlicht ferner nochmals die Bedeutung des Bewertungsniveaus für die Rendite, welche bei normalen Long-Only-Produkten nur sehr bedingt berücksichtigt werden kann. Hedgefonds können ihr Anlagevolumen je nach Bewertungsniveau zwar ändern, indem sie beispielsweise Aktienpositionen reduzieren und andere Anlageklassen wie z. B. Gold höher gewichten, allerdings hat ihr Gesamtportfolio trotzdem eine Long-Only-Ausrichtung.

Jener Indikator, der die Börsenkaptalisierung ins Verhältnis zur Größe der Realwirtschaft setzt, ist ein Maßstab für

die Bestimmung des Bewertungsniveaus für die Aktienmärkte. Dabei fällt auf, dass zu Zeitpunkten, in denen die Aktienmärkte weit höher als zu ihrem historischen Schnitt bewertet waren (1969, 2000 und 2021), immer eine Rückkehr zum Mittelwert („reversion to the mean“) erfolgte:



Abbildung: Buffett-Indikator
Quelle: Currentmarketvaluation

Diese Rückkehr zum Mittelwert, der durch fallende Kurse erreicht wird, ist das makroökonomische Pendant zu der mikroökonomischen Situation, bei der man nur ein Unternehmen betrachtet, welches ebenfalls zu seinem inneren Wert konvergiert.

Die genaue Beobachtung des Verhaltens an den Gipfeln der Bewertungen zeigt noch eine weitere Schwäche der konventionellen ETF-Anlage auf. So haben viele klassische Buy-and-Hold-Anleger und Index-Sparer auch in den Spitzen weiter eingekauft. Sowohl vor dem Hintergrund der Korrelation zwischen Rendite und Bewertung, als auch dem Risiko der

unmittelbaren Fallhöhe durch den Effekt der Rückkehr zum Mittelwert, wirken diese Einkäufe zu diesen Bewertungsniveaus sehr irrational.

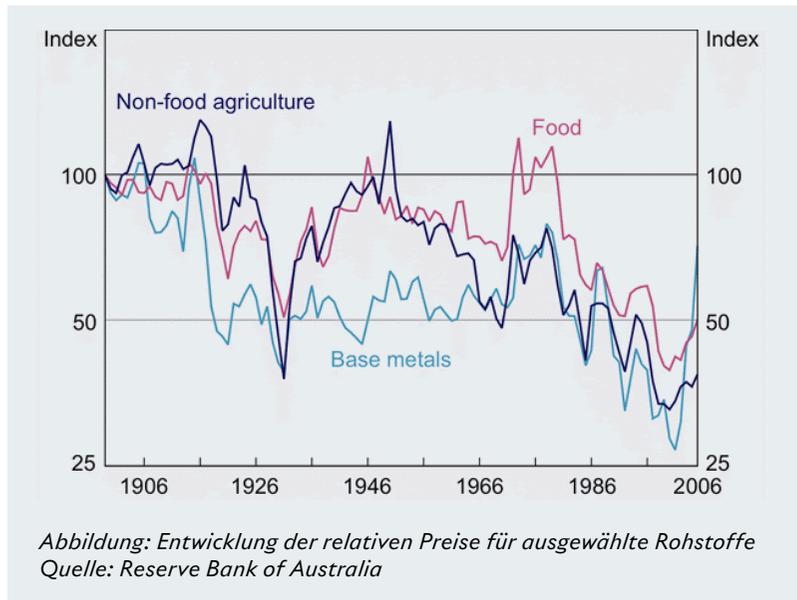
Wenn man sich nun die Begründungen für die Käufe ansieht, fällt auf, dass diese sehr stark narrativ-getrieben sind. So wurden Käufe zu diesen Niveaus in der Vergangenheit oft mit „This time is different“ gerechtfertigt. Zu Zeiten der Dot-com-Blase wurde gesagt, dass höhere Bewertungen ab jetzt immer gerechtfertigt seien, da die neue Technologie zu einer höheren Profitabilität der Unternehmen führen würden. Im Jahr 2021 wurden Käufe auf dem Bewertungsgipfel damit begründet, dass Aktien aufgrund des Zinsumfelds alternativlos seien. Der Denkfehler, der den Narrativen zugrunde liegt, ist, dass eine Situation, die zum Zeitpunkt x stattfindet, in die Zukunft extrapoliert wird. Das Phänomen der narrativ-getriebenen Investitionsentscheidungen zeigt ebenfalls auf, dass der Markt eben nicht permanent effizient ist und es möglich ist, sich in verschiedenen Marktphasen klug zu positionieren.

1.1.3. Blick in die Zukunft

Die Bewertungsrisiken für „long only“ werden auch noch in Zukunft bestehen. Zusätzlich dazu wird das Marktumfeld noch schwieriger, da sich zahlreiche Faktoren, die auf den Markt Einfluss nehmen, ändern. Insbesondere das makroökonomische Umfeld wird sich in Zukunft wohl stark ändern. Wenn man die Börsenhausse von 1982 bis 2021 betrachtet, dienen einige makroökonomische Faktoren als Erklärung für diesen Aufschwung.

So war die Anfangszeit dieser Hausse durch niedrige Staatsquoten und niedrige Verschuldungsquoten in der westlichen Welt geprägt. Auch die kontinuierlich gesunkenen Zinsen waren ein enorm wichtiger Faktor für jenen Aufschwung. Zusätzlich dazu war das demografische und geopolitische Umfeld sehr vorteilhaft. So gab es vor allem in den USA eine äußerst junge Bevölkerung und die alten außenpolitischen Machtblöcke schienen mit dem Zusammenfall der Sowjetunion als überwunden. Dazu breitete sich auch die Globalisierung immer intensiver aus. Damit gingen auch eine Verstärkung der globalen Arbeitsteilung und sinkende Lohn- und Produktionskosten einher.

Jene genannten Faktoren, die in den letzten Dekaden das Long-Only-Investieren trotz der Nicht-Beachtung von Bewertungsrisiken so attraktiv gemacht haben und gewissermaßen auch Investitionsfehlentscheidungen geglättet haben (insbesondere durch expansive Geld- und Fiskalpolitik), scheinen obsolet für die Zukunft. So können die Notenbanken in einem sehr inflationären Umfeld nicht länger den Pfad von immer sinkenden Zinsen weiter fortsetzen. Auch die stark wachsenden Staatsquoten und Verschuldungsquoten in der westlichen Welt führen zu einer Abnahme von wirtschaftlicher Dynamik und Produktivität, da der Anteil von privaten Investitionen verdrängt wird („crowding-out“). Die reale Verbilligung von Rohstoffen (s. Grafik) sowie von Lohn- und Produktionskosten durch das globale Outsourcing wird in Anbetracht wachsender geopolitischer Spannungen und einer Tendenz zu Bi- bzw. Multipolarität zunehmend infrage gestellt. Auch andere Faktoren, wie z. B. die Demografie, haben sich unvorteilhaft entwickelt.



So kann man schlussfolgern, dass die Risiken und Nachteile einer konventionellen Long-Only-Investitionsstrategie zukünftig noch mehr zum Tragen kommen werden, als es bereits in der Vergangenheit der Fall war und sich somit die Dringlichkeit nach alternativen Investitionsansätzen erheblich erhöht.

1.2. Ziele des Hedgefonds-Reports

Aus diesen Gründen haben wir uns diesem Report gewidmet. Dieser hat das Ziel, Ihnen ein profundes Verständnis über Hedgefonds und ihre Eigenschaften zu vermitteln. Wir werden uns daher mit den Unterschieden zwischen Hedgefonds auseinandersetzen und die Vor- und Nachteile dieser Anlageform aufzeigen. Ebenso werden wir uns mit den gängigen Irrtümern und Missverständnissen bei Hedgefonds beschäftigen. Dabei werden wir uns auch den zentralen finanzmathematischen Konzepten widmen, die für das Verständnis von Hedgefonds wichtig sind.

Ein besonderes Augenmerk legen wir auf die verschiedenen Strategien, die Hedgefonds anwenden. Wir werden erläutern, wie diese Strategien funktionieren und welche Risiken damit verbunden sind. Dabei gehen wir auch auf die Erfolgsaussichten der einzelnen Strategien ein.

Wir sind davon überzeugt, dass dieser Hedgefonds-Report Ihnen von großem Nutzen sein wird. Sie werden ein tiefgehendes Verständnis darüber erlangen, wie Hedgefonds funktionieren und welche Eigenschaften sie auszeichnen. Der Report soll Ihnen auch dabei helfen, Vor- und Nachteile von Hedgefonds besser einschätzen zu können. Ferner steht auch die Vermittlung von unterschiedlichen Strategien und die daraus resultierenden Chancen und Risiken im Blickfeld des Hedgefonds-Reports.

1.3. Gliederung

Der Hedgefonds-Report gliedert sich in mehrere Abschnitte. Der erste Teil bietet einen Überblick über den Hedgefonds-Markt. Hier stehen vor allem die aktuelle Situation und die zukünftigen Entwicklungen im Fokus.

Im anschließenden Hauptteil beleuchten wir verschiedene Aspekte von Hedgefonds. Zunächst werden die Definition, die Merkmale und die Abgrenzung zu anderen Investmentvehikeln sowie die Akteure und Kostenstruktur erläutert. Es werden auch die Zielgruppe von Hedgefonds und alternative Assetklassen wie Optionen, Bezugsrechte, Futures, Immobilien, Rohstoffe, Venture Capital und Derivate behandelt. Die Irrtümer und Vorurteile über Hedgefonds sowie die makro- und mikroökonomischen Notwendigkeiten werden ebenfalls thematisiert. Zudem wird die rechtliche Situation beleuchtet.

Nachdem Sie sich im Hauptteil ein breites Fundament an Wissen über Hedgefonds und ihre Eigenschaften angeeignet haben, wird der nächste Abschnitt deutlich konkreter. Jener behandelt die verschiedenen Strategien von Hedgefonds.

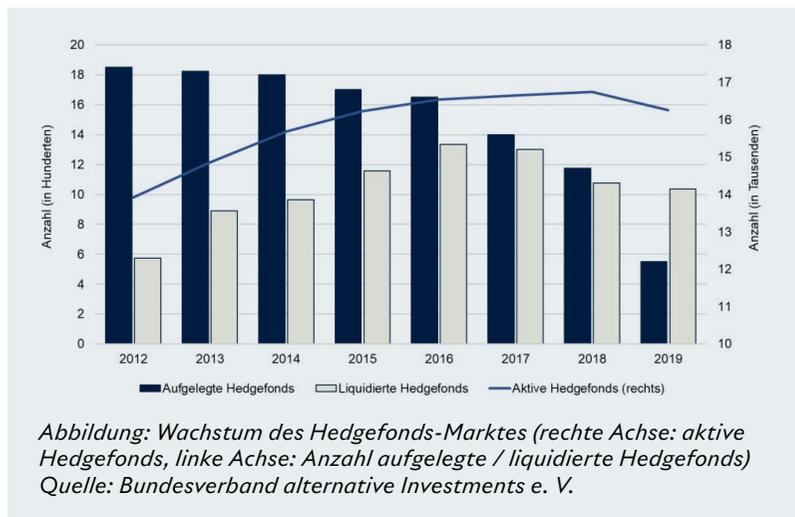
Hierzu gehören verschiedene Arbitrage- sowie Relative-Value-, Event-driven-, Momentum-, Makro- und Multi-Strategien. Ein wichtiger Aspekt des Spezialisierungsteils wird das Thema „Short-Selling“ sein, welches zugleich sehr bedeutend für die Ausführung von einigen Strategien ist.

Abschließend wird das Risikomanagement von Hedgefonds thematisiert. Hierzu zählen Risikofaktoren, die Messung von Risiken und verschiedene Risikomanagement-Strategien. Dass wir uns diesem Thema in einem eigenen Kapitel widmen, zeigt, welche große Bedeutung es besitzt. So ist das Thema nicht nur an eine bestimmte Strategie gebunden, sondern lässt sich universell auf verschiedene Strategien anwenden.

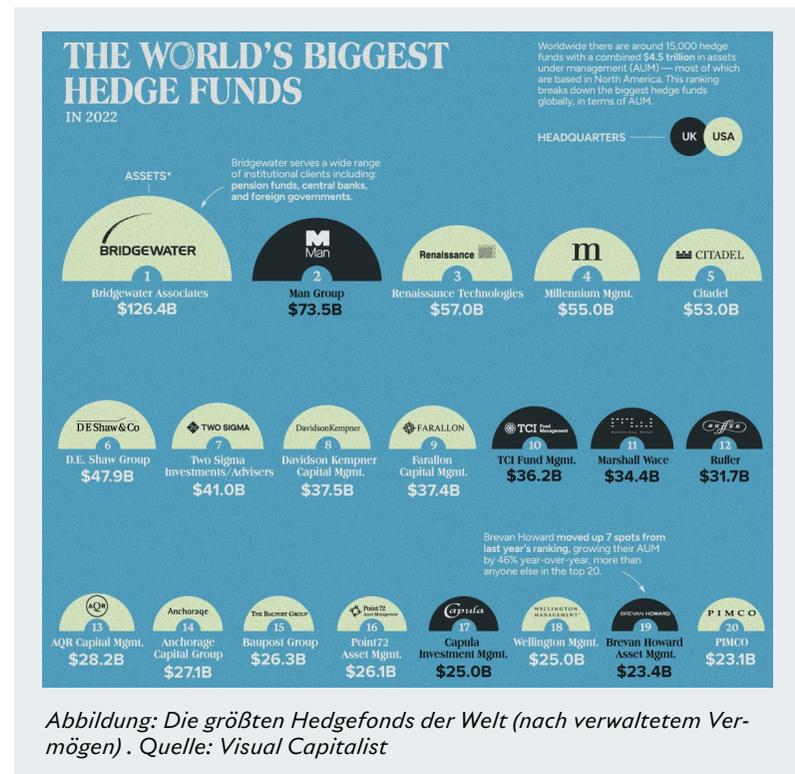
2. Markt für Hedgefonds

2.1. Marktübersicht

Obwohl der Hedgefonds-Markt grundsätzlich ein wachsender Markt ist und das verwaltete Vermögen kontinuierlich steigt, gibt es seit 2019 eine Konsolidierung im Markt in Bezug auf die Anzahl der aufgelegten Hedgefonds.



Ein Blick auf die größten Hedgefonds zeigt, dass sich die meisten in den USA befinden und es keinen großen Hedgefonds aus Deutschland gibt.



Der Grund für die Unterrepräsentation von Europa und insbesondere von Deutschland im Hedgefonds-Markt liegt in der Gesetzgebung. Hedgefonds können flexibel und ortsabhängig

agieren, da sie nicht unmittelbar auf staatliche Angebote (wie Infrastruktur) angewiesen sind. Daher reagieren sie auch sehr sensibel auf unterschiedliche gesetzgeberische Richtlinien. Das Investmentgesetz in Deutschland sieht hohe bürokratische Hürden bei der steuerlichen Transparenz und anderen Compliance-Richtlinien vor, die im internationalen Vergleich ungewöhnlich hoch sind. Daher ist Deutschland in den Augen vieler Hedgefonds auch ein ungeeigneter Standort. In den USA sind die Vorschriften hingegen deutlich lockerer.

Mit einem verwalteten Vermögen von rund 4.500 Mrd. USD ist der Hedgefonds-Markt ein sehr wichtiger globaler Markt. Hierbei ist zu beachten, dass die Datenlage in Bezug auf das insgesamt verwaltete Vermögen ja nach Datenquelle variiert. Aufgrund der unterschiedlichen Regulierungs- und Transparenzrichtlinien der verschiedenen Standorte (EU, USA und Offshore) lässt sich keine endgültige Zahl nennen. Trotzdem gilt das Volumen von 4.500 Mrd. USD als guter Anhaltspunkt und es ist anzunehmen, dass dieses Volumen in Zukunft weiter steigen wird, da durch die Künstliche Intelligenz mehr Anwendungsfälle für differenzierte Strategien geschaffen werden und das veränderte makroökonomische Umfeld die Rentabilität von Long-Only-Investitionen erschweren könnte. Somit könnte zukünftig auch die Relevanz von Hedgefonds steigen.

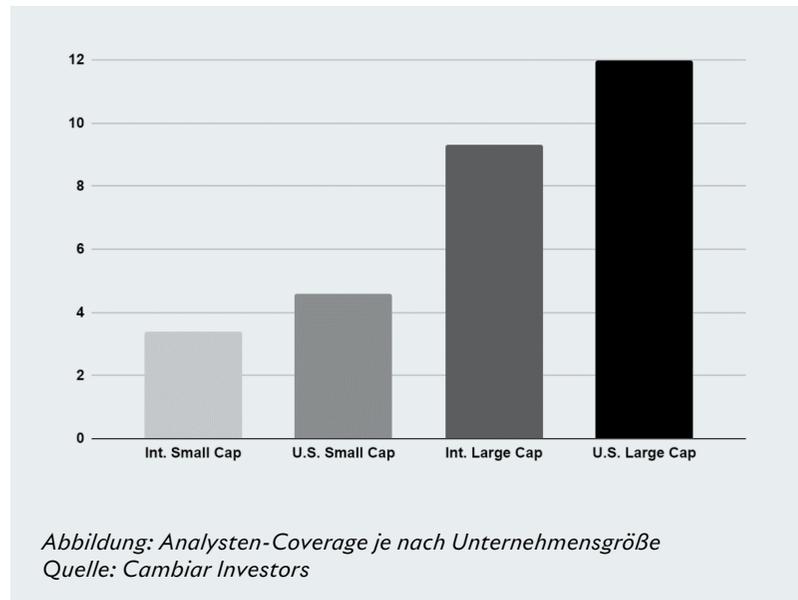
Wie aus der obigen Grafik ersichtlich wird, gibt es Unterschiede in der Größe der Hedgefonds. Man kann die Größe unter bestimmten Voraussetzungen als Erfolgsindikator betrachten, da der Kapitalstock stark wachsen musste, um diese Größe zu erreichen. Allerdings läuft man Gefahr, in der Renditeerwartung dem sogenannten „Recency Bias“ zu

unterliegen. Dieses psychologische Phänomen besagt, dass Menschen ihre Erwartungen von der Vergangenheit abhängig machen. Im Kontext der Finanzmärkte bedeutet dies, dass die Renditeerwartungen von Anlegern auf vergangenen Renditen beruhen. In der Realität ist es jedoch so, dass sich die Rendite von Fonds mit zunehmender Größe der Marktrendite annähert, da sie durch ihre Größe in ihren Investments sehr eingeeengt sind.

Betrachtet man beispielsweise den Bridgewater-Hedgefonds, der Vermögenswerte in Höhe von rund 126 Mrd. USD verwaltet, fällt auf, dass viele Investments aufgrund ihrer Größe nicht realisierbar sind. Angenommen, der Hedgefonds möchte ein Investment von 100 Mio. USD durchführen. Dies wären lediglich 0,08 % des gesamten Portfolios. Selbst wenn die Rendite dieses Investments oberhalb der Marktrendite läge, hätte dies keinen signifikanten Einfluss auf die Rendite des Gesamtportfolios. Somit fallen die meisten Small- und Mid-Cap-Unternehmen als Investitionsmöglichkeiten weg. Es bleiben vor allem Large-Cap-Unternehmen mit einer sehr großen Marktkapitalisierung übrig. Deren Rendite hat dann schlussendlich auch einen Einfluss auf die Gesamtrendite des Hedgefonds.

Der entscheidende Nachteil hierbei ist, dass große Unternehmen meist sehr liquide sind und vom Markt bereits fair eingepreist wurden, während man die meisten Marktineffizienzen und somit überproportionalen Renditechancen im Small-Cap-Bereich beobachten kann. Dies liegt vor allem am öffentlichen Interesse der jeweiligen Unternehmen. Große Konzerne wie Apple, Microsoft, Meta, etc. werden durchgehend von Analysten beobachtet und medial beglei-

tet. Kleine, eher unbekannte Unternehmen werden deutlich seltener von Analysten begleitet. Daher ist die Wahrscheinlichkeit hier höher, dass der Vermögenswert nicht richtig vom Markt bepreist ist und sich eine Chance bietet.



2.2. Marktausblick

Eine Studie von J.P. Morgan Asset Management zum Ausblick des Hedgefonds-Marktes kommt zu dem Schluss, dass jener Markt aufgrund mehrerer Faktoren in Zukunft noch bedeutender werden wird. Ein Grund ist laut J.P. Morgan die Wiederbelebung von fundamentalen Faktoren. Obwohl zur Zeit der Börseneuphorie während der Corona-Pandemie (2020/2021) die meisten Aktien stark gestiegen sind (insbesondere auch unprofitable Unternehmen), differenziert

der Markt mittlerweile immer stärker. Es ist deutlich schwieriger geworden, einfach den breiten Markt zu kaufen und auf Gewinne zu hoffen. Aufgrund des völlig anderen geldpolitischen und makroökonomischen Umfeldes ist die tiefgreifende Analyse eines Unternehmens sehr bedeutsam geworden, da es in einem solchen Marktumfeld einer gewissen Selektion bedarf.

