

MICHAEL BUSACK
DIETER G. KAISER (HRSG.)

HANDBUCH ALTERNATIVE INVESTMENTS

BAND 1 + 2

Überreicht durch:

Absolutreport[®]
Alternative Investments Information
www.absolut-report.de



GABLER

LESEPROBE

Buchinformation



Handbuch Alternative Investments Band 1

herausgegeben von Michael Busack und Dieter G. Kaiser

Wiesbaden: Betriebswirtschaftlicher Verlag

Dr. Th. Gabler 2006.

XV, 780 S. Geb. mit SU. EUR 129,00

ISBN 3-8349-0151-2

Gabler ist eine Marke
der GWV Fachverlage GmbH

Gabler | GWV Fachverlage GmbH
Abraham-Lincoln-Straße 46
65189 Wiesbaden | Germany
www.gabler.de

Die Alternative-Investment-Industrie, deren wichtigste Säule v.a. die Hedgefonds- und Private-Equity-Branche bildet, erfährt eine nie zuvor erlebte Aufmerksamkeit in der deutschen Medienlandschaft - dabei werden die positiven Effekte von Hedgefonds und Private Equity zumeist nicht differenziert genug diskutiert: Sie tragen dazu bei, durch die Ausnutzung von Preisanomalien die Markteffizienz zu erhöhen. Hedgefonds- und Private Equity sollten daher eine wichtige Rolle im Anlageuniversum von Versicherungen, Pensionskassen u. a. institutionellen Investoren spielen. Sie sind der Schlüssel zu einem signifikanten Wachstum der Alternative-Investment-Industrie. Internationale Fachleute, hochrangige Vertreter aus Praxis und Wissenschaft führen in jeweils dezidiert darstellender Darstellung wesentlicher Einflussfaktoren das relevante Themenspektrum zu einem Gesamtbild der Alternativen Investments zusammen. Mit ihren Beiträgen zeichnen sie die jüngsten Entwicklungen nach und zeigen Perspektiven der Marktentwicklung auf.

Aus dem Inhalt

Grundlagen - Hedgefonds - Kapitalmarkttheorie - Asset Allocation - Risiko und Risikomanagement - Rendite- und Performancemessung - Managed Futures

Über die Herausgeber

Michael Busack ist alleiniger Gesellschafter der Firma Absolut Research GmbH und Herausgeber des "Absolutreport", der führenden deutschsprachigen Fachpublikation im Bereich Alternative Investments für institutionelle Investoren sowie Vorstand des Bundesverbandes Alternative Investments e.V. (BAI). Zudem ist er Dozent an der European Business School (ebs) und Fachreferent für Hedgefonds. Dieter G. Kaiser ist als Institutional Sales Executive bei Benchmark Alternative Strategies in Frankfurt am Main für die Betreuung institutioneller Kunden zuständig und für das Institutional Research verantwortlich. Er ist Autor mehrerer Bücher und Artikel zum Themengebiet der Hedgefonds sowie seit 2003 Referent für Alternative Investments an der HfB - Business School of Finance and Management in Frankfurt am Main. Die Autoren spiegeln das "Who is Who" der Investment-Branche wider.

Das Buch richtet sich an

Institutionelle Investoren (Banken, Versicherungen, Fondsgesellschaften, Altersvorsorgeeinrichtungen, Industrieunternehmen, Private-Equity-Gesellschaften)
Dienstleister institutioneller Investoren

08/2006

Inhaltsverzeichnis Band 1

Geleitwort von Rainer-Marc Frey	V
Geleitwort von Ulrich Andratschke	IX
Vorwort	XIII

Teil I Grundlagen

<i>Michael Busack/Dieter G. Kaiser</i> Alternative Investment-Strategien	3
Definition, Klassifikation und Anlagetechniken	

<i>Alexander M. Ineichen</i> Asymmetrische Renditen und aktives Risikomanagement	33
Ein Paradigmenwechsel im Asset Management	

<i>François-Serge Lhabitant</i> Gebührenstrukturen traditioneller und alternativer Asset Management-Dienstleistungen	57
Bestandsaufnahme eines sich wandelnden Umfelds	

<i>Friedrich Thießen/Ursula Walther</i> Bedeutung und Möglichkeiten des Hedgings	73
---	----

<i>Christoph D. Kauter</i> Short Selling als Handelstechnik alternativer Investmentstrategien	91
--	----

<i>Frank J. Fabozzi/Sergio Focardi/Christopher Ma</i> Überführung von quantitativem Research in implementierbare Handelsstrategien	107
Möglichkeiten und Grenzen der Automatisierung	

Teil II Hedgefonds

2.1 Kapitalmarkttheorie

<i>Vikas Agarwal/Narayan Naik</i> Eine Einführung in Hedgefonds	127
--	-----

Inhaltsverzeichnis

Michael Busack

Anlagevolumen und Kapitalströme bei Hedgefonds 137

Andreas Kalusche/Jan Loeys/Ruy Ribeiro/Thomas Wörner

Kapazität im Hedgefondsbereich 173
Hat das Marktwachstum zu einem Rückgang der Investitionsmöglichkeiten geführt?

Philipp Cottier/Georg Wessling

Funktionen, Formen und Investitionsprozesse von Dach-Hedgefonds 195

Stephen Brown/William Goetzmann/Bing Liang

Implikationen der verschiedenen Gebührenebenen bei Dach-Hedgefonds 215
Bedeutung für die Investoren und Herausforderungen für die Produkthanbieter

Jochen Felsenheimer/Christian Moersch

Die Rolle von Hedgefonds in den internationalen Kreditmärkten 243

Teil II Hedgefonds

2.2 Asset Allocation

Harry M. Kat

Neutralisierung der ungewollten Schiefe- und Wölbungseffekte von
Hedgefonds-Portfolios 263

Pierre-Yves Moix

Stilverschiebungen: Beobachtung, Erkennung und Kontrolle 279

Dieter G. Kaiser/Karin Kisling

Einflussfaktoren der risikoadjustierten Wertentwicklung von Hedgefonds 299
Statistische Evidenz von Fondsalter, Fondsstatus, Mindestinvestitionssumme, Performance-
gebühren und Kapitalbindungsfristen

Manuel Ammann/Patrick Moerth

Wachstum von Hedgefonds und die Auswirkung auf die Wertentwicklung 319

Roland Füss/Heinz Rehkugler

Modellierung von Volatilitäten für Hedgefonds-Strategien 343

Jean-François Bacmann/Ursula Bosshard

Sharpe trifft Omega 371
Berücksichtigung der Verteilungsschiefe von Hedgefonds

Teil II Hedgefonds**2.3 Risiko und Risikomanagement***Lars Jaeger*

Aktives Risikomanagement und Transparenz in einem Hedgefonds-Portfolio . . . 393

Thomas Weber

Positions- und Risikotransparenz von Hedgefonds 427

Philippe Jorion

Long-Term Capital Management 437

Ursachen und Risikomanagementlehren eines Phänomens

Nicholas Verwilghen

Ertragsoptimierung durch aktives Risikomanagement für Hedgefonds 449

Eine integrierte Betrachtung

Julian Shaw

Fallen und Stolpersteine in der quantitativen Analyse von Hedgefonds 473

François-Serge Lhabitant

Anwendungsmöglichkeiten der Extremwerttheorie bei Hedgefonds 485

Implikationen auf die Berechnung des Value-At-Risk sowie den Expected Shortfall

Laurent Favre/Angelo Ranaldo

Hedgefonds-Analyse unter Berücksichtigung alternativer Verteilungen 505

Vergleich des Zweimoment- und des Viermoment-Ansatzes beim CAPM

Teil II Hedgefonds**2.4 Rendite und Performancemessung***William Fung/David A. Hsieh*

Identifikation und Anwendung von Asset-basierten Stilfaktoren 529

Alpha, Beta und alternatives Beta

Peng Chen/Roger G. Ibbotson

Ertragsquellen von Hedgefonds unter besonderer Berücksichtigung der Kosten . . 555

Thomas Heidorn/Christian Hoppe/Dieter G. Kaiser

Konstruktion und Verzerrungen von Hedgefondsindizes 573

Martin Eling/Frank Schuhmacher

Performancemessung von Hedgefonds im Portfoliokontext 601

Welchen Einfluss hat die Wahl des Performancemaßes?

Inhaltsverzeichnis

Todd Brulhart/Peter Klein

Auswirkungen der extremen Renditeeigenschaften von Hedgefonds 619

Teil III Managed Futures

David Harding

Mythen und Realitäten über Managed Futures 635

Greg N. Gregoriou/Georges Hübner/Nicolas Papageorgiou/Fabrice Rouah

Die Mortalitätsrate von Managed Futures-Fonds 647

Eine empirische Analyse der Jahre 1990–2003

R. McFall Lamm

Implikationen der positiven Asymmetrie bei Managed Futures-Renditen 671

Performance-Eigenschaften und die Rolle von CTAs in Investorenportfolios

Lionel Martellini/Mathieu Vaissié

Benchmarking der Wertentwicklung von Managed Futures 693

Daniel Djupsjöbacka/Martin Estlander/Anders Kulp

Das Exposure von Managed Futures gegenüber steigenden Volatilitäten 709

Daniel Capocci

Wertentwicklung, Survivorship Bias und Auflösungshäufigkeiten
von Managed Futures 723

Die Herausgeber 755

Die Autoren 757

Stichwortverzeichnis 773

Inhaltsverzeichnis Band 2

Geleitwort von Rainer-Marc Frey	V
Geleitwort von Ulrich Andratschke	IX
Vorwort	XIII
Teil IV Private Equity	
4.1 Kapitalmarkttheorie	
<i>Patrick Züchner</i>	
Ursachen für den ausgeprägten Marktzyklus von Private Equity-Investments	3
Die Bedeutung unangemessener Zeithorizonte von Investoren	
<i>Stefan Hepp</i>	
Private Equity-Märkte	19
Rückblick und Analyse der Entwicklung der internationalen Buy-out-Märkte	
<i>Josh Lerner/Antoinette Schoar</i>	
Theorie und empirische Evidenz der Illiquidität bei Private Equity	43
<i>Christian Andres/André Betzer/Mark Hoffmann</i>	
Leveraged Going Private-Transaktionen	67
Eine Analyse der Kursgewinne am europäischen Kapitalmarkt	
<i>Rainer Lauterbach/Denis Schweizer</i>	
Risikoanalyse von Totalausfällen bei Venture Capital-Firmen	89
<i>Florian Haagen/Bernd Rudolph</i>	
Hybride Finanzinstrumente zur Wagniskapitalfinanzierung	109
Die Ausgestaltung von Venture Capital-Finanzierungsverträgen	
<i>Mark Anson</i>	
Chancen und Risiken von Private Investments in Public Equity (PIPEs)	127
Teil IV Private Equity	
Teil 4.2 Asset Allocation	
<i>Bernd Kreuter</i>	
Selektion von Private Equity-Fonds und Dachfonds	143

Inhaltsverzeichnis

Thomas Staubli

Private Equity für institutionelle Investoren 159

Markus Heinrich/Hubertus Theile-Ochel

Mezzanine-Anlagen für institutionelle Investoren 171

Oliver Gottschalg

Performance-Messung und Benchmarking von Private Equity-Investments 189

Hans Christophers/Michél Degosciu/Peter Oertmann/Heinz Zimmermann

Listed Private Equity 213

Charakteristika einer aufstrebenden Anlageklasse

Markus Rudolf/Peter Witt

Bewertung von nicht-börslichen Beteiligungen 233

Teil V Alternative Zinsstrategien

Walter Schepers

Asset Backed Securities 255

Grundzüge einer Anlageklasse mit wachsender Bedeutung

Christian Daynes/Christoph Schalast

Distressed Debt Investing 271

Analyse und Bedeutung des Marktes für Problemkredite in Deutschland

Gregor Gawron/Stefan Scholz

Katastrophenanleihen jenseits von Markowitz 291

Analysen mit Omega und Expected Shortfall

Christian Behring/Michael Pilz

Single Tranche CDOs – eine neue Generation von Structured Credit Products 305

Ralph Karels

CDS und andere Kreditderivate 323

Bewertung und Anwendungsmöglichkeiten

Teil VI Rohstoffe

Claude B. Erb/Campbell R. Harvey

Ertragsquellen und zu erwartende Renditen von Rohstoff-Investments 349

Claus Hilpold
 Hedgefonds im Rohstoff-Bereich: Relative Value Commodities 393
 Einblick in die Geheimnisse um Crack-Spreads, Spark-Spreads und Dark-Spreads

Markus Mezger/Gerhard L. Single
 Rohstoffe als Alternatives Investment 413
 Partizipationsmöglichkeiten an einer fast vergessenen Asset-Klasse

Joseph Eagleeye/Hillary Till
 Aktive Commodity-Strategien als Instrument der Rendite-Optimierung 431

Teil VII Weitere Formen von Alternativen Investments

Pierre Lequeux/Ivan Petej
 Herausforderungen und Möglichkeiten des aktiven Währungsmanagement 457

Adrian Fröhling/Serge Ragotzky
 Real Estate Investment Trusts (REITs) 473
 Alternative Form der Immobilienanlage

Ryan Decker/Ivo Hubli
 Alternative Risk Transfer (ART) 493
 Versicherungsrisiken erobern die Finanzmärkte

Reinhold Hafner/Martin Wallmeier
 Volatilität als Anlageklasse 511
 Attraktiv für institutionelle Anleger?

Thomas Heidorn/Alexandra Trautmann
 Funktionsweise und Bedeutung von Niederschlagsderivaten 529

Teil VIII Rechtliche Grundlagen

Achim Pütz
 Hedgefonds-Investments in Deutschland aus aufsichts- und
 steuerrechtlicher Sicht 553

Florian Schultz/Martin Krause
 Private Equity-Strukturen und Asset Backed Securities/
 Non-Performing Loan-Transaktionen aus rechtlicher Sicht 575

Joachim Kayser/Andreas Richter
 Rechtliche Rahmenbedingungen bei Alternative Investments
 für Stiftungen in Deutschland 595
 Möglichkeiten und Grenzen der Vermögensanlage am Beispiel von Hedgefonds

Inhaltsverzeichnis

Nora Engel-Kazemi/Stefan Geppert

Rechtliche Rahmenbedingungen für Alternative Investments in Österreich 611

Matthäus Den Otter

Die Regulierung von Alternative Investments in der Schweiz 625

Odile Renner/Catherine Rückel

Rechtliche Rahmenbedingungen für Alternative Investments in Luxemburg 643

Teil IX Eingliederung in den Anlageprozess institutioneller Investoren

Robert B. Litterman

Active Alpha Investing 661

Ein neues Paradigma für die Herausforderungen im Asset Management des 21. Jahrhundert

Axel Hörger/Thomas Petschnigg

Währungsmanagement im Asset Management 683

Noël Amenc/Philippe Malaise/Lionel Martellini/Daphné Sfeir

Portable Alpha- und Portable Beta-Strategien in der Eurozone 701

Implementierung von aktiven Asset-Allokation-Strategien unter Verwendung von Aktienindex- Optionen und -Futures

Olivier Schmid/Hans Speich

Absolute Return mit Kapitalschutz 723

Ein bewährter Ansatz zur Stabilisierung der Performance

Dieter G. Kaiser/Roland G. Schulz

Maßschneidung von Alternative Investment-Portfolios für institutionelle Investoren 743

Anforderungen, Herausforderungen und Umsetzung

Lionel Martellini/Volker Ziemann

Die Vorteile von Hedgefonds im Asset Liability-Management 761

Thomas Heidorn/Christian Hoppe/Dieter G. Kaiser

Strukturierte Produkte mit einem Alternative Investment-Basiswert 775

Die Herausgeber 797

Die Autoren 799

Stichwortverzeichnis 817

Vorwort

Weltweit stehen institutionelle Investoren am Beginn einer neuen Ära. Seit dem Jahre 1952 – als Harry Markowitz die Moderne Portfolio-Theorie in seinem bahnbrechenden Artikel „Portfolio Selection“ niedergeschrieben und im Journal of Finance publiziert hat – folgen immer mehr Investoren dem dort propagierten Diversifikationsansatz. Von der primären Ausrichtung auf festverzinsliche Kapitalanlagen und Immobilien nach der Weltwirtschaftskrise und in der Mitte des vergangenen Jahrhunderts, erweiterte sich die Asset-Allokation in den 80er und 90er Jahren immer stärker in Richtung der Aktieninvestments. Insbesondere die Jahre 2000 bis 2003 haben institutionellen Investoren vor Augen geführt, dass die Risikostreuung ihrer Portfolios bei weitem zu gering gewesen ist und die Bewertung des volkswirtschaftlich sinnvollen Aktienmarktes weniger wertorientiert, sondern vorwiegend auf emotionalen und liquiditätsbezogenen Gründen beruhte. Dies hat zu starken negativen Verwerfungen am Kapitalmarkt geführt, bis es schließlich weltweit zu extremen Problemen bei den großen Kapitalsammelstellen, wie der Versicherungs- und Pensionsfondsindustrie, gekommen ist. Viele Investoren haben große Vermögen verloren, die langfristig zur Altersvorsorge gedacht waren. Schuld daran war, neben individuellen Fehlentscheidungen der Investoren (Angst und Gier), die mangelnde Möglichkeit der institutionellen Kapitalanleger, benchmark- und marktrichtungsunabhängig zu investieren. Aktuell dominiert weltweit eine auf steigende Kurse ausgerichtete Asset-Allokation in den Anlagekategorien Aktien, Anleihen und Immobilien, die primär auf Benchmarks ausgerichtet ist und dadurch hohe Marktrisiken (Beta-Risiken) impliziert.

