

Dieter G. Kaiser

Hedgefonds

Dieter G. Kaiser

Hedgefonds

Entmystifizierung
einer Anlagekategorie

2. Auflage



Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek
Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der
Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über
<<http://dnb.d-nb.de>> abrufbar.

1. Auflage 2004

2. Auflage 2009

Alle Rechte vorbehalten

© Gabler | GWV Fachverlage GmbH, Wiesbaden 2009

Lektorat: Guido Notthoff

Gabler ist Teil der Fachverlagsgruppe Springer Science+Business Media.

www.gabler.de



Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Umschlaggestaltung: KünkelLopka Medienentwicklung, Heidelberg

Druck und buchbinderische Verarbeitung: Krips b.v., Meppel

Gedruckt auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier

Printed in the Netherlands

ISBN 978-3-8349-1388-3

Geleitworte

Diese Publikation von Dieter Kaiser ist eine wichtige Referenzquelle in der Domäne der Alternative Investments. Die Aufmerksamkeit des Autors auf Vollständigkeit und Detail bildet einen wesentlichen Beitrag für eine Industrie die zu oft als opak dargestellt wird. Es ist eines der Referenz-Bücher über Hedgefonds sowie eine Pflichtlektüre für Industrieteilnehmer und Asset Management-Studierende.

*Dr. Noël Amenc
Professor of Finance, Associate Dean for Research,
Director of the EDHEC Risk and Asset Management Research Centre*

Fünf Jahre nach dem Erscheinen von „Hedgefonds – Entmystifizierung einer Anlagekategorie“ fasziniert den Leser bei der vorliegenden Neuauflage neben der (gewohnt) inhaltlichen Breite insbesondere die wissenschaftliche Tiefe bei der Bearbeitung der Thematik. So findet nicht nur eine kritische Aufarbeitung der aktuellen Literatur, sondern auch eine Einordnung der von Dieter Kaiser verfassten zahlreichen Forschungsarbeiten aus den vergangenen Jahren statt. Gerade diese Konstellation aus jahrelanger Berufserfahrung im Hedgefonds-Bereich, gepaart mit der wissenschaftlichen Behandlung aktueller Fragestellungen, macht die vorliegende Monographie für die praktische Arbeit als auch für Akademiker und Studierende gleichermaßen zu einem unentbehrlichen Standardwerk.

*Dr. Roland Füss
Professor für Asset Management, European Business School –
International University Schloss Reichartshausen*

Mit „Hedgefonds – Entmystifizierung einer Anlagekategorie“ ist es Herrn Kaiser gelungen, ein Buch zu schreiben, das allen Interessierten einen gut lesbaren, tiefgehenden theoretischen, aber zugleich auch praxisorientierten Einstieg in die bunte Welt der Hedgefonds gibt. Herr Kaiser hat sich ausführlich mit Strategien, Strukturen und Risiken beschäftigt, was eine fundierte Auswahl bei der Anlageentscheidung ermöglicht. Mit der ersten Auflage wurde die deutsche Hedgefonds-Literatur bereits um viele aktuelle und interessante Facetten erweitert. Mit der zweiten Auflage baut dieses Werk seinen Status als wesentliches deutschsprachiges Referenzwerk weiter aus.

*Dr. Thomas Heidorn
Professor für Bankbetriebslehre,
Frankfurt School of Finance and Management*

Mit dem Investmentmodernisierungsgesetz im Jahre 2004 wurden Hedgefonds erstmals auch in Deutschland einer breiten Investorenschaft zugänglich gemacht. Seither wurden unterschiedliche Wege beschritten, diese doch sehr heterogenen und anspruchsvollen Investment-Strategien dem breiten Publikum darzubieten. Die steigenden Allokationsquoten gerade auch der deutschen institutionellen Investoren machen deutlich, dass jeder Finanzinvestor, der sich beruflich mit Kapitalanlagen beschäftigt, vor der Notwendigkeit steht, sich detailliert und intensiv mit den sich hieraus ergebenden Herausforderungen auseinanderzusetzen. Um ein Bild über die Themen zu bekommen, die mit einer Investition in Hedgefonds verbunden sind, genügt ein Blick in das Inhaltsverzeichnis dieses Buches. In gut strukturierter Weise bietet dieses Buch auch dem informierten Profi wichtige Erkenntnisse und bereichert die Fachliteratur um ein Werk mit praxisrelevantem Inhalt. Umfassend, verständlich und mit aktuellem Bezug ist Herr Kaiser ein Buch gelungen, das mit Recht als empfehlenswert bezeichnet werden darf.

Claus Hilpold
CFA, CAIA, Managing Director & Founding Partner,
Polaris Investment Advisory AG

Hedgefonds sind in aller Munde. Der Hauptgrund hierfür ist, dass Hedgefonds-Portfolios, der Börsenbaisse mehr oder weniger unbeschadet entronnen sind. Mit „Hedgefonds – Entmystifizierung einer Anlagekategorie“ ist Herr Kaiser ein sehr umfassendes und ausgewogenes Werk auf dem Gebiet des „Absolute Return Investing“ gelungen – ein Gebiet, das sowohl private als auch institutionelle Investoren noch lange beschäftigen wird.

Alexander Ineichen
CFA, CAIA, FRM, Managing Director bei UBS Global Asset Management
und Autor von „Absolute Returns“ und „Asymmetric Returns“

Dieter Kaiser ist es mit dieser zweiten Auflage seines deutschsprachigen Hedgefonds-Klassikers erneut gelungen, einen gut ausgewogenen Hedgefonds-Führer zu schreiben, der detaillierte Diskussionen zu Performance- und Risikomessungstechniken enthält, die renditebringenden Anlagetechniken, die von Hedgefonds-Managern angewandt werden, vorstellt, und wertvolle Hinweise für die Selektion von Hedgefonds liefert. Dieses Buch ist sehr hilfreich für Anfänger sowie für diejenigen mit ausbaufähigem Hedgefonds-Wissen.

Dr. Francois-Serge Lhabitant
Chief Investment Officer, Kedge Capital,
Professor of Finance, HEC Lausanne and EDHEC

Alternative Investments in der Krise oder trennt sich nur die Spreu vom Weizen? Eine Frage, die zum Erscheinen der zweiten Auflage des Buches im Raum steht. Kann schon die erste Auflage von Dieter Kaiser mit als Standardwerk im Bereich der Alternative Investments gelten, kommt die zweite Auflage gerade rechtzeitig, um die aktuellen Fragestellungen zu dieser Anlagekategorie zu beantworten. Über Alternative Investments wurde in den letzten Jahren viel geschrieben, aber häufig wenig gesagt. Die Aussagen von Dieter Kaiser heben sich wohltuend von oberflächlicher Berichterstattung ab und beleuchten das Thema auf einer fundiert wissenschaftlichen Basis. Dabei bleibt das Werk trotz komplexer Zusammenhänge der Materie auch für „Noch-Nicht-Experten“ gut lesbar.

*Thorsten Pörschmann
Geschäftsführender Gesellschafter, ISigma GmbH,
Alternative Investments Consulting Hamburg*

Inhaltsverzeichnis

Geleitworte	V
Inhaltsverzeichnis	VIII
Abkürzungsverzeichnis	XXI
Vorwort	1
Einleitung	3
1. Grundlagen	5
1.1 Evolution und Bedeutung der Hedgefonds-Industrie	6
1.1.1 Die frühen Jahre (1949–1985)	6
1.1.2 Die zweite Wachstumsphase (1986–1997)	10
1.1.3 Die erste große Krise (1998)	12
1.1.4 Die dritte Wachstumsphase (1999–2007)	13
1.1.5 Die zweite große Krise (2008)	16
1.2 Eigenschaften	18
1.2.1 Vor- und Nachteile	20
1.2.2 Absolute-Return-Ansatz	21
1.2.3 Wertentwicklung, Korrelation, Volatilität und Downside Protection	26
1.2.4 Domizilierung und Regulierung	35
1.2.5 Short Selling	41
1.2.6 Leverage	43
1.2.7 Mindestinvestitionssumme	47
1.2.8 Kapazität	48
1.2.9 Liquidität	49
1.2.10 Gebührenstruktur	52
1.2.11 Zielgruppe	56
1.2.12 Handelsinstrumente	57
1.3 Mythen und Image-Probleme	59
1.3.1 Allgemeine Mythen	60
1.3.2 Mythen bezüglich der Anlagestrategien	61
1.3.3 Sonstige Mythen	64
1.4 Volkswirtschaftliche Bedeutung	65