Auch politische Vorgaben wie Nachhaltigkeitskriterien beeinflussen die Investitionslandschaft. Hier können Hedgefonds ebenfalls sehr flexibel agieren und ihre Investitionstätigkeit schnell neuen Erkenntnissen oder politischen Vorgaben anpassen. Wie wir am Anfang gesehen haben, sind Hedgefonds größtenteils in Zeiten von hohen Bewertungen (und somit hohen Marktrisiken) interessant, da sie in der Lage sind, diese Risiken durch den Einsatz von verschiedenen Strategien (z. B. long/short) zu minimieren. So können sie auch den maximalen Drawdown eines Portfolios reduzieren. In einem Marktumfeld, in dem die Fallhöhe aufgrund der bewertungstechnischen Situation dementsprechend hoch ist, ist dieser Vorteil umso attraktiver.

3. Hauptteil

3.1. Definition Hedgefonds

Es gibt keine einfache und allumfassende Definition. Die Bezeichnung „Hedgefonds“ gibt Einblick in seine ursprüngliche Definition. „Hedging“ bedeutet, das Gesamtrisiko zu verringern, indem eine Investition getätigt wird, die eine vorhandene Risikoquelle ausgleicht. Zum Beispiel kann ein Anleger, der eine große Position in ausländischen Aktien hält, das Währungsrisiko des Portfolios absichern, indem er Short-Positionen in Währungsterminkontrakten eingeht. Ein Trader mit einer großen Bestandsposition in einer einzelnen Aktie kann den Marktanteil des Risikos der Aktie absichern, indem er Short-Positionen in Aktienindex-Futures eingeht. Somit kann man Hedgefonds, als Fonds bezeichnen, welche Risiken absichern.

Hedgefonds verfolgen in der Regel das Ziel, unabhängig von der Marktentwicklung positive Renditen zu erzielen. Sie setzen dabei verschiedene Anlagestrategien ein, um potenzielle Risiken zu minimieren oder zu kontrollieren. Diese Strategien können sehr unterschiedlich sein, haben jedoch oft das Ziel, eine hohe risikoadjustierte Rendite zu erzielen, indem sie Marktineffizienzen ausnutzen und sich einem breiten Spektrum an verschiedenen alternativen Anlageklassen bedienen.

3.2. Merkmale eines Hedgefonds

3.2.1. Abgrenzung zu anderen Investmentvehikeln

Ein Hedgefonds ist eine besondere Art von Investmentvehikel, das sich durch bestimmte Merkmale von anderen Investitionsvehikeln wie Investmentfonds, ETFs oder Private-Equity-Fonds unterscheidet. Einer der Hauptunterschiede besteht darin, dass Hedgefonds oft eine breitere Anlagestrategie haben. Sie können nämlich in eine Vielzahl von Anlageklassen wie Aktien, Anleihen, Rohstoffe, Währungen und Derivate investieren. Durch die Kombination verschiedener Anlageklassen mit verschiedenen Anlagestrategien bieten sich einem Hedgefonds tendenziell mehr Investmentmöglichkeiten.

Ein weiterer Unterschied ist das Rendite-Risiko-Profil. So sind Hedgefonds nicht von der Entwicklung des Gesamtmarktes abhängig, sondern können sich beispielsweise ein marktneutrales Portfolio mithilfe von Long/Short-Strategien (nähere Informationen dazu im Spezialisierungskapitel) zusammenstellen. Hierbei entstehen andere Risiken und auch andere Chancen, verglichen mit einer einfachen Index-Strategie.

Man muss jedoch festhalten, dass sich die Strategien von Hedgefonds untereinander stark unterscheiden können, so dass es auch Hedgefonds gibt, die überwiegend „long“ investiert sind und somit ebenfalls nicht marktneutral agieren.

Ein weiterer wichtiger Unterschied zwischen Hedgefonds und anderen Investmentvehikeln ist die Anlegerbasis. Hedgefonds sind in der Regel nur Menschen mit einem höheren Vermögen oder institutionellen Anlegern wie Pensionsfonds oder Stiftungen zugänglich, da die Mindestanlagesumme in den meisten Fällen zwischen 200.000 und 2.000.000 EUR beträgt. Im Gegensatz dazu sind Investmentfonds und ETFs oft einer breiteren Anlegerbasis zugänglich. Allerdings lassen sich die meisten Hedgefonds-Strategien auch von Privatanlegern umsetzen.

Es wird also deutlich, dass sich Hedgefonds und Investmentfonds voneinander unterscheiden. Die Performance eines Investmentfonds ist in den meisten Fällen stark abhängig von der Entwicklung des Gesamtmarktes, während Hedgefonds viele verschiedene Strategien verfolgen können. So können sich Hedgefonds auch für eine marktneutrale Strategie entscheiden. Zudem lässt sich sagen, dass ein Hedgefonds ein Investmentvehikel ist, das sich durch eine breitere Anlagestrategie, höheres Risiko, begrenzte Anlegerbasis und weniger Regulierung von anderen Investmentvehikeln unterscheidet.

3.2.2. Akteure

Ein Hedgefonds ist ein komplexes Investitionsvehikel, das eine Vielzahl von Akteuren umfasst, die alle eine wichtige Rolle bei

der Verwaltung des Fonds spielen. Im Folgenden werden die Rollen der verschiedenen Akteure eines Hedgefonds erläutert.

Der Investmentmanager ist der wichtigste Akteur in einem Hedgefonds. Er ist für die Auswahl der Anlagestrategien, die Umsetzung der Anlageentscheidungen und die Verwaltung des Portfolios verantwortlich. Der Investmentmanager muss in der Lage sein, schnell auf Marktveränderungen reagieren und Anlageentscheidungen treffen zu können, die auf einer gründlichen Analyse von Markt- und Unternehmensdaten basieren. Er übernimmt außerdem das Risikomanagement des Fonds, einschließlich der Überwachung von Risikopositionen und der Implementierung von Strategien zur Risikominderung.

Anwälte spielen ebenfalls eine wichtige Rolle bei einem Hedgefonds. Sie sind für die rechtliche Strukturierung des Fonds verantwortlich und stellen sicher, dass der Fonds in Übereinstimmung mit den geltenden Vorschriften und Gesetzen betrieben wird. Anwälte helfen zudem bei der Erstellung von Anlagebedingungen und Verträgen, die die Beziehung zwischen dem Fonds und seinen Anlegern regeln.

Berater können ebenfalls in einem Hedgefonds zum Einsatz kommen. Sie bieten eine breite Palette an Dienstleistungen an, einschließlich der Beratung des Investmentmanagers bei der Identifizierung von Anlagechancen und der Umsetzung von Anlagestrategien. Die Berater können auch bei der Überwachung von Risikopositionen und der Implementierung von Risikomanagementstrategien helfen.

Der Verwahrer ist eine Bank oder ein anderes Finanzinstitut und für die Verwahrung der Vermögenswerte des Hedgefonds verantwortlich. Er stellt sicher, dass die Vermögenswerte des Fonds sicher und geschützt sind und die Anlageentscheidun-

gen des Investmentmanagers in Übereinstimmung mit den regulatorischen Vorschriften und den Anlagebedingungen des Fonds getroffen werden. Der Verwahrer stellt gleichzeitig sicher, dass der Fonds seinen Anlegern genaue und aktuelle Informationen über ihre Investitionen bereitstellt.

Investmentmanager, Anwälte, Berater und Verwahrer arbeiten zusammen, um die effektive und effiziente Verwaltung des Hedgefonds sicherzustellen.

3.2.3. Kostenstruktur

Die Kostenstruktur eines Hedgefonds ist oft komplex und kann für Investoren manchmal schwer zu durchschauen sein. Ein wichtiger Kostenfaktor für einen Hedgefonds sind die Managementgebühren, die der Investmentmanager erhebt, um die Kosten für die Verwaltung des Fonds zu decken.

Die Managementgebühren eines Hedgefonds werden in der Regel als Prozentsatz des verwalteten Vermögens berechnet und oft als „Management Fee“ bezeichnet. Die typische Managementgebühr für einen Hedgefonds beträgt zwischen 1 % und 2 % des verwalteten Vermögens pro Jahr. Das bedeutet, dass ein Hedgefonds mit einem verwalteten Vermögen von 1 Milliarde USD eine Managementgebühr von 10 bis 20 Millionen USD pro Jahr erheben würde.

Neben der Managementgebühr gibt es oft auch eine erfolgsabhängige Gebühr, die als „Performance Fee“ bezeichnet wird. Diese Gebühr wird fällig, wenn der Fonds eine bestimmte Rendite erwirtschaftet hat. Sie wird in der Regel als Prozentsatz der erzielten Rendite berechnet. Normalerweise berechnet sich die Performance Fee nach dem sogenannten

„Water-Mark-Prinzip“. Die „high-water mark“ bezeichnet den Höchststand des Fonds und gilt somit als Referenzgröße zur Bestimmung der Performance Fee. Somit wird sichergestellt, dass die erfolgsabhängige Prämie erst gezahlt werden muss, wenn der Fonds seinen alten Höchststand übertrifft. Die Differenz zwischen dem neuen und alten Höchststand bildet dann die Performance, welche einer Erfolgsgebühr unterworfen wird. Die Performance Fee beträgt oftmals zwischen 15 % und 25 % der erzielten Rendite (pro Jahr).

Es ist festzuhalten, dass die Managementgebühren und Performance Fees von Hedgefonds oft höher sind als die Gebühren anderer Investmentvehikel wie etwa Investmentfonds. Dies liegt daran, dass Hedgefonds meist aktivere Anlagestrategien verfolgen. Zudem ist die Zusammensetzung von Portfolios aufgrund verschiedener Assetklassen und Strategien auch deutlich ressourcenaufwendiger. Das aktive Portfoliomanagement ist ebenfalls mit höheren Kosten verbunden. Ferner lassen sich die Gebühren auch als ein Preis für die daraus resultierende Risikominimierung verstehen. Managementgebühren und Performance Fees können daher einen erheblichen Einfluss auf die Rendite eines Hedgefonds haben. Wenn ein Fonds hohe Gebühren erhebt, muss er eine bessere risikoadjustierte Rendite erwirtschaften, um für die Anleger attraktiv zu sein.

3.2.4. Zielgruppe

Wie bereits beschrieben, sind Hedgefonds in der Regel für eine begrenzte Gruppe von professionellen Investoren zugänglich, da sie aufgrund ihrer hohen Mindestinvestitions-

anforderungen und ihrer komplexen Anlagestrategien nicht für jeden Anleger geeignet sind. Die Zielgruppe von Hedgefonds sind oft institutionelle Anleger wie Pensionsfonds, Stiftungen, Endowments und Vermögensverwaltungen. Diese besitzen oft große Vermögen und suchen nach alternativen Anlagestrategien, die eine geringere Marktkorrelation und höhere Renditen bieten können als traditionelle Anlagevehikel. Daneben richten sich Hedgefonds an wohlhabende Privatpersonen und Familien mit großen Vermögen (weitere Informationen im Abschnitt „rechtliche Situation“).

3.3. Alternative Assetklassen

Ein entscheidendes Merkmal von Hedgefonds ist also deren Fähigkeit, verschiedene Finanzinstrumente zu nutzen und in alternative Assetklassen zu investieren, bei gleichzeitig weniger strenger Regulierung (weitere Informationen im Abschnitt „Rechtliche Situation“). Dies ermöglicht Hedgefonds eine höhere Agilität bei den Investitionsmöglichkeiten, da auch riskantere und illiquidere Strategien verfolgt werden können. Im Folgenden werden wir die wichtigsten alternativen Assetklassen kurz skizzieren.

3.3.1. Optionen

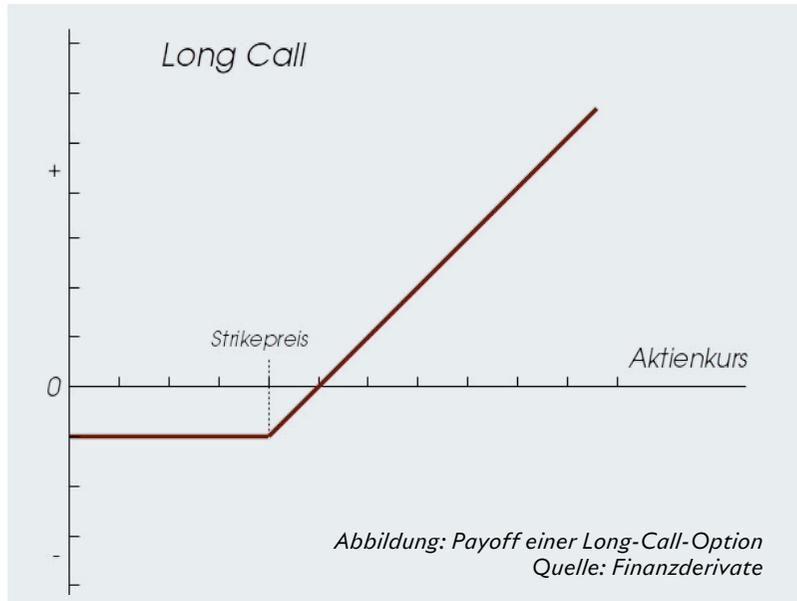
Optionen sind Finanzinstrumente, die es einem Käufer ermöglichen, das Recht, aber nicht die Pflicht, zu erwerben, einen bestimmten Basiswert zu einem bestimmten Preis zu kaufen oder zu verkaufen. Der Basiswert kann dabei zum Beispiel eine Aktie, ein Index oder eine Währung sein.

Es gibt zwei Arten von Optionen: Kaufoptionen (auch Call-Optionen genannt) und Verkaufsoptionen (auch Put-Optionen genannt). Bei einer Kaufoption hat der Käufer das Recht, den Basiswert zu einem vorab bestimmten Preis (dem Ausübungspreis) zu kaufen. Bei einer Verkaufsoption hat der Käufer das Recht, den Basiswert zu einem vorab bestimmten Preis zu verkaufen.

Generell unterscheidet man zwischen amerikanischen und europäischen Optionen. Europäische Optionen können nur zum Stichtag (Verfallstag) verkauft werden. Amerikanischen Optionen können sie hingegen bis zum Verfallsdatum verkaufen. Europäisch bzw. amerikanisch ist lediglich eine Bezeichnung für die Optionsart und hängt nicht vom Ursprungsland o. ä. ab. Es können also auch amerikanische Optionen von Europäern emittiert und gehandelt werden. In der Realität werden hauptsächlich amerikanische Optionen gehandelt.

Angenommen, Sie sind zuversichtlich, dass der Aktienkurs eines bestimmten Unternehmens in den nächsten Monaten steigen wird. In diesem Fall können Sie eine Call-Option erwerben, um das Recht zu erhalten, die Aktie zu einem festgelegten Preis, dem Ausübungspreis, zu kaufen. Wenn die Aktie tatsächlich steigt und ihr Wert über dem Ausübungspreis liegt, können Sie die Option ausüben und die Aktie zum Ausübungspreis kaufen. Diese können Sie dann sofort wieder am Markt zu einem höheren Preis verkaufen und somit einen Gewinn erzielen. Wenn die Aktie jedoch nicht steigt oder sogar fällt, können Sie die Option einfach verfallen lassen und verlieren somit nur den Kaufpreis für die Option.

Folgende Grafik verdeutlicht diesen Mechanismus.



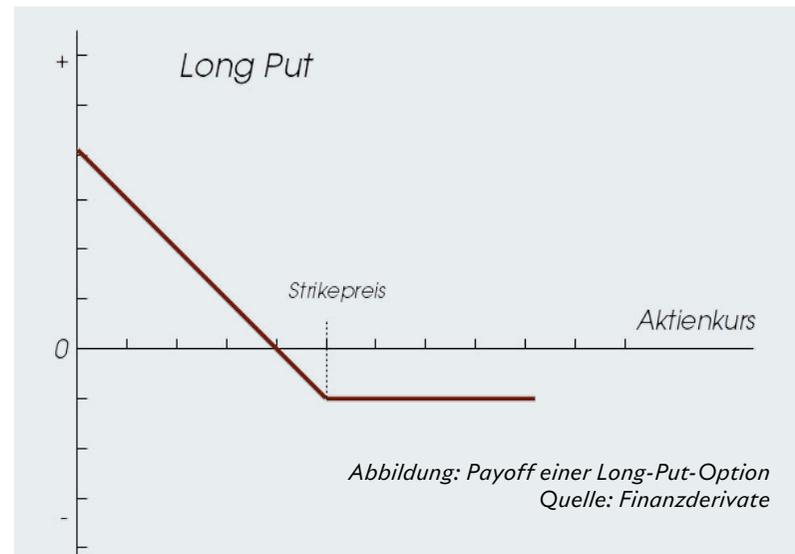
Bei einer Call-Option fängt die Grafik beim Ausführungspreis an. Sobald der Wert mindestens um den Preis der Prämie gestiegen ist, entsteht ein Gewinn. Mit dem Steigen des Preises des Basiswertes erhöht sich der Gewinn weiter. Je höher der Preis des Vermögenswerts steigt, desto größer ist also der potenzielle Gewinn für den Optionsinhaber. Der maximale Verlust für den Optionsinhaber ist lediglich der gezahlte Optionspreis.

Um diese Situation noch konkreter zu illustrieren (s. obige Grafik): Sie haben Interesse an der fiktiven Aktie „ABC Inc.“, die derzeit bei 40 EUR pro Aktie gehandelt wird. Sie glauben, dass der Aktienkurs in naher Zukunft steigen wird, sind sich aber nicht sicher, wie viel er steigen wird.

Sie kaufen eine Call-Option mit einem Ausübungspreis von 40 EUR pro Aktie. Die Kosten (Prämie) für diese Option

betragen 5 EUR pro Aktie. Sie kaufen 40 Aktienoptionen. Bei einem Bezugsverhältnis von 1:100, bedeutet dies, dass Sie das Recht haben, 4.000 Aktien zu kaufen. Das Bezugsverhältnis beschreibt dabei, wie viele Aktien Sie pro Option kaufen können. Normalerweise gibt es kein 1:1 Bezugsverhältnis, sondern oftmals ein 1:100 Bezugsverhältnis. Der Gesamtpreis für diese Option beträgt somit 5 EUR x 100 Aktien x 40 Aktienoptionen = 20.000 EUR.

Bei einer Put-Option können Sie sich das Beispiel analog zur Call-Option illustrieren. Sie kaufen beispielsweise eine Put-Option mit einem Ausübungspreis von 40 EUR pro Aktie. Die Kosten (Prämie) für diese Option betragen ebenfalls 5 EUR pro Aktie. Sie kaufen 40 Optionen, was bedeutet, dass Sie das Recht haben, 4.000 Aktien zu verkaufen. Der Gesamtpreis für diese Option beträgt somit wieder 5 EUR x 100 Aktien x 40 Aktienoptionen = 20.000 EUR.



Hier ist eine Tabelle, die die Details dieser beiden Transaktionen zusammenfasst:

<i>Art der Option</i>	<i>Ausübungspreis</i>	<i>Kosten pro Aktie (Prämie)</i>	<i>Anzahl der Optionen</i>	<i>Gesamtkosten</i>
Call-Option	40 €	5 €	40	20.000 €
Put-Option	40 €	5 €	40	20.000 €

Erst einmal zur Call-Option: Wenn der Aktienkurs zum Laufzeitende auf 55 EUR steigen würden, ergibt sich daraus ein innerer Wert von 15 EUR (55 EUR - 40 EUR). Wenn man davon die Prämie in Höhe von 5 EUR abzieht, ergibt sich ein Gewinn von 10 EUR pro Aktie. Aufgrund des Bezugsverhältnisses von 1:100 und der gekauften Anzahl von 40 Aktienoptionen, muss der Gewinn noch mit 4.000 multipliziert werden, sodass sich ein Gesamtgewinn von $10 \text{ EUR} \times 100 \times 40 = 40.000 \text{ €}$ ergibt. Wenn der Aktienkurs jedoch nicht steigt oder sogar fällt, können Sie die Option einfach verfallen lassen und würden somit nur den Kaufpreis für die Optionen verlieren (also 20.000 €).

Nun zur Put-Option: Wenn der Aktienkurs von ABC Inc. tatsächlich sinkt, können Sie von der Put-Option profitieren. Falls die Aktien zum Laufzeitende auf 30 EUR fallen, haben die Optionen ebenfalls einen inneren Wert von 10 EUR (40 EUR - 30 EUR) und abzüglich der Prämie einen Reingewinn von 5 EUR. Beim Bezugsverhältnis würde sich ein Gesamtgewinn von 20.000 EUR ergeben.

Hedgefonds sind zusätzlich in der Lage, Optionen zu emittieren. Dabei gehen sie die Gegenseite (Short-Seite) der

Option ein. Ein Beispiel für eine solche Optionsstrategie sind „covered calls“. Hier werden Call-Optionen verkauft (also eine Short-Position eingenommen). Den Basiswert der verkauften Option besitzt man allerdings, sodass der Verkauf dieser Option gedeckt (also covered) ist. Im Fall einer Aktienoption würde man also jene Aktienoptionen verkaufen, deren Aktien man im Portfolio hält.