Aus unserer Sicht steht die Asset Management-Industrie vor einem fundamentalen Strukturwandel, deren Veränderungskraft noch jenseits mancher Vorstellung liegt. Die entscheidende Frage für jeden Investor heute ist: Wie kann ich in Zukunft möglichst stetige und attraktive Nettoerträge erzielen, die also nach Kosten, Steuern und Inflation zu einem realen Vermögenszuwachs führen und gleichzeitig das Risiko großer Kapitalverluste vermeiden? Die Antwort ist einfach, jedoch in der Umsetzung herausfordernd: Mit einer geeigneten Risikostreuung des Vermögens in unterschiedliche Assetklassen und Kapitalanlagestrategien unter gleichzeitiger Beachtung der unterschiedlichen Risikoparameter sowie der Risikobudgets der Investoren.

Alternative Investments und Absolute Return-Strategien, wie wir sie im Rahmen dieses zweibändigen Handbuches darstellen, sind in der Lage, eine neue Diversifikationsebene in die Portfolios einzuziehen. Jedoch sind die verschiedenen Formen der Alternativen Investments sehr heterogen und auch mit unterschiedlichen Chancen und Risiken behaftet. Das Wissen und die Aufklärung im Bereich der Alternativen Anlageformen, wie die Einbindung in ein Multi-Asset/Multi-Strategie-Klassen-Portfolio, müssen insbesondere in Deutschland noch stark vorangetrieben werden, wenn auch

die hiesigen Investoren zu den Gewinnern dieses Strukturwandels im Asset Management gehören wollen.

Die vorliegende Handbuchreihe soll nun einen weiteren Anstoß im deutschsprachigen Raum bieten, sich intensiv mit diesen neuen Möglichkeiten auseinander zu setzen. Aus unserer Sicht ist es dringend notwendig, dass Investoren, die Öffentlichkeit, die Politik, aber auch nicht zuletzt die traditionelle Asset Management-Industrie, das Thema Alternative Investments nicht nur wahrnimmt, sondern auch realisiert, wie weit die Entwicklung in anderen Ländern in der Praxis, aber auch in der Forschung bereits vorangeschritten ist. Institutionellen Investoren sollen die beiden Handbücher zeigen, wie vielfältig und wie notwendig es für sie ist, sich mit dieser Materie auseinander zu setzen. Speziell in Deutschland brauchen wir die Alternativen Investments als weitere Säulen im Haus der Asset-Allokation, um die Abhängigkeit vom Aktienmarkt-Beta und den Zinsentwicklungen zu reduzieren und mehr Stabilität auf der Gesamtportfolieebene zu schaffen.

Das Buchprojekt soll einen Paradigmenwechsel auf breiter Front anstoßen und dazu führen, dass institutionelle Anleger erkennen, dass sie sehr erfolgreich agieren können, wenn sie sich auf den Weg eines Multi-Asset/Multi-Strategie-Klassen-Portfolios begeben. Wir wollen Alternative Investments aus dem Dunstkreis des Unverständlichen herausführen und zur Selbstverständlichkeit werden lassen, damit diesen Innovationen und den dahinter stehenden Köpfe die Möglichkeiten für eine wirkliche Kapitalvermehrung gegeben wird. Alternative Investments sind dabei nicht nur etwas für institutionelle Investoren. Sie sind auch wichtig für den Aufbau des Kapitalstocks der breiten Bevölkerung im Rahmen der Altersvorsorge. Der Einsatz dieser neuen Anlageform soll dazu führen, dass durch effiziente Diversifikation die Risikotragfähigkeit der langfristigen Kapitalanleger steigt und so mehr Freiräume für renditeträchtige Investments geschaffen werden. Über Alternative Investments kann der Weg frei gemacht werden, um von einer Risikovermeidungskultur hin zu einer wirklichen Investmentkultur zu kommen, die Risiken akzeptiert und aktiv gestaltet, um daraus langfristig positive Erträge für alle zu erzielen.

Uns Herausgebern war es seit langer Zeit ein Bedürfnis, alle wichtigen Bereiche der Alternativen Investments innerhalb des vorliegenden Handbuchs, welches sich auf zwei Bände verteilt, zugänglich zu machen. Dabei haben wir uns von Beginn an das Ziel gesetzt, national wie international führende Wissenschaftler und Praktiker zu Wort kommen zu lassen, die mit ihren Beiträgen in der Vergangenheit die Industrie entscheidend geprägt haben. Gleichfalls wollten wir diese Inhalte, welche bereits über einen gewissen Komplexitätsgrad verfügen, ausschließlich in deutscher Sprache präsentieren, da wir davon ausgehen, dass durch die fehlende Sprachbarriere der Zugang zu dieser Thematik auf einer breiteren Basis gewährleistet ist. Dass uns mit nun über 1.600 Seiten, 73 Artikeln und mehr als 120 Autoren die weltweit umfangreichste Publikation zum Thema Alternative Investments gelungen ist, macht uns stolz und glücklich. Dies ist vor allem unseren vielen Autoren und den beiden Geleitwortgebern zu verdanken, die ihre Zeit und ihr Know-how in einer Weise eingebracht haben, die wir nicht für möglich erachtet haben.

Wir bedanken uns bei den vielen Übersetzern, die die teils sehr komplexen Texte in umfangreicher Arbeit bearbeitet haben sowie den Mitarbeitern der Absolut Research GmbH und der Benchmark Alternative Strategies GmbH für die Mithilfe an diesem Projekt. Gleichfalls danken wir dem Gabler Verlag, insbesondere Frau Karin Ruland, für die Gelegenheit dieses umfangreiche Projekt umzusetzen und für ihre Hilfe, Betreuung, Koordination sowie das Lektorat unseres Projektes. Alle Fehler und Unzulänglichkeiten der beiden Bücher gehen zu Lasten der Herausgeber. Nicht zuletzt kann ein solches Buch nicht ohne den gedanklichen und emotionalen Beistand der eigenen Familie und Freunde erfolgen, die für die mentale Freiheit sorgen, sich einem solchen Projekt entsprechend zu widmen. Allen sei an dieser Stelle unser tiefster Dank ausgesprochen.

Wir hoffen, dass wir dem Leser durch unsere beiden Bände die Welt der Alternativen Investments öffnen, bzw. weiter öffnen können. Wir nehmen Hinweise und Ideen sehr gerne auf und stehen den Lesern für Fragen und Anmerkungen zur Verfügung. Hierfür haben wir unter der Internet-Adresse www.alternative-investments.de ein Forum für das Buch eingerichtet.

Unsere beste Hoffnung ist, dass wir Anstoß geben für einen gedanklichen Wandel. Die Singularität in der Asset-Allokation muss beendet werden, wenn die Fehler der Vergangenheit nicht auch die der Zukunft sein sollen. Sie muss einem pluralen Ansatz bzw. Denken weichen, das das gesamte Spektrum der Anlagemöglichkeiten im Rahmen eines Multi-Asset-/Multi-Strategie-Klassen-Portfolios berücksichtigt. Angesichts steigender Risiken an den Kapitalmärkten und aufgrund demographisch begründeter Reduzierung der sozialen Sicherungssysteme, insbesondere der Sicherung des Einkommens im Alter, ist es die Verantwortung vor allem der institutionellen Kapitalsammelstellen, alle Diversifikations- und Ertragspotenziale zu nutzen, die weltweit zur Verfügung stehen. In Kombination mit traditionellen Kapitalanlagen bieten Alternative Investments alle Möglichkeiten dazu.

Hamburg/Frankfurt am Main im Mai 2006

Michael Busack
Dieter G. Kaiser

Geleitwort von Rainer-Marc Frey

Der Bereich der Alternativen Anlagekategorien ist in den letzten Jahren fast exponentiell gewachsen und hat vor allem im angelsächsischen Raum längst seinen festen und prominenten Platz in den Portfolios der sophistisierten Investoren gefunden. Der Erfolg der Alternativen Investments ist ausgesprochen vielfältig und insbesondere Anlagen in den Bereichen Hedgefonds, Private Equity und Commodities sind in einem gut diversifizierten Anlagekonzept seit einigen Jahren selbstverständlich und sinnvoll. Nicht zuletzt deshalb werden diese Bereiche im angelsächsischen Raum auch bereits als „Trad-Als“, d.h. als „traditionelle Alternativenanlagen“ bezeichnet. Die Entwicklungen im Markt sind aber sehr dynamisch und innovativ. Insbesondere die Bereiche der Kreditverbriefung, der Managed Futures sowie neue alternative Anlagekonzepte wie die Verbriefung von Versicherungsrisiken werden das mögliche Anlagespektrum nochmals massiv und nachhaltig erweitern. Trotz der nachweislichen Verbesserungen im Risiko- und Renditeprofil gibt es aber kaum ein Gebiet im Finanz- und Anlagebereich, das dermaßen polarisiert und die Gemüter bewegt wie der Bereich der „Alternativen Investmentthemen“. Immer wieder werden Grundsatzdebatten über Sinn und Unsinn dieser Art der Anlageformen geführt, obwohl inzwischen verlässliche Daten, Statistiken und Berechnungen sowie über zwanzig Jahre Erfahrung vorliegen.

Mit dem „Handbuch Alternative Investments“ ist es für den interessierten Leser und Investor auf einfache Weise möglich, sich einen umfangreichen und tiefen Überblick über das Gebiet der Alternativen Investments zu machen. Zum ersten Mal wird ein solch umfassendes Werk in deutscher Sprache aufgelegt.

Den Herausgebern Michael Busack und Dieter Kaiser ist es mit dem vorliegenden Kompendium auf hervorragende Weise gelungen, die wichtigsten Bereiche der Alternativen Investitionsmöglichkeiten zu beschreiben und zu beleuchten. Mit dem Einstieg über die Grundlagen der Vermögensverwaltung wird der Leser mit dem Thema vertraut gemacht, und die Möglichkeiten und Breite des alternativen Anlagespektrums werden dargelegt. Dabei werden die Konzepte und Grundgedanken der verschiedenen Teilbereiche von Experten beschrieben und erläutert. Entstanden ist ein breit abgestütztes Sammelwerk von Aufsätzen, geschrieben von den weltweit wichtigsten und führenden Wissenschaftlern, Anlegern und Praktikern auf diesen Gebieten. In einem Bereich, der grundsätzlich von angelsächsischen Experten und Investoren getrieben wird, ist mit der Herausgabe dieses Handbuchs in deutscher Sprache eine wichtige Lücke im Verständnis und in der Information über diese Anlageklassen geschlossen worden.

Zum ersten Mal ist es somit für den interessierten Leser möglich, sich einen Überblick über dieses heterogene, komplexe aber deshalb so interessante Gebiet zu verschaffen. Institutionelle Investoren, Praktiker, Wissenschaftler aber auch Politiker können somit auf einfache und spannende Weise das Thema wahrnehmen. Insbesondere sollen die deutschsprachigen Leser spüren, wie vielfältig das Thema ist und wie weit die Forschung, Entwicklung und Umsetzung dieser Konzepte in anderen Ländern bereits ist.

Der Hauptnutzen dieser Anlagen liegt darin, dass sie dem Anleger die Möglichkeit geben, neue Ertragsquellen zu erschließen und somit ein Gesamtportfolio zu optimieren. Man kann heute mit klaren Beweisen argumentieren, dass der Einsatz von Alternativen Anlagen das Risikoprofil eines Portfolios vermindert und den Gesamtertrag wesentlich erhöht. Mit anderen Worten ist nicht der Einsatz von Alternativen Investments riskant, sondern die Abstinenz und Ignoranz großer Anleger gegenüber diesen Anlageformen. Einer der Hauptgründe für die Abstinenz von gewissen Anlegern ist sicherlich die erhöhte Komplexität, die es im erfolgreichen Umgang von Alternativen Anlagen zu beachten gibt. Obwohl die Themen außerordentlich vielfältig und heterogen sind, gibt es aber gewisse Eigenschaften, die auf alle Themen zutreffen. Es sind dies die erhöhte Komplexität sowie typischerweise eine verminderte Marktliquidität. Ebenfalls sind die Themen nur dem professionellen Benutzer zugänglich, d.h. der Marktzugang ist erschwert und meistens handelt es sich um segmentierte Teilgebiete u.a. aufgrund unterschiedlicher Zeitzonen, regulatorischer Hürden oder auch spezifischer Instrumente. Um als Anleger oder Anbieter erfolgreich in diesen Gebieten zu sein, erfordert es somit ein erhöhtes Fachwissen, d.h. einen Vorteil als Spezialist. Dies kann logischerweise nur mit massiv erhöhter Infrastruktur, d.h. einem ganzen Team von Spezialisten erreicht werden. Während im traditionellen Anlagebereich die Ertragskomponenten sehr einfach auf die Trends im Aktienmarkt und Zinsbereich sowie auf die Entwicklung der Währungskurse reduziert werden können, sind bei Alternativen Investments die Fähigkeiten der Anbieter und der Zugang zu hochqualifizierten Spezialisten entscheidend. In der Summe werden deshalb diese Anlagen sehr oft auch als „Skill-based Investments“, d.h. fähigkeitsorientierte Anlagen bezeichnet. Diese eröffnen somit für den Anleger verschiedene völlig neue Dimensionen auf seiner Suche nach einer Erweiterung der Ertragsmöglichkeiten.

Auf dem Niveau des Gesamtportfolios kann deshalb der Nutzen, d.h. die Risiko- und Renditeverbesserungen bei erhöhter Anlagetätigkeit im Bereich der Alternativen Investments, klar nachgewiesen werden. Das vorliegende Handbuch leistet somit dem interessierten Leser einen Beitrag, um ihn aus dem Dunstkreis des Unverständlichen herauszuführen und somit Anlagen in diesen Bereichen zur Selbstverständlichkeit werden zu lassen. Die offensichtlichen Vorzüge der Alternativen Anlagen haben die führenden Investoren und Praktiker längst erkannt, und aus diesem Grunde hat die Hedgefonds- und Private Equity-Industrie bereits seit über zehn Jahren ein rasantes, ja fast exponentielles Wachstum hinter sich. Dies führt selbstverständlich bereits zu Warnungen aus den Kreisen von schlecht informierten Kritikern. Es wird hierbei aber vergessen, dass die gesamte Alternative Finanzindustrie nach wie vor nur einige Prozente der globalen Finanzaktiva ausmachen.

Es ist heute nicht ungewöhnlich, dass führende und erfolgreiche Investoren in den USA über die Hälfte ihres gesamten Anlageportfolios in diesen Anlageklassen angelegt haben. Dies vergleicht sich mit einer Penetration von einigen wenigen Prozenten des Anlagevolumens der deutschen Innovatoren oder aber gar völligem Abseitsstehen von einigen bedeutenden Investoren im deutschsprachigen Raum. Für den Außenstehenden Betrachter ist es augenfällig aber auch dramatisch, wie groß die Diskrepanz zwischen den weltweit besten und sophistiziertesten Anlegern, d.h. den US-Stiftungsfonds, und den deutschen institutionellen Anlegern ist.

Es ist deshalb ausgesprochen wichtig, dass sich die führenden Experten und Anleger, aber auch die Gesetzgeber und Steuerbehörden mit dieser Materie auseinandersetzen und sie begreifen. Dabei sind die Behörden aufgerufen, großzügige und pragmatische Rahmenbedingungen für den Einsatz dieser Strategien zu schaffen und die Anleger ihrerseits, Investitionen vorzunehmen, um an deren Vorzügen zu partizipieren. Speziell in Deutschland brauchen wir die Alternativen Investments, um den drohenden Renditeverfall der institutionellen Anleger zu stoppen sowie die Abhängigkeiten des Anlageergebnisses von der Aktienmarktentwicklung und der Zinsentwicklung zu reduzieren.