1.5 Service Provider	68
1.5.1 Prime Broker	69
1.5.2 Depotbank	71
1.5.3 Administrator	73
1.5.4 Auditor	75
2. Investmentstrategien	77
2.1 Equity Hedge – make money on alpha	80
2.1.1 Long/Short Equity	80
2.1.2 Equity Non Hedge	84
2.1.3 Short Selling	85
2.1.4 Equity Market Neutral	85
2.2 Event Driven – make money on events	89
2.2.1 Merger Arbitrage	90
2.2.2 Distressed Securities	92
2.2.3 Activists	97
2.2.4 High Yield	99
2.2.5 Special Situations	100
2.2.6 Regulation D/PIPEs	100
2.2.7 Asset-Based Lending	101
2.2.8 Long/Short Credit	102
2.3 Tactical Trading – make money on trends	103
2.3.1 Global Macro	104
2.3.2 Managed Futures	106
2.3.3 Emerging Markets	110
2.3.4 Global Tactical Asset Allocation	112
2.3.5 Commodities	112
2.4 Relative Value – make money on spreads	114
2.4.1 Fixed Income Arbitrage	114
2.4.2 Convertible Arbitrage	118
2.4.3 Split Strike Conversion	121
2.4.4 Volatility Trading	121

3. Risiko und Rendite	123
3.1 Risiken	123
3.1.1 Market Risk	123
3.1.2 Credit Risk	124
3.1.3 Systems, Process & Legal Risk	125
3.1.4 Leverage Risk	125
3.1.5 Structure Risk	126
3.1.6 Liquidity Risk	126
3.1.7 Key Person Risk	127
3.1.8 Mark-to-Market- & Model Risk	128
3.1.9 Operational Risk	128
3.1.10 Style Risk	130
3.1.11 Reputational Risk	130
3.1.12 Size-, Iceberg- & Concentration Risk	131
3.1.13 Counterparty Risk	132
3.1.14 Transparency Risk	132
3.1.15 Fat Tail Risk	132
3.2 Risikomessung	133
3.2.1 Kennzahlen	134
3.2.1.1 Standardabweichung	134
3.2.1.2 Semi-Standardabweichung	136
3.2.1.3 Korrelation	137
3.2.1.4 Value at Risk	138
3.2.1.5 Autokorrelation	141
3.2.1.6 Ausfallwahrscheinlichkeit	142
3.2.2 Methoden	143
3.2.2.1 Exposure-Analyse	143
3.2.2.2 Stress-Tests und Szenario-Analyse	143
3.2.2.3 Statistische Extremwert-Theorie	145
3.2.2.4 Monte-Carlo-Simulation	145
3.2.2.5 Drawdown-Analyse	149
3.3 Renditemessung	150
3.3.1 Kennzahlen	151
3.3.1.1 Rendite	151
3.3.1.2 Schiefe und Wölbung	151
3.3.1.3 Sharpe Ratio	155
3.3.1.4 LPM-basierte Performancemaße	156
3.3.1.4.1 Omega	156
3.3.1.4.2 Sortino Ratio	157
3.3.1.4.3 Kappa 3	158

3.3.1.5	Drawdown-basierte-Performancemaße	159
3.3.1.5.1	Calmar Ratio	159
3.3.1.5.2	Sterling Ratio	159
3.3.1.5.3	Burke Ratio	160
3.3.1.6	Benchmark-basierte Performancemaße	160
3.3.1.6.1	Tracking Error	160
3.3.1.6.2	Information Ratio	162
3.3.1.6.3	Treynor Ratio	162
3.3.1.6.4	Jensen Alpha	163
3.3.1.6.5	Appraisal Ratio	163
3.3.1.7	AIRAP	164
3.3.2	Stilanalyse	165
3.3.3	Peer Group-Analyse	170
3.3.4	Kapazitäts-Charts	170
3.4	Risikomanagement-Lehren vergangener Krisen und Skandale	171
3.4.1	Exkurs: Literaturüberblick Hedgefonds-Performance-Studien	187
3.4.1.1	Fondsalter	187
3.4.1.2	Fondsgröße	190
3.4.1.3	Performance-Persistenz	191
3.4.1.4	Performancegebühren	191
3.4.1.5	Kündigungsfristen	192
3.4.1.6	Mindestinvestitionssummen	193
3.4.1.7	Fondsstatus	193
4.	Indizes	195
4.1	Marktüberblick	196
4.2	Konstruktionsmethodologien	198
4.3	Problemfelder	204
4.4	Verzerrungen	206
4.4.1	Survivorship Bias	208
4.4.2	Self-Selection Bias	210
4.4.3	Sonstige Verzerrungen	211
4.5	Heterogenität	215
4.6	Kritik an Hedgefonds-Indizes	217
4.7	Ein Lösungsansatz: Index-Indizes	218
4.8	Ausgewählte Fallbeispiele	221
4.8.1	Credit Suisse/Tremont	221
4.8.2	Hedge Fund Research	223
4.9	Investierbare Indizes	225
4.10	Exkurs: Datenbankanalyse	229

5. Dach-Hedgefonds	237
5.1 Eigenschaften	239
5.1.1 Investment-Ansatz	239
5.1.2 Laufzeit	241
5.1.3 Zeichnungen und Kündigungen	242
5.1.4 Gebührenstruktur & Equalisation	243
5.1.5 Höhe des Anlagevolumens	247
5.1.6 Diversifikation	250
5.1.7 Währungssicherung	252
5.1.8 Leverage	252
5.1.9 Unterschiede zu Single-Hedgefonds	253
5.2 Strukturelle Vorteile	257
5.2.1 Risikodiversifikation	258
5.2.2 Transparenz & Regulierung	260
5.2.3 Mindestinvestitionssumme	262
5.2.4 Zugang zu Single-Hedgefonds	263
5.2.5 Liquidität	263
5.2.6 Portfolio Management und -Überwachung	264
5.2.7 Konsolidiertes Reporting	265
5.3 Strukturelle Nachteile	266
5.3.1 Zusätzliche Gebührenebene	267
5.3.2 Fehlende Kontrolle	268
5.3.3 Verminderte Transparenz	268
5.3.4 Beeinflussung durch den Cashflow anderer Investoren	270
5.3.5 Höhe der Renditen	271
5.4 Investment-Prozess	271
5.4.1 Ziele und Philosophie	272
5.4.2 Due Diligence	273
5.4.2.1 Hedgefonds-Manager und Team	274
5.4.2.2 Investment-Prozess und Philosophie	276
5.4.2.3 Wertentwicklung	277
5.4.2.4 Juristische Dokumente und Verkaufsprospekt	278
5.4.3 Asset Allocation	278
5.4.3.1 Top-Down-Strategie-Selektion	280
5.4.3.2 Bottom-Up-Manager-Selektion	282
5.4.4 Monitoring	285
5.4.5 Exkurs: Beispiel eines Hedgefonds-Investmentprozesses	285
5.5 Risiko-Management	292
5.5.1 Risikodefinition	292
5.5.2 Risikokontrolle	293

5.6 Selektionskriterien aus Anlegersicht	295
5.6.1 Stabilität des Unternehmen	296
5.6.2 Personal und geringe Fluktuation	297
5.6.3 Definierter Investment-Prozess	297
5.6.4 Beurteilung von Dach-Hedgefonds	298
5.7 Performance	299
6. Ausblick	305
Literaturverzeichnis	311
Über den Autor	329