Nehmen wir an, ein Hedgefonds besitzt Aktien von Apple, die aktuell einen Marktpreis von 180 EUR haben. Der Hedgefonds ist der Meinung, dass die Aktien ab einem Kurs von 200 EUR überbewertet sind und würde sie zu diesem Niveau verkaufen. Er könnte einen Limit-Verkauf durchführen, sodass die Aktien automatisch bei einem Kurs von 200 EUR verkauft werden. Eine andere Möglichkeit bieten dem Hedgefonds die covered calls. Hier würde er eine Call-Option mit einem Ausführungspreis von 200 EUR verkaufen. Da der Ausführungspreis über dem aktuellen Marktpreis liegt, spricht man davon, dass die Option „out of the money“ ist. Würde der Ausführungskurs hingegen unter dem Kurs des Basiswerts liegen, würde man dies als „in the money“ bezeichnen. Ferner gibt es auch noch den Ausdruck „at the money“, welcher zum Einsatz

kommt, wenn der aktuelle Kurs des Basiswerts etwa gleich dem Ausübungspreis der Option ist.

In unserem Fall ist allerdings der Out-of-the-Money-Fall relevant. Wenn die Appleaktien tatsächlich über 200 EUR steigen, werden die Aktien verkauft und der Hedgefonds erhält nicht nur den Verkaufspreis, sondern auch noch die Optionsprämie. Erreichen die Appleaktien den Ausführungspreis hingegen nicht, werden die Aktien nicht verkauft, der Fonds erhält aber dennoch die Optionsprämie. In unserem Beispiel, bei welchem der Hedgefonds sowieso die Aktien zu jenem Preis verkaufen möchte, stellen covered calls also eine risikolose Möglichkeit dar, die Rendite zu verbessern.

3.3.2. Warrants

Ein Warrant ähnelt einem Optionsschein, allerdings wird er von einem Unternehmen ausgegeben und nicht an der Börse verkauft. Sie geben Investoren die Möglichkeit, Vermögenswerte zu einem vorher festgelegten Preis zu kaufen bzw. zu verkaufen. Der Inhaber des Warrants hat das Recht, zu einem vereinbarten Preis in der Zukunft mehr Aktien des Unternehmens zu kaufen. Mitarbeiteraktienoptionen, die von Unternehmen ausgegeben werden, ähneln beispielsweise eher Warrants als an der Börse gehandelte Aktienoptionen. Mit dem Warrant verwandt ist die Wandelanleihe, die vom Unternehmen ausgegebene Schulden sind. Das Unternehmen zahlt Zinsen auf die Anleihe und der Anleiheinhaber hat das Recht, sie in Aktien umzutauschen. Welche Option der Inhaber ausüben sollte, hängt von den Zinssätzen und dem Aktienkurs ab.

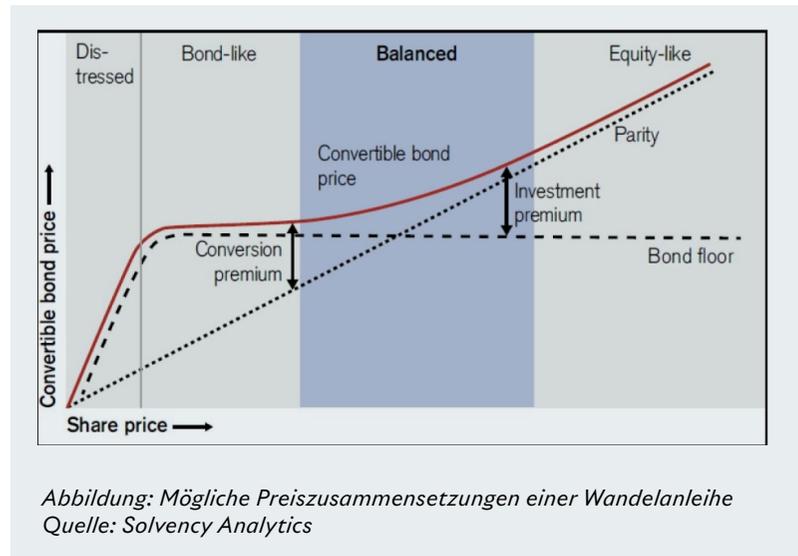
Hedgefonds verwenden manchmal Warrants und Wandelanleihen, um Risiken zu managen oder um von Preisänderungen zu profitieren. Auch wenn sich Warrants in ihrer Struktur, wie z. B. der Ausgabestelle, unterscheiden, ist die Funktionsweise stark mit der von Optionen vergleichbar. Wenn beispielsweise ein Unternehmen einen Warrant ausgibt, der dem Inhaber das Recht gibt, in einem Jahr 100 Aktien zum Preis von 50 USD pro Aktie zu kaufen, dann hat der Inhaber des Warrants zwei Möglichkeiten: entweder kann er den Warrant behalten oder er kann ihn ausüben und die Aktien zum Ausübungspreis von 50 USD kaufen.

Liegt der Marktpreis für die Aktie nach einem Jahr bei 70 USD, dann kann der Inhaber des Warrants die Aktien für 50 USD kaufen und sie sofort zum Marktpreis von 70 USD verkaufen. Der Gewinn pro Aktie beträgt dann 20 USD. Wenn der Marktpreis für die Aktie nach einem Jahr bei 40 USD liegen sollte, dann würde es für den Inhaber des Warrants keinen Sinn ergeben, die Aktien zum Ausübungspreis von 50 USD zu kaufen, da er sie zu einem niedrigeren Marktpreis kaufen könnte. In diesem Fall könnte der Inhaber des Warrants den Warrant einfach behalten und darauf hoffen, dass der Marktpreis in der Zukunft steigt.

3.3.3. Wandelanleihen

Eine Wandelanleihe funktioniert wie eine normale Anleihe, mit dem zusätzlichen Recht, diese in Aktien umtauschen zu können. Wenn ein Unternehmen eine Wandelanleihe ausgibt, können Investoren diese kaufen, um Zinscoupons zu erhalten und diese in Aktien des Unternehmens umtauschen.

Wandelanleihen sind üblicherweise höher bewertet, da sich deren Wert sowohl aus dem Marktwert der Anleihe, als auch den Optionsrechten zusammensetzt. Um den Wert einer Wandelanleihe besser verstehen zu können, kann man diese Grafik betrachten:



Die diagonale gestrichelte Linie zeigt die Parität, das heißt den Wert der Aktien, in die die Anleihe umgewandelt werden kann (d. h. der Umwandlungswert). Die Grafik zeigt, dass der Preis der Wandelanleihe (rote Linie) aus der Parität und dem „conversion premium“ (Umwandlungsaufschlag) besteht.

3.3.4. Futures

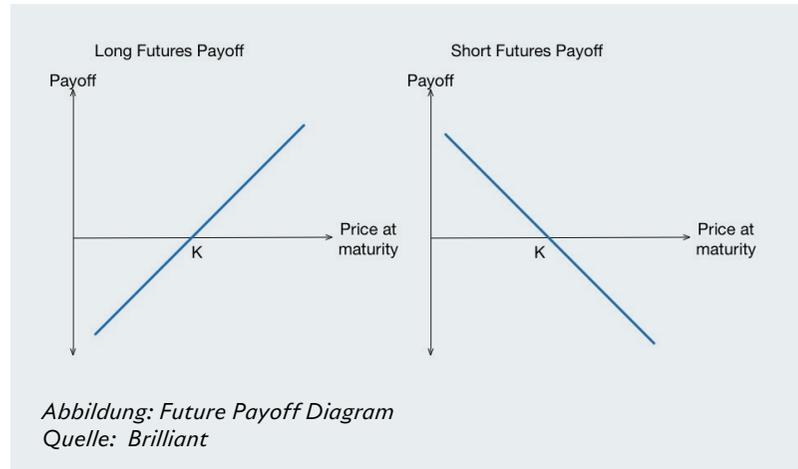
Futures-Kontrakte sind Verträge zwischen zwei Parteien, welche sich verpflichten, zu einem bestimmten zukünftigen Zeitpunkt eine festgelegte Menge des zugrunde liegenden

Vermögenswertes zu einem festgelegten Preis zu verkaufen bzw. zu kaufen. Sie ähneln sowohl in ihrer Funktionsweise, als auch in ihrem Zweck, den bereits vorgestellten Optionen.

So liegt in beiden Fällen ein Basiswert zugrunde und mit beiden kann man sich gegen zukünftige Preisschwankungen absichern bzw. auf diese spekulieren. Futures begannen ursprünglich in der Landwirtschaft, da sie es Bauern und Lebensmittelverarbeitern ermöglichten, ihre Preise früh in der Anbausaison festzulegen und die Unsicherheit in ihren Geschäften zu reduzieren. Mittlerweile werden sie auf viele verschiedene Assets wie Gold, Öl, Währungswerte etc. angewendet. Futures werden in der Regel von professionellen Marktteilnehmern wie Unternehmen, Banken, Investmentfonds oder spezialisierten Handelshäusern genutzt, um Preisrisiken abzusichern oder auf Preisbewegungen zu spekulieren.

Ein einfaches Beispiel für die Illustration der Funktionsweise von Futures: Ein Landwirt möchte sich gegen den möglichen Preisverfall von Weizen, den er in der Zukunft ernten wird, absichern. Er schließt daher einen Weizen-Futures-Kontrakt ab, der besagt, dass er in drei Monaten 100 Tonnen Weizen zu einem Preis von 250 EUR pro Tonne verkaufen wird. Der Käufer des Kontrakts könnte zum Beispiel ein Bäckereiunternehmen sein, das Weizen als Rohstoff benötigt. Wenn der Preis von Weizen in drei Monaten auf 220 EUR pro Tonne gefallen ist, wird der Landwirt den Weizen trotzdem zum vereinbarten Preis von 250 EUR pro Tonne verkaufen und somit einen Gewinn erzielen. Der Käufer konnte sich hingegen gegen einen möglichen Preisanstieg absichern und hat den Weizen zu einem vergleichsweise günstigen Preis erworben.

Verallgemeinert kann die Funktionsweise von Futures anhand eines Payoff-Diagramms erklärt werden. Die horizontale Linie beschreibt das Preisniveau des zugrunde liegenden Vermögenswertes, die vertikale Linie die Gewinne bzw. die Verluste. Im Falle von Long-Futures steigt der Wert des Futures-Kontrakts, wenn der Preis des zugrunde liegenden Vermögenswertes ansteigt. Je höher der Preis, desto größer der potenzielle Gewinn. Die Korrelation zwischen Preissteigerung und Gewinn ist also positiv. Es gibt theoretisch keine Obergrenze für die Gewinne. Bei Short-Futures funktioniert der Mechanismus in entgegengesetzter Richtung. Es gibt theoretisch keine Untergrenze für die Verluste und wenn der Preis des zugrunde liegenden Vermögenswertes steigt, erleidet der Futures-Händler entsprechende Verluste.



Futures sind also Absicherungsinstrumente, die Marktteilnehmern Planungssicherheit geben. Sie kommen insbesondere in Industrien zum Einsatz, welche zur Produktion Güter benötigen, deren Preis sehr schwankt. Vereinfacht

ausgedrückt: Wenn ein Unternehmen für sein tägliches Geschäft einen Rohstoff benötigt, dessen Preisentwicklung viel schwankt und nicht vorhersehbar ist, ergibt es Sinn, sich durch Futures-Kontrakte abzusichern. Denken Sie beispielsweise an die Airline-Industrie. Flugdienstleister wie Ryanair oder Lufthansa bieten Flugtickets für mehrere Monate bis teilweise Jahre im Voraus an, ohne, dass sie wissen, wie hoch der Kerosinpreis bis dahin steht. Diesen können sie planen, indem sie Futures-Kontrakte für Kerosin kaufen.

In der Hedgefonds-Industrie werden Futures-Kontrakte häufig als Instrumente zur Absicherung und Spekulation eingesetzt. Hedgefonds können mit Futures-Kontrakten auf verschiedene Arten handeln, je nach ihrer Strategie und Markterwartung. Eine der Möglichkeiten besteht darin, Futures-Kontrakte als Absicherungsinstrumente zu verwenden, um das Risiko von Verlusten in einem Portfolio zu begrenzen. Wenn ein Hedgefonds beispielsweise stark in Werten investiert ist, die negativ auf längerfristige steigende Energiepreise reagieren (z. B. Airlines) und ein nachhaltiger Anstieg des Ölpreises zu befürchten ist, könnte der Hedgefonds-Manager eine Long-Position in Öl-Futures-Kontrakten eingehen. Somit würde der Hedgefonds dann mithilfe der Futures-Kontrakte von den steigenden Ölpreisen profitieren und somit in der Lage sein, die Verluste des Portfolios auszugleichen. Auf diese Weise kann der Manager das Portfolio vor größeren Verlusten schützen, ohne seine Aktienpositionen verkaufen zu müssen.

Eine weitere Möglichkeit besteht darin, Futures-Kontrakte als Spekulationsinstrumente zu verwenden, um von Preisbewegungen zu profitieren. Hedgefonds können beispiels-

weise auf die zukünftige Preisentwicklung von Rohstoffen, Währungen oder anderen Vermögenswerten spekulieren, indem sie Futures-Kontrakte kaufen oder verkaufen. Wenn ein Hedgefonds-Manager erwartet, dass der Preis eines bestimmten Rohstoffs in Zukunft steigen wird, kann er eine Long-Position in einem Futures-Kontrakt auf diesen Rohstoff eingehen und auf einen Gewinn durch den Anstieg des Preises spekulieren.

Hierbei gilt es zu beachten, dass der Hedgefonds nicht die Rohstoffe in physischer Form erwirbt, sondern es zu einer Settlement-Zahlung kommt, bei der die Differenz zwischen dem vereinbarten Future-Preis und dem aktuellen Marktpreis des Rohstoffs ausgeglichen wird. Futures-Kontrakte ermöglichen also eine größere Flexibilität bei der Verwaltung ihres Portfolios und bieten ihnen die Möglichkeit, ihre Positionen zu optimieren und Risiken zu minimieren. Durch den Einsatz von Futures-Kontrakten können Hedgefonds auch über verschiedene Märkte und Vermögenswerte hinweg diversifizieren und ihr Portfolio breiter aufstellen.

3.3.5. Immobilien

Immobilien spielen bei Hedgefonds normalerweise nur eine sehr untergeordnete Rolle, da sie in den meisten Fällen (insbesondere bei voller Eigenkapitalfinanzierung) eher als Wertaufbewahrung und Absicherung gegen Inflation, anstatt als Renditemöglichkeit dienen. Über einen langen Zeitraum betrachtet, gleichen Immobilien meist lediglich die Inflation aus. Diese Tatsache widerstrebt der Intuition der meisten Menschen, da viele ein Beispiel kennen, bei dem ein Fami-

lienangehöriger 1965 ein Haus für 20.000 EUR gekauft und es nun für 400.000 EUR verkauft hat.

Nach ein paar Rechnungen und Adjustierungen fällt aber auf, dass sich keine wirkliche Rendite damit erzielen ließ. So beträgt die jährliche Rendite in diesem Beispiel 5,6 % p. a. Allerdings müssten noch die laufenden Instandhaltungs- und Reparaturarbeiten hinzugerechnet werden. Nicht zu vergessen ist ebenfalls, dass 20.000 EUR inflationsbereinigt dem Äquivalent von rund 164.300 EUR im Jahr 2020 entsprachen. Somit beträgt die inflationsbereinigte Rendite nur noch rund 1,6 %. Dies entspricht etwa dem, was Sie von einer Wertaufbewahrung erwarten würden, jedoch nicht von einer Investition.

3.3.6. Rohstoffe

Eine weitere alternative Assetklasse für Hedgefonds sind Rohstoffe. Diese decken ein sehr breites Spektrum ab (Energierohstoffe, Industrierohstoffe, Edelmetalle und Agrarrohstoffe) und können ebenfalls zur Renditeoptimierung bzw. Risikominimierung eingesetzt werden. Es gibt für Hedgefonds verschiedene Wege, um in Rohstoffe zu investieren. Zum einen können sie Grundstücke wie beispielsweise Waldflächen kaufen, auf denen sich mit der Verarbeitung von Rohstoffen Gewinne generieren lassen. Des Weiteren können Hedgefonds über Futures-Kontrakte in Rohstoffe investieren. Auch eine Investition über Rohstoff-ETFs ist möglich. Zudem kann man ebenfalls an der Wertentwicklung von Rohstoffen partizipieren, wenn man sich an Unternehmen beteiligt, die z. B. in der Rohstoffgewinnung in Minen (Gold, Silber, ...) arbeiten.

3.3.7. Venture Capital

Venture Capital bezeichnet eine Art von Finanzierung, bei der Investoren Geld in junge, aufstrebende Unternehmen investieren, die ein hohes Wachstumspotenzial haben. Diese Unternehmen sind oft noch nicht an der Börse notiert und haben Schwierigkeiten, traditionelle Finanzierungsmöglichkeiten zu finden. Venture-Capital-Firmen bieten diesen Unternehmen oft nicht nur Kapital, sondern auch Erfahrung und Know-how in Bezug auf Geschäftsentwicklung und Wachstumsstrategien.

Für Hedgefonds kann eine Investition in Venture Capital eine Möglichkeit sein, ihre Renditen zu steigern, indem sie in vielversprechende Start-ups investieren. Diese bieten nämlich großes Potenzial für zukünftiges Wachstum und hohe Renditen. Einige Hedgefonds gründen sogar eigene Risikokapitalfirmen, um direkt in diese vielversprechenden Unternehmen zu investieren und so ihr Portfolio zu diversifizieren. Allerdings ist die Investition in Venture Capital auch mit einem höheren Risiko verbunden, da viele Start-ups scheitern und somit das investierte Kapital verloren geht, weshalb das höhere Risiko mit einer höheren Rendite vergütet wird.

Im Falle von Venture Capital ist es wichtig, zu erwähnen, dass dies ein äußerst aktivistisches Investment darstellt. Dies bedeutet, dass Hedgefonds in die Strategie des Unternehmens und andere Teile des operativen Geschäfts direkt eingreifen, um das Unternehmen in ihrem Sinne zu verändern (beispielsweise um die Profitabilität zu erhöhen).

Ein Beispiel für aktivistische Hedgefonds-Aktivitäten stellt der Hedgefonds-Manager Carl Icahn im Fall PayPal dar.

Als das Unternehmen noch zu eBay gehörte, erwarb Icahn einen größeren Anteil des Unternehmens und nahm anschließend Einfluss auf die Unternehmensstrategie. Auf seinen Druck hin wurde PayPal ausgegliedert und als „Spin-off“ an die Börse gebracht.

3.3.8. Zertifikate

Zertifikate sind Finanzprodukte, die Anlegern die Möglichkeit geben, an der Entwicklung von bestimmten Vermögenswerten zu partizipieren, ohne diese zu besitzen. In der Regel werden Zertifikate von Banken und Finanzinstituten emittiert. Rechtlich handelt es sich dabei um Schuldverschreibungen der herausgebenden Bank, weshalb Zertifikate auch ein Emittentenrisiko beinhalten.

Die Funktionsweise von Zertifikaten basiert auf Derivaten. Letztere sind ein Oberbegriff für verschiedene Finanzinstrumente, wie z. B. Futures und Optionen (bereits behandelt) oder Swaps (s. nächstes Kapitel). Das heißt, dass die Wertentwicklung eines Zertifikats von der Wertentwicklung des zugrunde liegenden Vermögenswertes abhängt. Ein Beispiel für ein Zertifikat ist ein Indexzertifikat.

Angenommen, man ist optimistisch bezüglich der Kursentwicklung des DAX eingestellt und möchte von dieser mithilfe eines Indexzertifikats profitieren. Der DAX steht in unserem Beispiel bei 15.000 Punkten und der Anleger erwirbt ein Indexzertifikat im Wert von 10.000 EUR. Wenn der DAX nun auf 16.000 Punkte steigt (+1.000 Punkte), erhöht sich der Wert des Indexzertifikats ebenfalls, und zwar um 1.000 EUR. Der Anleger kann sein Zertifikat nun gewinnbringend verkaufen.

Neben jenen Zertifikaten gibt es noch eine ganz Reihe anderer Zertifikate wie beispielsweise Bonuszertifikate, Discountzertifikate, Hebelzertifikate oder Expresszertifikate.

Eine wichtige Kategorie sind hierbei die Hebelzertifikate. Diese haben die Eigenschaft, dass der Anleger an Kursbewegungen des zugrunde liegenden Vermögenswertes überproportional (gehebelt) partizipieren kann. Angenommen, man erwirbt ein Hebelzertifikat mit einem 10-fachen Hebel für die Tesla-Aktie. Wenn die Tesla-Aktie nun um 3 % steigt, dann steigt das Zertifikat um 30 %. Dieser Effekt greift natürlich auch in der entgegengesetzten Richtung. Bei unserem Beispiel mit einem 10-fachen Hebelzertifikat kann der Verlust der Aktie maximal 10 % sein, bevor der Anleger die „Knock-out“-Grenze erreicht. Dies bedeutet, dass der Anleger dann sein gesamtes eingesetztes Kapital verliert und die Position beendet wird. In unserem Beispiel sorgt ein Verlust von 10 % bei einem 10-fachen Hebel nämlich für einen Verlust von 100 % (also ein Totalverlust).