Dieses Buch soll und kann somit einen Paradigmenwechsel in der Verwaltung der Finanzaktiva anstoßen. Dabei sollen insbesondere die großen institutionellen Anleger und die Behörden erkennen, dass der zukünftige Erfolg nur gegeben ist, wenn sie den Anlagehorizont erweitern und sich auf den Weg eines Multi-Asset/Multi-Strategie-Portfolios begeben. Wenn wir im Rahmen der Rentendebatten und Pensionssicherung Berechnungen anstellen, wird auch dem Laien sehr schnell klar, dass wir auf ein Problem ungeahnten Ausmaßes zusteuern. Die Veränderung der demografischen Strukturen hinsichtlich einer möglichen Überalterung in Kombination mit einer massiv längeren Lebenserwartung ist für den Einzelbetrachter zwar positiv, im Gesamtzusammenhang für den Bereich der nachhaltigen Rentensicherung aber eine „tickende Zeitbombe“. Wenn man zudem die tiefen Zinssätze in die Berechnungen einbezieht, wird sehr schnell klar, dass die Aktiva und Passiva der Pensionskassen, staatlich als auch privat, mit ungeahntem Ausmaß auseinander laufen werden.

Die Gesamtheit der Alternativen Investments ermöglicht aber den Einbezug von neuen, unkorrelierten Risiken und erlaubt dem Anleger die „Effizienzkurve“ nach außen zu verlagern. Dabei geht es nicht um „risikofreie Anlagen“, sondern darum, dass Risiken akzeptiert und verwaltet werden. Der informierte Anleger lässt sich die neuen Risiken mit einer „Überrendite“ abgelden und in der Umsetzung entstehen substantielle und nachhaltige Verbesserungen. Wir bewegen uns somit von einer Risikovermeidungskultur zu einer wirklichen Investmentkultur, die die Risiken akzeptiert, um davon langfristig Gewinne zu machen. Die Asset Management-Industrie und die Anleger sind heute stark gefordert und die Ansprüche an einen erfolgreichen Investor steigen rasant. Die Einbindung von Alternativen Anlagekonzepten erweitert die Gewinnmöglichkeiten und verbessert nachhaltig das Risiko- und Ertragsprofil von einem professionell geführten Portfolio. Davon profitieren schlussendlich alle.

Deswegen wünsche ich den Herausgebern – Michael Busack, der auch schon mit dem Absolut!report seit Jahren das Thema begleitet und Dieter Kaiser, der mit zwei anderen Büchern im Hedgefonds-Bereich die Thematik aufbereitet hat – viel Erfolg bei dem Vertrieb dieses wichtigen zweibändigen Handbuchs.

Rainer-Marc Frey
Horizon21, Gründer und Chairman
RMF, Gründer und früherer CEO

Geleitwort von Ulrich Andratschke

Alternative Investments polarisieren. Dies spiegelt sich in der öffentlichen Meinung wider, die zum einen geprägt ist von dem Wahlkampfthema der Private-Equity-Investoren als Heuschrecken. Dabei wird auf der anderen Seite nicht berücksichtigt, dass selbst die Bundesregierung gute Geschäfte zugunsten des Steuerzahlers mit ebendiesen Heuschrecken tätigt (siehe unter anderem den Verkauf der Bundesdruckerei an Atlas). Es spiegelt sich aber auch bei institutionellen Anlegern wider, deren Meinung über und von Alternativen Investments breit gefächert ist. Die Palette reicht von David F. Swensen, der als CIO der Yale Universität seit Jahren sehr erfolgreich Alternative Investments in einem hohen Maße einsetzt und in seiner Asset-Allokation klassische Investments wenig einsetzt, bis zu dem unbekanntem Pensionfondsmanager, der in der Ludgate Hedgefonds Survey im Jahre 2000 gesagt hat: „It is pretty obvious that Hedge Funds can't work. We are not in a Casino“.

Trotzdem (oder vielleicht auch deswegen) gewinnt die Gruppe der Alternativen Investments seit Jahren immer mehr an Bedeutung. Traf eine LTCM-Krise 1998 noch auf eine staunende Öffentlichkeit inklusive einer Großzahl von Sachverständigen, so sind heute Hedgefonds, Private Equity und Commodities, um nur einige zu nennen, ein normales Thema der Diskussion geworden. Auch in der Kapitalanlage von Privatanlegern und institutionellen Anlegern werden Alternative Investments verstärkt eingesetzt. Dieser weltweite Trend hat noch nicht dazu geführt, dass die Anlagequoten die von traditionellen Assets erreichen, aber das immense Wachstum der Anlagegelder, die in Hedgefonds und Private Equity, ja sogar in Commodities fließen, wirft schon wieder die Frage einer eventuellen Blasenbildung auf.

Worum handelt es sich bei Alternativen Investments? Ein Definitionsversuch stößt aufgrund der Heterogenität der in Betracht kommenden Anagemöglichkeiten und der Innovationsgeschwindigkeit bei der Entwicklung von neuen Strategien/Produkten schnell auf Probleme. Schon das nicht normalverteilte Ertragsprofil als Klassifizierungsmittel ist nicht eindeutig, da es zum Beispiel im Hedgefonds-Bereich Stilrichtungen wie Managed Futures gibt, die durchaus (fast) normalverteilt sind. Einzelne Bereiche wie Hedgefonds lassen sich durch den Einsatz von Leverage- und Short-Sales definieren. Als Private Equity kann alles bezeichnet werden, was sich mit nicht gelistetem Eigenkapital befasst. Als darüber hinaus greifende Klammer für alle Alternativen Investments kann die niedrige Korrelation mit traditionellen Anlagen wie Aktien, Renten oder Immobilien ebenso dienen wie eine Klassifizierung als Absolut Return- im Gegensatz zu Benchmark-orientierten Return-Profilen.

Versicherungen und Pensionskassen gehören zu den am stärksten regulierten institutionellen Anlegern in Deutschland. Um dennoch die immens hohen Erwartungen an die Performance erfüllen zu können, müssen gerade diese Anleger die volle Klaviatur der internationalen professionellen Kapitalanlage einsetzen. Die anhaltende Niedrig-

zinsphase hat den Hunger nach Rendite bei allen institutionellen Anlegern verschärft und ein immenses Wachstum bei Hedgefonds, Private Equity und Commodities hervorgerufen. Bei Lebensversicherungen in Deutschland ist unter anderem durch die jüngste Aktienkrise und die niedrigen Zinsen ein ganzheitlicher Ansatz in den Vordergrund getreten. Angesichts der Liability-Seite mit den garantierten Leistungen, die teilweise höher als die am Markt erzielbaren Renditen für risikofreie Rentenanlagen liegt, ist ein angelsächsischer Benchmark-orientierter Return nicht adäquat, absoluter Return ist zumindest eine der möglichen Lösungen. Neben dem Absolut Return-Ziel sind es vor allem die Diversifizierungseigenschaften von Alternativen Investments als Teil eines Portfolios von ansonsten klassischen Kapitalanlagen, die besonders im Vordergrund stehen. Mit der höheren Diversifizierung durch die Beimischung von Alternativen Investments geht eine ebenfalls wünschenswerte Verstetigung der Erträge einher.

Dabei lässt sich feststellen, dass kleine und mittlere Organisationen aufgrund der höheren Flexibilität beim Einsatz von Alternativen Investments eine führende Rolle einnehmen. In den Versicherungsgesellschaften des Provinzial NordWest Konzerns wird bereits seit vielen Jahren sowohl in Private Equity als auch in Hedgefonds investiert, um von dem Diversifizierungspotenzial und den positiven Renditeeigenschaften profitieren zu können. Auch wenn die erreichten Quoten im Vergleich zu den Quoten von traditionellen Assetklassen noch gering sind, so konnten doch erfolgreiche Portfolios in diesen Assetklassen aufgebaut werden. Es wurde damit außerdem ein Know-how aufgebaut, das die Provinzial NordWest in die Lage versetzt, dauerhaft von den Entwicklungen zu profitieren und mittelfristig eine Verstetigung der Erträge auf einem höheren Niveau zu erreichen.

Der erwähnte Know-how-Aufbau ist von nicht zu unterschätzender Wichtigkeit. Abgesehen davon, dass die Versicherungsaufsicht zu Recht ein entsprechendes Know-how für den Einsatz der erwähnten Assetklassen fordert, sind die eingesetzten Handelsstrategien zum großen Teil von erheblicher Komplexität geprägt. Und natürlich sind auch Alternative Investments nicht risikofrei. Die Risiken sind beachtlich, sie sind vor allem anders als die in der traditionellen Assetklassen-Welt gewohnten. Es ist daher notwendig, die Risiken zu verstehen und steuerbar zu machen. Auch wenn die Zunahme von Komplexität an sich in der Finanzwelt ohne weiteres feststellbar ist, muss der Umgang damit und mit den erwähnten Risiken doch gelernt sein oder werden. Das vorliegende Kompendium ist ein Meilenstein auf dem Weg zu einem besseren Verständnis der Komplexität und der Risiken von Alternativen Investments.

Auch die Forschung (und die Lehre) hat sich zunehmend mit dem Thema befasst, so dass dieses erste umfangliche Handbuch zu Alternativen Investments in deutscher Sprache aus einem reichen Fundus an Sachverständigen schöpfen kann. Die behandelten Alternativen Investments sind Hedgefonds, Privat Equity, Commodities, Wetterderivate aber auch alternative Zins- oder Immobilienanlagen und weitere, neuere Formen der Anlagen. Damit werden alle nennenswerten Anlagemöglichkeiten abgedeckt. Die Veröffentlichung in deutscher Sprache hat den Kreis der beitragenden Experten aus Wissenschaft und Anlagepraxis nicht beschränkt. Den Herausgebern ist es dankenswerterweise gelungen, einen großen Kreis von Sachverständigen von internationalem

Rang als Autoren in dem vorliegenden Handbuch zu Wort kommen zu lassen. Dieses Nachschlagewerk kommt mit seinem nachhaltigen Nutzen hoffentlich einer großen Leserschaft zugute. Es wird hier durch Berichte zu den neuesten Erkenntnissen der Wissenschaft und der Anlagepraxis ein breiteres Verständnis für Alternative Investments geschaffen. Damit ist ein großer Schritt auf dem Weg Alternative Investments zu einem selbstverständlichen Teil der Asset-Allokation werden zu lassen, getan worden.

Ulrich Andratschke
Abteilungsleiter Alternative Assets/Fondsbetreuung
Provinzial NordWest Versicherungsgruppe

Alexander M. Ineichen

Asymmetrische Renditen und aktives Risikomanagement

Ein Paradigmenwechsel im Asset Management

1	Einleitung	35
2	Tracking Risk versus Total Risk	35
3	Investorenschutz versus Kapitalschutz.	39
4	Aktives Risikomanagement	41
4.1	Wandel der Risikowahrnehmung	42
4.2	Lebende Legenden über die Zukunft des Investment Managements	44
4.3	Kapitalzuwächse und -verluste sind wichtig	46
5	Asymmetrische Renditen als Folge des aktiven Risikomanagements	49
5.1	Anwendung und Anpassung von Fähigkeit	50
5.2	Anpassungsfähigkeit versus Stilwechsel	51
5.3	Gesetz des aktiven Managements	52
6	Schlussfolgerung	53
	Literaturverzeichnis	

1 Einleitung

“It is not the strongest of the species which survive, nor the most intelligent, but those most able to change.”
— Charles Darwin

Traditionelle Asset Manager neigen in der Regel zu Long-only-Anlagestrategien. Sowohl Indexfonds als auch aktive Long-only-Manager definieren Risiko in Bezug auf einen Vergleichsmarkt; daher stellt die Nachbildung dieser Benchmark ein zentrales Element ihrer Aktivitäten dar. In Ineichen (2001, 2003a, 2004) und andernorts haben wir darauf hingewiesen, dass Managementstrategien, die heute als aktiv bezeichnet werden, tatsächlich passiv sind, da sie die gleichen Techniken des Risikomanagements verwenden wie Enhanced-Index-Strategien (die als passives Management betrachtet werden) und Risiko auf die gleiche Weise definieren (nämlich als Tracking Risk) wie ein Indexfonds. Der Unterschied zwischen passivem und aktivem Long-only-Anlagemanagement reduziert sich auf die Größe des erlaubten Tracking Errors, also der festgelegten und gebilligten Abweichung von der Benchmark. Ein passives Risikomanagement führt dazu, dass die Renditeverteilung des gemanagten Portfolios ähnlich ausfällt wie die des zugrunde liegenden Marktes. Vereinfacht gesagt: Beträgt die Marktvolatilität zehn Prozent, wird auch die Volatilität des passiven (oder so genannten aktiven) Portfolios bei etwa zehn Prozent liegen, wobei andere Risikocharakteristiken auch denen der Benchmark ähneln. Wenn die Marktvolatilität bei 50 Prozent liegt, bewegt sich auch die Portfoliovolatilität auf diesem Niveau, da Risiko in Abhängigkeit von der Benchmark definiert und gemanagt wird.

In diesem Beitrag geht es um aktives Management, wie wir es verstehen, und dies hat sehr wenig mit einer Benchmark zu tun. Unter *asymmetrischen Renditen* verstehen wir eine Renditeverteilung, die sich von einer Normalverteilung unterscheidet. *Aktives Risikomanagement* bedeutet gewissermaßen das Gegenteil von passivem Management; dies wird später definiert und erläutert. Der erste Schritt eines jeden Risikomanagement-Prozesses besteht darin, *Risiko* zu definieren. Die nächsten Schritte (Risiken isolieren, messen und kontrollieren) hängen dann weitgehend von dieser Definition des Risikos ab. Nachfolgend versuchen wir, eine Unterscheidung zwischen den beiden gebräuchlichsten Risikodefinitionen zu treffen: Tracking Risk (manchmal missverständlich als *aktives Risiko* bezeichnet) und Total Risk (auch Absolute Risk genannt).

2 Tracking Risk versus Total Risk

Unterschiedliche Investoren verfolgen unterschiedliche Anlageziele; dies führt dazu, dass sie Risiken auf unterschiedliche Weise definieren, wahrnehmen und kontrollie-

ren. Im Kontext einer Relative Return-Strategie wird Risiko als Tracking Risk definiert, wahrgenommen und kontrolliert, in der Absolute Return-Welt als Total Risk. Das Risikomanagement richtet sich im ersten Fall nach einer Benchmark für Vermögensanlagen oder Kapitalverbindlichkeiten, im zweiten Fall nach Gewinn und Verlust (GuV). Die Definition von Risiko anhand eines absoluten Maßstabs (z.B. Kapitalverlust) unterscheidet sich vom Relative Return-Ansatz insofern, als dieser den Kapitalerhalt nicht als Teil der Aufgabenstellung betrachtet. Den institutionellen Investment Managern wurden ihre Total Risk-Mandate in den 70er-Jahren entzogen (vor allem in den USA und Großbritannien), da sie unbefriedigende Ergebnisse erbrachten und das Kapitalgeber/Agentur-Problem verstärkten. Tabelle 1 stellt nachfolgend die beiden Relative Return-Modelle (Indexanlagen und Benchmarking) dem Investment Management nach dem Absolute Return-Modell gegenüber.

Tabelle 1: Tracking Risk versus Total Risk

	Relative Return models		Absolute Return model
	(Passive)	(Active)	
Return Objective	Relative Returns		Absolute Returns
<i>General idea is to</i>	<i>replicate Benchmark</i>	<i>beat Benchmark</i>	<i>exploit Investment Opportunity</i>
Risk Management	Tracking Risk		Total Risk
<i>General idea is to</i>	<i>replicate Benchmark</i>	<i>beat Benchmark</i>	<i>preserve Capital</i>

Quelle: Ineichen (2001)

Risiko als Tracking Risk zu definieren bedeutet, dass die Benchmark der risikoneutralen Position des Managers entspricht und Risiko als Abweichung von der Benchmark wahrgenommen wird. Wenn beispielsweise ein Long-only-Aktienmanager, der sich aktiv oder passiv an einer Benchmark orientiert, eine Cash-Position aufbaut, um eine risikofreie Verzinsung zu erzielen, erhöht er damit den Tracking Risk, da sein Risiko steigt, die Wertentwicklung der Benchmark nicht zu erreichen. Anders gesagt, die Wahrscheinlichkeit, dass das (Rendite-)Ziel erreicht wird, sinkt – und dies wird als gesteigertes Risiko wahrgenommen. In der Absolute Return-Welt entspricht dagegen Cash der risikoneutralen Position; ein Manager, der eine Aktienposition zugunsten von Cash aufgibt, reduziert seinen Total Risk, indem er die Wahrscheinlichkeit des Kapitalverlustes verringert. Vereinfacht gesagt existiert beim Absolute Return-Ansatz ein Investmentprozess, um Gewinnpotenzial zu realisieren, das heißt, man geht Risiken ein, um Rendite zu erzielen, und um Verlustpotenzial zu begrenzen, das heißt, man hat eine Art Notfallplan, falls irgendetwas schief gehen sollte. Dabei könnte es sich um einen plötzlichen exogenen Markteinfluss handeln, um Überbewertungen, stark überkaufte Märkte, eine Konzentration von Capital-at-Risk, Liquiditätsänderungen, usw.