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1:	Verteilung des Hedgefonds-Anlagevolumens nach Gesellschaftsgröße	15
Abbildung 2:	Verteilung des Hedgefonds-Anlagevolumens nach Fondsgröße ...	15
Abbildung 3:	Vorteile von Hedgefonds	20
Abbildung 4:	Nachteile von Hedgefonds	20
Abbildung 5:	Skill-based versus traditionelle Anlagen	23
Abbildung 6:	Marktabhängigkeit von Investment- und Hegefonds	24
Abbildung 7:	Alpha, Beta und Kosten von Hegefonds	25
Abbildung 8:	Wirkung von Inflation auf Absolute Return-Strategien	26
Abbildung 9:	Wertentwicklung verschiedener Indizes im Vergleich	27
	(12/90–12/08)	27
Abbildung 10:	Jahresrenditen verschiedener Indizes im Vergleich (12/90–12/08) .	27
Abbildung 11:	Jahresvolatilitäten verschiedener Indizes im Vergleich	28
	(12/90–12/08)	28
Abbildung 12:	24-Monats-Korrelationen von Hedgefonds zu Aktien	30
	und Anleihen (01/1990–12/2008)	30
Abbildung 13:	Schwankungsbreiten von Hedgefonds im Vergleich zu Aktien	32
	(01/90–12/08)	32
Abbildung 14:	Performance in den 15 schlechtesten Aktienmonaten	33
	(Januar 01/90–12/08)	33
Abbildung 15:	Risiko und Rendite von Aktien, Renten und Hedgefonds	34
Abbildung 16:	Risiko-Exposures von Hedgefonds	35
Abbildung 17:	Domizile der Hedgefonds	39
Abbildung 18:	Ablaufschema eines Leerverkaufs	42
Abbildung 19:	Mindestinvestitionssummen bei Hedgefonds	47
Abbildung 20:	Kündigungs- und Zeichnungsmöglichkeiten bei Hedgefonds	50
Abbildung 21:	Maximale Lock-Up-Perioden aus Investorensicht	51
Abbildung 22:	Verteilung der Managementgebühren bei Hedgefonds	53
Abbildung 23:	Verteilung der Performancegebühren bei Hedgefonds	53
Abbildung 24:	Verteilung der Hedgefonds-Investoren	56
Abbildung 25:	Bedenken bei der Investition in Hedgefonds	57
Abbildung 26:	Typische Anlageinstrumente von Hedgefonds	57
Abbildung 27:	Verwendung von Kreditderivaten durch Hedgefonds	59
Abbildung 28:	Service Provider von Hedgefonds	68
Abbildung 29:	Funktionen des Prime Brokers	69
Abbildung 30:	Aufgaben des Prime Brokers	71
Abbildung 31:	Funktionen der Depotbank	72
Abbildung 32:	Funktionen der Wirtschaftsprüfer	75
Abbildung 33:	Verteilung der externen Strategie-Klassifikationssysteme	77
	bei Industrieteilnehmern	77
Abbildung 34:	Klassifikation der Hedgefonds-Stile und -Strategien	79

Abbildung 35: Aufteilung des Anlagevolumen auf die einzelnen Hedgefonds-Stile	80
Abbildung 36: Beispielhafte Variation des Netto-Exposures bei einem Long/Short Equity Fonds	82
Abbildung 37: Beispielhafte Variation der Sektor-Exposures eines Long/Short Equity Fonds	82
Abbildung 38: Renditemöglichkeiten bei Long/Short Equity	84
Abbildung 39: Beispielhafte Variation des Strategie-Exposures eines Risk Arbitrage Fonds	91
Abbildung 40: Beispielhafte Variation des Kapitalstruktur-Exposures eines Distressed Securities-Hedgefonds	94
Abbildung 41: Beispielhafte Variation des Long, Short und Net Exposures eines Distressed Securities-Hedgefonds	96
Abbildung 42: Beispielhafte Variation des Sektor-Exposures eines Distressed Securities-Hedgefonds	96
Abbildung 43: Beispielhafte Variation des Net Exposures eines Long/Short Credit-Hedgefonds	103
Abbildung 44: Beispielhafte Variation des Anlageklassen-Exposures eines Global Macro-Hedgefonds	105
Abbildung 45: Verschiedene Investment-Ansätze von CTAs	108
Abbildung 46: Beispiel einer Performance Attribution eines systematischen CTAs	109
Abbildung 47: Beispielhafte Variation des Sektor-Exposures eines Rohstoff-Hedgefonds	113
Abbildung 48: Überschneidungen von Markt-, Liquiditäts- und Kreditrisiken ...	124
Abbildung 49: Operationelle Risiken von Hedgefonds	129
Abbildung 50: Risiko-Charakteristika ausgesuchter Hedgefonds-Strategien	133
Abbildung 51: Betrachtete Risikomaße	134
Abbildung 52: Auswirkungen von Volatilität auf Rendite	136
Abbildung 53: Value at Risk-Tracking in einem Hedgefonds-Portfolio	139
Abbildung 54: Exposure Analyse eines Long/Short Equity-Hedgefonds	143
Abbildung 55: Beispiel verschiedener Verteilungskurven	153
Abbildung 56: Abhängigkeit des Tracking Error von der Anzahl der Indexbestandteile	161
Abbildung 57: Systematische Aufteilung von Hedgefonds-Renditen unter Beachtung aller alternativen Betas	166
Abbildung 58: Renditekomponenten von Emerging Market-Hedgefonds	168
Abbildung 59: Beispiel einer Peer Group-Analyse	169
Abbildung 60: Beispiel eines Kapazitäts-Charts	170
Abbildung 61: Historischer Track-Record von Madoff Investment Securities LLC (05/94–11/08)	186
Abbildung 62: Überschneidungen zwischen Hedgefonds-Datenbanken	203
Abbildung 63: Übersicht über mögliche Problemfelder	204
Abbildung 64: Klassifikation möglicher Biases	212

Abbildung 65: Jährlicher Renditeunterschied zwischen verschiedenen Hedgefonds-Indizes derselben Strategie	216
Abbildung 66: Boxcharts der Renditedispersion auf monatlicher Basis (01/2000–05/2006)	218
Abbildung 67: Ablaufschema der CS/Tremont-Indexkonstruktion	221
Abbildung 68: Vergleich zwischen Benchmark- und investierbaren Indizes desselben Anbieters (01/2005–11/2008)	228
Abbildung 69: Performancevergleich investierbarer Hedgefonds-Indizes (01/05–12/08)	229
Abbildung 70: Kapitalflussstruktur von Dach-Hedgefonds	237
Abbildung 71: Wachstum der Dach-Hedgefonds (1990–2007)	238
Abbildung 72: Verteilung der Managementgebühren bei Dach-Hedgefonds	244
Abbildung 73: Verteilung der Performancegebühren bei Dach-Hedgefonds	244
Abbildung 74: Beispiel zu Equalisation	246
Abbildung 75: 4-Quadranten-Schema zur Beurteilung von Dach-Hedgefonds ...	250
Abbildung 76: Verwendung von Fremdkapital bei Dach-Hedgefonds	253
Abbildung 77: Halteperioden von Single- versus Dach-Hedgefonds	255
Abbildung 78: Typische Investitionshöhe in Single- versus Dach-Hedgefonds ...	255
Abbildung 79: Jährliche Allokationen in Single- versus Dach-Hedgefonds	256
Abbildung 80: Domizile von Dach-Hedgefonds	257
Abbildung 81: Erwünschte Transparenz aus Investorensicht	262
Abbildung 82: Mindestinvestitionssummen bei Dach-Hedgefonds	263
Abbildung 83: Bedenken bei der Investition in Dach-Hedgefonds	267
Abbildung 84: Vom Hedgefonds-Universum zum Portfolio	271
Abbildung 85: Sourcing von Dach-Hedgefonds	272
Abbildung 86: Investitionsprozess von Dach-Hedgefonds	280
Abbildung 87: Investment-Prozess-Diagramm	286
Abbildung 88: Manager-Selektion	287
Abbildung 89: Beurteilung von Dach-Hedgefonds	298

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Wachstum des weltweiten Hedgefonds-Marktes	14
Tabelle 2: Gegenüberstellung von Alpha- und Beta-Strategien	22
Tabelle 3: Performanceanalyse (01/90–12/08)	29
Tabelle 4: Korrelationsmatrix (01/90–12/08)	30
Tabelle 5: Vergleich zwischen Monats- und Quartalskorrelationen	31
Tabelle 6: Hedgefonds versus Investmentfonds (USA)	33
Tabelle 7: Einfluss von Portfolio-Transparenz auf die Rendite	39
Tabelle 8: Equity Repo und verwandte Transaktionen	43
Tabelle 9: Futures-Kontrakte	44
Tabelle 10: Fremdkapitaleinsatz von Hedgefonds-Strategien	46