Der Preis eines Hebelzertifikates lässt sich relativ einfach bestimmen. Die zugehörige Formel hierzu lautet:

$$\left[(\text{Basispreis} + \text{Aufgeld}) - \text{Knockout} \right] \times \text{Bezugsverhältnis} = \text{Preis des Hebelzertifikats}$$

Anhand eines Beispiels wird diese Formel verständlich. Wir nehmen hierfür an, dass der DAX bei 15.000 Punkten steht und der Knockout-Wert bei 14.000 Punkten liegt. Das Aufgeld, welches die Vergütung für den Emittenten darstellt, liegt bei 15. Das Bezugsverhältnis, das dafür sorgt, dass der Preis eines Hebelzertifikats in einem adäquaten Rahmen bleibt, liegt bei 0,01.

Aus diesen Punkten lassen sich sowohl der Preis, als auch der Hebel eines Zertifikats bestimmen. Somit würde der Preis des Hebelzertifikats: $[(15.000 + 15) - 14.000] \times 0,01 = 10,15$ EUR betragen. Wenn der DAX nun um 500 Punkte steigt, würde sich der Wert des Zertifikats auf 15,15 EUR (also knapp um 50%) erhöhen.

Da das Zertifikat ausgeknockt wird, sofern der DAX 14.000 Punkte erreicht, lässt sich errechnen, dass es für einen Totalverlust eine negative Kursbewegung von rund 6,6 % $(14.000/15.000 - 1)$ braucht.

3.3.9. Swaps

Swaps sind eine Art von Derivaten, bei denen sich zwei Parteien verpflichten, Zahlungsströme auf der Grundlage eines zugrunde liegenden Vermögenswerts auszutauschen. Der Zweck von Swaps besteht darin, das Risiko von Zinsschwankungen, Wechselkursschwankungen oder anderen Risiken zu reduzieren oder zu managen.

Ein Beispiel für einen Zinsswap ist ein Swap zwischen zwei Unternehmen, wobei das eine Unternehmen ein festverzinsliches Darlehen mit einem festen Zinssatz hat und das andere Unternehmen ein variables Darlehen hat, dessen Zinssatz an den LIBOR (London Interbank Offered Rate) gebunden ist. Diese Unternehmen könnten einen Zinsswap durchführen, bei dem das Unternehmen mit dem festverzinslichen Darlehen den variablen Zinssatz des anderen Unternehmens übernimmt und dafür den festen Zinssatz bezahlt. Das andere Unternehmen übernimmt den festen Zinssatz des ersten Unternehmens und zahlt dafür den variablen Zinssatz.

Hier ist eine Tabelle, die den Zahlungsstrom für jedes Unternehmen zeigt, bevor und nachdem der Zinsswap durchgeführt wurde:

	<i>Vor dem Swap</i>	<i>Nach dem Swap</i>
Unternehmen A	Zahlt festen Zinssatz	Zahlt variablen Zinssatz
Unternehmen B	Zahlt variablen Zinssatz	Zahlt festen Zinssatz

Auch auf dem Anleihemarkt kommen Swaps öfters zum Einsatz. Angenommen, ein Unternehmen hat Anleihen ausgegeben, die Zinsen in Euro zahlen. Es entscheidet jedoch, in chinesische Yuan anfallende Kosten zu tragen, um Gewinne aus China auszugleichen. Das Unternehmen sucht also ein Unternehmen, das Anleihen ausgegeben hat und in Yuan zahlungspflichtig ist, aber lieber in Euro zahlen würde. Diese tauschen dann ihre Zahlungen aus. Dadurch können beide Unternehmen ihr internes Währungsrisiko besser managen. In vielen Fällen sind eine oder beide Parteien in der Transaktion Finanzdienstleistungsunternehmen wie Hedgefonds oder Banken. Der Fonds zielt darauf ab, von Unterschieden zwischen verschiedenen Währungen, unterschiedlichen Zinsstrukturen oder unterschiedlichen Zahlungszeiten zu profitieren.

Hedgefonds können Swaps also nutzen, um Risiken zu managen oder Erträge zu erzielen. Ein Hedgefonds könnte beispielsweise einen Anleihe-swap durchführen, um das Wechselkursrisiko bei einem ausländischen Investment abzusichern oder einen Zinsswap nutzen, um das Zinsände-

rungrisiko bei einem Portfolio von festverzinslichen Wertpapieren zu managen. Swaps sind ebenfalls eine Möglichkeit, um spekulativ zu handeln und auf Preisbewegungen von zugrunde liegenden Vermögenswerten zu setzen.

Swaps sind maßgeschneiderte Verträge, die über Banken oder Brokerage-Firmen vereinbart werden. Sie werden nicht an einer organisierten Börse gehandelt.

3.4. Vergleich von Hedgefonds

3.4.1. Generelle Kennzahlen

In der Welt der Hedgefonds sind Alpha, Beta, der risikofreie Zinssatz und die Prämie alltägliche Begriffe. Sie spielen eine zentrale Rolle bei der Bewertung des Potenzials einer Investition und der Generierung von Renditen. In diesem Kapitel werden wir uns ausführlich mit diesen Kennzahlen befassen und untersuchen, wie Hedgefonds-Manager sie nutzen, um Portfolios zu optimieren und ihre Investoren zufriedenzustellen. Egal, ob Sie angehender Hedgefonds-Manager oder einfach nur an einem grundlegenden Verständnis der Finanzmärkte interessiert sind, diese Kennzahlen sind entscheidend für die Bewertung des Potenzials einer Investition und Ihren Erfolg. Sie spielen auch eine Rolle, um Hedgefonds vergleichen und einschätzen zu können.

Die Kennzahl Alpha gibt an, wie viel Rendite ein Fonds im Vergleich zu einem Vergleichsindex erwirtschaftet hat. Ein positiver Alpha-Wert indiziert, dass der Fonds besser abgeschnitten hat als der Markt, während ein negativer Wert beweist, dass der Fonds schlechter abgeschnitten hat.

Beta ist ein Maß für die Sensitivität eines Fonds im Vergleich zu einem ausgewählten Index. Das bedeutet, dass die Kennzahl angibt, wie empfindlich der Fonds auf Marktveränderungen reagiert.

Der risikofreie Zinssatz ist der Zinssatz, den ein Anleger verdienen würde, wenn er sein Geld in einer risikofreien Anlage wie einer Staatsanleihe anlegen würde (bspw. einer 10-jährigen US-Staatsanleihe). Er dient als Vergleichspunkt für die Rendite, die ein Anleger von einer riskanteren Anlage erwarten kann.

Die Prämie oberhalb des risikofreien Zinssatzes ist der zusätzliche Renditebetrag, den ein Anleger für das Wagnis eines höheren Risikos im Vergleich zu einer risikofreien Anlage erhält. Sie stellt die zusätzliche Belohnung dar, die ein Anleger für das Eingehen von Risiken erhält.

Um die risikoadjustierte Rendite eines Portfolios zu bestimmen, kann man sich der Sharpe-Ratio widmen. Dieses vergleicht die Rendite eines Portfolios mit dem Risiko, das eingegangen worden ist, unter der Berücksichtigung der Volatilität. Die Formel zur Berechnung der Sharpe-Ratio lautet somit:

$$\text{Sharpe-Ratio} = \frac{(\text{Rendite des Portfolios} - \text{Risikofreier Zinssatz})}{\text{Volatilität des Portfolios}}$$

In diesem Fall wird die Volatilität des Portfolios als Standardabweichung der Renditen des Portfolios berechnet. Eine höhere Sharpe-Ratio bedeutet, dass ein Portfolio bessere risikoadjustierte Renditen erzielt.

Eine Weiterentwicklung der Sharpe-Ratio ist die Sortino-Ratio. Sie ist eine Finanzkennzahl, mit welcher sich Hedgefonds miteinander vergleichen lassen. Während die Sharpe-

pe-Ratio das Gesamtrisiko des Portfolios berücksichtigt, beschränkt sich die Sortino-Ratio auf das unerwünschte Risiko, welches durch negative Renditen verursacht wird. Die Sortino-Ratio betrachtet also lediglich die Standardabweichung der negativen Portfoliorenditen des Vermögenswerts anstelle der Gesamtstandardabweichung der Portfoliorenditen. So unterscheidet sich die Formel auch nur sehr geringfügig von der der Sharpe-Ratio:

$$\text{Sharpe-Ratio} = \frac{(\text{Rendite des Portfolios} - \text{Risikofreier Zinssatz})}{\text{Standardabweichung der negativen Renditen des Portfolios}}$$

Analog zur Sharpe-Ratio lässt sich auch hier sagen, dass ein höheres Ergebnis besser ist. Wenn man sich zwei ähnliche Investitionen ansieht, würde ein rationaler Anleger diejenige bevorzugen, die eine höhere Sortino-Ratio aufweist.

Angenommen, Fonds A hat eine jährliche Rendite von 10 % und eine „Downside Deviation“ (Standardabweichung der negativen Renditen des Portfolios) von 8 %. Fonds B hat eine annualisierte Rendite von 8 % und eine „Downside Deviation“ von 5 %. Der risikofreie Zinssatz beträgt 3 %. Die Sortino-Ratios für beide Fonds würden wie folgt berechnet:

$$\text{Fonds A: } \frac{10\% - 3\%}{8\%} = 0,875$$

$$\text{Fonds B: } \frac{10\% - 3\%}{5\%} = 1$$

Obwohl Fonds A eine höhere jährliche Rendite aufweist, erwirtschaftet er die Rendite nicht so effizient wie Fonds B. Wenn man das Risiko mit einkalkuliert, erzielt Fonds B eine bessere Rendite pro eingegangenem Risiko.

Die Sortino-Ratio verbessert die Sharpe-Ratio sozusagen, da sie nur die negative Rendite eines Fonds „bestraft“ und nicht die positive. Wenn ein Fonds in einem Jahr eine überdurchschnittlich hohe Rendite einfährt, steigt die Volatilität seiner Rendite, was als negativer Faktor in der Sharpe-Ratio, aber nicht in der Sortino-Ratio gesehen wird.

3.5. Irrtümer gegenüber Hedgefonds

3.5.1. Makroökonomische Notwendigkeit“

Es gibt in der Gesellschaft zahlreiche Vorurteile gegenüber Hedgefonds. Insbesondere seit der Finanzkrise sind sie stark in Verruf geraten. So wird ihnen oftmals vorgeworfen, unethisch und unmoralisch zu handeln. Als Beleg für diesen Vorwurf gilt meistens, dass Hedgefonds auf fallende Kurse setzen (sogenanntes „Short Selling“) und von der Insolvenz eines Unternehmens sowie der Entlassung der Mitarbeiter profitieren. Auch die dadurch ausgelöste Angst der Anleger würden die Hedgefonds zu ihren Gunsten ausnutzen, so der Vorwurf. Dabei wird von den Kritikern angenommen, dass die betroffenen Firmen überleben würden, wenn sie nicht der Short-Attacke des Hedgefonds ausgesetzt wären.

Hierbei gilt es allerdings zu beachten, dass eine effiziente Preisbildung grundsätzlich wichtig für funktionierende Märkte ist. Wenn die Preise von Vermögenswerten nicht den wahren Wert widerspiegeln, kann dies zu Marktverzerrungen und ineffizienten Allokationen von Kapital führen. Dies kann wiederum zu Fehlinvestitionen und einem langsameren Wirtschaftswachstum führen. Hier spielt auch das in Verruf

geratene Short-Selling eine Rolle. Short-Selling kann dazu beitragen, dass potenzielle Blasen oder Marktverzerrungen abgebaut werden, bevor sie zu größeren Problemen führen. Wenn eine Aktie bzw. ein Vermögenswert überbewertet ist, können Short-Seller diese Positionen angreifen und so dazu beitragen, den Preis zu senken und die Blase zu reduzieren. Dadurch werden auch andere Anleger geschützt.

Somit kann das Short-Selling eine wichtige Funktion für die Finanzmärkte übernehmen. Short-Seller (dazu gehören auch Hedgefonds) verwenden ihre Ressourcen so, dass sie fehlbepräzte Vermögenswerte ausfindig machen und anschließend auf fallende Kurse spekulieren. Dies kann dazu beitragen, dass die Preise von Vermögenswerten schneller und genauer zu ihrem wahren Wert konvergieren und das Kapital optimal allokiert wird.

3.5.2. „Hedgefonds sind risikoreich“

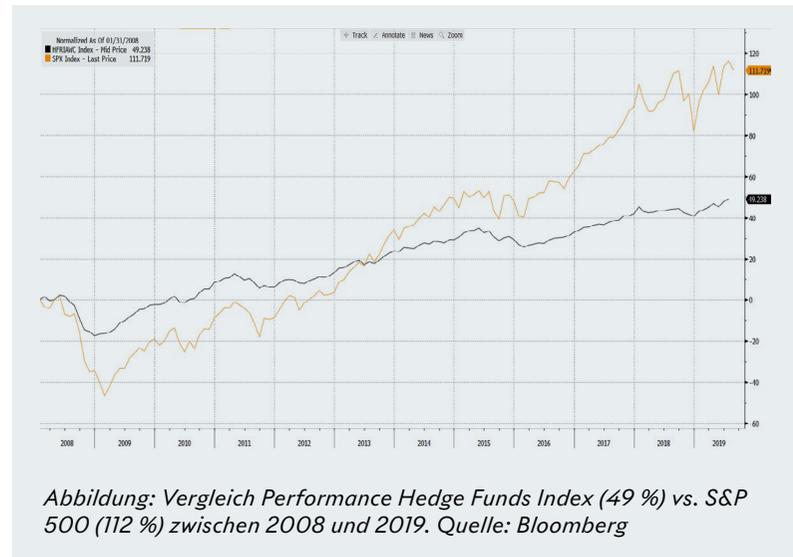
Ein weiteres Vorurteil gegenüber Hedgefonds ist, dass sie sehr risikoreich seien. Dieser Vorwurf ist pauschal nicht zu halten, da es verschiedene Hedgefonds-Strategien und vor allem verschiedenen Risiken gibt. Wie im Einleitungskapitel bereits analysiert, setzen sich Long-Only-Investoren, die in den breiten Markt investieren, einem Markt- sowie einem Bewertungsrisiko aus. Beide Risiken können in einem Hedgefonds minimiert werden. Allerdings gibt es natürlich verschiedene Hedgefonds mit unterschiedlichen Ansätzen. Hedgefonds, die vor allem in sehr riskante, spekulative Anlagen investieren, sind daher risikoreicher. Dies gilt jedoch auch für klassische Fonds, weshalb sich dieses Vorurteil schlicht nicht pauschalisieren lässt.

3.5.3. „Kosten eines Hedgefonds sind sehr hoch“

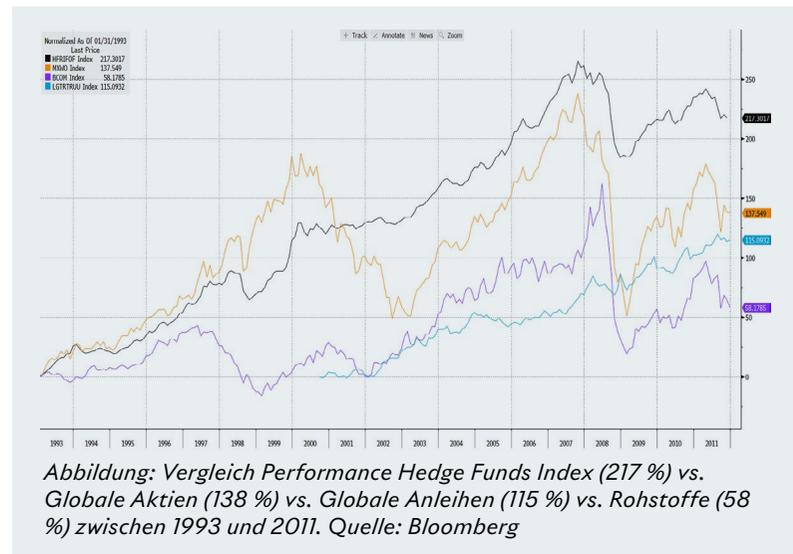
Außerdem seien die Kosten für das Investieren in einen Hedgefonds zu hoch. Es stimmt zwar, dass Ihnen Hedgefonds in der Regel höhere Gebühren als andere Investmentfonds berechnen, jedoch können diese Kosten gerechtfertigt sein und sich langfristig auszahlen. Hedgefonds-Manager haben oft ein hohes Maß an Fachwissen und Erfahrung im Bereich der Kapitalanlage und können dadurch eine höhere Rendite erzielen als andere Fondsmanager. Die höheren Gebühren können somit als eine Art Erfolgsbeteiligung gesehen werden. Zudem können Hedgefonds oft auch in schwierigen Marktphasen positive Renditen erzielen, was für viele Anleger ein wichtiger Faktor ist, weshalb sie bereit sind, einen Aufschlag zu bezahlen. Es gilt jedoch zu beachten, dass sich natürlich nicht bei allen Hedgefonds die höheren Gebühren lohnen.

3.5.4. „ETFs schlagen Hedgefonds langfristig“

Die Annahme, dass ETFs Hedgefonds langfristig outperformen, ist ebenfalls ein häufig genanntes Argument gegen Hedgefonds. Hier gilt es zwei Aspekte zu beachten: Erstens kommt es sehr stark auf die Marktphase an. So liefen ETFs auf den breiten Index in der letzten Dekade tatsächlich deutlich besser als Hedgefonds:



Betrachtet man allerdings die vorherige Dekade, ergibt sich ein anderes Bild:



Dies spiegelt auch der zweite Faktor wider, den man bei diesen Überlegungen berücksichtigen muss. So hängt die Entscheidung zwischen Hedgefonds und ETFs auch oft von der Marktphase und den individuellen Anlagezielen und -präferenzen ab, sodass man pauschale Performance-Vergleiche hinterfragen sollte. Man könnte zwar argumentieren, dass das Anlegerziel in beiden Fällen die Renditeoptimierung sei, dies wäre aber deutlich zu simplifiziert. Wie in den Grafiken ersichtlich wird, haben Hedgefonds vor allem Schwierigkeiten, den breiten Markt zu schlagen, wenn man sich den Zeitraum vom Anfang bis zum Ende einer Börsenhausse anschaut (s. Vergleich Performance zwischen 2008 und 2019).

Durch ihre Beschaffenheit, insbesondere ihre möglichst marktneutrale Positionierung sowie ihre Diversifizierung in verschiedene Anlageklassen, können Hedgefonds ihren Vorteil vor allem in Marktlagen ausspielen, die schwierig für den breiten Markt sind. Somit kann die Attraktivität der einen Anlageform gegenüber der anderen auch von der aktuellen Marktlage und -bewertung abhängen.

Wenn die Märkte beispielsweise auf Grundlage einer historischen Bandbreitenanalyse (siehe Buffett-Indikator) sehr günstig bewertet sind und die künftigen makroökonomischen Faktoren für die Einleitung eines Wirtschafts- und Börsenaufschwungs sprechen, kann es in der Tat mehr Sinn ergeben in einen ETF, anstatt in einen durchschnittlichen Hedgefonds zu investieren (bei Hedgefonds gibt es natürlich trotzdem noch äußerst profitable Ausnahmen). Umgekehrt gilt aber auch: Wenn die Marktbewertung historisch hoch ist und das allgemeine Marktumfeld insgesamt als sehr schwierig anzusehen ist, dann ist das Chancen-Risiko-Verhältnis

eines ETFs auf den breiten Index als schlecht anzusehen, was Hedgefonds wieder attraktiver gegenüber normalen ETFs macht.

Zusammengefasst lässt sich sagen, dass der Vergleich zwischen ETFs und Hedgefonds nicht pauschal getroffen werden kann, sondern von der aktuellen Marktphase, -lage und -bewertung sowie den eigenen Anlagezielen und -präferenzen abhängt.

3.5.5. „Hedgefonds sind für normale Anleger ungeeignet“

Ein häufig genanntes Argument gegenüber Hedgefonds ist außerdem, dass diese für den „normalen“ Anleger überhaupt nicht geeignet sind, da dieser nicht in solche investieren kann. Dies ist im Großen und Ganzen korrekt, da die meisten Hedgefonds nur „akkreditierten Investoren“ offenstehen. Diese verfügen meist über ein hohes Einkommen, bedeutende Vermögenswerte oder nachgewiesene professionelle Anlagekenntnisse. Dies ist für viele Kleinanleger nicht abbildbar.

Nichtsdestotrotz können sie sich ebenfalls Hedgefonds-Strategien zunutze machen. So können sich Anleger beispielsweise für Investmentfonds entscheiden, die Aktien leerverkaufen, um von fallenden Märkten zu profitieren, genau wie traditionelle Hedgefonds. Gleichzeitig können sie auch in alternative Assetklassen investieren. Ihnen steht auch der Weg frei, z. B. Optionen zu erwerben, um ihr Portfolio abzusichern.

3.6. Vorteile von Hedgefonds

3.6.1. Erhöhung der Rendite

Selbst, wenn nicht alle Hedgefonds ein positives Alpha erzielen können, schaffen es dennoch einige. Auch kausal gesehen ergibt die Annahme Sinn, dass viele Hedgefonds in der Lage sind, aufgrund der verschiedenen finanziellen Instrumenten, die ihnen zur Seite stehen, eine höhere Rendite zu erwirtschaften. So können Hedgefonds beispielsweise mit „Leverage“ (mehr dazu im Spezialisierungskapitel) arbeiten. Leverage meint das Arbeiten mit Fremdkapital, um überproportional von Wertveränderungen zu profitieren.