Wer absolute Renditen erzielen will, muss daher nicht nur über den Aufbau von risikobehafteten Positionen nachdenken, sondern auch über mögliche Ausstiegswege.¹

In den Worten von Warren Buffett (wohl ebenfalls ein Absolute Return-Investor):

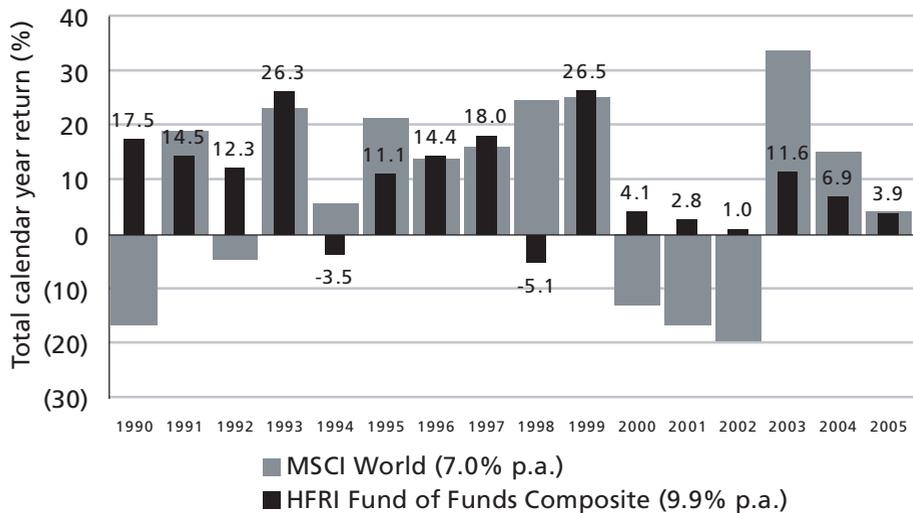
“When we can’t find anything exciting in which to invest, our ‘default’ position is U.S. Treasuries...Charlie and I detest taking even small risks unless we feel we are being adequately compensated for doing so. About as far as we will go down that path is to occasionally eat cottage cheese a day after the expiration date on the carton.”²

Beim Relative Return-Modell ist der Endinvestor den Stimmungsschwankungen der jeweiligen Anlageklasse auf nicht kontrollierbare Weise ausgesetzt. Renditeziele und Risikomanagement in Bezug auf eine Anlage-Benchmark festzulegen bedeutet im Grunde, dass der Manager Zugang (Beta) zu der Anlageklasse herstellt – Risiko und Ertrag werden damit fast vollständig von der zugrunde liegenden Anlageklasse bestimmt. Zugang bedeutet, dass der Investor den Bewegungen der Anlageklasse sowohl nach oben als auch nach unten folgt. Das Relative Return-Modell ist sehr transparent, da wechselnde Marktbedingungen den Investmentprozess und die Vermögensallokation nicht wesentlich beeinflussen. Der Zugang zur Benchmark wird stets fast zu 100 Prozent ermöglicht – daher die Transparenz. Kurzsichtige Investoren haben Schwierigkeiten, zwischen Engagements mit unkontrollierten und kontrollierten Risiken zu unterscheiden. Abbildung 1 vergleicht Risiken, die aus unserer Sicht unkontrolliert sind, mit kontrollierten Engagements. Unserer Auffassung nach führt das Management nach dem Total Risk-Prinzip zu einer höheren Durchschnittsrendite bei geringerem Verlustrisiko. Es kann daher nicht überraschen, dass sich manche Investoren seit dem Einbruch der Aktienmärkte 2000–2002 stärker für Hedgefonds interessieren. Unter normalen Marktbedingungen mit positiv verlaufenden Renditen ist der Unterschied zwischen kontrolliertem und unkontrolliertem Gesamtri recht schwer auszumachen (jedenfalls gilt dies für den kurzsichtigen Investor, der nur die Renditeseite untersucht). Abbildung 1 vergleicht den MSCI World Total Return Index (mit reinvestierten Dividenden) mit dem HFRI Fund of Funds Composite Index; der Erste als Beispiel für unkontrolliertes, der Zweite als Beispiel für aktiv kontrolliertes Gesamtrisiko.

1 Vgl. Ineichen (2000, 2003) zu Details des Absolute Return-Ansatzes.

2 Vgl. Berkshire Hathaway, Jahresbericht, 2003.

Abbildung 1: Kontrolliertes und unkontrolliertes Risiko-Exposure



Quelle: Ineichen (2001), Daten von Bloomberg und Thomson Financial Datastream, Daten bis einschließlich Oktober 2005

- **Kontrolliertes Gesamtrisiko:** Flachere Abschwünge (damit insgesamt eine niedrigere Volatilität) und eine höhere Durchschnittsrendite. Zwischen 1990 und Oktober 2005 betragen Jahresdurchschnittsrendite, Volatilität und maximaler Zwölf-Monats-Verlust für den HFRI Fund of Funds Composite Index 9,9 Prozent, 5,5 Prozent und -6,6 Prozent. In Ineichen (2001) bezeichneten wir dieses Risiko/Rendite-Profil als die Zukunft des aktiven Investment Managements, da wir der Auffassung waren (und weiterhin sind), dass alle Investoren aus einer Kapitalvermehrung Nutzen ziehen und aus großen finanziellen Verlusten einen Nachteil erleiden.
- **Unkontrolliertes Gesamtrisiko:** Ungleichmäßige Ausschläge zu beiden Seiten (positiv wie negativ) und eine niedrigere Durchschnittsrendite. Jahresdurchschnittsrendite, Volatilität und maximaler Zwölf-Monats-Verlust für den MSCI World Index betragen 7,0 Prozent, 14,4 Prozent und -27,9 Prozent.
- **Asymmetrie:** Die höchsten Renditen aus Aktienanlagen sind höher als die aus diversifizierten Hedgefonds-Anlagen, die niedrigsten Renditen sind niedriger. Allerdings fallen die niedrigsten Renditen weitaus niedriger aus, während die höchsten Renditen nur geringfügig höher sind. (Daher die niedrigeren Durchschnittswerte bei symmetrisch verteilten Renditen.)

Risiken zu managen bedeutet letzten Endes, jemanden oder etwas vor einem nachteiligen Einfluss zu beschützen. Wenn wir über Tracking Risk und Total Risk sprechen, führt dies zu der Frage, was ein Risikomanagement-Prozess eigentlich beschützen soll: den Investor oder sein Geld?

3 Investorenschutz versus Kapitalschutz

Aus Sicht des Investorenschutzes (Regulierung, Transparenz des Investmentportfolios und Markt-Benchmark) sowie des Vermögensschutzes (durch Techniken des Risikomanagements, wobei etwa Derivate, Fremdkapital und/oder Leerverkäufe genutzt werden) kann der Absolute Return-Ansatz als das genaue Gegenteil des Relative Return-Ansatzes betrachtet werden. Wir – die Finanzwelt – wissen heute, dass Investorenschutz nicht das gleiche ist wie Kapitalschutz. Regulierung, Transparenz und das Vorhandensein einer Benchmark schützen den Investor, doch nach dem Relative Return-Ansatz wird das Kapital des Investors einem Verwalter anvertraut, der nicht versucht, es in schwierigen Zeiten zu erhalten, sondern dessen Auftrag mehr oder wenig ausdrücklich lautet, dieses Kapital in vollem Umfang den Marktschwankungen auszusetzen – nämlich der Volatilität der Benchmark. Dieses Ausgesetztsein wurde bis vor kurzer Zeit als hinnehmbar erachtet, da die Aufgabe des Vermögensschutzes dem Endinvestor zufiel und ein langer Bullenmarkt einige feste Glaubenssätze (um nicht zu sagen, Dogmen) in Bezug auf Renditeerwartungen und Investmentprozesse hervorgebracht hatte. Wir glauben, dass einige dieser Glaubenssätze derzeit auf dem Prüfstand stehen. Zum Beispiel, fähige Investment Manager zu suchen und ihre Entscheidungsfreiheit anschließend aus Gründen des Investorenschutzes einzuschränken ist aus unserer Sicht im besten Fall suboptimal und im schlimmsten höchst ineffizient. Die Übernahme eines Absolute Return-Ansatzes durch die aktiven Asset Manager bedeutet im Kern die Synthese der Maßnahmen zum Investorenschutz und zum Vermögensschutz aus Tabelle 2. Das bedeutet, ein qualifizierter Manager erhält das Mandat, Investmentchancen zu nutzen und mit dem Gesamtrisiko basierend auf seiner (oder ihrer) eigenen Einschätzung zu optimieren. Ein flexibles Mandat ohne Benchmark ist so gesehen einem beschränkten Mandat überlegen, wenn wir annehmen, dass es sich um einen Manager mit genauem Einblick in die Investmentmöglichkeiten handelt, der am ehesten in der Lage ist, eine Veränderung ihrer Charakteristiken zu beurteilen.

Tabelle 2 vergleicht den Relative Return- und den Absolute Return-Ansatz im Hinblick auf den Schutz der Investoren sowie des Kapitals oder Vermögens. In der Vergangenheit konnten Relative Return-Mandate bei der Regulierung und Transparenz punkten, und die Mandate waren Benchmarkorientiert. Hedgefonds sind das genaue Gegenteil: kaum reguliert, wenig transparent und ohne Benchmark. Für den Vermögensschutz nutzten Hedgefonds dagegen Risikomanagement-Instrumente, was die Long-only-Manager im Großen und Ganzen nicht taten.

Tabelle 2: Investoren- versus Vermögensschutz

		Relative return mandate	Absolute return mandate
Investor protection	Regulation	High	Low
	Transparency	High	Low
	Benchmark	Yes	No
Wealth protection	Derivatives	No	Yes
	Leverage	No	Yes
	Short selling	No	Yes

Quelle: Ineichen (2003c)

Die Maßnahmen aus Tabelle 2 haben sich in der Vergangenheit bewährt. Heute verschmelzen die beiden Modelle miteinander; dieser Trend soll im Folgenden untersucht werden.

- **Regulierung:** Hedgefonds werden zweifellos von den meisten Aufsichtsbehörden beobachtet. Man darf gewiss sagen, dass sich die Regulierungslücke zwischen traditionellen Asset Managern und Hedgefonds allmählich schließt, und dass sich diese Entwicklung in den nächsten Jahren fortsetzen wird. (Eines der fünf Mitglieder der US-Börsenaufsicht SEC machte nach der Hedgefonds-Untersuchung 2002/2003 ganz offiziell eine interessante Aussage: Möglicherweise sei eher eine Deregulierung von Investmentfonds von Nöten als eine Regulierung von Hedgefonds.)
- **Transparenz:** Im Allgemeinen werden Hedgefonds und Hedgefonds-Investments mit der Zeit immer transparenter. Hedgefonds können daran interessiert sein, die Transparenzanforderungen eines institutionellen Investors zu erfüllen, damit dieser ihr Kapital als sich stabil entwickelndes *Smart Money* betrachtet – im Gegensatz zu *Dumb Money*, das stärker auf Investmentmoden reagiert und den kurzfristigen Renditeerfolg sucht (was schließlich einen Ausstieg zur Unzeit erzwingt), kurz, das weniger stabil und damit von geringerem Wert für den Manager ist. (Der zunehmende Einsatz von Lock-up-Perioden kann zum Teil als Versuch betrachtet werden, mit der gelegentlichen sprichwörtlich „zittrigen Hand“ zurechtzukommen.)
- **Benchmarking:** Wir sind der Meinung, dass sich die Begeisterung der Kapitalgeber für Benchmarks insgesamt etwas abgekühlt hat. Viele Investoren haben festgestellt, dass ihre Kapitalverbindlichkeiten sich nicht analog zum S&P 500 oder MSCI World Index entwickeln. Bemerkenswerterweise haben jedoch in jüngster Vergangenheit einige Hedgefonds-Anbieter Long-only-Fonds mit einer Benchmark aufgelegt. Dies ist aus unserer Sicht eine interessante Entwicklung, welche unsere zentrale Hypothese untermauert: Statt über den Gegensatz von Hedgefonds und anderen Fonds sollten wir über die differenzierte Entwicklung von Produkten nachdenken.

- *Derivate, Fremdkapital, Leerverkäufe*: Regulierung „schützt“ vielleicht den Investor, aber nicht sein Geld. Unserer Ansicht nach bietet nur ein aktives Risikomanagement Schutz vor Kapitalverlusten. Hierfür werden Risikomanagement-Instrumente und -Techniken benötigt, zu denen wir die Nutzung von Derivaten, den Einsatz von Fremdkapital für eine flexible Marktexposure sowie die Möglichkeit von Leerverkäufen zählen. Diese Risikomanagement-Instrumente besitzen für das Investment Management eine ähnliche Bedeutung wie das Teleskop für die Astronomie oder das Düsentriebwerk für die Luftfahrt: Sie stellen einen strukturellen Fortschritt dar.

4 Aktives Risikomanagement

In diesem Kapitel wird die Auffassung vertreten, dass alle Investoren asymmetrische gegenüber symmetrischen Renditen bevorzugen. Dies beruht auf den folgenden drei Aussagen, die, wie wir meinen, auf alle Investoren zutreffen. Die ersten beiden gehen auf Markowitz (1952, 1959) zurück, die dritte auf Kahneman und Tversky (1979):

1. Höhere Renditen sind besser als niedrigere;
2. Sicherheit ist besser als Unsicherheit;
3. Verluste wiegen schwerer als Gewinne, das heißt, der Nachteil eines Kapitalverlustes übersteigt den Vorteil eines Kapitalgewinns.

Wenn ein Manager sein Risiko abhängig von einer Benchmark definiert, wird sein Portfolio die Renditeverteilung des zugrunde liegenden Marktes widerspiegeln. Absolute Return-Manager achten dagegen nicht auf eine Benchmark, sondern auf Gewinn und Verlust (GuV). Damit ist Risiko als absolute Größe definiert (wir sprechen von *Total Risk*). Wenn Risiko mit Total Risk gleichgesetzt und der Investmentprozess von GuV bestimmt wird, wird der Manager die drei genannten Faktoren berücksichtigen. Der erste Faktor (höhere Renditen) versteht sich von selbst. Ein Absolute Return-Manager wird jedoch auch die Erfüllung der zweiten und dritten Forderung aktiv anstreben. Zum einen setzen die meisten Hedgefonds eine Form von Zielrisiko fest (ausgedrückt zum Beispiel als Portfolio-Volatilität oder Maximalverlust auf einem 99-prozentigen Konfidenzniveau) und kontrollieren ihr Portfoliorisiko entsprechend. Zum anderen ist Kapitalerhalt von zentraler Bedeutung, das heißt, starke Wertverluste zu vermeiden bildet für sie einen wesentlichen Teil der Zielsetzung und des Investmentprozesses.

Wir sind weiterhin der Auffassung, dass die Asset Management-Branche einen strukturellen Wandel durchläuft – einen Paradigmenwechsel sozusagen. Wir haben diesen Gedanken in „In Search of Alpha“³ vertreten und in Ineichen (2001, 2003abc und 2005) weiter ausgearbeitet. Dabei befinden wir uns in guter Gesellschaft, werden doch zu-

³ Vgl. Ineichen (2000).

mindest einige unserer Gedanken in „An Alternative Future“ von Clifford Asness⁴ sowie in Peter Bernsteins fünf Wendepunkten für die Asset Management-Branche⁵ glaubhaft bestätigt.

Der Katalysator, der den Wandel auslöste, war aus unserer Sicht der Aktien-Bärenmarkt. Manchmal sprechen wir – in Ermangelung eines besseren Ausdrucks – von einem „Oha-Effekt“, denn die Mehrzahl der Investoren musste seinerzeit feststellen, dass, oha, die Nichtbeachtung kurzfristiger Portfolio-Volatilität keinesfalls mit ihren Investmentzielen in Einklang zu bringen war. Förmlicher ausgedrückt bedeutet dies: Investoren schließen sich zunehmend der Auffassung an, dass Volatilität eine Frage von Belang ist und die Zeit keine Risiken verringert.