Tabelle 11: Strategieaufteilung der Hedgefonds-Industrie (1990 vs. 2002 vs. 2007)	49
Tabelle 12: Deskriptive Statistik der Gebührenstruktur bei Hedgefonds	52
Tabelle 13: Enron und LTCM – ein Vergleich	65
Tabelle 14: Klassifikation nach Diversifikations-Charakteristika	78
Tabelle 15: Beispiel eines Stress-Reports	144
Tabelle 16: Regressionsergebnisse gegen den CSEMHF-Index	168
Tabelle 17: Übersicht Hedgefonds-Indizes	195
Tabelle 18: Anzahl der Hedgefonds in den jeweiligen Strategie-Indizes	201
Tabelle 19: Selektionskriterien der Datenbankanbieter	202
Tabelle 20: Untersuchungen zur Attrition Rate	206
Tabelle 21: Untersuchung zur Survivorship-Bias-Problematik	209
Tabelle 22: Correlation Bias	212
Tabelle 23: Untersuchungen zum Backfilling Bias	214
Tabelle 24: Indexbestandteile der Edhec Hedgefonds-Index-Indizes	220
Tabelle 25: Korrelationskoeffizientenvergleich der Edhec Indizes	220
Tabelle 26: Anbieter und Methodikübersicht von investierbaren Indizes	226
Tabelle 27: Umrechnungskurse per 31.05.2006	232
Tabelle 28: Gesamtanzahl der Hedgefonds in den jeweiligen Strategiegruppen	232
Tabelle 29: Evolution der Anzahl der Hedgefonds innerhalb der Strategiegruppen	233
Tabelle 30: Deskription der Datenbasis (Größe, Alter, Mindestinvestition und Gebühren)	233
Tabelle 31: Deskription der Datenbasis (High-Watermark, Hurdle Rate und Fondsstatus)	234
Tabelle 32: Performancekennzahlen der Datenbasis	235
Tabelle 33: Quartil- und Dezil-Darstellung der Datenbasis nach der Sharpe Ratio (2 %)	236
Tabelle 34: Regressionsanalyse: Datenbasis versus Edhec-Indizes	236
Tabelle 35: Fragen an Dach-Hedgefonds-Manager und die typische Antworten	241
Tabelle 36: Schätzung der Gesamtkostenbelastung	245
Tabelle 37: Optimale Anzahl der Strategien pro Manager	251
Tabelle 38: Definitionen von Leverage durch Dach-Hedgefonds	253
Tabelle 39: Deskriptive Statistik von Dach- und Single-Hedgefonds	254
Tabelle 40: Vorteile der Investition in Dach-Hedgefonds	258
Tabelle 41: Beispiel zur Diversifikationswirkung eines Hedgefonds-Portfolios	259
Tabelle 42: Qualität der Due Diligence	265
Tabelle 43: Informationen an Investoren durch Dach-Hedgefonds	266
Tabelle 44: Nachteile der Anlage in Dach-Hedgefonds	267
Tabelle 45: Periodisches Informationsmaterial für Investoren	269
Tabelle 46: Periodische Daten für Investoren	270
Tabelle 47: Typische Asset Allocation von Dach-Hedgefonds	279
Tabelle 48: Aussichten einzelner Strategien in volkswirtschaftlichen Szenarien	281
Tabelle 49: Korrelations-Matrix von Convertible Arbitrage-Hedgefonds	283
Tabelle 50: Beispiel zur Risikobudgetierung	284
Tabelle 51: Quantitative Analyse-Kriterien innerhalb der Peer Group	288

Tabelle 52: Risiko-Messung durch Dach-Hedgefonds	292
Tabelle 53: Performance-Analyse (12/90–12/08)	300
Tabelle 54: Korrelationsmatrix (12/90–12/08)	301
Tabelle 55: Renditen verschiedener Strategien in Marktkrisen	302

Abkürzungsverzeichnis

Abb.	Abbildung
AFG	Anlagefondsgesetz (Schweiz)
AFV	Anlagefondsverordnung (Schweiz)
AIG	Auslandsinvestmentgesetz
AIMA	Alternative Investment Management Association
AUD	Australische Dollar
AUM	Assets under Management, verwaltetes Vermögen
AVG	Average, Durchschnitt
BAI	Bundesverband Alternativer Investments, e.V.
BAW	Bundesausschuss für Wertpapierwesen
BMF	Bundesministerium für Finanzen
CHF	Schweizer Franken
CSFB	Credit Suisse First Boston
CTA	Commodity Trading Advisors
DAX	Deutscher Aktien Index
EStG	Einkommensteuergesetz
EUR	Euro
EWS	Europäisches Währungssystem
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FED	Federal Reserve Bank (USA)
FHF	Fund of Hedge Funds
FSA	Financial Services Authority (UK)
GBP	Englisches Pfund Sterling
HFR	Hedge Fund Research International
HNWI	High Net Worth Individual
i.V.m.	in Verbindung mit
JPM GGB	JP Morgan Global Government Bond Index
JPY	Japanische Yen
KAGG	Kapitalanlagegesellschaftsgesetz
LTCM	Long Term Capital Management
MSCI	Morgan Stanley Capital International
NAV	Nettoinventarwert, Net Asset Value
NBER	National Bureau of Economic Research (USA)
p. a.	pro Jahr
ROR	Rate of Return
SBWB	Salomon Brothers World Bond Index
SEC	Securities and Exchange Commission
SHF	Hedgefonds
Tab.	Tabelle

USD	Amerikanischer Dollar
VLT	Volatilität
YTD	Year to Date
ZCM	Zurich Capital Markets

Vorwort

Sie wollen ein Buch über Hedgefonds kaufen oder haben dieses bereits erworben? Dann gehören Sie entweder zu denjenigen, die sich trotz umfänglicher negativer Berichterstattung über Hedgefonds ein eigenes Bild machen wollen. Oder Sie haben sich schon lange gewundert, warum alle Welt immer über die Hedgefonds-Industrie herzieht, die Branche aber als Ganzes eher wenige negative Schlagzeilen macht. Sie haben sich möglicherweise gefragt, warum so viel Kritik geübt und Pauschalurteile über Hedgefonds gefällt werden, wo doch nach dem Aktienmarkt-Crash in den Jahren 2000 bis 2003 die Branche sogar leicht positive Ergebnisse erzielen konnte, wohingegen der Deutsche Aktien Index DAX mehr als 70 % an Wert verlor. Vielleicht haben Sie das nicht so wahrgenommen, einschließlich der Bundeskanzlerin, die im Jahr 2007 nach strengen Regeln für Hedgefonds verlangte, wo jetzt die ganze Finanzwelt in einmaligen Dimensionen unter der von hochregulierten Banken finanzierten US-Immobilienkrise, die in der Folge zu einer globalen Finanzkrise wurde, leidet. Hedgefonds spielen hier nur eine untergeordnete Rolle. Im Gegenteil, als Investor in Hedgefonds ist man sicherer durch die Krise gegangen, auch wenn sich bestimmte Hedgefonds bzw. vor allem bestimmte Strategien, nicht vor Verlusten haben schützen können. Darauf kommt es doch auch nicht an, sagen Sie jetzt, denn es ist schon eine Leistung, möglichst wenig Kapital in solch einem Finanzsturm zu verlieren. Recht haben Sie, und daher haben Sie sich jetzt möglicherweise dieses Buch von Herrn Kaiser gekauft.