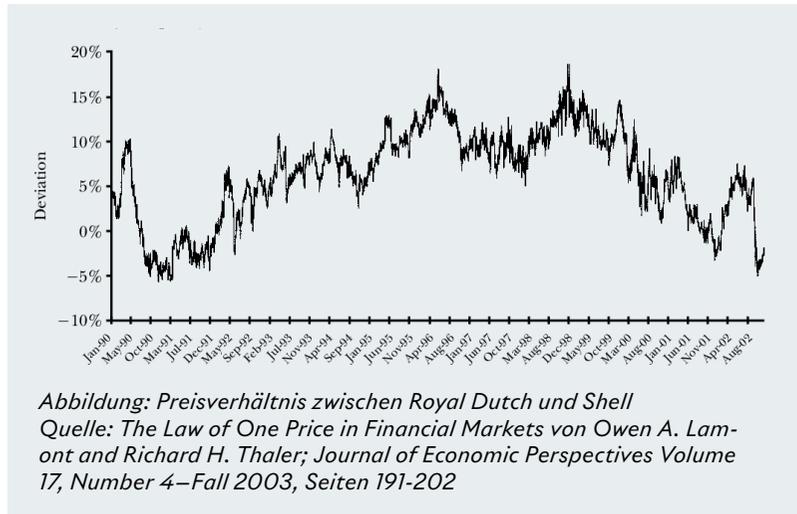
Zudem sind Hedgefonds in verschiedenen Marktumfeldern und makroökonomischen Situationen deutlich agiler. Dies bedeutet, dass sie Entwicklungen, wie z. B. Stagflation, Rezession, niedrigerer Produktivität, etc. nicht „ausgeliefert“ sind, sondern ihre Investmententscheidungen in diesem Umfeld treffen können. Das bedeutet, dass sie in der Lage sind, verschiedene Marktlagen zu ihren Gunsten zu nutzen. Gewährleistet wird dies vor allem durch die Tatsache, dass Hedgefonds über mehrere Anlageklassen hinweg ihre Positionen diversifizieren.

In Situationen, die für die weltweiten Finanzmärkte eine Stresssituation darstellen, wie beispielsweise Liquiditätsschocks, können Hedgefonds ebenso profitieren. Ein Liquiditätsschock bezeichnet den Zustand an den Märkten, wenn viele Investoren ihr Kapital abziehen, da sie dem Markt kein Vertrauen mehr schenken. In solchen Situationen können Hedgefonds Liquidität bereitstellen, welche durch die

Märkte im Regelfall überdurchschnittlich hoch vergütet wird, da die Risikoprämie dementsprechend hoch ist.

Ein weiterer Grund, warum Hedgefonds in der Lage sein können, höhere Renditen zu erwirtschaften, liegt in der Ausnutzung von Marktineffizienzen. Einerseits können dies makroökonomische Ineffizienzen sein, andererseits auch mikroökonomische. Bereits im Einleitungskapitel haben wir dargelegt, dass es historisch immer wieder zu Situationen kam, in denen sich die Märkte von ihrem inneren Wert entfernt haben, sowohl in die eine, als auch in die andere Richtung (meist Zeit eher nach oben entfernt...).

Marktineffizienzen können jedoch auch mikroökonomische Ursachen haben. Ein Beispiel hierfür ist die Aktie von Royal Dutch Shell. So geht man in der Finanzliteratur allgemein davon aus, dass ein Asset nicht zu verschiedenen Preisen gehandelt werden kann, da sich sonst Arbitragemöglichkeiten ergeben würden. Bei dieser Aktie war dies jedoch für einige Zeit der Fall. Aufgrund des Fusionsabkommens von 1907 zwischen Royal Dutch und der Shell Group wurden alle Cashflows so aufgeteilt, dass Royal Dutch-Aktien 60 % und Shell-Aktien 40 % erhielten. Angesichts dieser Konstellation sollte das Verhältnis des Marktwerts von Royal Dutch zu Shell 1,5 betragen.



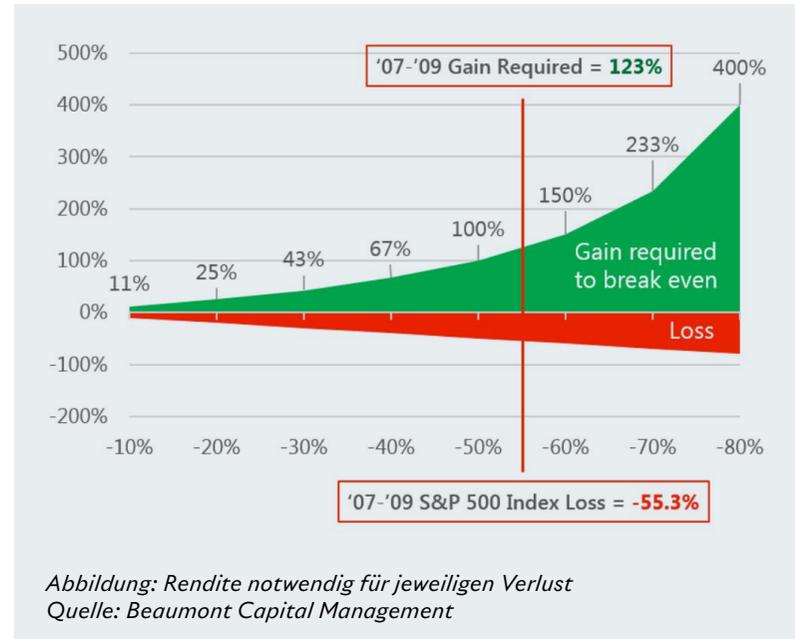
Wie die Grafik zeigt, war dies jedoch nicht immer der Fall. In den späten 1990er-Jahren wurde die Royal Dutch-Aktie mit einer Prämie von teilweise über 15 % (!) gehandelt. Die erheblichen Abweichungen, die beobachtet wurden, sind sehr überraschend, da sowohl Royal Dutch als auch Shell in hochliquiden und offenen Märkten gehandelt worden sind.

3.6.2. Reduktion des Risikos

Wie wir bereits im Einführungskapitel illustriert haben, können Hedgefonds die Bewertungs- und Marktrisiken, denen konventionelle Investmentfonds oder Index-ETFs ausgesetzt sind, umgehen. Nicht nur durch die breite Auswahl an Assetklassen, sondern auch durch die Verwendung unterschiedlicher Instrumente, wie beispielsweise Optionen, Futures oder Swaps, können sich Hedgefonds gegen eine Vielzahl von Risiken, wie beispielsweise Zins- und Währungs-

risiken, absichern. So ist für viele Investoren die Möglichkeit, Gewinne unabhängig vom Marktumfeld zu generieren, das Hauptinvestitionskriterium.

Wie wir bereits gesehen haben, kann davon ausgegangen werden, dass das allgemeine Marktumfeld für standardisierte Index-Fonds schwieriger wird und zusätzlich noch Bewertungsrisiken beinhaltet. So kam es in der Vergangenheit auch häufiger zu signifikanten Börsenabschwüngen. Beispielsweise ist der S&P 500 im Zuge der Finanzkrise 2008 um rund 50 % gefallen. Hedgefonds hingegen können sogar in solch schwierigen Jahren trotzdem noch Gewinne erwirtschaften. Davon können Investoren in doppelter Hinsicht profitieren. Zum einen verbessert es die langfristige Rendite, da sie die Verluste nicht mehr „aufholen“ müssen.



Je höher nämlich die Verluste, desto überproportional viel Rendite ist notwendig, um diese wieder zu kompensieren. Diese mathematische Tatsache konterkariert ironischerweise auch die Anlagephilosophie von vielen Long-Only-ETF-Investoren, die oftmals argumentieren, dass die Stärke ihrer Strategie im langfristigen Anlagehorizont und somit im Zinseszineffekt liegt. Dieser lässt sich allerdings nicht vollständig ausspielen, wenn viele zeitliche Perioden wegfallen, die dafür verwendet werden müssen, um wieder auf pari zu kommen (also seine Verluste auszugleichen).

Zum anderen ist ein weiterer Vorteil der Vermeidung von signifikanten Drawdowns psychologischer Natur. Bei starken Verlusten verlieren viele Privatanleger das Interesse daran, in Vermögenswerten investiert zu bleiben und sind starken Emotionen wie beispielsweise Angst ausgesetzt, die sie zu irrationalen Entscheidungen verleiten kann. Auch wenn dies etwas ist, was nicht zwingend quantitativ messbar ist, so ist dieser Effekt auf keinen Fall zu vernachlässigen.

3.6.3. Verbesserung der risikoadjustierten Rendite

Eine Verbesserung der Rendite und eine Minimierung des Risikos führen finanzmathematisch zu einer besseren risikoadjustierten Rendite. Dies liegt daran, dass bei der Berechnung der risikoadjustierten Rendite das Risiko, das mit einer bestimmten Rendite verbunden ist, berücksichtigt wird. Je höher das Risiko einer Investition, desto höher sollte auch die Rendite sein, um eine angemessene risikoadjustierte Rendite zu erzielen.

Wenn eine Investition eine höhere Rendite bei gleichzeitig

geringerem Risiko aufweist, ist die risikoadjustierte Rendite automatisch höher. Dies bedeutet, dass der Investor eine höhere Rendite pro Einheit Risiko erhält und somit besser abschneidet als bei einer Investition mit höherem Risiko und niedrigerer Rendite.

Insgesamt ist es also sinnvoll, sowohl auf eine Verbesserung der Rendite als auch auf eine Minimierung des Risikos zu achten, um eine optimale risikoadjustierte Rendite zu erzielen.

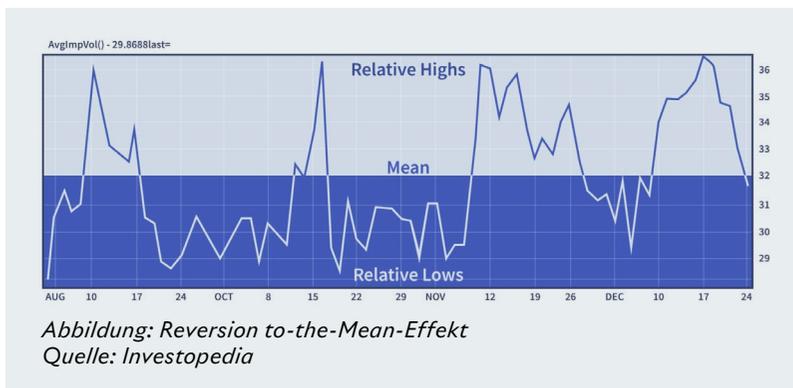
3.7. Nachteile von Hedgefonds

Für ein ausgewogenes Meinungsbild sollte man sich natürlich auch mit den Nachteilen von Hedgefonds beschäftigen. Einige bereits genannte Nachteile umfassen vor allem die Tatsache, dass es für Kleinanleger relativ schwierig ist, direkt in einen Hedgefonds zu investieren. Ein weiterer Nachteil ist die begrenzte Transparenz. Hedgefonds müssen nicht die gleichen Offenlegungsanforderungen erfüllen wie traditionelle Investmentfonds. Dies bedeutet, dass Investoren möglicherweise nicht über alle relevanten Informationen zu ihren Investitionen verfügen und somit nicht in der Lage sind, fundierte Entscheidungen zu treffen. In vielen Fällen ist der Hedgefonds zudem auch eng mit einer Person verbunden (dem Hedgefonds-Manager).

Diese Person hat sich in der Vergangenheit eine hohe Reputation aufgebaut, sodass Anleger ihm erst einmal vertrauen. Somit basiert die Entscheidung, dem Hedgefonds Kapital bereitzustellen, eher auf Vertrauen, als auf quantifizierbaren Informationen, da diese nicht immer öffentlich sind. Das Risiko liegt auch im Recency Bias: Nur weil es Hedgefonds-Mana-

gern in der Vergangenheit gelungen ist, den Markt zu schlagen, muss dies nicht zwangsläufig auch für die Zukunft gelten.

Im Gegenteil: Durch den Reversion-to-the-Mean-Effekt lässt sich vielmehr erwarten, dass Hedgefonds mit einer Outperformance in den Folgejahren eher unterdurchschnittlich performen werden. Dieser Effekt besagt, dass sich unter- bzw. überdurchschnittliche Werte langfristig ihrem Durchschnitt annähern.



Hierbei ist allerdings anzumerken, dass dies natürlich nicht immer der Fall ist. Es gibt auch Situationen, in denen Ersteres zutrifft, da es Hedgefonds-Manager gibt (wie z. B. George Soros oder Jim Simons), die in der Lage sind, aufgrund ihrer Fähigkeiten hohe Renditen zu erwirtschaften.

Ein weiterer Nachteil von Hedgefonds ist ihre hohe Gebührenstruktur. Hedgefonds-Manager erheben oft hohe Verwaltungskosten und Erfolgsgebühren, die sich negativ auf die Rendite auswirken können. Einige Investoren argumentieren deshalb, dass die Gebührenstruktur der Hedgefonds nicht im Interesse der Anleger ist, weil sie deren Rendite reduziert. Einige Hedgefonds sind zudem dafür bekannt, riskante An-

lagestrategien einzusetzen, die hohe Renditen versprechen, aber auch mit hohen Risiken verbunden sind. Dies ist allerdings nur bedingt als Nachteil zu sehen, da es Investoren gibt, die ein solches Rendite-Risiko-Profil suchen und dieses von den Hedgefonds gedeckt wird. Es ist eher kritisch zu sehen, wenn Hedgefonds verdeckte Risiken eingehen, die für den Anleger nicht nachvollziehbar sind. Obwohl Hedgefonds nicht den gleichen Transparenzrichtlinien wie klassische Investmentfonds folgen müssen, ist die Regulierung international so streng bzw. hat sich seit der Finanzkrise so entwickelt, dass solche Geschäfte eigentlich nicht mehr möglich sind. Insbesondere bei großen, renommierten Hedgefonds ist diese Praxis nicht bekannt bzw. steht sogar unter Strafe.

Allerdings bleibt bei komplexen Anlagestrategien, die zwar legal und transparent sind, der Nachteil bestehen, dass sie ein tiefes Verständnis über die Märkte erfordern, um Risiken adäquat einschätzen zu können. So kann es selbst für Fortgeschrittene in der Finanzbranche schwer sein, Anlagestrategien nachvollziehen zu können. Allerdings liegt die Entscheidung, Kapital in einen Hedgefonds zu investieren, letztlich beim einzelnen Investor.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass Hedgefonds einige Nachteile, wie begrenzte Transparenz, begrenzte Zugänglichkeit für Kleinanleger, hohe Gebühren und riskante Anlagestrategien haben. Einige Investoren favorisieren jedoch ein solches Rendite-Risiko-Profil. Die Regulierung der Hedgefonds hat sich seit der Finanzkrise verbessert, man benötigt jedoch immer noch ein tiefes Verständnis über die Märkte, um adäquat einschätzen zu können, welche Anlagestrategie für den Anleger am besten geeignet ist.

3.8. Rechtliche Situation

3.8.1. Internationale Regulierung

Aufgrund der grenzüberschreitenden Tätigkeiten von Hedgefonds stellt sich auch die Frage nach solch einer Regulierung. Es gibt jedoch keine einheitliche Regelung für Hedgefonds auf globaler Ebene, da jedes Land seine eigenen Regeln und Vorschriften hat. Einige Länder haben jedoch spezielle Regulierungsbehörden eingerichtet, um den Betrieb von Hedgefonds zu überwachen und zu regulieren.

Einige der wichtigsten Regeln, die auf Hedgefonds angewendet werden, sind die Offenlegung von Informationen über Investitionen und Risiken, die Begrenzung der Verschuldung und die Einhaltung von Liquiditätsanforderungen. Es gibt auch Regeln, die darauf abzielen, Insiderhandel und Marktmanipulation zu verhindern. Die Ausgestaltung jener Regeln ist allerdings je nach Region unterschiedlich, sodass sich keine generelle Aussage über die globale Regulierung treffen lässt.

In den USA werden Hedgefonds von der Securities and Exchange Commission (SEC) reguliert. Die SEC hat bestimmte Regeln und Vorschriften eingeführt, die darauf abzielen, das Risiko von Hedgefonds für Investoren zu begrenzen. In Europa gibt es je nach Land und Region verschiedene Regelungen. Die Europäische Union hat jedoch in den letzten Jahren versucht, eine gemeinsame Regulierung für Hedgefonds zu schaffen.

Wichtig zu beachten ist, dass Hedgefonds prinzipiell nicht so stark reguliert werden wie andere Investmentvehikel. Um dies zu verstehen, muss man wissen, dass zwischen

drei verschiedenen Zielgruppen in der Hedgefonds-Anlegerlandschaft differenziert wird: nicht-professionelle Anleger, professionelle Anleger und institutionelle Anleger. Nicht-professionelle Anleger sind Privatanleger, die zwar die Mindestsumme für den jeweiligen Hedgefonds einzahlen können, aber nicht über ein erhebliches Vermögen oder erhebliche Kenntnisse in diesem Bereich verfügen. Professionelle Anleger sind diejenigen, die erfahren und gut kapitalisiert sind. Diese sind in der Regel Privatpersonen.

Als institutionelle Anleger werden vor allem Pensionsfonds, Staatsfonds, Stiftungen, Versicherungsgesellschaften, etc. bezeichnet. In der Realität gibt es oftmals Hedgefonds, die sich an die letzteren beiden Gruppen richten. In diesem Fall setzt der Gesetzgeber entsprechende Kenntnisse im jeweiligen Tätigkeitsbereich eines Hedgefonds voraus, so dass die Regulierung hinsichtlich der Anlageaktivität weniger streng ausfällt als bei Investmentfonds, welche sich lediglich an die erste Zielgruppe richten.

3.8.2. Europäische Regulierung

In der Europäischen Union gibt es seit der Finanzkrise eine stärkere Regulierung von Hedgefonds. Seit Juli 2013 müssen sich Hedgefonds-Manager in der EU bei der European Securities and Markets Authority (ESMA) registrieren lassen und bestimmte Offenlegungsanforderungen erfüllen. Die Registrierung ermöglicht es den nationalen Aufsichtsbehörden,

den Betrieb von Hedgefonds innerhalb der EU zu überwachen. Die Offenlegungsanforderungen beinhalten Informationen über das Risikomanagement, die Vermögenswerte und die Hebelwirkung der Hedgefonds. Darüber hinaus sind Hedgefonds-Manager verpflichtet, Risikomanagementrichtlinien und -prozesse einzuführen und sich einem externen Risikomanagement zu unterziehen. Zudem ist der Beruf des Hedgefonds-Managers in der EU lizenziert. Das bedeutet, dass man eine Zulassung benötigt. Diese wird jedoch von den einzelnen Mitgliedsstaaten ausgestaltet.

3.8.3. Regulierung in Deutschland

In Deutschland benötigt man die Zulassung als Alternativer Investmentfonds-Manager (AIFM). Um eine Zulassung als AIFM zu bekommen, muss man verschiedene Anforderungen erfüllen, beispielsweise Kapitalanforderungen einhalten und Risikomanagementprozesse umsetzen. Außerdem sind AIFMs verpflichtet, regelmäßig Berichte an die zuständige Aufsichtsbehörde zu senden und sich an bestimmte Anlagegrenzen zu halten. Jene Lizenzen zu verteilen und die korrekte Ausführung der Richtlinien permanent zu überwachen, ist in Deutschland Aufgabe der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Die BaFin hat zudem spezielle Anforderungen an Hedgefonds-Manager im Hinblick auf ihre Risikomanagement- und Compliance-Funktionen sowie auf ihre internen Kontrollen und Buchführungsverfahren festgelegt.

4. Strategieübersicht

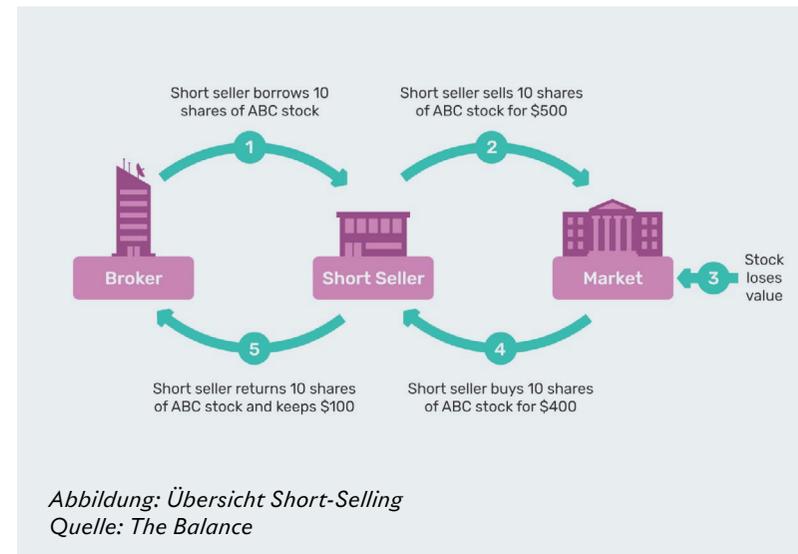
4.1. Short-Selling

4.1.1. Übersicht

Short-Selling ist eine Strategie, bei der ein Investor auf den Kursverfall eines bestimmten Wertpapiers oder einer bestimmten Anlage setzt. Ein Investor, der eine Short-Position eingeht, verkauft ein Wertpapier, das er nicht besitzt, mit der Absicht, es später zu einem niedrigeren Preis zurückzukaufen. Man spricht von einem Leerverkauf. Der Unterschied zwischen dem Verkaufspreis und dem Rückkaufpreis ergibt den Gewinn des Investors. Diese Strategie kann sowohl von einzelnen Anlegern als auch von Hedgefonds genutzt werden.