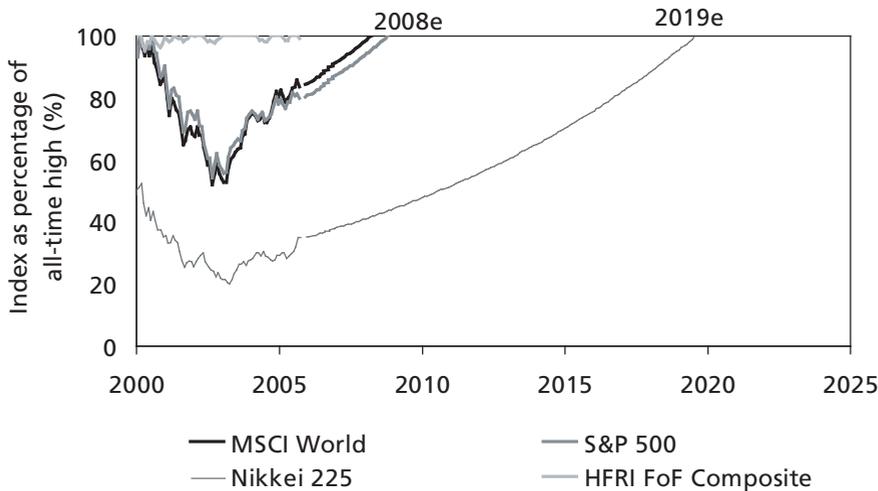
4.1 Wandel der Risikowahrnehmung

Abbildung 2 illustriert die negativen Folgen eines volatilen Portfolios und seine Auswirkungen auf die kurz- und langfristige finanzielle Stabilität und Bonität. Wir glauben, dass der Bärenmarkt in weiten Investorenkreisen einen Wandel der Risikowahrnehmung ausgelöst hat. Dabei hat sich, wohlgemerkt, am Konzept des Risikos nicht das Geringste verändert. Ein volatiles Portfolio bleibt ein volatiles Portfolio, unabhängig davon, ob sich die Aktienmärkte auf- oder abwärts bewegen. Man kann auch nicht davon sprechen, dass ein wissenschaftlicher Durchbruch in der Finanztheorie den Wandel verursacht hat. Wir sind der Auffassung, dass die unmittelbare Erfahrung des Kapitalverlustes der Katalysator für den Perspektivwechsel war. Was sich damit geändert hat, ist die Art und Weise, wie Investoren Risiken wahrnehmen.

Investieren ist wie Schwimmen: In beiden Fällen ist das Subjekt in der Hoffnung zu überleben bemüht, nach dem Untertauchen wieder an die Oberfläche zu gelangen. Abbildung 2 zeigt die Folge eines starken Wertverlustes für die Kapitalentwicklung. Wir nennen dies die „Unterwasser-Perspektive“, da sie den Indexstand als Prozentsatz seines vorherigen Höchststandes darstellt und somit zeigt, wie sehr ein Investment „unter Wasser steht“. Das Problem bei großen Wertverlusten ist, dass sie die positiven Durchschnittsrenditen zunichte machen. Kein Relative Return-Ansatz (mit einer Benchmark für Vermögensanlagen oder Kapitalverbindlichkeiten als risikoneutrale Position) gibt der Vermeidung großer Wertverluste die hohe Priorität, die sie aus unserer Sicht verdient. Barry Riley (Financial Times) schrieb zu der aktuellen Bestrebung von Pensionsfonds, die Duration ihrer Vermögensanlagen (langfristige Anleihen) mit den langfristigen Verpflichtungen (den Pensionsversprechen) in Einklang zu bringen:

⁴ Vgl. Asness (2004a, 2004b).

⁵ Vgl. Bernstein (2003, 2004).

Abbildung 2: Ausgewählte Indizes aus der „Unterwasser-Perspektive“⁶

Quelle: Daten von Thomson Financial Datastream und Bloomberg

“There is no reason to believe that safe investments will always yield a positive long-run return. In a world in which savings flows exceed the volume of profitable investment opportunities they may not. If returns fall to near zero the logical response is to stop saving, or to rely on risky assets. Perhaps we just have to accept that pensions have become speculative: but institutions and regulators find that too unpleasant to contemplate.”⁷

Die Idee dessen, was wir als Absolute Return-Philosophie bezeichnen, ist, in Abbildung 2 möglichst dicht an der Oberfläche zu bleiben, da es sehr zeitraubend sein kann, sich wieder aus einem tiefen Loch herauszugraben. Ein asymmetrisches Renditeprofil mit zahlreichen und großen Gewinnen bei wenigen und geringen Verlusten ist daher einem symmetrischen Profil vorzuziehen. Wir vertreten die Meinung, dass die Zeit nach dem Platzen der TMT-Blase durch den Übergang von der zweiten auf die dritte Stufe des Asset Managements charakterisiert wird. In Ineichen (2003c) definieren wir diese drei Stufen wie folgt:

1. Absolute Return-Ansatz mit wenig spezialisiertem Management;
2. Relative Return-Ansatz mit hoch spezialisiertem Management;
3. Absolute Return-Ansatz mit hoch spezialisiertem Management.

⁶ Daten bis einschließlich Februar 2005. Basierend auf lokalen Währungen, HFRI in USD. Die Kompensation früherer Verluste wird auf Basis der Annahme dargestellt, dass die Indizes pro Jahr im Schnitt acht Prozent hinzugewinnen.

⁷ From Barry Riley, “The hidden risks of safe bonds,” Financial Times (FTm), 21 February 2005.

Es ist sicher richtig zu sagen, dass es bereits vor der Existenz von Benchmarks eine Asset Management-Branche gegeben hat. Diese erste Stufe der Entwicklung zeichnete sich durch die Betonung absoluter Renditen und einen niedrigen Spezialisierungsgrad seitens der Manager aus. Manager verfügten über Balanced-Mandate, und die Entscheidung über die Vermögensallokation war von größter Bedeutung. Dieser Ansatz litt Mitte der 70er Jahre unter schlechten Performancezahlen und dem Kapitalgeber/Agentur-Problem, da die Ziele der Manager nicht deckungsgleich mit denen der Kapitalgeber waren (das heißt, es wurden Anreize für die Manager geschaffen, eine Vergleichsgruppe zu schlagen, statt gemäß ihrer persönlichen Stärken in einer ökonomisch sinnvollen Weise zu investieren).

Es folgt die zweite Stufe, auf der man nach den Regeln des Relative Returns spielt und die Manager sich auf das Erzielen relativer Renditen konzentrieren. Das Mandat zur Vermögensallokation wurde den Managern entzogen; dies führte natürlicherweise zu einem höheren Spezialisierungsgrad. Man darf annehmen, dass – neben schlechter Performance und dem Kapitalgeber/Agentur-Problem – das In-Kraft-Treten des Employee Retirement Income Security Act (ERISA) in den USA im Jahr 1974 einer der wesentlichen Beweggründe für die Branche war, zur zweiten Stufe überzugehen, da hierdurch die treuhänderische Verantwortung des Endinvestors neu definiert wurde. Die Einführung von Indizes führte zu einer Verbesserung, indem sie das Kapitalgeber/Agentur-Problem durch strenge Benchmarks zumindest teilweise löste. Darüber hinaus erhielt die Markteffizienzhypothese (MEH) durch die Arbeiten von Samuelson (1965) und Fama (1965, 1970) ihre akademischen Weihen; die Investmentbranche nahm nach und nach Abschied von den Vorzügen des aktiven Asset Managements im Allgemeinen und der Machbarkeit der Einzeltitelauswahl, wie von Brinson et al. (1986) demonstriert, im Besonderen. Aus unserer Sicht ist das wichtigste Resultat des 1964–2000 in der Investmentbranche vorherrschenden Konsensdenkens der Indexfonds. Hedgefonds sind (oder genauer, waren bis vor kurzem) gewissermaßen die Antithese zu MEH und Konsensmeinung.

4.2 Lebende Legenden über die Zukunft des Investment Managements

Das CFA Institute (vormals Association of Investment Management and Research – AIMR) veröffentlichte die Erstausgabe seines CFA Magazine im Januar/Februar 2003. Der Leitartikel war betitelt „Worte der Weisen“ – es handelte sich um die Aufzeichnung einer Konferenzschaltung im November 2002, die von Charles D. Ellis (Autor von *How to win the loser's game*) moderiert worden war. Die „Weisen“ waren John Neff, Gary Brinson, Peter Bernstein, Jack Bogle, Warren Buffett, Dean LeBaron und Sir John Templeton. Gemeinsam verfügten diese Legenden über mehr als 300 Jahre Investmenterfahrung.

Eine der Fragen lautete:

Looking back over the last 30 years, what are the most important changes in the fundamental nature of our profession? And then looking out over the next 30 years, what do you think will be remembered from today that's really significant?⁸

Hier folgen einige Antworten der Teilnehmer in chronologischer Folge. Das erste Zitat stammt von Jack Bogle, Gründer und ehemaliger Chairman der Vanguard Gruppe:

This business has really changed. It used to be about stewardship, and now it's about salesmanship. There used to be about 300 broad-based equity funds, and now there are 5,000, many of them narrowly based and speculative speciality funds, often created and sold just when they shouldn't be bought. ...

Bogle macht sich dann für Anlagen in Indexfonds stark und schließt mit den Worten:

... In all, the mutual fund industry has turned from a profession into a business. The challenge for the next 30 years is just as obvious as the smiles on our faces: This industry should return to its roots.

Peter Bernstein (Autor von *Wider die Götter*) beantwortet die gleiche Frage so:

"One of the problems with this market has been, particularly for professional managers, 'benchmarkitis' on the part of the clients. I think there are forces at work that are going to break that down. One is the hedge fund, which you can approve or disapprove of as an animal, but it's focused peoples' attention away from the conventional benchmarks. This is a very, very important development."

Eine Frage, die auf der Konferenzschaltung diskutiert wurde, betraf das Thema Corporate Governance. Wir meinen, dass Verbesserungen auf diesem Gebiet durch die Berücksichtigung des Absolute Return-Ansatzes möglich sind. Nach dem Relative Return-Ansatz fällt die Kaufentscheidung für eine Aktie, nachdem man ihr Outperformance-Potenzial mit ihrem Grenzbeitrag zur Benchmarkabweichung abgewogen hat. Portfolios von Relative Return-Managern bestehen zum größten Teil aus „Leergewicht“, also aus Long-Positionen, die zur Kontrolle des Tracking Risk eingesetzt werden. Nach dem Absolute Return-Ansatz wird dagegen eine Aktie vor allem deshalb gekauft, weil ihr potenzieller Kapitalgewinn höher ausfällt als der potenzielle Kapitalverlust. Man kann die Ansicht vertreten, dass die Unternehmensführungen stärker auf Investoren hören, die ihre Aktie nicht nur nicht kaufen, sondern sogar leer verkaufen können. Es folgen einige O-Töne der „Legenden“ zum Thema Corporate Governance, bezogen auf die Unternehmensführung und -kontrolle in der Investment-Management-Branche. Charles Ellis hatte die Teilnehmer gefragt, was sie dem Präsidenten der USA auf seine Frage nach Corporate Governance antworten würden. Einige Antworten hierzu:

LeBaron: Sunshine, sunshine, sunshine, disclosure and more of it. And the president should start with it himself.

Buffett: The only real way to get improvement in corporate governance is to have big investors demand it.

8 CFA Magazine, AIMR, Inaugural issue, January/February 2003.

Bogle: *But most important is for institutions to wake up and behave like owners.*

Bernstein: *The president should understand that we run the risk of ending up with corporations run by bean counters instead of risk takers if we push this thing too far. Sunshine is essential. And the tax thing is an interesting idea, but otherwise try to keep the sticky fingers a little off.*

Zumindest einige dieser Aussagen scheinen auf den Absolute Return-Ansatz hinzuweisen. Abweichende Interessen zwischen Kapitalgebern und -managern gibt es schon seit sehr langer Zeit. Einige Probleme der Wirtschaft und insbesondere der Finanzbranche würden sich lösen oder zumindest entschärfen lassen, wenn es gelänge, diese Interessen wieder in Einklang zu bringen. Wäre es dafür nicht am besten, wenn die Kapitalgeber von den Kapitalmanagern verlangen, zumindest ein wenig in ihre Rolle zu schlüpfen? Wenn das nicht funktioniert, sollten wir uns über den Kapitalismus und die freie Marktwirtschaft wirklich Sorgen machen.

4.3 Kapitalzuwächse und -verluste sind wichtig

Wie bereits erwähnt stehen wir auf dem Standpunkt, dass Volatilität wichtig ist. Ein langfristiger Investmenthorizont ist lobenswert, doch auch die kurzfristige Volatilität ist zu beachten. Emily Dickinson hat dies poetisch ausgedrückt: „Forever is composed of nows.“ („Viele *jetzt* ergeben eine Ewigkeit.“) Volatilität kann die Zuwachsrate des Kapitals zunichte machen.⁹ Konkret:

- Ein Zehn-Jahres-Investment von 100, das im ersten Jahr keine Rendite und anschließend einen jährlichen Zuwachs von acht Prozent erbringt, führt zu einem Ergebnis von 200.
- Ein Zehn-Jahres-Investment von 100, das im ersten Jahr 50 Prozent an Wert verliert und anschließend einen jährlichen Zuwachs von acht Prozent erbringt, führt zu einem Ergebnis von 100.

Das ist ein bemerkenswerter Unterschied. Erstaunlicherweise stimmt jedoch nicht jeder mit unserer Auffassung überein, dass die kurzfristige Volatilität auch langfristige Investoren etwas angeht. Wohlgemerkt, auch ein 10-Jahres-Investment von 100, das neun Jahre lang einen jährlichen Zuwachs von acht Prozent erbringt und im letzten Jahr 50 Prozent an Wert verliert, führt zu einem Ergebnis von 100.¹⁰ Wenn Asset Manager heute dem Absolute Return-Ansatz folgen, kehren sie aus unserer Sicht bis zu einem gewissen Grad „zu den Wurzeln“ zurück, zumindest was den aktiven Teil der Branche

⁹ Eine alternative Definition für langfristige Investments: „Ein langfristiges Investment ist ein kurzfristiges Investment, bei dem etwas fürchterlich schief gegangen ist.“

¹⁰ Einige Marktbeobachter weisen jetzt kritisch darauf hin, dass Hedgefonds im Schnitt die gleiche Performance gezeigt hätten wie Aktien. Sie übersehen dabei einen wichtigen Punkt: Ein Wertzuwachs von acht Prozent über ein bis zwei Jahre mit einer Volatilität zwischen drei und acht Prozent ist nicht das Gleiche wie ein entsprechender Zuwachs mit einer Volatilität zwischen 15 und 30 Prozent.

angeht. Die negativen Folgen starker Wertverluste für den Kapitalzuwachs wurden auch von Benjamin Graham (1894–1976) bemerkt:

“An investment operation is one which, upon thorough analysis, promises safety of principal and an adequate return. Operations not meeting these requirements are speculative.”¹¹

Und nicht weniger von Herrn Einstein:

“Compound interest is the eighth natural wonder of the world and the most powerful thing I have ever encountered.”

Wenn wir von der dritten Stufe sprechen, meinen wir damit eine Kombination des Absolute Return-Ansatzes der ersten Stufe mit dem hohen Spezialisierungsgrad der Manager in der zweiten Stufe. Diese Kombination führt dazu, dass ein Manager das Mandat erhält, Investmentmöglichkeiten und Risikokapital miteinander abzugleichen. Dieser Ansatz ist flexibler als der Versuch, Mehrwert gegenüber einer Benchmark zu schaffen; er berücksichtigt, dass Marktineffizienzen dazu neigen zu verschwinden, sobald sie von zu vielen Investoren erkannt werden, und dass bestimmte Qualifikationen im Laufe der der Zeit immer weniger belohnt werden. Heute bezeichnen wir dies als Hedgefonds. Eine von uns abweichende Meinung besagt, dass sich die Absolute Return-Philosophie irgendwie in den Status Quo integrieren lassen wird – also in die zweite Stufe des Asset Managements, das Spiel nach Relative Return-Regeln. Schließlich besitzen die Endinvestoren (Pensionsfonds, Versicherer usw.) ganz unterschiedliche Zielvorgaben, die zum Teil als relative Größen definiert werden. Wir teilen diese Ansicht nicht. Stattdessen neigen wir dazu, die Strategien „Long-only mit Benchmark“ und „Absolute Return“ als Gegensätze zu behandeln, oder anders gesagt, als Formen des passiven und aktiven Risikomanagements. Warum?

Unser Blickwinkel (oder unsere Einstellung) entsteht, wenn man die Welt aus der Perspektive des Risikomanagements betrachtet. Die Titelauswahl nach dem Bottom-up-Prinzip kann bei einem Long-only-Manager und einem Long/Short-Manager identisch sein, oder doch sehr ähnlich. Dennoch unterscheiden sich beide stark darin, wie sie Risiken definieren. Bei unterschiedlicher Risikodefinition unterscheidet sich folglich auch der gesamte Prozess des Risikomanagements. In einem Benchmark-getriebenen Prozess wird Risiko als Form des Tracking Risk definiert, in einem Absolute Return-Prozess als Total Risk. Den Tracking Risk zu managen bedeutet, den Auf- und Abschwungphasen eines Zyklus ohne Absicherung ausgesetzt zu sein; wer dagegen den Total Risk managt, reduziert seine Risiken, sobald das Risiko/Rendite-Umfeld sich zu Ungunsten des Investors verändert. Die Investmentphilosophien und -kulturen, die sich aus dieser Unterscheidung ergeben, könnten nicht unterschiedlicher sein; unserer Ansicht nach kann man sie wirklich als gegensätzlich betrachten.