Wenn Hedgefonds so gut sind, warum nicht 100 % in Hedgefonds investieren? Diese Frage hat im Jahr 1999 bereits ein Branchenkenner gefragt und war seiner Zeit weit voraus. Ja, warum nicht? Zu risikoreich werden Sie sagen. Ja, aber nur, wenn man Hedgefonds als eine homogene Anlageklasse begreift, deren Manager alle die gleichen Strategien verfolgen und sich nur die aggressiven, hoch gehebelten Strategien anschaut. Bei Hedgefonds handelt es sich jedoch nicht um eine eigenständige Anlageklasse, sondern um ein Segment, welches Instrumente der verschiedenen Asset-Klassen, Aktien, Anleihen, Währungen, Rohstoffe verwendet und hierbei sehr divergierende Anlagestrategien mit sehr unterschiedlichen Risikoprofilen umsetzt. Diese Fähigkeit, völlig flexibel alle Anlageformen zu nutzen, auf steigende und fallende Kurse zu setzen und auch noch seine Meinung durch Kreditaufnahme teilweise zu hebeln, macht einen Hedgefonds-Manager aus. Hedgefonds sollten daher nicht als homogene Gruppe, sondern als spezielle Möglichkeit betrachtet werden, wie bestimmte Ertragsquellen von Asset-Klassen nicht traditionell, sondern neu erschlossen werden können.

Wenn ein Investor beispielsweise von der Anlageklasse Aktien überzeugt ist und sich einen aktiven Aktienmanager ausgesucht hat, warum sollte dieser Manager dann nicht die Flexibilität erhalten, die Aktien zu shorten, also von einem Wertverfall zu profitieren, die er für überbewertet hält, statt sie nur unterzugewichten und trotzdem zu kaufen? Es wäre die logische Konsequenz, zumal gleichzeitig durch die leerverkauften Aktien eine gewisse Absicherung vor generellen Kursverlusten vorhanden wäre.

An dieser sog. Long/Short-Aktien-Strategie ist nichts Geheimnisvolles und die Manager wollen auch nicht das Finanzsystem aus den Angeln heben, sondern lediglich aktives Aktienmanagement betreiben, indem sie die Unternehmen genau analysieren und die kaufen, die unterbewertet erscheinen, und die verkaufen, die überbewertet sein könnten.

Wie ich schon in meinem Geleitwort zur ersten Auflage von dem vorliegenden Buch geschrieben habe, steht nicht nur die Asset-Management-Industrie vor einem fundamentalen Strukturwandel, deren Veränderungskraft noch jenseits mancher Vorstellung liegt, sondern auch die Sichtweise, wie Investoren Kapitalmarktinvestments tätigen werden. Die immer noch vorherrschende, benchmarkorientierte und auf steigende Kurse ausgerichtete Asset Allocation in den Anlageklassen Aktien, Anleihen und Cash neigt sich mehr und mehr dem Ende zu. Die letzten Jahre und auch die aktuelle Finanzkrise haben vielen Investoren vor Augen geführt, dass die Diversifikation ihrer Portfolios bei weitem zu gering gewesen ist. Denn wer nur von steigenden Kursen profitieren kann, dem ist das Ausmaß der Blase egal, der sucht nur nach positiven Aspekten – die Hausse nährt die Hausse – im Aktien-, wie im Kreditmarkt. Dies hat zu starken negativen Verwerfungen am Kapitalmarkt geführt, bis hin zu enormen Problemen bei Versicherungs- und Altersvorsorgeeinrichtungen. Schuld daran ist immer weniger die mangelnde Möglichkeit, sondern mittlerweile der Wille der Investoren, benchmarkunabhängig und damit auch marktrichtungsunabhängig zu investieren. Absolute Return-Strategien, wie sie von Hedgefonds-Managern angewendet werden, sind in der Lage, neue Ertragspotenziale zu erschließen und dadurch eine weitere Diversifikationsebene in die Portfolios einzuziehen, indem sie anders an die Risikoprämien herangehen. Diese Themen haben sich seit der ersten Ausgabe dieses Buches nicht wesentlich verändert, die zugrunde liegenden Begründungen wurden durch die aktuellen Marktentwicklungen eher noch weiter untermauert, auch wenn die Hedgefonds-Industrie in den nächsten Jahren durch einen Veränderungsprozess gehen wird, im Nachgang der Krise. Mehr Transparenz, bessere Aufsicht und eine verbesserte Fondsarchitektur werden den aktiven Managern helfen, ihren vorurteilsfreien Platz im Anlegerportfolio zu finden und eine Gegengewicht zur immer stärkeren Passivierung von Investments (Stichwort ETFs – Exchange Traded Funds) zu bilden.

Das Wissen und die Aufklärung im Bereich der Alternativen Investments müssen in Deutschland weiter vorangetrieben werden, will man zu den Gewinnern dieses laufenden Strukturwandels gehören. Das Buch von Dieter Kaiser, bietet in der nun vorliegenden zweiten Ausgabe einen noch detaillierteren Einblick in diese komplexe Thematik und wird seinen Status als das deutschsprachige Standardwerk für Hedgefonds weiter ausbauen. Es sollte daher umso mehr für jeden Marktteilnehmer Pflichtlektüre bleiben und kann jedem Neueinsteiger nur ans Herz bzw. den Verstand gelegt werden. Ich wünsche Herrn Kaiser viele alte und neue Leser für dieses hervorragende Buch.

*Michael Busack
Geschäftsführender Gesellschafter Absolut Research GmbH,
Herausgeber des Absolut|report, Hamburg und
Vorstand Bundesverband Alternative Investments (BAI) e.V., Bonn*

Hamburg, im Januar 2009

Einleitung

Nachdem die erste Auflage meines Buches „Hedgefonds – Entmystifizierung einer Anlageklasse“ aus dem Jahr 2004 in den Medien sowie in der Praxis sehr gute Kritiken erhielt und sich in der Folge auch zu einem Bestseller entwickelte, habe ich mich gefreut als die Anfrage vom Gabler Verlag kam, ob ich das Buch nicht in einer aktualisierten Form wieder veröffentlichen wolle. Da ich zum Zeitpunkt der Anfrage bereits über fünf weitere Jahre praktischer Hedgefonds-Erfahrung verfügte, war ich der Überzeugung, dass sich die Überarbeitung für den Leser lohnen würde – gerade auch für diejenigen, denen bereits die erste Auflage gefallen hat. So unterscheidet sich die zweite Auflage bei genauerer Betrachtung doch deutlich von der ersten, was insbesondere den logischen Aufbau, den akademischen Anspruch und die praxisrelevante „Inhaltsschwere“ betrifft. Gleichzeitig war es möglich, die Auswirkungen der im Jahr 2008 erlebten Finanzkrise auf die Hedgefonds-Branche zu thematisieren sowie die doch eher enttäuschende Wertentwicklung dieser Anlagekategorie zu kommentieren. Insbesondere ist es erfreulich, dass diese Ziele nicht mit einer Umfangsausweitung einhergehen, sondern dass die zweite Auflage ungefähr dem Umfang der ersten entspricht. Dies war insbesondere dadurch möglich, dass Teil-Kapitel der ersten Auflage, fünf Jahre nach deren Erscheinen, nicht mehr als relevant eingestuft werden konnten. Beispielsweise hat sich die Thematik der Hedgefonds-Ratings in der Praxis nicht wirklich durchgesetzt. Einziger Wertmütschmerz einer Aktualisierung ist natürlich, dass nicht von allen in der ersten Auflage verwendeten Abbildungen Aktualisierungen existieren, insbesondere was die Ergebnisse von Investoren-Erhebungen betrifft. Hierbei wurden allerdings nur diejenigen Abbildungen beibehalten, bei denen ich davon ausgehe, dass die Ergebnisse einer aktuellen Erhebung ähnlich ausfallen dürften.

Das Buch ist wie folgt aufgebaut: Das erste Kapitel stellt die wesentlichen Grundlagen für das Verständnis der Anlagekategorie Hedgefonds dar. Im zweiten Kapitel werden die wesentlichen Hedgefonds-Stile und die entsprechenden -Strategien eingeführt. Kapitel 3 widmet sich dem Thema der Rendite- und Risikoeigenschaften von Hedgefonds und stellt praxisrelevante Kennzahlen und Methoden zu diesem Themenkomplex dar. Im vierten Kapitel werden Hedgefonds-Indizes vorgestellt und auch insbesondere die Probleme bei der Verwendung von diesen Instrumenten als Benchmark thematisiert. Kapitel 5 dient der genauen Betrachtung der Dach-Hedgefonds, also der Investitionsform der auch institutionelle Investoren den Vorzug insbesondere bei Erst-Allokationen geben. Das abschließende 6. Kapitel gibt einen Ausblick auf die zu erwartenden, anstehenden Änderungen im Hedgefonds-Markt im Lichte der Ereignisse der Finanzkrise des Jahres 2008.