Zur Verdeutlichung des Konzeptes können Sie sich vorstellen, dass Sie jemanden kennen, der eine Aktie besitzt. Sie sind der Meinung, dass die Aktie zu hoch bewertet ist und der Wert bald sinken wird, da sie vermuten, dass das zugrunde liegende Unternehmen in Schwierigkeiten geraten wird. Nun möchten Sie von dem erwarteten Preisverfall profitieren. In diesem Fall können Sie einen Leerverkauf tätigen. Das bedeutet, dass Sie sich die Aktie von ihrem Besitzer leihen und diese dann auf dem Markt verkaufen. Wenn der Preis tatsächlich sinkt, können Sie die Aktie zu einem niedrigeren Preis zurückkaufen und an den ursprünglichen Besitzer zurückgeben, wobei Sie die Differenz zwischen dem Verkaufspreis und dem Rückkaufpreis als Gewinn behalten.

Generell müssen Sie beachten, dass die maximale Rendite bei einem normalen Leerverkauf 100 % beträgt, da eine Aktie (oder auch jeder andere Vermögenswert) nur 100 % sinken kann. Allerdings ist der maximale Verlust eines Leerverkaufs nicht begrenzt, da eine Aktie theoretisch unendlich steigen kann. Daher arbeitet man in der Regel mit Stops oder anderen Instrumenten (nähere Informationen dazu finden Sie im Kapitel Risikomanagement).



4.1.2. Marktneutralität

Ein Vorteil von Leerverkäufen ist, dass sie dem Investor die Möglichkeit geben, sich marktneutral zu positionieren. Wie im Einleitungskapitel beschrieben, nehmen klassische Long-Only-Investoren Marktrisiken auf sich. Somit sind sie auch immer abhängig von der Entwicklung des Marktes. Die Komponente des Short-Sellings ermöglicht es hingegen, marktneutrale Renditen zu erzielen.

Die drei gängigen Richtungen des marktneutralen Investierens sind die Erstellung von Beta-neutralen, Währungsneutralen und Sektor-neutralen Portfolios.

Bei der betaneutralen Portfolioausrichtung erstellen Manager ein Portfolio, welches ein Beta von 0 aufweist, indem sie sich sowohl auf der Long-Seite, als auch auf der Short-Seite positionieren. Ein Beta von 0 bedeutet, dass das Portfolio keine Korrelation zum Gesamtmarkt hat (s. Beta-Definition). In der Realität reicht es, wenn ein Portfolio nahe genug an 0 dran ist, um von Beta-Neutralität sprechen zu können. Währungsneutralität besagt, dass ein Portfolio unabhängig von Schwankungen in Währungen und Wechselkursen ist. Dies wird erreicht, indem verschiedene Positionen im Währungsbereich gegenübergestellt werden.

Eine weitere Strategie ist die Sektor-Neutralität, bei der Positionen in verschiedenen Sektoren gegenübergestellt werden, um das Risiko in bestimmten Branchen zu minimieren. Ein Hedgefonds, der sektor-neutral ist, kann unabhängig von Marktschwankungen in bestimmten Branchen und Sektoren agieren und eine positive Rendite erzielen. Wenn man beispielsweise ein Portfolio zusammenstellen möchte, welches neutral im Bankensektor agieren soll, kann man beispielsweise J.P. Morgan Chase long gehen und die Deutsche Bank „shorten“ (s. Beispiel unter Pair Trades).

4.2. Arbitrage-Strategien

Bevor wir uns den unterschiedlichen Arbitrage-Strategien widmen, werden wir an dieser Stelle das Konzept kurz einführen. Arbitrage bedeutet die Ausnutzung von Preisdifferenzen für dasselbe Produkt. Stellen Sie sich vor, ein VW Golf würde in Deutschland 30.000 EUR und in den Niederlanden 40.000 EUR kosten. Zudem gäbe es keinerlei Handelsrestriktionen (z. B. Zölle). Dann könnten sie einen Arbitrage-Handel tätigen, indem sie den Golf in Deutschland kaufen und in den Niederlanden verkaufen. Dies bezeichnet man als Arbitrage-Geschäft. Dies wird schon seit jeher betrieben und ist ein Teil des klassischen Handelsgeschäfts, ohne, dass das zugrunde liegende Produkt vor dem Weiterverkauf verändert wird. Als es die elektronische Börse und den schnellen Informationsfluss noch nicht gab, wurde solch ein Geschäft auch ganz klassisch an der Börse getätigt. Das bekannteste Beispiel hierfür war sicherlich die Familie Rothschild, deren Familienangehörige im 19. Jahrhundert über ganz Europa an den verschiedenen Börsenplätzen verteilt waren.

Einst bemerkte ein Rothschild, dass die britische Armee die Schlacht von Waterloo gegen Napoleon gewonnen hatte, noch bevor dies offiziell bekannt gegeben wurde. Sofort verkaufte er britische Staatsanleihen an der Londoner Börse, was den Eindruck erweckte, dass er eine Niederlage der Briten befürchtete und die Anleihen dementsprechend sinken würden. Jedoch stiegen die Kurse, als die offizielle Nachricht von der gewonnenen Schlacht eintraf. Ein anderer Rothschild an der Pariser Börse beobachtete dies und folgerte, dass die

Briten siegreich waren. Er kaufte britische Staatsanleihen an der Pariser Börse, die aufgrund der „falschen“ Informationen des anderen Rothschilds zu einem niedrigeren Preis gehandelt wurden. Als die offizielle Nachricht von der Schlacht von Waterloo auch in Paris bekannt wurde, stiegen die Kurse in Paris ebenfalls.

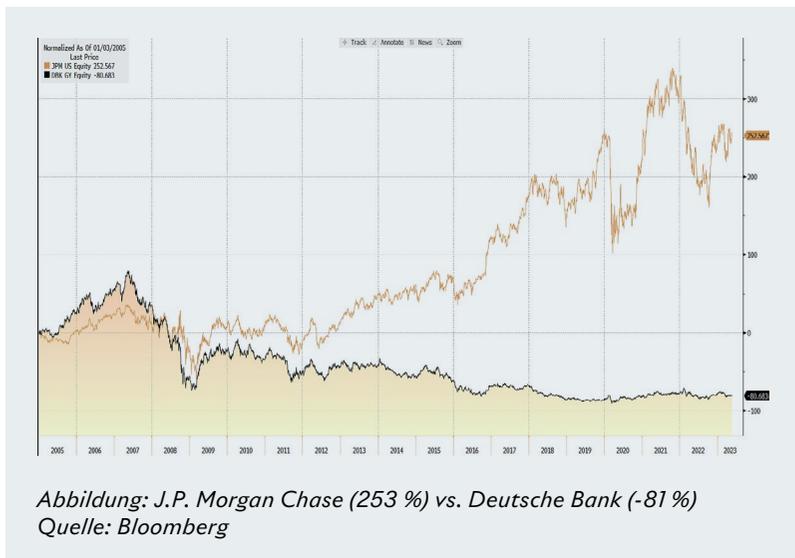
In der heutigen Situation bieten sich solche Situationen in dieser Form natürlich nicht mehr, da der globale Informationsaustausch sehr schnell vonstattengeht. Stattdessen spielt die Verwendung von Algorithmen eine Rolle, um einen Informationsvorsprung zu erlangen. Durch den Einsatz von Algorithmen können große Mengen an Marktdaten mithilfe von komplexen Modellen analysiert werden, wodurch auf kleinste Preisunterschiede und andere ineffiziente Marktbebewegungen reagiert werden kann, bevor andere Marktteilnehmer dies tun können.

4.2.1. Pair Trading

Das Pair Trading ist ein zentraler Bestandteil in fast jedem Hedgefonds. Die Grundidee ist es, die Differenz in der Qualität von zwei Anlagen (z. B. Unternehmensqualität bei Aktien) auszunutzen und sich möglichst marktneutral zu positionieren. Dies bedeutet, dass man sich zwei Unternehmen aus derselben Branche aussucht, z. B. aus der Bankbranche. Ein Unternehmen, welches bilanziell sehr gut aufgestellt ist, sehr profitabel wirtschaftet und angemessen bewertet ist.

Das andere Unternehmen ordnen Sie hingegen als Wertzerstörer ein, da es weder profitabel noch solide wirtschaftet und vor großen Herausforderungen steht.

Als hypothetisches Beispiel nehmen wir die Deutsche Bank und J.P. Morgan Chase. Bei einem Pair Trade würden sie J.P. Morgan Chase kaufen (Long-Position) und die Deutsche Bank verkaufen (Short-Position). Sie profitieren somit langfristig von der unterschiedlichen Wertentwicklung dieser beiden Werte, unabhängig von der Marktlage. Sollten Ihre Annahmen richtig sein, würde die Deutsche Bank in einer Krise tiefer fallen als J.P. Morgan Chase und in einem Aufschwung weniger stark steigen. In der Vergangenheit war dies der Fall:



So können Sie eine positive Rendite erwirtschaften und sind nicht mehr so stark vom Markt abhängig. Das Marktrisiko, welches im Einleitungskapital erklärt worden ist, ist ein enorm wichtiger Faktor zur Erklärung des Nutzens von

Hedgefonds. Das Pair Trading bildet somit eine Möglichkeit, sich gegen dieses abzusichern.

4.2.2. Convertible Arbitrage

Bei dieser Strategie kaufen Investoren eine Wandelanleihe und verkaufen gleichzeitig Aktien des Unternehmens (Leerverkauf). Wenn der Aktienkurs des Unternehmens steigt, wird der Wert der Wandelanleihe steigen und die Long-Position der Arbitrageure wird profitieren. Im Falle eines Marktrückgangs erwartet man hingegen, dass die Short-Position in den Aktien mehr Rendite abwirft als die Long-Position in den Anleihen verliert.

Convertible-Arbitrage-Strategien erzielen größere Gewinne, wenn die Aktie, auf die sie sich beziehen, oft und stark schwankt. Somit ist diese Arbitrage-Strategie besonders in volatilen Märkten interessant. Hier kommt es nämlich oftmals zu Fehlbepreisungen der Anleihe. Doch nicht nur durch volatile Marktbedingungen, sondern auch durch die intrinsische Struktur dieses Finanzprodukts entfernt sich der Marktpreis des Öfteren von seinem inneren Wert. Häufig werden Wandelanleihen unter dem fundamentalen Wert der Schuldverschreibung und der Kaufoption ausgegeben, um Käufer anzulocken und schnell Kapital für das Unternehmen zu beschaffen. Nach der Ausgabe führt der Mangel an Liquidität der Wandelanleihe dazu, dass auf Trades vor dem Fälligkeitsdatum weiterhin ein Rabatt auf den fundamentalen Preis gewährt wird. Dies können Convertible-Arbitrageure dann ausnutzen. Somit profitiert diese Strategie besonders von volatilen und unsicheren Marktumfeldern.

Ein Beispiel: Ein Investor kauft eine Wandelanleihe mit einem Nennwert von 1.000 EUR und einem Coupon von 4 %. Die Anleihe kann in Aktien zu einem Wandlungspreis von 50 EUR pro Aktie umgewandelt werden. Der aktuelle Marktpreis der Aktie beträgt 60 EUR. Das Umwandlungsverhältnis von Anleihen zu Aktien beträgt 1:20. Der Investor entscheidet sich für eine Absicherungsstrategie und verkauft eine bestimmte Anzahl von Aktien (z. B. 20) auf dem Markt für insgesamt 1.200 EUR (20 × 60 USD pro Aktie).

Wenn der Aktienkurs nun steigt, wird der Investor die Anleihe in Aktien umwandeln und die Aktien auf dem Markt mit Gewinn verkaufen. Wenn der Aktienkurs jedoch fällt, wird der Investor die Anleihe halten und seine Short-Position mit Gewinnen beenden. Durch diese Strategie profitiert der Investor von der Volatilität der Aktien. Wenn der Aktienkurs beispielsweise auf 70 EUR steigt, kann der Investor die Anleihe in 20 Aktien umwandeln und diese für 1.400 EUR auf dem Markt verkaufen, was einem Gewinn von 200 EUR entspricht. Wenn der Aktienkurs hingegen auf 50 EUR fällt, wird der Investor die Anleihe halten und die 20 Aktien auf dem Markt für 1.200 EUR verkaufen, was ebenfalls einem Gewinn von 200 EUR entspricht.

4.2.3. 3. Index Arbitrage

Index Arbitrage ist eine Handelsstrategie, die darauf abzielt, von Preisunterschieden zwischen Aktienindex-Futures und den zugrunde liegenden Aktien des Index zu profitieren. Dabei werden gleichzeitig Aktien als auch Futures gekauft und verkauft, um von Kursdifferenzen zwischen den beiden zu

profitieren, sofern es ein Ungleichgewicht zwischen den Future-Indizes und den zugrunde liegenden Aktienindizes gibt.

Ein Beispiel könnte wie folgt aussehen: Angenommen, der S&P 500-Index notiert bei 4.000 Punkten und der Futures-Kontrakt für den S&P 500 Index bei 4.005 Punkten. Ein Index-Arbitrageur könnte nun gleichzeitig den S&P 500-Index kaufen und Futures-Kontrakte für den gleichen Betrag verkaufen. Wenn der Futures-Preis am Verfallsdatum höher als der Aktienindexstand ist, wird der Index-Arbitrageur durch den Verkauf des Futures-Kontrakts Gewinne erzielen. Wenn jedoch der Aktienindexstand höher ist als der Futures-Preis, wird der Arbitrageur durch den Verkauf der Aktien Gewinne erzielen.

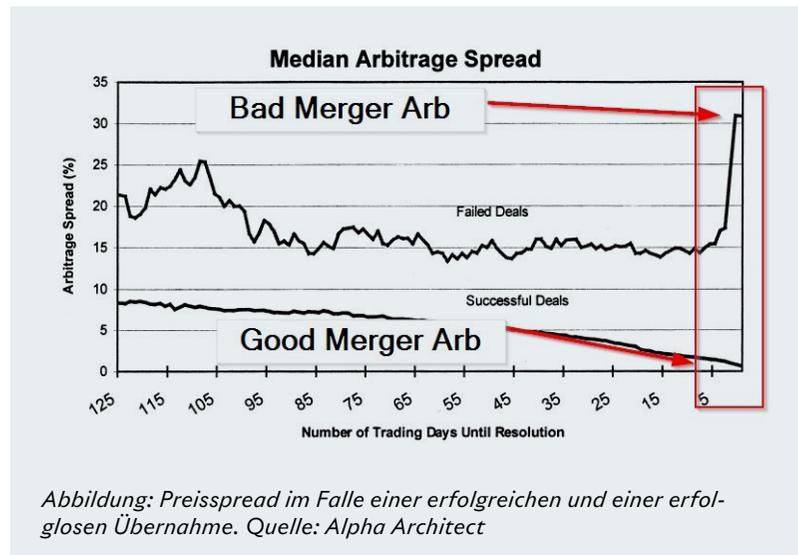
4.2.4. Merger Arbitrage



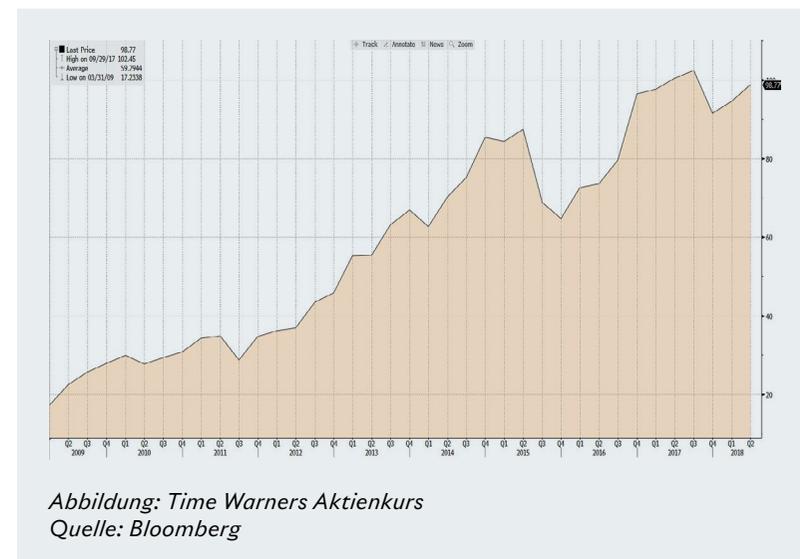
Unter Merger Arbitrage versteht man eine Strategie, bei der Investoren auf eine bevorstehende Fusion oder Übernahme eines Unternehmens setzen. Ein Merger-Arbitrageur sucht nach Möglichkeiten, bei denen eine Übernahme bevorsteht

und der Aktienkurs des Zielunternehmens noch nicht den vollen Übernahmepreis widerspiegelt. Der Arbitrageur kauft dann Aktien des Zielunternehmens und verkauft zusätzlich noch Aktien des Käuferunternehmens in der Hoffnung, dass die Übernahme wie geplant stattfindet und der Aktienkurs des Zielunternehmens steigt. Die Zeitspanne jener Strategie ist oftmals der Zeitpunkt, zu dem die Übernahme bekannt gegeben wird und der Zeitpunkt, zu welchem sie final stattfindet.

Erfolgreiche Merger-Arbitrage-Geschäfte zeichnen sich dadurch aus, dass der Spread zwischen Marktpreis und Übernahmepreis über die Zeit bis zum Abschluss der Fusion kontinuierlich sinkt, da sich die Unsicherheiten minimieren. Umgekehrt steigt der Spread bei fehlgeschlagenen Fusionen kurz vor Ende stark an, da ohne das Zustandekommen der Übernahme das übernommene Unternehmen eventuell zu hoch bewertet wäre.



Ein Beispiel war die geplante Übernahme von Time Warner durch AT&T im Jahr 2016. AT&T hatte angekündigt, Time Warner für 85 Milliarden US-Dollar zu erwerben (107,50 USD pro Aktie). Allerdings gab es regulatorische Bedenken gegen die Übernahme und Befürchtungen, dass die Übernahme von der Regierung blockiert wird. Allerdings wurde die Übernahme abgeschlossen, nachdem AT&T erfolgreich gegen die Regierung geklagt hatte. Jene zwischenzeitliche Unsicherheit bildete sich allerdings im Aktienkurs ab. So wurde die Übernahmeabsicht in Q3 2016 verkündet. Zwischen diesem Zeitpunkt und der tatsächlichen Übernahme, stand die Aktie jederzeit konstant bei unter 107,50 USD pro Aktie.



4.2.5. Liquidation Arbitrage

Bei der Liquidation-Arbitrage-Strategie steht der potenzielle kumulierte Verkaufswert eines Unternehmens im Vordergrund. Manchmal kann es nämlich vorkommen, dass die Summe der Einzelteile, die ein Unternehmen besitzt, mehr wert ist als die aktuelle Marktbewertung eines Unternehmens. Dieser Fall ist bei Konglomeraten überdurchschnittlich häufig anzutreffen. Ein Arbitrageur würde in diesem Fall also ein Unternehmen analysieren, um zu sehen, was es wert wäre, wenn man alle Einzelteile verkaufen würde. Dies können Immobilien, Patente, Mineralrechte oder andere Ressourcen sein.

Ein Beispiel für Liquidation Arbitrage ist die Übernahme von Toys „R“ Us durch Bain Capital, KKR und Vornado Realty Trust im Jahr 2005. Der Spielzeughändler hatte wertvolle Immobilien, die für den Einzelhandel oder andere Zwecke genutzt werden konnten. Die Hedgefonds, die Toys „R“ Us kauften, sahen die Möglichkeit, das Unternehmen zu zerschlagen und die Immobilien und andere Vermögenswerte zu verkaufen, um den Wert für ihre Investoren zu maximieren. Das Unternehmen wurde in viele Teile aufgeteilt, darunter Toys „R“ Us, Babies „R“ Us und FAO Schwarz. Viele der Immobilien wurden zudem verkauft. Ursprünglich sollte Toys „R“ Us restrukturiert und der Spielzeughandel gestärkt werden, aber die Übernahme endete damit, dass das Unternehmen zerschlagen und die Vermögenswerte liquidiert wurden. Die Hedgefonds konnten somit den Wert ihrer Investitionen steigern und einen profitablen Ausstieg erreichen.

4.2.6. Fixed-Income Arbitrage

Fixed-Income Arbitrage bezieht sich auf eine Art von Arbitragehandel, bei dem ein Investor versucht, aus Preisunterschieden zwischen verschiedenen festverzinslichen Wertpapieren (z. B. Anleihen) Profit zu erzielen.