Es scheint, dass die Verschmelzung von „traditionellem“ und „alternativem“ Asset Management in den vergangenen zwei bis drei Jahren deutlicher geworden ist. Hedgefonds nähern sich traditionellen Investment Managern insofern an, als sie trans-

11 Vgl. Graham (1985), S. 1. Dieses Zitat stammt ursprünglich aus Grahams erstmals 1934 veröffentlichtem Klassiker „Security Analysis“.

parenter, regulierter und weniger aggressiv werden und auch Long-only-Produkte auflegen. Die traditionellen Vertreter der Branche legen ihrerseits Produkte auf, die der Absolute Return-Idee folgen, oder kaufen sich in den Absolute Return-Boom ein. Neue Entdeckungen und Ideen bringen es mit sich, dass der Fortschritt nicht gleichmäßig und in kleinen Schritten erfolgt, sondern unregelmäßig und in Sprüngen. Eine neue Entwicklung oder Idee wird zunächst meist verlacht, dann angegriffen, weil sie nicht zur herrschenden Glaubenslehre passt; als Nächstes passen sich ihre Gegner den gewandelten Umständen an, um schließlich zu behaupten, man habe „das alles schon lange gewusst“. Bei Absolute Return-Anlagen haben wir die erste Phase bereits hinter uns gelassen; nur noch eine Minderheit unbelehrbarer Zeitgenossen aus der Boulevardpresse und wenige Investoren finden es lächerlich, nach Alpha-Quellen zu suchen, ein asymmetrisches Renditeprofil gegenüber Zufallsergebnissen zu bevorzugen, unabhängige Renditezufüsse anzustreben (Portfoliodiversifikation) und über die enorme Bedeutung starker Wertverluste für die Überlebenschancen eines Investors nachzudenken. Jetzt befinden wir uns irgendwo in der zweiten Phase, in der noch Widerstand herrscht, weil die „neue“ Idee nicht zu den „alten“ Glaubenssätzen passt.

Dies erinnert an den Begriff *Inkommensurabilität*, den Thomas Kuhn im Zusammenhang mit Paradigmenwechsel und Wissenschaftsentwicklung geprägt hat. Kuhn (1962) vertrat die Auffassung, dass ein aufgegebenes und ein neu aufgestelltes Paradigma insofern miteinander „inkommensurabel“ sind, als die grundlegenden Konzepte des einen nicht mit der Begrifflichkeit des anderen dargestellt werden können. Anders gesagt, das aktuell herrschende Paradigma unterscheidet sich konzeptionell so sehr von seinem Nachfolger, dass eine Auseinandersetzung nicht möglich ist. Auf die Asset Management-Branche bezogen bedeutet dies, dass Relative- und Absolute Return-Welt in ihren Konzepten und der Wahrnehmung von Risiko so weit voneinander entfernt sind, dass sie inkommensurabel erscheinen. Auch eine Bemerkung des verstorbenen Robert Heilbroner, Autor von *Worldly Philosophers: The Lives, Times and Ideas of the Great Economic Thinkers*, könnte auf den derzeitigen Regimewechsel in der Asset Management-Branche bezogen werden:

“The high theorizing of the present period [in economics] attains a degree of unreality that can be matched only by medieval scholasticism.”

Wer sich den Marktkräften ohne Risikokontrolle aussetzt, könnte eines Tages rückblickend mit unseren Vorvätern verglichen werden, die den Launen der Naturkräfte schutzlos ausgeliefert waren. Die meisten Menschen würden es vermutlich als einen Fortschritt bezeichnen, dass wir Wege gefunden haben, unser Leben und unseren Besitz in die Hand zu nehmen und vor den Elementen zu schützen. (Nudisten vielleicht ausgenommen.) Wir sind der Meinung, dass das Gleiche für die Kontrolle des Risikokapitals gilt.

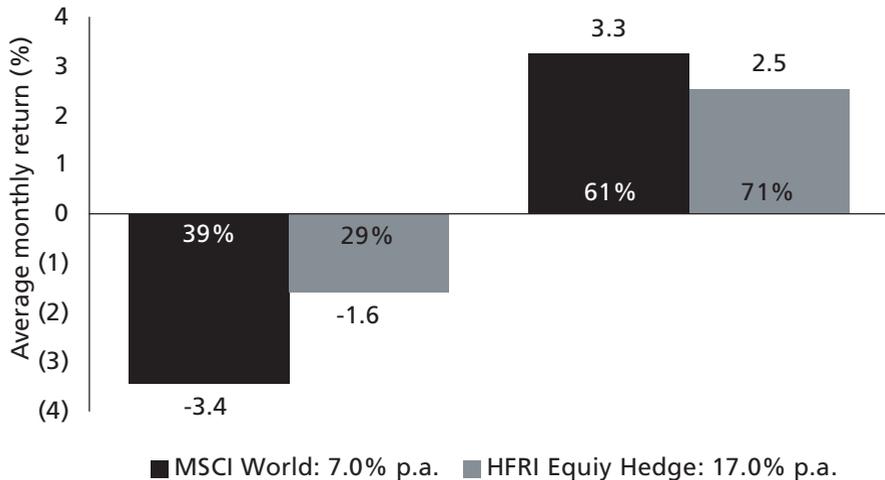
5 Asymmetrische Renditen als Folge des aktiven Risikomanagements

Unsere Interpretation der Idee von *absoluten Renditen* ist, sehr einfach gesagt, die Ansammlung von Vermögen oder Kapital, während gleichzeitig die Ansammlung von Kapitalverlusten vermieden wird. Wir verwenden dafür den Begriff „asymmetrisches Risikoprofil“, der über das Management von Portfolio-Volatilität weit hinausgeht. Wenn das Ziel lediglich wäre, die Portfolio-Volatilität zu verringern, könnte man einfach eine beliebige volatile Anlageklasse mit risikolosen Geldmarktanlagen kombinieren, um seinen Zweck zu erreichen. Auf diese Weise die Volatilität zu verringern bedeutet, die Renditeverteilung symmetrisch zu verändern. Sowohl die positiven als auch die negativen Renditen fallen niedriger aus, und damit auch die Durchschnittswerte. Ein Investmentprozess, der auf absolute Renditen abzielt, sollte aus unserer Sicht dagegen Ideen für die Erschließung von Gewinnpotenzial (also Erträgen) generieren und zugleich einen Risikomanagement-Prozess für das Verlustpotenzial beinhalten (also negative absolute Renditen vermeiden helfen – besonders solche von großem Ausmaß). Die Trennung von Gewinn- und Verlustpotenzial sollte zu Eigenschaften führen, die denen einer Kaufoption ähneln – also zu einer Asymmetrie. Unter *Asymmetrie* verstehen wir zweierlei: die Asymmetrie der Größenordnung sowie die Asymmetrie der Häufigkeit, jeweils bezogen auf den Vergleich positiver und negativer Renditen. Wenn es das Ziel ist, einen positiven, gleichmäßigen und nachhaltigen Kapitalzuwachs zu erzielen, müssen beide Aspekte kombiniert werden. Sich unmittelbar einem stochastischen Prozess zur Erzielung von Renditen auszusetzen, dürfte dagegen keine ideale Lösung sein, wenn es eine wesentliche Zielsetzung ist, Kapitalzuwachs auf nachhaltige Weise zu erzielen. Zu beachten ist, dass sich diese Bemerkungen auf Absolute Return-Portfolios beziehen, bei denen das Einzelmanagerrisiko (als wohl unsystematisches Risiko) diversifiziert wurde.

Abbildung 3 zeigt diese Asymmetrie im Vergleich zu einem symmetrischen Renditeprofil; wir stellen dabei den MSCI World Index und den HFRI Equity Hedge Index gegenüber. Jener repräsentiert ein diversifiziertes Aktienportfolio, dieser ein diversifiziertes Portfolio von Long/Short-Managern, die in Aktien investieren. Die dunklen Säulen zeigen die durchschnittlichen positiven und durchschnittlichen negativen Renditen des MSCI World in den Monaten von Januar 1995 bis Oktober 2005, die hellen Säulen zeigen das Gleiche für den HFRI Equity Hedge Index. (Die HFRI-Indizes werden seit 1995 berechnet.¹²) Die unterschiedlichen Säulenlängen machen die Symmetrie (bei traditionellen Anlageklassen) und die Asymmetrie (bei aktivem Risikomanagement) der Renditen deutlich. Die Prozentzahlen im Inneren der Säulen zeigen die relative Häufigkeit von Monaten mit positiver und negativer Rendite an.

¹² Die Wahl des Zeitraums ist übrigens ziemlich nebensächlich. In Ineichen (2000) verwendeten wir den Zeitraum von 1990 bis März 2000 (ein reiner Bullenmarkt), in Ineichen (2004b) dagegen den von 1998 bis August 2003 (ein voller Aktienzyklus).

Abbildung 3: Symmetrische versus asymmetrische Risikoprofile



Quelle: Daten von Thomson Financial Datastream und Bloomberg

- *Symmetrie*: Die dunklen Säulen der Grafik zeigen eine Symmetrie hinsichtlich ihrer Größenordnung (die positiven Renditen sind im Schnitt etwa ebenso hoch wie die negativen Renditen) und eine leichte Asymmetrie hinsichtlich der Renditehäufigkeit (da die mittleren Renditen von Aktien und Anleihen im beobachteten Zeitraum positiv waren).
- *Asymmetrie*: Die hellen Säulen zeigen eine Asymmetrie hinsichtlich der Häufigkeit und der Größenordnung. Diese Asymmetrie erklärt, warum die Renditen im Jahresdurchschnitt höher sind (abzulesen an der Legende der Grafik) und die Volatilität der Monatsrenditen geringer ausfällt (sichtbar durch die Länge der Säulen). Diese Asymmetrien, und damit höhere risikobereinigte Renditen, sind aus unserer Sicht eine Folge des aktiven Risikomanagements; dagegen zeigen die dunklen Säulen, wie passive Investments unkontrolliert „den Elementen ausgesetzt“ sind.

5.1 Anwendung und Anpassung von Fähigkeit

Man kann es auch so sagen: Absolute Return-Manager sind auf der Suche nach einem Investmentansatz, bei dem die Renditen keinem stochastischen Prozess unterliegen. Die ursprüngliche Idee eines Hedgefonds, das Alfred-Jones-Modell¹³ bestand darin,

¹³ Ausführlicher zur Geschichte der Hedgefonds: Peltz (1994, 2001), Caldwell/Kirkpatrick (1995), Caldwell (1995), Elden (2001), Anson (2002), Kaiser (2004), sowie Ineichen (2003a).

einen Investmentprozess zu finden, bei dem die Rendite eine Folge der Fähigkeit¹⁴ des Managers ist und nicht der Auf- und Abschwünge des Aktienmarktes (die recht zufällig erfolgen oder doch zumindest kaum nachhaltig vorherzusagen sind). Wenn der Investmentprozess tatsächlich eine Folge von Fähigkeit ist, dann wird die Rendite in gewisser Hinsicht vorhersehbar (als Gegensatz zu zufällig), solange die betreffende Fähigkeit anwendbar ist und vom Markt belohnt wird.

Wir halten die zuletzt gemachten Einschränkungen für wichtig. Fähigkeit ist Fähigkeit, aber sie kann vom Markt belohnt werden oder auch nicht, das heißt, die Anwendbarkeit der Fähigkeit unterliegt einem Wandel. Zum Beispiel war die fundamentale Aktienanalyse eine brillante Idee, als vor einigen Jahrzehnten die ersten Investmentfonds aufkamen. Die Wenigen, die im Investment Management diese Analyse durchführten, wurden dafür belohnt, da sich ein großer Teil der Finanzwelt mit der Bewertung von Aktien nicht auskannte. Dies erwies sich als Katalysator für eine ganz neue Branche: das professionelle Investment Management. Dann jedoch wurde diese spezielle Fähigkeit aufgrund der hohen Vorteile, die sie brachte, von anderen übernommen. Heute wird eine simple fundamentale Aktienanalyse wohl nicht mehr im gleichen Maß belohnt wie in der Vergangenheit. Anders gesagt, die Märkte werden effizienter, sie passen sich an und verhalten sich nach einiger Zeit gewissermaßen immun gegenüber bestimmten Fähigkeiten – die damit zum Allgemeingut werden. Dies trifft wohl auch auf viele andere Fähigkeiten zu. Einfaches Gamma-Trading mit Wandelanleihen zu betreiben oder bei einer angekündigten Übernahme die Aktien des Zielunternehmens zu kaufen und die des Käufers zu verkaufen dürfte nicht mehr die gleichen hohen Aufschläge erbringen wie früher. Anders gesagt, wenn nachhaltig Alpha erzielt werden soll, muss sich die Fähigkeit weiterentwickeln, sobald sich das Umfeld auf ihre Anwendung eingestellt hat.

5.2 Anpassungsfähigkeit versus Stilwechsel

Viele Manager von Merger-Arbitrage-Fonds haben sich in den vergangenen Jahren von der herkömmlichen Anwendung ihrer Strategie entfernt und andere Gebiete erschlossen, typischerweise, indem sie einen *Multi-Strategy*-Ansatz entwickelten und sich mit Restrukturierungs-Arbitrage, Not leidenden Darlehen usw. beschäftigten. Wer diese Entwicklung negativ sieht, spricht dabei von *Stilwechsel* (style drift). Eine positivere Sichtweise (und auch unsere Ansicht) ist, dass sich diese Manager weiterentwickelt haben, das heißt, sie haben erkannt, dass ihre Fähigkeiten unter wechselnden Marktbedingungen keine hinreichenden Vorteile mehr brachten, und sie anderswo eingebracht. Sie haben damit die Anwendbarkeit Ihrer Fähigkeit dem Wandel in ihrem Umfeld angepasst. Für uns, die wir glauben, dass sich im Zeitablauf alles wandelt, ist dies ein sinnvoller Schritt.

¹⁴ Wir haben aus dem Englischen „skill“ mit Fähigkeit übersetzt. Das Wort skill beinhaltet nicht nur Fähigkeit und Können, sondern auch Fertigkeit, Geschick, Geschicklichkeit, Gewandtheit und Tüchtigkeit.

Lo (2004) verwendet den Begriff „maladaptiv“ (fehlangepasst), um eine Handlung zu beschreiben, die einmal funktioniert hat, es aber in einer veränderten Umgebung nicht mehr tut. Suboptimales Verhalten am Kapitalmarkt, so könnte man sagen, entsteht nicht, weil die Akteure irrational handeln, sondern weil sie eine Fähigkeit anwenden, die in einem anderen evolutionären Kontext optimal funktioniert hat. Hierzu Lo:

“The flopping of a fish on dry land may seem strange and unproductive, but underwater, the same motions are capable of propelling the fish away from its predators.”

5.3 Gesetz des aktiven Managements

Wir sehen eine Beziehung zwischen Marktineffizienzen und der Frage, ob ein aktiver Investmentansatz ermöglicht wird. Wir interpretieren ferner Grinolds (1989) Gesetz des aktiven Managements dahingehend, dass der Mehrwert eines aktiven Managers eine Funktion aus seiner Fähigkeit multipliziert mit der Anzahl der unabhängigen Entscheidungen (seinem Opportunitätsfeld), die er im Jahr treffen kann, ist. Wenn eine dieser beiden Variablen (Fähigkeit oder Anzahl der Opportunitäten) gleich null ist, dann muss der Mehrwert von vornherein auch null sein – denn jede Zahl multipliziert mit null ergibt null. Die Anzahl der unabhängigen Entscheidungen kann entweder null oder positiv sein, während die Fähigkeit einem positiven oder negativen Zahlenwert entsprechen kann. Die Interpretation dieses „Gesetzes“ bringt uns zu der Auffassung, dass das aktuelle Hedgefonds-Phänomen kein kurzfristiges ist: Vergleichen wir zwei Manager mit identischer positiver Fähigkeit, aber unterschiedlichen Opportunitätsfeldern, auf sein Fachgebiet beschränkt und der andere unbeschränkt, dann wird der Letztere definitionsgemäß einen größeren Mehrwert (im Sinne von Bruttorendite) erzielen.¹⁵ Qualifizierte Investment Manager zu suchen, sie zu finden und dann ihren Handlungsspielraum zu beschränken erscheint uns etwas paradox.¹⁶ Wohlgedemert, auch ein Absolute Return-Manager unterliegt Beschränkungen, entweder durch eigene Disziplin und Prozesse (endogene Beschränkung) oder durch das Mandat des Investors (exogene Beschränkung). Man könnte daher argumentieren, dass traditionelle und alternative Asset Manager nicht so weit voneinander entfernt sind, da beide nur das

15 Anmerkung: Die Formulierung „auf sein Fachgebiet beschränkt“ ist von Bedeutung. In den Anfängen der Asset Management-Branche handelten die Manager weitgehend unbeschränkt. Hedgefonds verfahren in ihrer Frühzeit bis zu einem gewissen Grad nach dem Motto „vertraue mir“; auch hier waren die Manager also unbeschränkt. Traditionelle Manager erhielten mit der Einführung von Benchmarks eine Beschränkung, während Hedgefonds-Manager lediglich selbstbeschränkt blieben. Heute versuchen viele traditionelle Manager, ihre Bande zu lockern, um zusätzlichen Mehrwert zu erzielen (weil sie „das Gesetz“ ähnlich interpretieren wie wir). Es ist aus unserer Sicht nicht ohne Ironie, dass Hedgefonds jetzt die entgegengesetzte Richtung einschlagen und sich potenziell stärker beschränken. Es ist zu erwarten, dass sich die beiden Managergruppen irgendwo in der Mitte treffen werden.