Ich will mich an dieser Stelle bei all den Personen bedanken, die mir bei der Durchsicht sowie der Erstellung des Manuskripts durch ihre qualifizierte Hilfe zur Seite standen. Viele Inhalte dieses Buches wären ohne die vielen Diskussionen und Konversationen mit meinen Kollegen in den verschiedenen Stationen meiner Karriere nicht möglich gewesen.

Dankbar bin ich auch den Experten aus der Praxis sowie der Wissenschaft, die dieses Buch durch ihre Vor- oder Geleitworte unterstützen. Zuletzt will ich mich auch noch insbesondere bei meiner Frau Silvia und meinem Sohn Ruben für die Inspiration und die Unterstützung bei der Überarbeitung dieses Buches danken.

Dieter Kaiser

Bad Homburg v.d.H. im Januar 2009

1. Grundlagen

Die Hedgefonds-Welt gilt als die Königsklasse der Investments. Hedgefonds versuchen unter Anwendung verschiedenster Investmentstrategien, entweder Fehlbewertungen einzelner Wertpapiere zu identifizieren und gewinnbringend auszunutzen oder alternative, d. h. nicht-herkömmliche Risikoprämien zu vereinnahmen. Für den Begriff Hedgefonds gibt es eine Vielzahl verschiedener Definitionen. Im Folgenden werden unter Hedgefonds wenig regulierte, kollektive Investmentprodukte verstanden, welche zu einem gewissen Anteil fremdfinanziert in Cash-, Aktien-, Renten-, Rohstoff- und Derivatemarkte investieren, um für die Investoren einen Mehrwert zu liefern. Die aktiven Investmentstrategien sind hierbei überwiegend an den speziellen Fähigkeiten der Fondsmanager ausgerichtet und verfolgen unter Verwendung von Leerverkäufen ein absolutes Ertragsziel. Trotzdem ist die Bandbreite der Risiko- und Ertragsziele bei Hedgefonds sehr heterogen.

Definition: Leerverkauf

Ein Leerverkauf ist eine Investmenttechnik, bei der (vermeintlich überbewertete) Aktien verkauft werden, ohne dass sich diese im Eigentum des Verkäufers befinden. Ziel dieser Strategie ist es, die leerverkauften Wertpapiere oder Waren zu einem günstigeren Preis in der Zukunft zurückzukaufen. Dabei wird der Ausdruck „Zukunft“ meist durch einen vorab definierten Zeitpunkt näher bestimmt. Weitere Synonyme für den Leerverkauf sind Short Selling, Blankoverkauf, Verkauf à découvert oder „short gehen“. Short Selling als Anlageinstrument wird meist von Investmentbanken, Brokern und Hedgefonds benutzt. Rechtlich besteht ein Leerverkauf aus vier verschiedenen Rechtsgeschäften. Zuerst werden von den Leerverkäufern Wertpapiere oder Waren von beispielsweise Banken oder Investmentfonds für eine bestimmte Zeitperiode geliehen. Diese verlangen im Gegenzug eine Sicherheit (Collateral) für die geliehenen Wertpapiere und erhalten zusätzlich eine Prämie. Die geliehenen Wertpapiere werden anschließend von den Leerverkäufern über den Markt verkauft. Dieselbe Anzahl an Wertpapieren wird von den Leerverkäufern zu einem späteren Zeitpunkt über den Markt zurückgekauft. Anschließend werden die gekauften Wertpapiere an den Verleiher zurückgegeben.

Hedgefonds-Manager proklamieren von sich selbst, dass sie vorwiegend Investmentstrategien anwenden, die ihre Renditen aus am Markt falsch bewerteten Instrumenten generieren („Arbitrage¹“). Hierbei werden häufig temporäre Preisabweichungen von dem jeweiligen fundamentalen Wert ausgenutzt. Bei der praktischen Durchführung der Arbitrage werden die billigeren Instrumente an der einen Börse gekauft und simultan an einem

¹ Arbitrage, vom lateinischen Arbitratus (freies Ermessen) abgeleitet, bezeichnet den Handel von Preisunterschieden für gleiche Marktgegenstände in verschiedenen Märkten zum Zwecke einer risikofreien Gewinnerzielung.

anderen Börsenplatz zu einem höheren Kurs wieder veräußert. Im Sinne der Effizienzmarkttheorie von Fama (1970) nutzen Hedgefonds so gesehen Marktpreis-anomalien aus und dienen damit der Steigerung der Markteffizienz.

1.1 Evolution und Bedeutung der Hedgefonds-Industrie

1.1.1 Die frühen Jahre (1949–1985)

Obwohl die meisten Investoren Hedgefonds als eine Investmentproduktinnovation der 90er-Jahre betrachten, existieren diese bereits seit mehr als 50 Jahren. Die Einführung des ersten Hedgefonds im Jahre 1949 wird nach Brown, Goetzmann und Ibbotson (1999) häufig Alfred Winslow Jones, einem Journalisten und Soziologen, der später Fondsmanager wurde, zugeschrieben.² Neben einer normalen Long-Aktienstrategie wendete Jones in seinem mit vier weiteren Partnern gegründeten Fonds *A. W. Jones & Co.* zur Absicherung des Marktrisikos auch eine Shortstrategie an. So nahm er eine Longposition bei unterbewerteten Wertpapieren und verwendete das Instrumentarium des Leerverkaufs³ bei überbewerteten Wertpapieren. Jones selbst nannte Leverage und Short Selling spekulative Hilfsmittel, die zu konservativen Zwecken eingesetzt wurden.⁴ Dadurch, dass diese Anlageform nicht den Richtlinien eines traditionellen Investmentfonds entsprach, musste Jones eine andere Struktur für sein neu kreierte Anlagevehikel suchen. Er entschied sich für die *Limited Partnership* – eine der deutschen Kommanditgesellschaft ähnlichen Unternehmensform. Im Jahr 1952 wandelte A. W. Jones seine Anlagegesellschaft in eine *General Limited Partnership* um – eine einer GmbH & Co. KG verwandte Unternehmensform, verpflichtete sich aber gleichzeitig, eigenes Geld zu denselben Bedingungen wie seine Klienten in dem Fonds anzulegen, um das Risiko mit den Investoren zu teilen. Eine Tugend, die er auch seinen Mitarbeitern abverlangte und die auch heute noch zum guten Ton in der Hedgefonds-Branche gehört. Zu diesem Zeitpunkt führte Jones die noch heute in diesem Segment übliche, zum großen Teil performanceabhängige Bezahlung der Fondsmanager ein. Er verlangte von seinen Investoren allerdings ausschließlich eine Performancegebühr von 20 % der Wertsteigerung und keine Managementgebühr.

² Vgl. Brown, Goetzmann und Ibbotson (1999), S. 94.

³ Vgl. Kaiser (2004), S. 28–29, Fabozzi (2004), S. 17–19, oder Kauter (2006), S. 94–99.

⁴ Vgl. Gabelli (2003), S. 2.

Alfred Winslow Jones

Alfred Jones erhielt seinen ersten Abschluss in Sozialwissenschaft von der Harvard University im Jahr 1923. Später arbeitete er als Diplomat der USA in Deutschland in den 30er Jahren und als Journalist während des spanischen Bürgerkrieges. Im Jahr 1942 erhielt er seinen Dokortitel der Soziologie von der Columbia University und wurde Reporter für das „Fortune Magazine“. Als er einen Artikel über den Status quo bei Vorhersagemodellen für Investments schrieb, kam ihm die Idee eines überlegenen Systems der Vermögensverwaltung. Im Jahr 1949 brachte er 100.000 USD (davon waren 40.000 USD sein eigenes Geld) auf und begann, seine Theorie in die Praxis umzusetzen.