Wenn ein Investor beispielsweise bemerkt, dass zwei Anleihen mit ähnlichen Laufzeiten und Kreditbewertungen unterschiedliche Renditen aufweisen, könnte sich eine Möglichkeit für Fixed-Income Arbitrage ergeben. In diesem Fall hätte eine Anleihe eine höhere Rendite als die andere, obwohl sie vergleichbare Risiken aufweist. Der Investor könnte nun die Anleihe mit der niedrigeren Rendite kaufen und gleichzeitig die Anleihe mit der höheren Rendite verkaufen. Auf diese Weise kann der Investor einen Gewinn erzielen, indem er die Preisunterschiede zwischen den beiden Anleihen ausnutzt.

Allgemein gesprochen, nehmen Fixed-Income-Arbitrage-Fonds gehebelte Long- und Short-Positionen ein, wenn es Anzeichen für Fehlbewertungen bei denselben oder ähnlichen Wertpapieren gibt, um bei der Korrektur der Bewertung im Markt Gewinne zu erzielen. Die Strategie beinhaltet das Eingehen einer Short-Position bei dem Wertpapier, das überbewertet zu sein scheint, und einer Long-Position bei dem Wertpapier, das unterbewertet zu sein scheint. Sie ist somit marktneutral.

4.3. Relative Value

Relative-Value-Strategien können als Oberbegriff der bereits vorgestellten Arbitrage-Strategien verstanden werden. Im Kern geht es um die Ausnutzung von Preisdifferenzen von verbundenen Wertpapieren. Daher geht es in diesem Abschnitt auch nicht um eine Wiederholung der Inhalte, sondern um die Verfestigung der vorgestellten Strategien anhand einer Trading-Inspiration. Das verwendete Beispiel ist keine Kauf- oder Verkaufsempfehlung, sondern dient der Illustration, wie man selbstständig auf Handelsideen kommen kann.

So betrachten wir beispielsweise den Rohstoffmarkt. Hier gibt es einige eng miteinander korrelierte Rohstoffe, bei denen eine Strategie beispielsweise darin bestehen kann, die relative Wertänderung von zwei Rohstoffen zu antizipieren. Ein einfaches Beispiel für eine solche Relative-Value-Strategie könnte das Verhältnis von Gold und Silber sein. Jene Edelmetalle haben eine relative starke Korrelation zueinander (0,8). Ein relativer Preisindikator ist das Gold-Silber-Verhältnis. Dieses misst, wie teuer Gold bzw. Silber zum jeweils anderen Edelmetall ist. Beispielsweise bedeutet ein Gold-Silber-Verhältnis von 100, dass man für eine Unze Gold 1.000 Unzen Silber bekommt. Die durchschnittliche historische Ratio liegt gemäß dem arithmetischen Mittel bei 65 und gemäß dem Median bei 75.

Wenn das Verhältnis höher ist, deutet dies auf eine hohe Bewertung von Gold im Vergleich zu Silber hin. Umgekehrt kann bei einem sehr niedrigen Verhältnis Gold im Vergleich zu Silber günstig sein. Mit diesem Verhältnis lässt sich das

jeweilige Chancen-Risiko-Verhältnis eines Edelmetallwertes besser einschätzen und somit bestimmen, welches Edelmetall attraktiver ist. Wenn es nämlich zu sehr hohen Abweichungen von der Norm (mehr als 1,5 Standardabweichungen) kommt, kann man davon ausgehen, dass dieser Effekt nur temporär ist und die Ratio wieder zur Norm konvergiert. Dieser Reversion-to-the-Mean-Effekt wurde bereits im Einleitungskapitel bei der Bewertung der Aktienmärkte im Verhältnis zur Realwirtschaft beschrieben und lässt sich ebenso auf den Rohstoffmarkt übertragen.

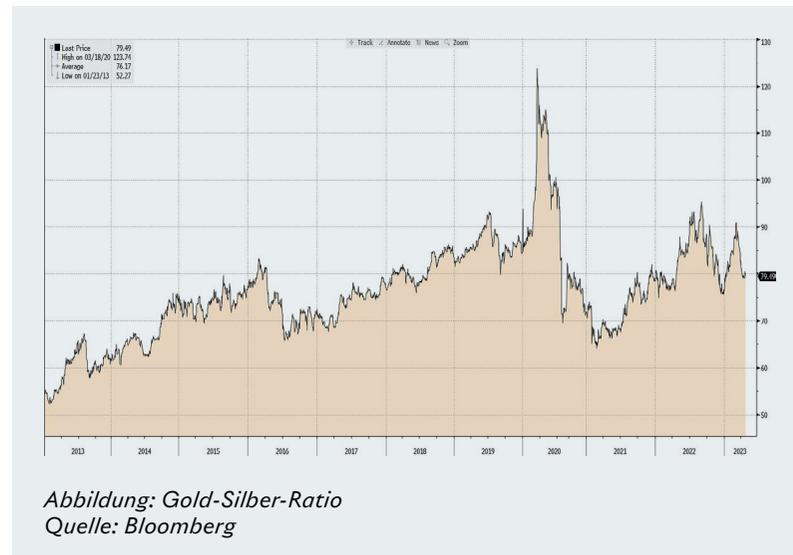


Abbildung: Gold-Silber-Ratio
Quelle: Bloomberg

Wenn man sich die obige Abbildung des Gold-Silber-Verhältnisses anschaut, fällt direkt die Spitze am 20.03.2020 von rund 120 auf. Zu diesem Zeitpunkt hat eine Unze Gold 120

Unzen Silber gekostet. Dies war historisch eine extrem teure Bewertung für Gold bzw. eine sehr günstige Bewertung von Silber. Wenn man sich anschaut, wie sich die beiden Edelmetalle seit dem Zeitpunkt entwickelt haben, bestätigt dies die Beobachtung vom Reversion-to-the-Mean-Effekt.



So hat Silber eine deutlich bessere Performance hingelegt. Insbesondere wenn man sich den Zeitabschnitt der Gold-Silber-Ratio von 120 (20.03.2020) auf 65 (03.03.2021) anschaut, konnte man mit Silber eine Rendite von über 100 % erwirtschaften.



Das genannte Beispiel bietet eine Inspiration, um auf Ideen im Bereich der Relative-Value-Strategien zu kommen. Der dargestellte Ansatz fußt auf einer historischen Bandbreitenanalyse. Es gibt jedoch noch andere Ansatzmöglichkeiten im Rohstoffmarkt. So kann man auch makroökonomische Faktoren analysieren und daraus ein Angebot-Nachfrage-Modell erstellen. Wenn man zum Beispiel Uran nimmt, kann man anhand des Bedarfs der weltweiten Kernkraftwerke den ungefähren weltweiten Bedarf sowie die künftige Entwicklung schätzen und dies mit den aktuellen Produktionskapazitäten vergleichen. Auch ein quantitativer Ansatz, bei dem man anhand der Produktionskosten bewertet, wie günstig ein Rohstoff ist, ist eine mögliche Option.

4.4. Event-driven

Die Event-driven-Strategie ist eine Art Hedgefonds-Strategie, bei der auf das Eintreten von verschiedenen Ereignissen spekuliert wird bzw. diese antizipiert werden. So können diese Ereignisse Fusionen, Insolvenzen oder auch politische Ereignisse sein. Im Fall von Fusionen ist die Strategie mit der Merger-Arbitrage-Strategie vergleichbar. Im Falle von Insolvenzen wäre eine Event-driven-Strategie, dass man auf einen Turnaround des betroffenen Unternehmens spekuliert. Eventbasierte Strategien können im politischen Bereich zum Beispiel der Ausgang von Wahlen sein. Wer beispielsweise auf den Wahlsieg eines bestimmten Kandidaten spekuliert, könnte in Gold investieren, falls dieser Kandidat mit politischer Instabilität verknüpft ist.

4.5. Leveraging

Leveraging ist eine Strategie, die von Hedgefonds genutzt wird, um die Rendite zu erhöhen. Hierbei wird mit Fremdkapital gearbeitet. Mit diesem zusätzlichen Kapital können Hedgefonds mehr Vermögenswerte erwerben, was wiederum zu höheren Renditen führen kann. Zudem lässt sich so auch die Eigenkapitalrendite erhöhen. Dieser Hebeleffekt wirkt allerdings in beide Richtungen und verstärkt somit auch Verluste.

Nehmen wir als Beispiel den Aktienkauf. Angenommen, ein Hedgefonds möchte 10.000 Aktien eines Unternehmens kaufen, die derzeit bei 50 EUR liegen. Ohne Leverage würde

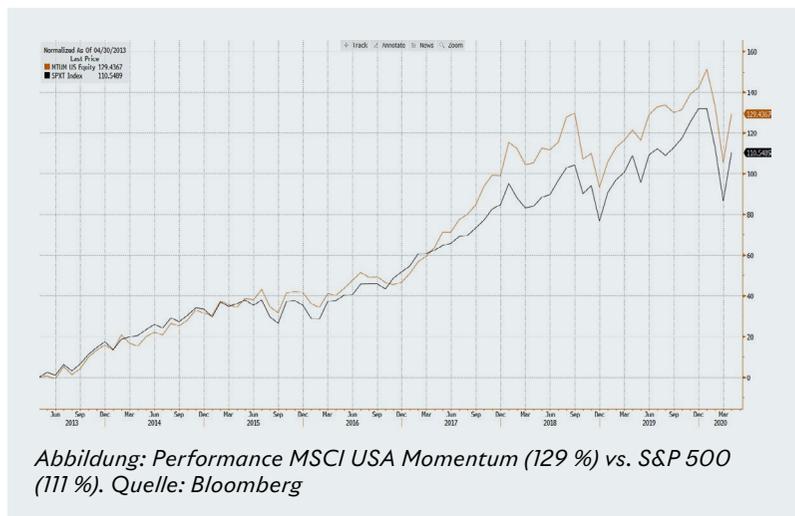
der Fonds 500.000 Euro ausgeben müssen. Setzt er hingegen Leverage ein, muss der Fonds nicht sein ganzes Eigenkapital aufbrauchen oder kann mehr Aktien erwerben. Auf den Teil, den er mit Fremdkapital finanziert, muss er Fremdkapitalkosten bezahlen. Nehmen wir für das folgende Beispiel an, der Fonds verfügt über 100.000 EUR Eigenkapital und würde die Aktie 5-fach hebeln. Folgende Gewinne bzw. Verluste würden sich daraus ergeben:

	<i>Ohne Leverage</i>	<i>Mit Leverage</i>
Investition	100.000 €	500.000 €
Fremdkapital	0 €	400.000 €
Fremdkapitalkosten (3 % Zins)	0 €	12.000 €
erwarteter Gewinn (8 % p. a.) - Zinskosten	8.000 €	28.000 €
Rendite auf Gesamtkapital	8 %	5,6 %
Rendite auf Eigenkapital	8 %	28 %

Die Eigenkapitalrendite würde sich somit drastisch erhöhen.

4.6. Momentum-Strategien

Die Momentum-Strategie ist ebenfalls eine sehr verbreitete Strategie unter Hedgefonds. Der Kerngedanke ist hierbei, dass man von der Stärke (besser: dem Momentum) von Assets wie Aktien profitieren kann. Somit investiert man in Anlagen, die in der Vergangenheit gut performt haben.



In der Tat geben die Daten her, dass man mit dieser Strategie in der Vergangenheit besser performt hat als mit einem einfachen Index. Um die Gründe hierfür zu verstehen, muss man sich dieser Strategie erst funktional widmen.

Beim Momentum-Investing kann man zwischen dem Zeitreihenmomentum und dem Querschnittsmomentum unterscheiden. Das Zeitreihenmomentum bezieht sich auf einzelne Vermögenswerte, basierend auf ihrer früheren Performance. Diese Strategie geht davon aus, dass ein Vermögenswert,

welcher in der Vergangenheit gut performt hat, mit höherer Wahrscheinlichkeit auch in der Zukunft gut performen wird. Das Querschnittsmomentum vergleicht hingegen die Performance verschiedener Anlageklassen: Anlageklassen, die in einem bestimmten Zeitraum am besten abschneiden, werden wahrscheinlich auch in Zukunft gut performen.

Es gibt unterschiedliche Erklärungsansätze, warum diese Strategie funktioniert bzw. in der Vergangenheit funktioniert hat. Einerseits lässt sich anmerken, dass sich Anleger stark an vergangener Performance orientieren und somit Kapital in Vermögenswerte investieren, die schon gut performt haben. Somit ist der Anstieg eine „self-fulfilling prophecy“. Es benötigt lediglich einen Katalysator, um den ersten Stein ins Rollen zu bringen. Auch ETF-Indizes bestärken diesen Trend, da hier die Aufteilung in ihren Positionen automatisch nach der jeweiligen Marktkapitalisierung erfolgt. Falls eine Aktie steigt und dadurch die Marktkapitalisierung des zugrunde liegenden Unternehmens, investieren ETF-Indizes auch mehr Kapital in diese Firma. Hinzu kommt, dass auch einige Rohstoffhändler und andere Trader gleitende Durchschnitte oder andere technische Indikatoren nutzen, um fundamentale Ideen zu ergänzen.

Eine weitere Theorie zur Erklärung besagt, dass bei Investoren ein Fall von klassischer kognitiver Dissonanz vorliegt (Antoniou et al. (2013)). Gemeint ist, dass Investoren angemessen auf Nachrichten reagieren, die ihre Überzeugungen bestätigen, aber auf Nachrichten „unterreagieren“, die ihre Überzeugungen entkräften.

4.7. Makro-Strategien

Bei Makro-Strategien liegt der Fokus auf globalen, makroökonomischen Veränderungen. Hierbei versuchen Fonds Verschiebungen in der internationalen monetären und wirtschaftlichen Politik zu analysieren, die Auswirkungen auf Zinsen und Währungen sowie Aktien- und Anleihemärkte haben. Auch andere Trends, wie z. B. Demografie, können eine Rolle spielen. Die daraus resultierenden Strategien können den drei verschiedenen Klassen Directional Makro, Long/Short Makro und Makro Arbitrage zugeordnet werden.

Directional Makro-Strategien versuchen makroökonomische Variablen zu prognostizieren, die den Preis von Vermögenswerten beeinflussen. Basierend auf diesen Prognosen setzen Makro-Fonds Positionen in verschiedenen Vermögenswerten auf, um von erwarteten Trends in Währungen oder Zinsen zu profitieren.

Bei Long/Short-Makro-Trading erwartet man Divergenzen in verschiedenen Anlageklassen (zwischen- oder untereinander) und versucht von diesen zu profitieren, indem man sich sowohl long als auch short positioniert. Grundlage ist ebenfalls die vorhergegangene Analyse von makroökonomischen Trends bzw. Ereignissen.

Makro Arbitrage bezieht sich auf Strategien, die auf Preisunterschieden basieren, die sich aus makroökonomischen Entwicklungen ergeben. Dazu gehören unter anderem die Ausnutzung von Zins- oder Währungsarbitrage und die Handelsmöglichkeiten zwischen verschiedenen Ländern oder Regionen. Diese Strategie setzt sich insbesondere von den

zwei vorherigen nochmal ab, da sie ausschließlich quantitativer Natur ist. Es wird erst gehandelt, wenn eine signifikante, messbare Divergenz in den Vermögenswerten offensichtlich wird und sich eine makroökonomische Arbitrage-Möglichkeit anbietet.

<i>Strategie</i>	<i>Beschreibung</i>
Directional Makro	Prognose von makroökonomischen Ereignissen → Investition in Vermögenswerte
Long/Short Makro	Analyse makroökonomischer Daten → Unterschiedliche Entwicklung von Vermögenswerten
Makro Arbitrage	Ausnutzen von Arbitragemöglichkeiten im globalen Kontext

Makroökonomische Faktoren beinhalten eine ganz Palette verschiedener Variablen. Hier eine kurze Auflistung der wichtigen Faktoren: Fiskalpolitik, Geldpolitik, Zinssätze, Inflation, Handelsbilanzen, Schulden, Arbeitslosigkeit und Staatsausgaben.

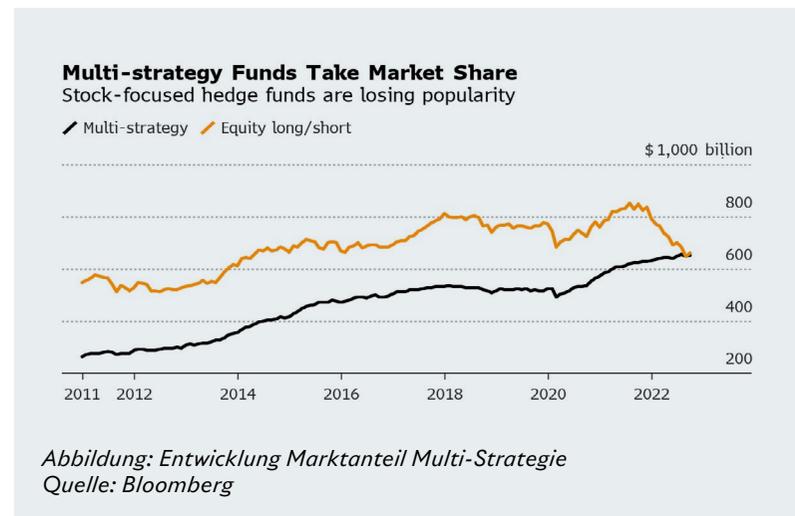
4.8. Multi-Strategien

In der Realität verwenden einige Hedgefonds nicht nur eine der vorgestellten Strategien, sondern mehrere. Diese Ausrichtung bezeichnet man als Multi-Strategie. Der Vorteil liegt vor allem darin, dass man den Nutzen von Hedgefonds besser ausspielen kann. So haben wir bereits gesehen, dass der Vorteil von Hedgefonds und deren breitem Spektrum an möglichen Anlageklassen und -strategien darin liegt, sehr flexibel auf das Marktumfeld zu reagieren und marktneutrale Renditen zu erwirtschaften. Durch die Kombination verschiedener Strategien bzw. der Abwechslung solcher Strategien bieten sich dem Hedgefonds mehr Handlungsmöglichkeiten, um Renditen zu erwirtschaften bzw. Risiken zu minimieren.

Wenn beispielsweise Arbitragemöglichkeiten im Fusionsmarkt erkannt werden, können diese kurzfristig ausgenutzt werden. Zeitgleich können makroökonomisch getriebene Long/Short-Strategien bestehen bleiben. Exemplarisch könnte ein Multi-Strategie-Hedgefonds das klassische Long/Short mit einer Event-driven-Strategie verbinden.

Insbesondere im Zuge des Trends zur Künstlichen Intelligenz gewinnen Multi-Strategien an Bedeutung. Dies liegt daran, dass die KI große Datenmengen schnell verarbeiten und auf dem Markt Zusammenhänge erkennen kann. Während einfache Computerprogramme lediglich lineare Zusammenhänge in Märkten ausmachen können, gelingt es der Künstlichen Intelligenz mithilfe von „Deep Learning“ auch nicht-li-

neare Zusammenhänge zu erkennen. Dieser quantitative Ansatz lässt sich mit der qualitativen Analyse kombinieren und ist somit auf die verschiedenen Strategien anwendbar. Ein Blick auf die Entwicklung des Marktanteils jener Strategie bestätigt dieses Bild:



Es zeigt sich also, dass Hedgefonds in der Realität viele verschiedene Strategien verwenden, um sich optimal an die aktuelle Marktlage und den daraus resultierenden Chancen anzupassen.

5. Risikomanagement

5.1. Risikofaktoren

Wie wir bereits sehen konnten, ist es nicht möglich, eine generelle Aussage zu den Risiken von Hedgefonds zu tätigen. Das Risikoprofil hängt nämlich immer von der jeweiligen Strategie des Hedgefonds ab. Zur Bestimmung der einzelnen Risikoquellen kann man zwischen allgemeinen und speziellen Risiken unterscheiden. Die allgemeinen Risiken umfassen das Marktrisiko und das Kreditrisiko.

Das Marktrisiko kennzeichnet sich dadurch, dass sich der Wert eines Vermögenswertes durch Veränderungen der Marktverhältnisse ändert. Wie bereits gesehen, ist es möglich, dieses Risiko durch das Zusammenstellen eines marktneutralen Portfolios erheblich zu reduzieren. Ein Kreditrisiko entsteht, wenn die Kreditwürdigkeit von Kreditnehmern oder Emittenten herabgestuft wird. Ist ein Hedgefonds in solche Kredite oder Wertpapiere investiert, kann sich eine Verschlechterung der Bonität negativ auswirken und letztendlich zur Zahlungsunfähigkeit von Kreditnehmern führen.

Die speziellen Risiken lassen sich indes grob in das Leverage-Risiko, Liquiditätsrisiko, „Key-Personal“-Risiko und operative Risiken unterteilen.

Beim Leverage-Risiko geht es um das Risiko, welches entsteht, wenn ein Hedgefonds seine Investitionen mit Fremd-

kapital hebt. Sollte sich die Investition als Fehlinvestition herausstellen, steigen die Verluste überproportional stark an. Es ist bei Derivaten oder bei Leerverkäufen möglich, mehr Geld zu verlieren, als man eingesetzt hat. Eine ebenfalls nicht zu vernachlässigende Risikoquelle ist das Liquiditätsrisiko. Dieses entsteht, wenn sich der Wert eines Vermögenswertes durch die Veränderung der Liquidität des Marktes ändert. Konkret betrifft dies vor allem illiquide Anlagen. Hierbei hat der Hedgefonds Probleme, Positionen zu liquidieren oder zu erwerben, was seine Handlungsmöglichkeit und Agilität einschränkt.