16 Man könnte dagegen anführen, dass es dem Manager durch den Wegfall von Beschränkungen möglich wird, den Rahmen seiner Kernkompetenzen zu verlassen. Beschränkung ist ein widersprüchlicher Begriff; wir begreifen ihn hier im engeren Sinne, also als Beschränkung der Flexibilität des Managers im Rahmen seiner Kernkompetenz oder verwandter Kompetenzen.

umsetzen können, was sie zuvor mit ihren Investoren vereinbart haben. Die Beschränkungen in der Absolute Return-Welt sind etwas weniger streng (keine formale Benchmark) und in höherem Maße selbst auferlegt, aber sie existieren.

Die Märkte werden mit der Zeit effizienter, indem „der Markt“ lernt und sich anpasst – anders gesagt, die Märkte „begreifen“, wie Anlagepioniere ihre Ineffizienzen ausnutzen. Auch wenn die hierfür benötigte Fähigkeit konstant bleibt, werden doch die Vorteile aus ihrer Anwendung immer geringer. Es ist daher nötig, die Fähigkeit den wechselnden Marktumständen anzupassen: Nur wer sich weiterentwickelt, überlebt. Es versteht sich, dass ein Geschäftsmodell, das Raum für Beweglichkeit und Anpassungsfähigkeit bietet, zukunftsfähiger ist als eines, das auf alle Herausforderungen nur eine einzige Antwort hat.

6 Schlussfolgerung

Die Asset Management-Branche wird überwiegend als Nullsummenspiel betrachtet (oder, nach Abzug der Gebühren, als Negativsummenspiel). In einem Nullsummenspiel gibt es sowohl Gewinner als auch Verlierer; wenn jedoch ein Paradigmenwechsel dazu führt, dass alle Investoren ihre Risiken in stärkerer Übereinstimmung mit ihren persönlichen Präferenzen optimieren, dann gewinnen sie alle (natürlich mit Ausnahme derjenigen, die den Wandel verpassen). Das Risikomanagement und die dazugehörigen Produkte sind aus unserer Sicht dazu da, asymmetrische Renditen zu erzielen. Unter asymmetrischen Renditen verstehen wir ein Renditeprofil, das „natürlicherweise“ nicht vorkommt, sondern künstlich geschaffen wird, um die Risikopräferenzen der Endinvestoren effizienter abzubilden. Diese Auffassung basiert auf einigen Annahmen; eine wichtige lautet, dass Investoren keine Verluste wünschen, dass also die Volatilität im Falle eines Abschwungs nicht das Gleiche ist wie bei einem Aufschwung. Ein asymmetrisches Renditeprofil erreicht man entweder mit Absolute Return-Management, die sich an GuV orientieren, oder, etwas passiver, durch Financial Engineering mit Absicherungstechniken. Was heute den Namen Hedgefonds trägt, ist in Wirklichkeit ein Teil des Geschäfts mit dem Risikomanagement. Angesichts der Tatsache, dass die meisten Investoren dieses Jahrzehnt für weniger investorenfreundlich halten als das vergangene, erleben wir im Moment vielleicht die Verschmelzung dessen, was wir als Asset Management-Branche bezeichnen, mit dem Risikomanagement-Geschäft. Wenn wir einen Schritt weiter gehen, können wir diesen Vorgang auch als Verbindung langfristiger (wie „Aktien schlagen langfristig Anleihen“) und kurzfristiger (wie „zwischenzeitliche Volatilität ist wichtig“) Aspekte sehen. Die Synthese der beiden wäre, in ihrer aktiven Form, ein Manager, der Investmentmöglichkeiten sucht und gleichzeitig das Gesamtrisiko managt. In einer passiveren Form wären es strukturierte Investmentprodukte.

Das aktive Asset Management muss sich einer Fähigkeit bedienen, die am Markt belohnt wird – in einem Umfeld, das demjenigen, der bereit ist, Risiken einzugehen,

ein überlegenes Chance/Risiko-Verhältnis bietet. Bei dem, was wir als strukturellen Wandel in der Asset Management-Branche bezeichnen, geht es um das Aufspüren von Fähigkeit (was bereits schwer genug ist) ebenso wie darum, dass diese Fähigkeit optimale Bedingungen vorfindet, um im Sinne einer Wertsteigerung zu agieren. Beim Einsatz der Fähigkeit existiert ein Zielkonflikt zwischen Transparenz und Vereinheitlichung auf der einen und unternehmerischer Beweglichkeit auf der anderen Seite. Interessanterweise handeln traditionelle Asset Manager zunehmend unternehmerisch, indem sie sich in die Absolute Return-Welt vorwagen, während sich Hedgefonds alles in allem in die entgegengesetzte Richtung bewegen, also transparenter werden (im Sinne von selbstbeschränkt, diszipliniert, prozessgesteuert), um hochwertigen, häufig institutionellen Kunden besser entgegenzukommen. Wir sollten daher von jetzt an im Asset Management von einer Produktdifferenzierung sprechen, nämlich von der Unterscheidung zwischen aktivem und passivem Risikomanagement – und nicht zwischen Hedgefonds und anderen Fonds.

Eine der Hauptursachen für Konfusion, Mythenbildung und Entstellungen im Hinblick auf das Risiko liegt darin, dass Risiko mal als relativer und mal als absoluter Begriff verstanden wird. Während des 20-jährigen Bullenmarktes legte die Asset Management-Branche eher einen relativen Maßstab an, während die Risikomanager (besonders bei Trading Fonds und Hedgefonds) Risiken anhand eines absoluten Maßstabs definierten und managten. Zu den entscheidenden Zielen einer Absolute Return-Investition zählen, anders als im Relative Return-Bereich, die Vermeidung absoluter finanzieller Verluste, der Erhalt des Anlagekapitals sowie das aktive Management der Portfolio-Volatilität. Einer der größten Nachteile ist dabei, dass der Absolute Return-Ansatz nicht besonders gut mit der traditionellen Vermögensallokation der institutionellen Endinvestoren zusammenpasst. Man könnte schlussfolgern, dass dieser Ansatz nicht überlebensfähig ist, weil er nur eine begrenzte Transparenz erlaubt und Risiken nicht so einfach zu budgetieren sind wie beim Relative Return-Ansatz. Diese Sichtweise erinnert uns an die Einschätzung des Individualverkehrs vor hundert Jahren: Weil es damals an geeigneten Straßen fehlte, war man der Ansicht, das Pferd werde „nie zu ersetzen sein“.

Oliver Gottschalg

Performance-Messung und Benchmarking von Private Equity-Investments

1	Einleitung	191
2	Performance-Messung	192
2.1	Renditeberechnung	192
2.1.1	Return Multiple	193
2.1.2	Internal Rate of Return (IRR).	193
2.1.3	Profitabilitätsindex	195
2.2	Aggregation der Performance mehrerer Transaktionen	198
2.3	Einzelne Komponenten der Performance von Private Equity.	200
3	Performance Benchmarking	202
3.1	Vergleich mit Private Equity-Benchmarks.	202
3.1.1	Benchmarks auf Fondsebene.	202
3.1.2	Benchmarks auf Transaktionsebene.	203
3.2	Vergleich mit Investments in öffentlichen Märkten	203
3.2.1	Konstruktion eines ‚Mimicking‘ Portfolios.	204
3.2.2	Eine Methode zur risikoadjustierten Beurteilung der Performance von Private Equity.	204
3.3	Benchmarking verschiedener Werttreiber.	205
4	Empirische Ergebnisse bezüglich der Performance von Private Equity in Relation zu Public Market-Investments.	207
	Literaturverzeichnis	

1 Einleitung

Im Gegensatz zu Eigenkapitalinvestitionen an den öffentlichen Märkten für börsennotierte Unternehmen (Public Equity Investments), für die ein täglicher Börsenkurs verfügbar und damit eine einfache Performance-Messung möglich ist, stellen Private Equity-Fonds-Investments eine bedeutende Herausforderung für tatsächliche und potenzielle Investoren dar: Es ist alles andere als einfach, die Wertentwicklung eines Portfolios von Private Equity-Investments genau zu berechnen.

Verantwortlich dafür sind vor allem zwei Faktoren. Zum einen werden Private Equity-Investments nicht fortlaufend gehandelt, so dass Bewertungen nur zu bestimmten Zeitpunkten verfügbar sind, etwa zum Zeitpunkt des Erwerbs, der Refinanzierung oder der teilweisen beziehungsweise vollständigen Veräußerung. Für Portfolios von Private Equity-Investments, z.B. alle Investitionen, die ein einzelner Private Equity-Fonds tätigt, ist die Analyse zudem dadurch erschwert, dass diese typischerweise eine Kombination aus bereits realisierten Investitionen, laufenden Investitionen sowie noch nicht investierten zur Verfügung stehenden Mitteln (*Committed Capital*) darstellen. Die Bewertung der laufenden Investitionen in Ermangelung eines Marktpreises ist ebenso wichtig wie schwierig.

Der zweite Faktor, der Performance-Messung und Benchmarking von Private-Equity-Investments so schwierig gestaltet, geht auf die Tatsache zurück, dass wesentliche Investitionsmerkmale dieser Anlageklasse sehr speziell sind und sich in wichtigen Punkten von Investitionen an den öffentlichen Märkten unterscheiden. Faktoren wie die Illiquidität von Private Equity-Investments erschweren die Anwendung von theoretischen Modellen für öffentliche Märkte (wie das CAPM) zur Berechnung von Risiko und Risiko für Private Equity-Transaktionen. Daher fällt es schwer zu beurteilen, ob eine Performance von z.B. 17 Prozent nach der IRR-Methode für einen bestimmten Private Equity-Fonds gut oder schlecht ist im Vergleich zu einem 14 Prozent Ertrag des S&P 500 Index innerhalb eines vergleichbaren Zeitraumes. Ausschlaggebend für eine abschließende Beantwortung dieser Frage ist die Berücksichtigung der Unterschiede bei den Risiken, der Illiquidität usw. dieser zwei Investitionsalternativen.

Dieser Beitrag gibt einen Überblick über die wichtigsten Techniken, durch welche die Wertentwicklung von Private Equity-Investments erstens gemessen und zweitens mit alternativen Investitionsmöglichkeiten verglichen werden kann. In der Folge werden einige der empirischen Ergebnisse präsentiert, die dokumentieren, wie gut sich die Renditen von Private Equity-Fonds in der Vergangenheit gegenüber Investitionsalternativen in öffentlichen Märkten entwickelten.

Die Erörterung ist in drei Teile gegliedert. Teil eins befasst sich mit dem Thema der Performance-Messung und beginnt mit einem Überblick über die am weitesten verbreiteten Performance-Maße, einschließlich ihrer Vor- und Nachteile. Er stellt weiterhin eine umfassende Methode der Zerlegung der Wertentwicklung von Private Equity-Investments in verschiedene Komponenten vor. Diese Technik ermöglicht eine Aussage darüber, in welchem Ausmaß die Rendite durch Umsatzwachstum (*Revenues Growth*),

Effizienzgewinne (efficiency enhancements), einer Veränderung der Bewertungsmultiplikatoren (multiple expansion) oder erhöhten Fremdkapitaleinsatz (leverage) beeinflusst wurde. Die entsprechende Methode kann auch auf nicht realisierte Investments angewandt werden, und dies ermöglicht einige Erkenntnisse über die zu erwartenden Renditen derartiger Investments in Ermangelung einer Marktbewertung. Schließlich befasst sich dieser Abschnitt mit dem Problem der Aggregation der Performance verschiedener Private Equity-Fonds-Investments innerhalb eines Portfolios und zeigt, dass scheinbar unkritische Schätzungen zu tief greifenden Fehlberechnungen führen können.

Weil Performance-Zahlen der Private Equity-Branche wenig Bedeutung besitzen, wenn sie nicht mit der Rendite alternativer Investitionsmöglichkeiten verglichen werden können, skizziert Teil zwei verschiedenartige Ansätze des Benchmarking der Performance von Private Equity-Investments. In diesem Zusammenhang ist die Risikoadjustierung von Private Equity-Renditen von besonderer Bedeutung und wird folglich detailliert behandelt. Schließlich wird eine Methode präsentiert, die ein Benchmarking von Private Equity-Renditen für jeden einzelnen der vorher identifizierten Werttreiber (growth, efficiency, multiple expansion und leverage) ermöglicht. Die Frage der historischen Wertentwicklung von Private Equity-Investments im Vergleich zu Investitionen in öffentlichen Märkten ist von großem Interesse für Wissenschaft und Praxis.

Teil drei dieses Beitrags bespricht einige der empirischen Ergebnisse bezüglich dieser Frage. Erneut gilt der Risikoadjustierung von Private Equity-Renditen besondere Aufmerksamkeit.

2 Performance-Messung

2.1 Renditeberechnung

Die Performance von Private Equity-Investments – auf Ebene der einzelnen Transaktionen oder des gesamten Fonds – kann mit Hilfe einer Vielzahl von Maßen beurteilt werden. Drei von diesen, der Return Multiple, die Internal Rate of Return on Equity (IRR) sowie der Profitabilitätsindex (Profitability Index – PI) werden in diesem Teil genauer vorgestellt. Praktiker bevorzugen typischerweise Return Multiple oder IRR, aber wie gezeigt wird, besitzen diese beiden Maßzahlen erhebliche Nachteile, so dass Ihre Interpretation Vorsicht verlangt.

2.1.1 Return Multiple

Der Return Multiple ist wahrscheinlich der populärste und sicher der einfachste Weg zur Beurteilung der Wertentwicklung eines Private Equity-Investments: Man dividiert lediglich den Wert der Erträge der Investitionen eines bestimmten Fonds oder einer Transaktion (Bar- und Anteilsausschüttungen im Fall bereits realisierter Investitionen und Restwerte für noch nicht realisierte) durch den Investitionsbetrag.

$$\text{Return Multiple} = \frac{\text{Ertrag der Investition}}{\text{Ursprüngliche Investitionssumme}}$$

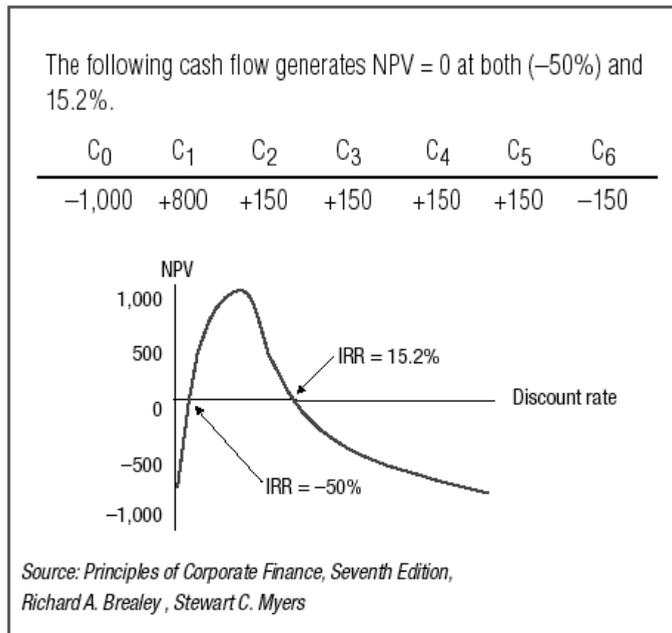
Dieses Verhältnis aus „Erträgen über Investitionen“ ist ebenso einfach zu berechnen wie zu interpretieren. Hat ein Fonds die vom Investor eingesetzten Mittel bei einer Transaktion verdoppelt, entspricht dies einem Multiple von 2,0. Allerdings vernachlässigt dieses Performance-Maß vollständig die zeitliche Dimension. Ein Return Multiple von 2,0 erfasst nicht den Unterschied zwischen einer Investition, bei der nach 10 Jahren der ursprünglich eingesetzte Betrag verdoppelt wurde und einer, bei der dies bereits nach nur einem Jahr gelang. Im ersten Fall hätte der Investor besser in einen Aktienmarktindex investiert, während die Performance im zweiten Fall herausragend war. Infolgedessen, und trotz der intuitiven Attraktivität des Return Multiple als Performance-Maß, erachten wir diese Maßzahl als zu einfach für eine sorgfältige Beurteilung der Wertentwicklung eines Private Equity-Investments.