Aus Diversifikationsgründen wandelte A. W. Jones seinen bis dato Single Strategy Fonds im Jahre 1954 in einen Multi-Strategie-Hedgefonds um. Er engagierte verschiedene Manager⁵, die unterschiedliche Strategien verfolgten und jeweils ein Spezialwissen in gewissen Bereichen hatten. Es sollte aber noch bis ins Jahr 1983 dauern, bis der Fonds offiziell in einen Dach-Hedgefonds umgewandelt wurde.⁶

Definition: Dach-Hedgefonds

Dach-Hedgefonds (Funds of Hedge Funds) investieren in mehrere Single-Hedgefonds. Dabei sind Dachfonds meistens so konzipiert, dass das resultierende Portfolio das Ziel hat, die Volatilität im Vergleich zur Investition in einen einzigen individuellen Fonds zu reduzieren. Zu den Aufgaben des Dach-Hedgefonds-Managers zählen die Vorauswahl, Selektion, Administration und Risikokontrolle von Single-Hedgefonds. Es wird generell zwischen strategiespezifischen (Single-Strategy-Dach-Hedgefonds) und strategietechnisch diversifizierten Dach-Hedgefonds (Multi-Strategy-Dach-Hedgefonds) unterschieden.

Nach Ineichen (2003) wurde der zweite Hedgefonds, *City Associates*, von Carl Jones, einem ehemaligen Mitarbeiter von Alfred Jones, und der dritte Hedgefonds, *Fairfield Partners*, von David Radcliffe und Barton Biggs im Jahr 1965 gegründet.⁷

Bei diesen ersten marktneutralen Hedgefonds im Stil von Alfred Jones wurde jeweils die Hälfte des vorhandenen Kapitals zum Kauf von durch den Manager als unterbewertet eingestuften Wertpapieren verwendet, während die andere Hälfte zum Leerverkauf von als überbewertet eingestuften Wertpapieren genutzt wurde. Dadurch galt das gesamte Portfolio des Fonds als gegenüber dem systematischen Risiko (Marktrisiko) abgesichert (gehedged) und war nur noch von den unsystematischen Risiken der einzelnen Wertpapiere abhängig. Einen ersten Boom erlebte diese neue Fondskategorie nach dem Erscheinen des kurzen Artikels „The Jones nobody keeps up with“ von Carol J. Loomis im Fortune Magazine im Jahre 1966.

⁵ Zu Höchstzeiten waren es acht verschiedene Hedgefonds-Manager, denen Jones weitestgehend Autonomie gewährte.

⁶ Pichl (2001), S. 2.

⁷ Vgl. Ineichen (2003), S. 7.

Der Jones, mit dem niemand mithalten kann

Es gibt Gründe zu glauben, dass der beste professionelle Vermögensverwalter ein leise sprechender, selten fotografiertes Mann namens Alfred Winslow Jones ist. Wenige Geschäftsleute haben von ihm gehört, obwohl sich einige mit einem guten Gedächtnis noch an seine Artikel in *Fortune* erinnern mögen, denn er schrieb für uns in den frühen 40er Jahren. Die Wertentwicklung seines Aktienfonds machte ihn zu einem der Wunder der Wallstreet – und sich und mehrere seiner Investoren zu Millionären. Mit seinen Investitionen erzielte er in den vergangenen fünf Jahren mit Ablauf des 31. Mai (als er das Steuerjahr 1965 abschloss) 325 %. Der Fidelity Trend Fonds, welcher den besten Track Record aller zugelassenen Investmentfonds in diesem Zeitraum aufweist, erreichte „lediglich“ 225 %. Für die Zehn-Jahresperiode, die im Mai endete, erzielte Jones einen Wertzuwachs von 670 %; Der beste Investmentfonds dieser Dekade, der Dreyfuss Fonds, wies eine Performance von 358 % auf.

Die Struktur, derer sich Jones bedient, ist kein Investmentfonds, sondern eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung. Jones betreibt zwei solcher Gesellschaften, die geringfügig unterschiedliche Anlageziele aufweisen. Wie auch immer ist in beiden Fällen die zu Grunde liegende Investment-Strategie dieselbe: Das Kapital des Fonds ist beides – abgesichert und fremdfinanziert. Das Fremdkapital ist nötig, um die Gewinnmarge des Fonds zu erheben; die Absicherung erfolgt durch Short-Positionen – von denen es immer einige im Portfolio des Fonds gibt. Jones Leistung brachte einige andere „Hedgefonds“ hervor.

Carol J. Loomis

Quelle: Fortune Magazine (1966), eigene Übersetzung

Carol Loomis war nachweislich die erste Person, die den Namen „Hedgefonds“ gebrauchte und damit den Namen einer ganzen Branche prägte. Interessanterweise gründete in dieser frühen Phase auch Warren Buffett einen Hedgefonds mit dem Namen *Buffett Partners*. Nach Kaiser (2004) wuchs die Hedgefonds-Branche in den USA in den folgenden zwei Jahren nach der Veröffentlichung des Artikels auf ungefähr 200 Fonds an. Während der Hausse der späten 60er-Jahre empfanden viele der neuen Hedgefonds-Manager, dass die Absicherungsstrategien eine höhere absolute Performance konterkarierten, während der Einsatz von Fremdkapital das Ertragspotenzial erhöhte.

Caldwell (1995) argumentiert, dass die darauf folgende Vernachlässigung der Anwendung von Hedging-Techniken und die häufige Verwendung von Fremdkapital die Hauptgründe dafür sind, dass viele der ersten Hedgefonds die in den frühen 1970er Jahren einsetzende Baisse nicht überstanden.⁸ Als im Jahr 1984 Sandra Manske *Tremont Partners* gründete und mit der systematischen Analyse der Hedgefonds-Branche begann, war es ihr lediglich möglich, 68 Hedgefonds zu identifizieren.⁹

⁸ Vgl. Caldwell (1995), S. 10, sowie Hockmann (2002), S. 268.

⁹ Vgl. Gabelli (2003), S. 2.

Nach Ineichen (2003) wurden während der 1980er Jahre in den USA nur eine geringe Anzahl an neuen Hedgefonds aufgelegt, die ihr Anlagevolumen vorwiegend auf Basis von Mund-zu-Mund-Propaganda von wohlhabenden Privatpersonen generierten. Hierzu zählen unter anderem der Jaguar Fund von Julian Robertson, der Quantum Fund von George Soros sowie Steinhardt Partners von Michael Steinhardt, die alle mit durchschnittlichen annualisierten Wertentwicklungen oberhalb von 30 % aufwarten konnten. Hierbei erzielten diese Manager eine Outperformance gegenüber den entsprechenden traditionellen Marktindizes sowohl in Hausse- als auch in Baisse-Phasen.¹⁰

Michael Steinhardt

Der 1941 geborene Michael Steinhardt gründete mit zwei Partnern im Jahr 1967 eine eigene Hedgefonds-Management-Gesellschaft mit einem Anfangsvolumen von 7,7 Mio. USD unter dem Namen Steinhardt, Fine, Berkowitz & Co. Bereits im Jahr 1970 wurde eine Offshore-Variante des ereignisorientierten Multi-Strategie-Hedgefonds angeboten. Nachdem Jerold Fine im Jahr 1976 die Firma verließ, um *Oak Partners* zu gründen, und im Jahr 1979 Howard Berkowitz seine eigene Gesellschaft *HPB Associates* gründete, wurde die Ursprungsgesellschaft in Steinhardt Partners umbenannt. Zu diesem Zeitpunkt hatte Steinhardt Partners ein Anlagevermögen von 60 Mio. USD. Im Jahr 1991 wurde von der US-amerikanischen Börsenaufsicht eine Untersuchung gegen Salomon Brothers, Caxton und Steinhardt Partners eingeleitet. Sie standen unter dem Verdacht, den Markt für kurz laufende US-Staatsanleihen nachhaltig manipuliert zu haben. Im März 1994 wurde das Verfahren gegen die Zahlung eines Bußgelds von 70 Mio. USD eingestellt. Michael Steinhardt zog seine Konsequenzen und bereitete die Liquidierung seiner Fonds vor, welche schließlich im Frühjahr 1996 abgeschlossen war. Investoren, die Steinhardt 1967 einen USD zu Investitionszwecken zur Verfügung gestellt hatten, erhielten bei der Schließung des Fonds im Jahr 1996 462 USD, was einem jährlichen, durchschnittlichen Wachstum von 33,5 % entspricht.

