

Finanzmarktkrisen und die Stabilität der Korrelationen zwischen Hedge Funds und traditionellen Anlageklassen

Bachelor Arbeit

in

Banking/Financial Services

Patrick Lang

Institut für
den

Bankenwesen
ich

bei

Prof. Dr. Hans Geiger

Verfasser: Patrick Lang

8. September 2008

Executive Summary

Problemstellung

Hedge Funds bestehen seit über einem halben Jahrhundert. Sie entwickelten sich aber erst in den letzten 16 Jahren mit einem jährlichen Vermögenswachstum von durchschnittlich 22.5% von einer nebensächlichen Anlagekategorie zu einem bedeutenden Akteur in der Finanzwelt. Ende 2006 existierten über 9'300 Funds, die ein Vermögen von rund 1'225 Mrd. USD verwalteten. Ihre Popularität verdankt die Branche zu einem grossen Teil ihren guten Ergebnissen während den turbulenten Aktienmärkten nach dem Platzen der Technologie-Blase in den Jahren 2000 bis 2003. Sie überzeugten die Anleger mit konstant hohen Renditen und geringer Volatilität.

Unter dem Begriff „Hedge Funds“ werden eine Vielzahl von Anlagevehikeln mit unterschiedlichsten Anlagestrategien zusammengefasst. Eine abschliessende Definition gestaltet sich entsprechend schwierig. In der Schweiz erhielten Hedge Funds erstmals 1997 die von der *EBK* notwendige Bewilligung zum öffentlichen Vertrieb. Seit der Revision des Bundesgesetzes über die kollektiven Kapitalanlagen werden Hedge Funds als „übrige Fonds für alternative Anlagen“ zugelassen.

Im Gegensatz zu herkömmlichen Anlagefonds bestehen keine oder nur sehr lose Restriktionen bezüglich den Anlagekategorien, den eingesetzten Finanzinstrumenten oder der gewählten Anlagestrategie. Weitere Unterschiede ergeben sich durch den Einsatz von Derivaten, das Ausführen von Leerverkäufen und die Erzeugung einer Hebelwirkung mittels Kreditaufnahme. Die vergleichsweise geringe Regulation hat dadurch den Vorteil, potentiell nicht nur von steigenden, sondern auch von fallenden Märkten profitieren zu können. Andererseits entstehen je nach Ausrichtung und Strategie nicht unerhebliche Risiken. Eine andere Charakteristik der Hedge Funds ist die fehlende Orientierung an einem Benchmark, beziehungsweise die klare Ausrichtung auf absolute Erträge. Ungewöhnlich erscheint auch die leistungsabhängige Entschädigung der Fund Manager, welche sich in der Regel durch eine fixe Management-Fee von 1-2.5% und einer erfolgsabhängigen Performance-Fee von ca. 20% zusammensetzt. Häufig besteht zudem die Verpflichtung des Managements, einen bestimmten Anteil des eigenen Vermögens in den Fund einzubringen.

Den verschiedenen Handelsstrategien der Hedge Funds gemeinsam ist der stark ausgeprägte Wettcharakter der getätigten Investments. So wird häufig versucht, durch Ausnutzen einer Arbitragesituation, Gewinne unabhängig von der Gesamtmarktentwicklung zu erzielen. Diese Vorgehensweise führe nach den Argumenten der Hedge Fund Promotoren zu einem erheblichen Diversifikationspotential, begründet durch die tiefe Korrelation mit anderen Anlagen. Seit Entwicklung der modernen Portfoliotheorie durch Markowitz ist bekannt, dass unter dieser Prämisse die Beimischung von Hedge Funds in ein Portfolio

mit traditionellen Anlagen eine Reduktion der Volatilität ohne Renditeeinbusse bewirkt. Angesichts der stark miteinander verflochtenen internationalen Finanzmärkte wird diese Eigenschaft im Portfolio-Management immer wichtiger. Für die Beurteilung der Attraktivität von Hedge Funds als alternative Anlageklasse sind somit Kenntnisse über die Korrelationsmatrix und deren Verhalten, beziehungsweise ihre Stabilität im Zeitverlauf von zentraler Bedeutung. Ein Anstieg der Korrelation würde zu einer Reduktion des Diversifikationspotentials und gleichzeitig zu einer Erhöhung des systematischen (nicht diversifizierbaren) Risikos führen.

Zielsetzung

Die vorliegende Arbeit untersucht das Korrelationsverhalten der Hedge Funds mit traditionellen Anlagen wie Aktien und Obligationen. Der Fokus richtet sich dabei auf die Korrelationsentwicklung in Finanzmarktkrisen, während denen Investoren in besonderem Masse an vom Gesamtmarkt unabhängigen Anlagemöglichkeiten interessiert sind. Ziel der Untersuchung ist es, mit den gewonnenen Erkenntnissen die Frage zu beantworten, ob Hedge Funds auch während Finanzmarktkrisen ein Diversifikationspotential liefern und somit ein sinnvolles Anlageinstrument zur Risikoreduktion darstellen.