Das Key-Personal-Risiko ist ebenfalls nicht untypisch für Hedgefonds. Gemeint ist, dass der Erfolg und die Popularität (und möglicherweise auch der Anlageerfolg) sehr stark von einer Person abhängen. Dies ist insofern ein Risiko als, dass der Fonds in seiner Funktionsweise eine sehr starke Abhängigkeit zu nur einer Person aufweist und somit risikofälliger ist. Zudem gibt es noch operative Risiken, wie in jedem anderen Unternehmen auch. Dies betrifft alle internen Herausforderungen eines Hedgefonds.

5.2. Messung von Risiken

Um das Risiko eines Hedgefonds zu messen, wird meist auf zwei Verfahren zurückgegriffen: den varianzbasierten Ansatz und den Value-at-Risk-Ansatz (VaR). Beim varianzbasierten Ansatz wird die Varianz der Rendite zur Bestimmung des Risikos berechnet. Diese Methode basiert auf der Annahme, dass die Renditen normalverteilt sind. So wird die Streuung der Renditen um ihren Durchschnittswert herum bestimmt. Eine größere Varianz bedeutet, dass das Portfolio risikoreicher ist.

Der VaR-Ansatz misst hingegen den potenziellen Verlust eines Portfolios innerhalb eines bestimmten Zeitraums. Der VaR wird durch die Schätzung des maximalen Verlusts bestimmt, der mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit (z. B. 95 %) innerhalb eines bestimmten Zeitraums (z. B. eines Tages) auftreten kann. Der VaR-Ansatz ist dadurch flexibler als der varianzbasierte Ansatz, was ihn besser auf die Messung des Risikos von Hedgefonds anwendbar macht.

Für die mathematisch interessierten Leser, hier eine Beispielrechnung: Angenommen, ein Investor hat ein Portfolio von Hedgefonds mit einem Gesamtwert von 1 Million EUR. Er möchte das potenzielle Verlustrisiko dieses Portfolios mit einem VaR von 5 % (Konfidenzniveau) für einen Tageszeitraum schätzen. Um den VaR zu berechnen, muss der Inves-

tor zuerst die Verteilung der Renditen der einzelnen Fonds schätzen. Er geht von einer Normalverteilung der Renditen aus und rechnet mit einem Durchschnitt von 0,5 % pro Tag sowie einer Standardabweichung von 1,2 %.

Zusätzlich benötigt man noch den Zahlenwert für das Konfidenzniveau von 95 % in der Standardnormalverteilung. Für einen VaR von 5 % beträgt dieser Wert etwa 1,65. Dieser Wert ergibt sich aus der Standardnormalverteilungstabelle für das Konfidenzintervall. Somit beträgt der VaR des Portfolios 19.800 EUR:

$$VaR = 1,65 \times 0,012 \left(\frac{\text{Standardabweichung}}{\text{des Portfolios}} \right) \times 1.000.000 \left(\frac{\text{Wert des}}{\text{Portfolios}} \right)$$

Dies bedeutet, dass der maximale Verlust, den das Portfolio innerhalb eines Tages erleiden kann, 19.800 EUR beträgt (mit einer Wahrscheinlichkeit von 95 %).

5.3. Riskmanagement-Strategien

Es gibt unterschiedliche Wege, jene Risiken abzusichern. Einige der vorgestellten Strategien, wie beispielsweise die Long/Short-Strategie, reduzieren bereits Risiken, insbesondere das Marktrisiko. Neben den Strategien gibt es allerdings noch weitere Möglichkeiten, sich gegen Verluste abzusichern. Ein sehr häufig verwendetes Instrument sind Stop-Loss-Orders. Eine Stop-Loss-Order ist eine Anweisung an einen Broker, einen Vermögenswert zu verkaufen, wenn ein bestimmter Preis erreicht wird. Die Idee hinter einer Stop-Loss-Order ist, dass der Verkauf automatisch ausgelöst wird, bevor die Verluste zu groß werden.

So dient eine Stop-Loss-Order als Instrument zur Minimierung von Verlusten. Wie im Kapitel zum Short-Selling dargestellt, kann man mit Leerverkäufen und Derivaten mehr Geld verlieren, als man eingesetzt hat. Aus diesem Grund verwenden Hedgefonds beim Wetten auf fallende Kurse in der Regel immer ein Absicherungsinstrument wie eine Stop-Loss-Order. Der Nachteil einer solchen Order ist, dass es sein kann, dass man aus einer Position aussteigt, bevor sich der Markt wieder in die gewünschte Richtung bewegt. Daher müssen Hedgefonds ihre Stop-Loss-Orders sorgfältig platzieren und überwachen.

Ein weiteres Risikomanagement-Tool ist das VIX Hedging. Hierbei wird das Risiko oft durch die Varianz (also die Volatilität) der Rendite und des Portfolios gemessen. Bei der Volatilität kommt der VIX-Index ins Spiel. Der VIX-Index (CBOE Volatility Index) ist ein Index, der die erwartete Volatilität des

S&P 500-Index in den nächsten 30 Tagen misst. Der Wert des VIX-Index wird durch die kurzfristigen Indexoptionen auf den S&P 500 berechnet. Konkret wird der Index anhand einer gewichteten Durchschnittsberechnung von monatlichen und wöchentlichen Optionen auf den S&P 500-Index erstellt, deren Verfallsdatum zwischen 23 und 37 Tage entfernt ist. Obwohl die genaue mathematische Berechnung kompliziert ist, kann man im Wesentlichen sagen, dass der VIX durch die Berücksichtigung der gewichteten Preise von kurzfristigen Put- und Call-Optionen mit verschiedenen Ausübungspreisen auf den S&P 500-Index ermittelt wird. Der VIX-Index ist also ein quantifizierbares Maß für das Marktrisiko und die Stimmung der Anleger. Ein hoher VIX-Wert bedeutet, dass die Marktteilnehmer eine hohe Volatilität erwarten und umgekehrt.

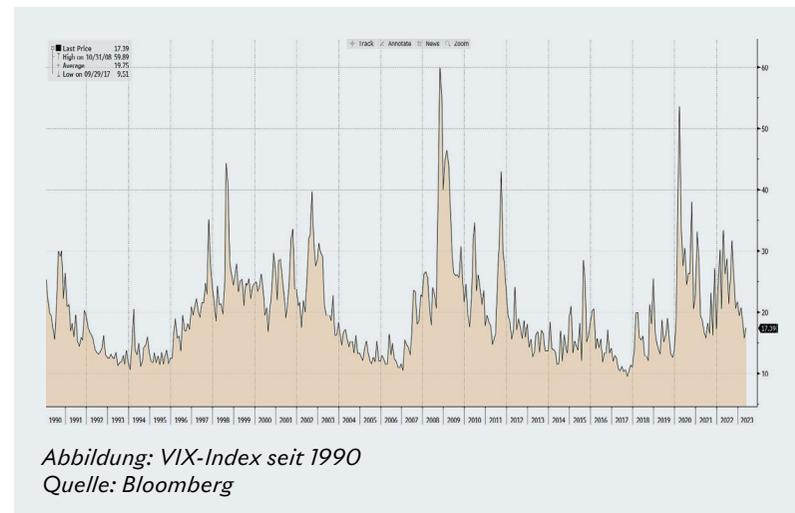
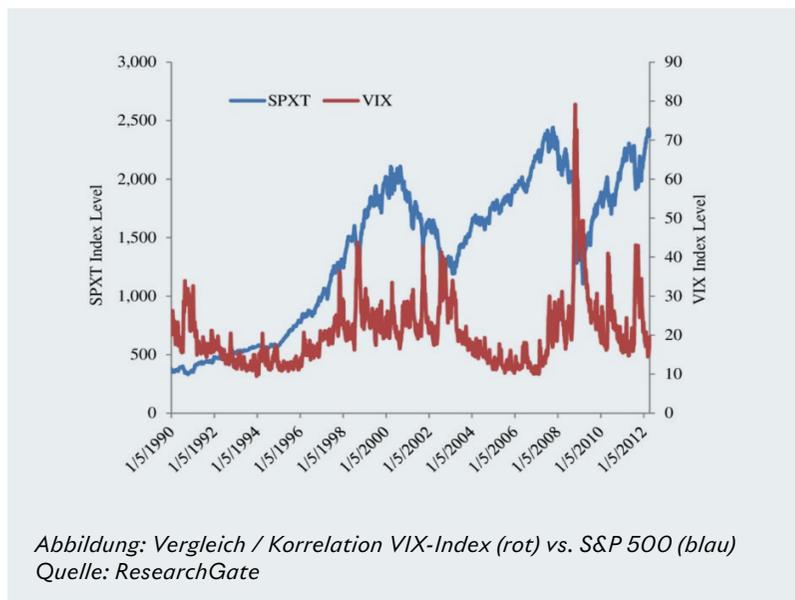


Abbildung: VIX-Index seit 1990

Quelle: Bloomberg

Bedeutende Anstiege des VIX konnten nach den 9/11-Angriffen, dem Bärenmarkt-Crash von 2001 und 2002 sowie jüngst nach dem Auftreten des COVID-19-Virus beobachtet werden. Der niedrigste VIX-Wert von 8,86 wurde im Jahr 1993 registriert, während der höchste VIX-Wert von 89,53 im Oktober 2008 erreicht wurde. Zu allen Zeitpunkten, an denen der VIX-Index stark angestiegen ist, sind die Börsen (insbesondere der S&P 500) gesunken. Da Börsenabschwünge deutlicher schneller vonstattengehen als Börsenanstiege (in der Regel ca. 3-mal so schnell), hat der VIX-Index vor allem bei negativen Werten des S&P 500 eine negative Korrelation. Dies bedeutet Folgendes: Wenn der S&P 500 sinkt, steigt der VIX-Index. Diese Korrelation gilt lediglich im Durchschnitt, aber nicht immer. Je steiler ein Börsenabschwung ist, desto stärker die Korrelation.



Man muss allerdings verstehen, dass der VIX-Index kein direkt handelbares Gut ist. Man kann also nicht, wie z. B. in den S&P 500, einfach in den VIX-Index investieren. Stattdessen wird der Handel auf den VIX Index mit Futures geregelt. Jene Futures-Kontrakte haben ein bestimmtes Verfallsdatum. In der Regel lassen sich Futures-Kontrakte auf den VIX für jeden Monat erwerben. Wenn man heute (21.06.2023) beispielsweise einen VIX-Futures-Kontrakt mit Fälligkeit zum 15.07.2023 für einen Wert von 16 erwirbt, wettet man sozusagen darauf, dass der VIX-Index an diesem Datum einen höheren Wert als 16 aufweist. Zur Ermittlung des Gegenwerts eines VIX-Futures wird der Punktestand des Index mit 1.000 USD multipliziert.

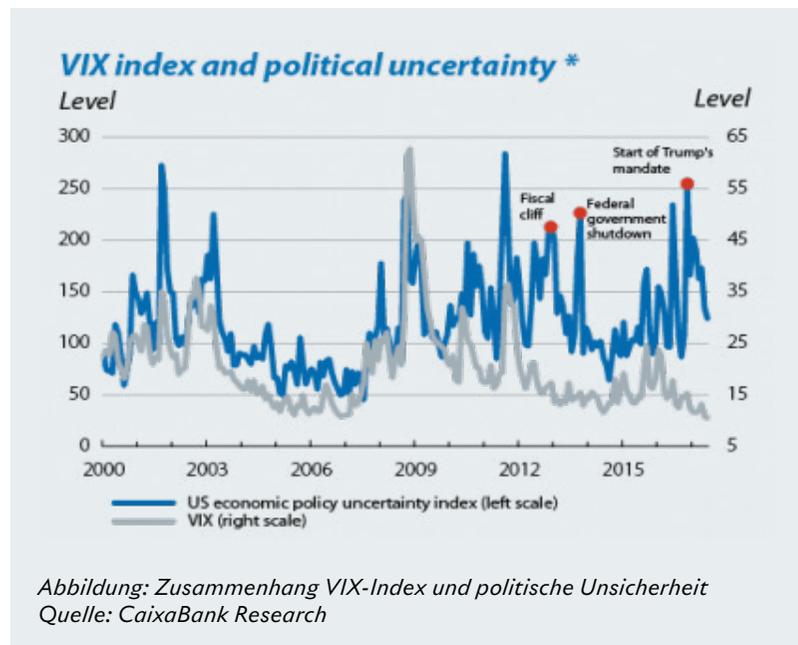
Wenn sich der VIX beispielsweise von 20 auf 21 Punkte erhöht, entspricht dies einem Gewinn oder Verlust von 1.000 USD. Es lässt sich beobachten, dass mit zunehmender Fälligkeit der VIX-Futures die Beta-Werte zum VIX-Index abnehmen. Dies bedeutet, dass Futures mit kürzerer Fälligkeit stärker schwanken als solche mit längerer Fälligkeit, wenn sich der VIX-Index ändert. Dies erscheint naheliegend, da Futures mit kürzerer Laufzeit stärker von neuen Informationen beeinflusst werden, die zu Änderungen des VIX-Index führen.

Es existieren auch sogenannte „0-Day-Optionen“ auf den VIX-Index. Dies sind Optionen, die am selben Tag verfallen, an dem sie gekauft werden. Somit hängt deren Wert ausschließlich vom zugrunde liegenden Wert ab, da es keine Restlaufzeit mehr gibt.

Wie eben dargestellt, weist der VIX-Index eine gewisse Korrelation zum S&P 500 auf. Durch diese Korrelation können sich Hedgefonds vor allem gegen Marktrisiken absichern. Es gibt darüber hinaus noch weitere Korrelationen, die es

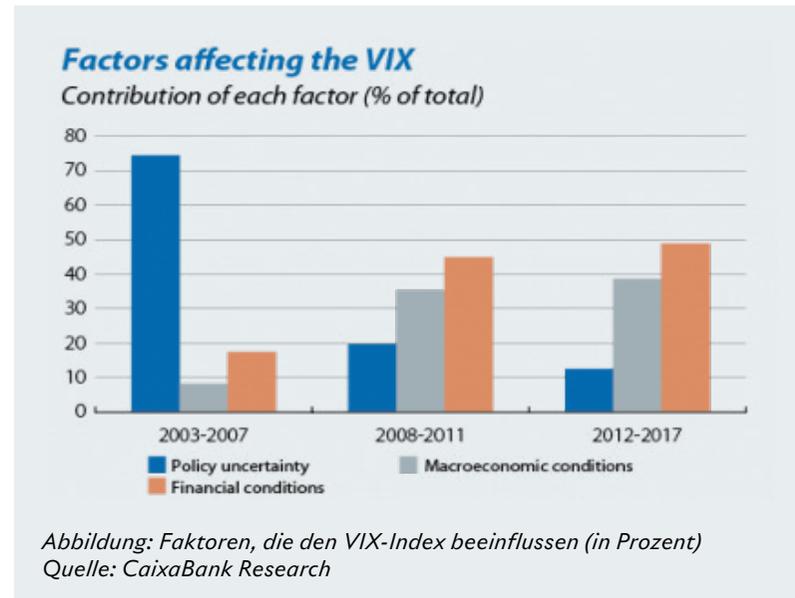
Hedgefonds ermöglichen, sich durch das VIX-Hedging gegen andere Risiken abzusichern.

So besteht ebenfalls eine negative Korrelation zwischen kurzfristigen VIX-Futures und US-Hochzinsanleihen (-0,69) sowie zwischen den VIX-Kurzfristfutures und Schwellenländeranleihen (-0,65). So lassen sich mit dem VIX-Index auch Kreditrisiken abbilden. Ebenfalls interessant ist, dass es eine Korrelation zwischen dem Index der wirtschaftlichen Unsicherheit der USA und dem VIX gibt.



Diese Korrelation schwankt im Laufe der Zeit stark. Während im Zeitraum von 2003 bis 2007 die politische Unsicherheit der Faktor war, der den VIX um über 70 % beeinflusste, waren finanzielle und makroökonomische Bedingungen etwas weniger wichtige Faktoren für den VIX. Von 2012 bis 2017 trug die poli-

tische Unsicherheit jedoch nur etwa 12 % zum VIX bei. Während der Coronazeit hat die Korrelation nochmal stark zugenommen.



Abschließend ist erwähnenswert, dass die vorgestellten Korrelationen nur einige Zusammenhänge darstellen und als Denkipulse fungieren, um den breiten Einsatzbereich von VIX-Hedging darzustellen.

5.3.1. Portfolio-Rebalancing

Selbst wenn man ein marktneutrales Portfolio zusammengestellt hat, werden sich die Positionen nicht gleichmäßig entwickeln. Daher ist eine nachträgliche Adjustierung eventuell erforderlich, um die anfängliche Positionierung und deren Risikoprofil wiederherzustellen bzw. sich dieser anzunähern. Diese Adjustierung wird als „Portfolio Rebalancing“ bezeichnet.

Als Beispiel kann man sich Folgendes vorstellen: Ein Hedgefonds hat ein Portfolio von 50 % Aktien und 50 % Anleihen aufgebaut. Nach einiger Zeit haben sich die Aktien gut entwickelt und machen nun 60 % des Portfolios aus, während die Anleihen auf 40 % gesunken sind. Dadurch hat sich das Risiko-Rendite-Profil des Fonds verändert. Um das gewünschte Gleichgewicht wiederherzustellen, muss der Fondsmanager das Portfolio rebalancieren, indem er Aktien verkauft und Anleihen kauft.

Das Rebalancing lässt sich aber nicht immer so einfach abbilden, da Kosten (vor allem Transaktionskosten) anfallen können. Sollte das Portfolio darüber hinaus illiquide Wertpapiere besitzen, ist es schwieriger, die Positionen zu verkaufen oder zu kaufen, ohne große Preisveränderungen zu verursachen. Eine mögliche Lösung für dieses Problem ist es daher, auf bestimmte Finanzinstrumente, wie z. B. Derivate wie Optionen und Futures zurückzugreifen. Zum Beispiel kann ein Fondsmanager, der seine Position in bestimmten Aktien reduzieren möchte, eine Put-Option kaufen. Dies gibt ihm das Recht, die Aktie zu einem bestimmten Preis zu verkaufen, ohne dass er sie tatsächlich verkaufen muss. So kann er sein Portfolio rebalancieren, ohne die Position in der Aktie aufgeben und sich den genannten Nachteilen aussetzen zu müssen.

6. Fazit

Aus den einleitenden Überlegungen wird deutlich, dass es einige Risiken wie beispielsweise das Marktrisiko gibt, die bei Long-Only-Investitionen zum Tragen kommen. Zudem werden diese Risiken im Zuge des veränderten makroökonomischen Umfeldes immer wichtiger, sodass es nur fair ist, anzunehmen, dass die künftigen Renditechancen für klassische Anlagestrategien nicht mehr denen der Vergangenheit entsprechen.

Eine Möglichkeit, solche Risiken zu minimieren, bieten Hedgefonds. Diese können zum einen auf verschiedene Anlageprodukte zurückgreifen (Rohstoffe, Aktien, Anleihen, Immobilien, etc.) und diese mit zahlreichen Strategien verbinden. Die sich daraus ergebenden Chancen sind vielseitig. Zum einen lassen sich Risiken minimieren, wenn sich ein Hedgefonds entscheidet, nicht nur long-only, sondern marktneutral zu investieren. So ist dieser nämlich nicht mehr abhängig von der reinen Marktentwicklung.

Ferner bieten die unterschiedlichen Anlagestrategien dem Hedgefonds eine große Flexibilität, um verschiedene Chancen zu ergreifen. Sollte ein Hedgefonds der Auffassung sein, dass durch eine anstehende Übernahme der Marktpreis eines Unternehmens von seinem fairen Wert abweicht und sich dadurch Arbitragemöglichkeiten ergeben, können Hedgefonds eine Merger-Arbitrage-Strategie durchführen.

Da Hedgefonds in der Realität verschiedene Anlagestrategien miteinander kombinieren (Multi-Strategie), können sie unterschiedliche Anlässe und Situationen verwenden, um von Marktineffizienzen zu profitieren.

Hierbei können sie deutlich agiler handeln, da sie in der Regel weniger Regulierungen als ein konventioneller Fonds unterworfen sind, da die Anlegerschaft von Hedgefonds oftmals aus professionellen bzw. institutionellen Anlegern besteht.

Der Hedgefonds-Markt wächst insgesamt und das verwaltete Vermögen steigt global an. Zudem ändert sich auch die Hedgefonds-Landschaft, da sich durch den Einsatz von Künstlicher Intelligenz und Deep Learning neue Möglichkeiten bieten. Durch die Erstellung von komplexen Modellen mithilfe von KI kann so nach Marktineffizienzen in allen Anlageklassen und Marktsituation gesucht werden, sodass die Multi-Strategie im Zuge der KI an Bedeutung dazugewinnt.

Impressum

HERAUSGEBER

„The Investment Club“

Buddies Media GmbH
Königsallee 92a
40212 Düsseldorf
CEO - Andreas Belocerkov

Website: www.theinvestmentclub.eu
E-Mail: research@theinvestmentclub.eu
Telefonnummer: +49 21186943738

Handelsregister: HRB 81399
Umsatzsteuer-ID: DE314836865

COPYRIGHT AN TEXTE & INHALTE:

© Marbuc UG
(haftungsbeschränkt), HRB 758469