Einen weiteren Beitrag zu der Evolution der Hedgefonds-Industrie lieferte Georges Karlweis im Jahr 1969, als er für die Banque Privée Edmond de Rothschild mit *Leveraged Capital Holdings* den ersten Dach-Hedgefonds der Welt gründete. Die Idee, einen Dach-Hedgefonds aufzulegen, kam ihm Ende der 60er Jahre, als er nach New York reiste, um einiges Geld der Bank bei einigen Hedgefonds-Managern – darunter George Soros und Michael Steinhardt – anzulegen. Zwar hatten diese „Magier“ stets hervorragende Ideen, doch waren deren Renditen sehr sprunghaft. Karlweis ging davon aus, dass er anhand eines Portfolios, in welchem er verschiedene dieser Manager miteinander kombinierte, die Wertentwicklung des Gesamtportfolios glätten könnte.

¹⁰ Vgl. Ineichen (2003), S. 15.

1.1.2 Die zweite Wachstumsphase (1986–1997)

Kaiser (2004) zufolge war es erneut ein Artikel, der die zweite Wachstumsphase der Hedgefonds-Industrie einläutete, die bis zur Mitte des Jahres 2008 anhielt.¹¹ Dieser von Julie Rohrer geschriebene und im Mai 1986 im *Institutional Investor* veröffentlichte Artikel verglich die Erfolgsbilanz von Robertson mit der des Standard & Poor's (S&P) 500 Index.¹² Dessen Tiger Fonds (sowie die Offshore-Version Jaguar Fonds) hatten in den ersten sechs Jahren ihres Bestehens eine jährliche Rendite von 43 % erreicht. Robertson hatte das ursprüngliche Hedgefonds-Modell von Jones um neue Finanzinstrumente im Bereich Währungen, Zinssätze und Aktienindizes erweitert und damit die Global Macro-Strategie begründet. Außerdem standen ihm mit den neuen Finanz-Derivaten wie Optionen und Futures neue Anlageinstrumente sowie Computer-Technologie zur Seite, die zu Jones' Zeiten nicht existieren. Diese Innovationen sorgten für einen weiteren Wachstumsschub der Hedgefonds-Branche. In dieser Zeit kamen auch die ersten Fonds auf den Markt, die sich auf bestimmte Anlageregionen und Segmente spezialisiert hatten – wie z. B. die ersten Hedgefonds, die ausschließlich in Schwellenländer (Emerging Markets) investierten. Der Name Hedgefonds blieb allerdings weiterhin an diesen Anlageprodukten haften.

Julian Robertson

Julian Robertson wurde 1933 in Salisbury (North Carolina) in den USA geboren. Er studierte Betriebswirtschaft an der University of North Carolina in Chapel Hill. Nach seinem Militärdienst arbeitete er 22 Jahre lang bei Kidder Peabody & Co., zu Beginn als Aktienbroker und zum Ende als Leiter der Asset Management-Division. Über die Frau eines seiner Aktienanalysten lernte Robertson im Jahr 1970 Alfred Jones und dessen Hedgefonds-Modell kennen. Im Mai 1980 gründeten Julian Robertson und Thorpe McKenzie Tiger Management mit einem Anlagevolumen von 8 Mio. USD. McKenzie verließ allerdings aufgrund persönlicher Differenzen Tiger Management bereits 1982. Der Tiger Fund (US Onshore) sowie der Jaguar Fund (Offshore-Variante) wurden im Jahr 1980 mit einer Mindestinvestitionssumme von 5 Mio. USD aufgelegt. In der Zeit von 1980 bis 1999 erzielte Robertson vorwiegend auf Basis seiner Stock-Picking-Fähigkeiten eine durchschnittliche jährliche Wertentwicklung von 32 %. In den späten 1990er Jahren verwaltete Julian Robertson über 22 Mrd. USD. Aufgrund der für ihn unverständlichen Irrationalität der Märkte während der Technologie-Hausse der 1990er Jahre erlitt er Verluste und stellte daraufhin das Management seiner Fonds ein. „There is no point in subjecting our investors to risk in a market which I frankly do not understand“, schrieb Robertson in seinem Abschiedsbrief an die Investoren. Die annualisierte Rendite des Tiger Fund von der Auflegung bis zur Schließung betrug aber trotzdem noch 25 % p. a.. Julian Robertson ist heutzutage noch immer in der Hedgefonds-Branche aktiv. In den Räumlichkeiten von Tiger Management unterhält er ein

¹¹ Vgl. Kaiser (2004), S. 60–61.

¹² Vgl. Rohrer (1986), S. 86–92.

sog. Hedgefonds-Hotel, d. h., er bietet jungen Talenten das nötige Startkapital sowie die zum Management eines Hedgefonds notwendige Infrastruktur. Robertson erhält im Gegenzug einen Teil der Einnahmen der Fonds.

Eine neue Wachstumsphase setzte in den 90er-Jahren ein. Die dort vorherrschende Markt-konstellation (feste Aktien- und Rentenkurse bei stark schwankenden Devisenkursen) war der optimale Nährboden für herausragende Renditen der meisten Hedgefonds. Besondere Aufmerksamkeit erregte George Soros mit seinem Quantum Fund im September 1992, als er mit seinen massiven Verkäufen des britischen Pfunds dessen Ausschluss aus dem Europäischen Währungssystem bewirkte.

George Soros

Der im Jahr 1930 in Budapest als Džjcgdzhe Shorash geborene George Soros ist eine Ikone der Wallstreet. Bereits im Jahr 1981 wurde er von dem Magazin Institutional Investor als „the world’s greatest money manager“ bezeichnet. Dabei war Soros dafür bekannt, sehr kurzfristige und große Spekulationen auf ausgesuchte erwartete Trendänderungen der Finanzmärkte zu tätigen. Soros Anlagephilosophie basiert auf der Annahme, dass die internationalen Finanzmärkte nicht effizient, sondern chaotisch sind. Er geht davon aus, dass die Kurse von Aktien, Renten und Währungen nicht von Fundamentaldaten, sondern vorwiegend von den Personen abhängen, die diese Wertpapiere handeln. Er investiert deswegen nicht nach besonderen Spielregeln, sondern er sucht nach Ereignissen, die die Spielregeln ändern. Seinen spektakulärsten Profit erzielte George Soros im September 1992, als er 10 Mrd. USD auf eine Abwertung des Britischen Pfunds setzte. Innerhalb kürzester Zeit erzielte Soros für seinen Quantum Fund einen Gewinn von 1 Mrd. USD, der bis zum Ende der Transaktion sich noch auf fast 2 Mrd. USD steigerte. Spätestens ab diesem Zeitpunkt war George Soros als Zauberer der Finanzmärkte bekannt. In 1992 erzielte Soros ein Einkommen in Höhe von 650 Mio. USD.

Im Jahr 1994 sorgten vorwiegend Global Macro-Fonds für einen Bruch im Trend der stetig wachsenden Volumina im Hedgefonds-Bereich. Durch eine unerwartete Zinserhöhung der Federal Reserve Bank of America (FED) brach der amerikanische Rentenmarkt ein. Dieses auch *Valentine Day Massacre* genannte Ereignis wurde vorwiegend auf Notverkäufe von eigenkapitalschwachen Hedgefonds zurückgeführt, die ihren Nachschussverpflichtungen nicht mehr nachkommen konnten.¹³ Ein Denkprozess setzte in der Industrie ein, an dessen Ende Renditen durch Fremdkapitaleinsatz zugunsten des Kapitalerhalts zurückgefahren wurden. Prominente Opfer des Hedgefonds-Crashes im Jahr 1994 waren Askin Capital Management, Vajrocana Limited sowie Argonaut Capital Management. Aufgrund der identischen Vornamen der jeweiligen Fondsmanager spricht man in diesem Zusammenhang von den drei Davids.

¹³ Vgl. Pichl (2001), S. 4.