Vorgehen

Zuerst werden im zweiten Kapitel die unterschiedlichen Charakteristika der einzelnen Hedge Fund Strategien vorgestellt.

Das dritte Kapitel gibt eine kurze Branchenübersicht und diskutiert die Rolle der institutionellen Anleger im Hedge Fund Markt.

Das vierte Kapitel beschreibt die Hedge Fund Indices der *CS/Tremont*, welche als Datenbasis der vorliegenden Untersuchung dienen. Dabei wird vertieft auf die Bias Problematik, die signifikante Autokorrelation und die nicht Normalverteilung der Hedge Fund Rendite-reihen eingegangen. Die gewonnenen Erkenntnisse erlauben anschliessend eine Beurteilung der verschiedenen Anlagestrategien aus Risiko und Rendite Sicht.

Das fünfte Kapitel untersucht die Wertentwicklung der verschiedenen Hedge Fund Strategien im Betrachtungszeitraum von Januar 1994 bis Mai 2008 und deckt dabei verschiedene Finanzmarktkrisen auf.

Anschliessend betrachtet Kapitel sechs für den gleichen Zeitraum das Korrelationsverhalten zwischen den Hedge Funds und den traditionellen Anlagen. Dabei wird die *Pearson*-Korrelation zuerst für den gesamten Betrachtungszeitraum und anschliessend für die einzelnen Marktphasen sowie die Zeiten allgemein steigender bzw. sinkender Märkte berechnet und analysiert.

Im Sinne einer umfassenden Validierung der Resultate werden in einer letzten Analyse

sämtliche Berechnungen mit dem Korrelationsverfahren nach *Spearman* durchgeführt und mit den vorherigen Resultaten verglichen. Die Methode nach *Spearman* besitzt gegenüber jener nach *Pearson* den Vorteil, dass sie den Daten weder einen linearen Zusammenhang noch eine Normalverteilung unterstellt.

Zum Schluss fasst Kapitel sieben die wichtigsten Erkenntnisse in einer Konklusion zusammen.

Resultate

Die Frage, ob Hedge Funds während sinkenden Märkten ein Diversifikationspotential bergen lässt sich nicht vorbehaltlos beantworten. Sicher ist, dass die Korrelation zwischen Hedge Funds und traditionellen Anlagen über die Zeit hinweg stark variiert. Ein Vergleich der beiden im Betrachtungszeitraum enthaltenen Krisen zeigte, dass die Hedge Funds in der gegenwärtigen Liquiditäts- und Kreditkrise bedeutend stärker mit den Aktienmärkten korrelieren als während der ersten, durch das Platzen der New Economy Blase ausgelösten Baisse. Vor der Subprime Krise hätte demnach die Ausgangsfrage ohne Einschränkung zu Gunsten der Hedge Funds beantwortet werden können. Die jüngsten Ereignisse belegen auf eindrückliche Art, dass sich Kurseinbrüche am Aktienmarkt aufgrund ihrer Ursachen völlig unterschiedlich auf das Korrelationsverhalten der Hedge Funds auswirken können. Auch sind nicht alle Stilrichtungen im gleichen Ausmass von einem Korrelationsanstieg betroffen. Beispielsweise überraschte, dass gegenwärtig vor allem *Market Neutral* Anlagen eine für ihre Kategorie sehr hohe Korrelation zum Aktienmarkt aufwies. Dies im Gegensatz zu den *Global Macro* Funds, welche ein äusserst attraktives Korrelationsverhalten während des gesamten Untersuchungszeitraums an den Tag legten. Damit ist ein weiteres Indiz dafür gefunden, dass die Korrelationsentwicklung der Hedge Funds stark von der Struktur der Krise abhängt. Die von den Hedge Fund Promotoren propagierte, generelle Unabhängigkeit der Funds vom Marktgeschehen lässt sich somit nicht beweisen. Nichtsdestotrotz besitzen Hedge Funds während gewissen Krisen bezüglich Volatilität und Rendite klare Vorteile gegenüber traditionellen Anlagen und überzeugen durch ein attraktives Korrelationsverhalten. Für den einzelnen Anleger lässt sich jedoch aus Korrelationssicht keine generelle Handlungsstrategie formulieren. Es bleibt nach wie vor ihm überlassen, eine Krise und deren Konsequenzen auf die Anlagetechnik eines Hedge Funds abzuschätzen und zu beurteilen. Durch die in der vorliegenden Arbeit aufgedeckten und beschriebenen Ursachen und Wirkungszusammenhänge wird dem Anleger ein wirksames Instrument zur erfolgreichen Lösung dieser Aufgabe zur Seite gestellt.