2.1.2 Internal Rate of Return (IRR)

Das zweithäufig genutzte Performance-Maß ist die Internal Rate of Return on Equity (IRR). Mathematisch entspricht diese Kennzahl dem jährlichen Diskontierungszinssatz der für alle Zahlungsströme einer Investition einen Kapitalwert (Net Present Value – NPV) von null liefert. Weil dabei die zeitliche Dimension berücksichtigt wird, besitzt die IRR einen klaren Vorteil gegenüber dem Return Multiple. Im bisherigen Beispiel zweier Investitionen, die den vom Investor eingesetzten Betrag in 10 oder einem Jahr verdoppeln, beträgt die entsprechende IRR 7,2 beziehungsweise 100 Prozent.¹ Allerdings weist auch die IRR einige Mängel auf. Einige sind mathematischen Ursprungs: Im Fall von Investitionen mit einer Kombination aus positiven und negativen Zahlungen im Zeitablauf, existieren mehrere Diskontierungszinssätze mit einem Kapitalwert von null (Abbildung 1).

1 Hier unterstellen wir, dass beide Investitionen jeweils nur zwei Zahlungen aufweisen: Eine Einzahlung (takedown) zu Beginn und eine Ausschüttung (distribution) am Ende.

Abbildung 1: Beispiel zur Internal Rate of Return (IRR)



Verlassen sich Investoren bei Beurteilung und Vergleich der Wertentwicklung ausschließlich auf das IRR-Kriterium, treffen sie zudem die Annahme, dass nach Abschluss einer Investition für ihren Anlagebetrag stets eine vergleichbar profitable Investitionsalternative zur Verfügung steht. Diese so genannte Reinvestitionshypothese kann besonders im Fall des Private Equity-Sektors in Frage gestellt werden. Zwar weisen einige Investments außergewöhnlich hohe IRR auf, es besteht jedoch keine Garantie darüber, dass Private Equity-Investoren zukünftig in der Lage sind, vergleichbar profitable Investitionsmöglichkeiten zu finden. Dies ruft ein weiteres Problem hervor, wenn Investitionen mit unterschiedlichen Zeithorizonten verglichen werden sollen. Ein Investor bevorzugt eine kurze Investitionsdauer mit einer hohen IRR lediglich dann, wenn er seine Erträge zu attraktiven Renditen reinvestieren kann. Ist dies nicht der Fall, kann eine Investition von längerer Dauer und niedrigerer IRR vorteilhaft sein. Das folgende Beispiel verdeutlicht, dass in Abhängigkeit von der alternativen Investitionsmöglichkeit, die Investition mit der höchsten IRR nicht die attraktivste Möglichkeit darstellen muss:

Betrachten wir drei (sich gegenseitig ausschließende) Investitionsalternativen in Höhe von EUR 100 Mio.:

A: 1 Jahr	Multiple 1,5	IRR= 50 %
B: 3 Jahre	Multiple 2	IRR= 26 %
C: 10 Jahre	Multiple 2	IRR= 7,2 %

Nehmen wir weiter an, dass eine der Investitionsalternativen ein öffentlicher Marktindex mit einer jährlichen Rendite von zehn Prozent ist. Aus Gründen der Vereinfachung finden Unterschiede in Bezug auf Risiko und Liquidität der unterschiedlichen Möglichkeiten an dieser Stelle noch keine Berücksichtigung. Unser Investor besitzt einen Investitionshorizont von zehn Jahren.

Die jährlichen Durchschnittsrenditen über einen Zehn-Jahreszeitraum betragen dann:

Alternative A: Investiere in A und lege die Erträge im öffentlichen Marktindex an -> 13,5% IRR

Alternative B: Investiere in B und lege die Erträge im öffentlichen Marktindex an -> 14,8% IRR

Alternative C: Investiere in C -> 7,2% IRR

Alternative D: Investiere 100 Mio. EUR in den öffentlichen Marktindex -> 10% IRR

Wie die Zahlen zeigen, ist Alternative B, eine Investition mit einer niedrigeren IRR als Alternative A, für einen Investor mit einem Zeithorizont von 10 Jahren zu bevorzugen.

Return Multiple und IRR sind in einem solchen Fall nicht in der Lage, die beste Alternative zu ermitteln. Es stellt sich also die Frage, ob ein Performance-Maß existiert, welches die zeitliche Dimension berücksichtigt und dadurch den direkten Vergleich unterschiedlicher Investitionsalternativen erlaubt. Dadurch würden Investoren in die Lage versetzt, in solchen Fällen die attraktivste Investitionsalternative zu finden ohne diese detaillierten Berechnungen vornehmen zu müssen.

2.1.3 Profitabilitätsindex

Ein Performance-Maß, welches die Nachteile des Return Multiple und der IRR überwindet und trotzdem leicht zu berechnen bleibt, ist der so genannte Profitabilitätsindex (Profitability Index – PI). Er ist definiert als Barwert (Net Present Value – NPV) aller Zahlungsströme einer Investition unter Nutzung des entsprechenden Diskontierungszinssatzes, dividiert durch den ursprünglichen Investitionsbetrag (Abbildung 2).

Abbildung 2: Profitabilitätsindex (PI)

Profitability Index			
Profitability Index = $\frac{\text{NPV (investment)}}{\text{Investment}}$			
Example			
We only have \$300,000 to invest. Which do we select?			
Project	NPV	Investment	PI
A	230,000	200,000	1.15
B	141,250	125,000	1.13
C	194,250	175,000	1.11
D	162,000	150,000	1.08
<i>Quelle: Principles of Corporate Finance, Seventh Edition, Richard A. Brealey, Stewart C. Myers</i>			

Der Profitabilitätsindex berücksichtigt implizit den erwarteten Ertrag der alternativen Investitionsmöglichkeiten (wie etwa den öffentlichen Marktindex in unserem früheren Beispiel), weil diese Erträge als Diskontierungszinssatz bei der Bestimmung des Barwertes benutzt werden können. Dies hilft Investoren Investitionsalternativen besser zu vergleichen. Anders als die IRR liefert der Profitabilitätsindex direkte Informationen darüber, ob eine betrachtete Investitionsmöglichkeit im Vergleich zur vorgegebenen Alternative attraktiv ist: Ein Profitabilitätsindex über 1 zeigt die Vorteilhaftigkeit gegenüber der vorgegebenen Alternative an; ein Profitabilitätsindex kleiner als 1 bedeutet das Gegenteil.

In unserem früheren Beispiel betragen die Profitabilitätsindex-Werte:

Alternative A: Investiere in A und lege die Erträge im öffentlichen Marktindex an ->
PI=1,33

Alternative B: Investiere in B und lege die Erträge im öffentlichen Marktindex an ->
PI=1,46

Alternative C: Investiere in C ->
PI=0,79

Alternative D: Investiere 100 Mio. EUR in den öffentlichen Marktindex -> PI=1

Diese Merkmale kennzeichnen den Profitabilitätsindex als ein sehr leistungsfähiges Performance-Maß für Private Equity-Investments. Insbesondere eröffnet es die Möglichkeit, das Risikoprofil von Private Equity-Investments in die Berechnung mit einzubeziehen. Dies geschieht durch die Auswahl eines Diskontierungszinssatzes, der dem erwarteten Ertrag von Investitionen in öffentlichen Märkten gleichartigen

Risikos entspricht. Unter Nutzung des richtigen Diskontierungszinssatzes zeigt der Profitabilitätsindex direkt an, ob die risikoadjustierte Rendite von Private Equity-Investments die Rendite vergleichbarer Investitionsalternativen übersteigt. Dieser Vorteil des Profitabilitätsindex hat seinen Preis: Es ist nicht immer einfach, einen passenden Diskontierungszinssatz zu bestimmen. Zudem sollte man erwägen, unterschiedliche Diskontierungszinssätze für Ein- und Auszahlungen zu benutzen. Private Equity-Fonds-Investoren müssen hoch liquide Positionen halten, um in der Lage zu sein, auf Mittelabrufe (capital calls) schnell reagieren zu können und der Diskontierungsfaktor für diese Zahlungen muss diesen Umstand berücksichtigen. Daher sind die Erträge von liquiden Positionen an öffentlichen Märkten oder kurzfristige Geldmarktsätze in einem derartigen Fall angemessen. Auf der anderen Seite können Barausschüttungen vom Private Equity-Fonds an den Investor in vielfältiger Weise wiederangelegt werden, unter Umständen in weniger liquide Assets mit höherer Rendite, die für diese Zahlungen als Diskontierungsfaktor benutzt werden müssen. Das folgende Beispiel verdeutlicht die Berechnung eines Profitabilitätsindex für Private Equity-Fonds-Investitionen mit unterschiedlichen Diskontierungszinssätzen.

Jahr 0: Limited Partner (LPs) geben Zusagen (commitment) über 100 Mio. EUR an Fonds X.

Jahr 1: Fonds X ruft 100 Mio. EUR ab (capital call) um Investition B zu tätigen;

Jahr 4: Fonds X schüttet Barerlöse von der Realisation der Investition B über 200 Mio. EUR an die Limited Partner (LPs) aus (cash distribution)

Zwischen Jahr 0 Jahr 1 halten die Limited Partner das zugesagte Kapital in kurzfristigen Geldmarktanlagen mit einer Verzinsung von drei Prozent. Einzige andere Alternative ist ein öffentlicher Marktindex mit einer jährlichen Rendite von zehn Prozent.

Berechnung:

Barwert (Present Value – PV) = $200/(1,10)^4 = 136,6$

Ursprünglicher Investitionsbetrag (in Jahr 0) = $100/(1,03)^1 = 97,1$

Profitabilitätsindex (PI) = $136,6/97,1 = 1,41$

Aus Gründen der Vereinfachung werden im Beispiel die Zinsen auf das zugesagte Kapital zwischen Jahr 0 und Jahr 1 vernachlässigt. Genauer gesagt, müssen diese Zinsen mit den Opportunitätskosten einer entgangenen alternativen Anlage am öffentlichen Markt über diesen Zeitraum mit einer jährlichen Rendite von zwölf Prozent verglichen werden, welche aus Sicht der Limited Partner die Kosten der notwendigen Haltung des zugesagten Betrages in hoch liquiden Positionen verdeutlichen.

2.2 Aggregation der Performance mehrerer Transaktionen

Typischerweise ist es nicht nur notwendig, die Performance einer einzelnen Investition eines Private Equity-Fonds zu beurteilen, sondern auch die eines vollständigen Fondsportfolios, z.B. alle Transaktionen eines bestimmten Fonds, alle von einem bestimmten Fondsmanager geleiteten Private Equity-Fonds und so weiter. Dies verursacht eine zusätzliche Schwierigkeit, vor allem dann, wenn man bei der IRR als einem verbreitet genutzten Performance-Maß bleiben will. Bei der Aggregation mehrerer Private Equity-Fonds-Investments existiert nur ein exakter Weg der Beurteilung der Gesamtperformance in Form der IRR: Die Zusammenfassung der Zahlungsströme (monatlich oder quartalsweise) aller Investments und die anschließende Berechnung der IRR.

Tabelle 1: Berechnungsbeispiel

Jahr	0	1	2	3	4	5	6	7	8	IRR
A	-100	0	0	0	0	50	50	100	50	15 %
B	0	0	-50	0	100	0	0	0	0	41 %
C	0	0	0	0	0	-100	0	0	160	17 %
Gesamt	-100	0	-50	0	100	-50	50	100	210	18 %

In unserem Beispiel eines Portfolios aus drei Private Equity-Investments mit einer IRR von jeweils 15, 41 und 17 Prozent über einen Zeitraum von 8 Jahren, beträgt die IRR des gesamten Zahlungsstromes 18 Prozent. In der Praxis könnte ein Interesse bestehen, die aggregierte Performance eines Portfolios aus Private Equity-Investments mit einer Methode zu bestimmen, die einfacher ist als die Berechnung der IRR aus einzelnen Zahlungsströmen. Auch sind die exakten Zahlungsströme einzelner Private Equity-Investments nicht immer verfügbar. Daher beobachten wir oft Versuche, die IRR einzelner Investments zu „mitteln“. Allerdings muss man bei der Berechnung derartiger Durchschnitts-IRR sehr vorsichtig sein, weil sich die zugrunde liegenden Investitionen in zwei wichtigen Eigenschaften unterscheiden können: Investitionshöhe und Duration. Beide Faktoren beeinflussen das „Gewicht“, welches der IRR einer einzelnen Investition bei der Berechnung der IRR eines Portfolios beigemessen wird. Die Bedeutung des erstgenannten Faktors ist intuitiv zu verstehen: Wenn 90 Prozent des Fondskapitals in ein einzelnes Investment fließen und zehn Prozent in ein anderes, ist es nahe liegend, dass die IRR der betragsmäßig größeren Investition (bei sonst gleichen Bedingungen) einen neun mal größeren Einfluss auf die Gesamt-Performance besitzt, als die der kleineren Investition. Das Aggregieren einer Portfoliorendite in Form einer wertgewichteten (value-weighted) IRR ist jedoch kein exaktes Mittel für eine Gesamt-Portfolio-IRR. Gemäß dieser Methode würde die durchschnittliche IRR unseres Beispielportfolios

aus drei Investments 21 Prozent betragen, drei Prozent mehr als die *wahre* IRR, die wir vorher berechnet haben. Der Unterschied resultiert daraus, dass diese drei Investments auch eine unterschiedliche Duration aufweisen, das heißt, sie unterscheiden sich in der durchschnittlichen Zeitdauer ihrer Investition. Die Duration, die bei Investments ohne zwischenzeitliche Zahlungen zwischen Investition und Realisation identisch mit der Haltedauer ist, beeinflusst ebenso das „Gewicht“ eines bestimmten Investments innerhalb des Portfolios, auch wenn dieser Effekt weniger intuitiv erfassbar ist. Im Extremfall kann man sich gleichgroße Investments mit starken Unterschieden bei der Duration vorstellen, wie das folgende Beispiel zeigt:

Tabelle 2: Berechnungsbeispiel

Jahr	Investment	Haltedauer	0	1	2	3	4	5	6	7	IRR
I	100	7	-100	0	0	0	0	0	0	300	17 %
II	100	2	0	0	0	0	0	-100	0	150	22 %
Gesamt			-100	0	0	0	0	-100	0	450	18 %

Wiederum entspricht die wertgewichtete (value-weighted) IRR beider Investments von 20 Prozent nicht exakt der wahren Gesamt-Portfolio-IRR, weil sie nicht dem Umstand Rechnung trägt, dass Investment I seine jährliche IRR von 17 Prozent sieben mal generiert, während Investment II seine jährliche 22 Prozent IRR lediglich zweimal erwirtschaftet.

Die exaktere Approximation der Gesamt-Portfolio-IRR ist demnach durch Nutzung des Produkts aus Duration und Investitionsbetrag als Gewichtung zur Berechnung eines wertgewichteten (value-weighted) Gesamt-Portfolio-IRR zu erzielen. In unserem Beispiel entspricht dies $(7 \cdot 100 \cdot 17\% + 2 \cdot 100 \cdot 22\%) / (7 \cdot 100 + 2 \cdot 100) = 18$ Prozent. Es ist wichtig anzumerken, dass dies immer noch lediglich eine Annäherung erster Ordnung an die wahre Portfolio-IRR darstellt, die z.B. nicht den Einfluss von Zinseszinsseffekten berücksichtigt. Daher unterscheidet sich die approximative zeit- und wertgewichtete (value-weighted) Gesamt-Portfolio-IRR immer noch von der wahren Portfolio-IRR (in unserem Beispiel betragen die genauen Werte 18,2 Prozent gegenüber 17,6 Prozent). Dennoch ist die zeit- und wertgewichtete (value-weighted) Gesamt-Portfolio-IRR in allen Fällen mit unterschiedlicher Haltedauer verschiedener Investments innerhalb des Portfolios eine deutlich bessere Näherungsgröße als die einfache wertgewichtete (value-weighted) IRR. Bei Anwendung dieser Methode auf unser früheres Portfolio aus drei Private Equity-Fonds-Investments mit IRR von 15, 41 und 17 Prozent beträgt die zeit- und wertgewichtete (value-weighted) Gesamt-Portfolio-IRR 17,7 Prozent, wiederum eine gute Annäherung an den wahren Wert von 17,9 Prozent.

Was lediglich wie ein technisches Detail klingt, kann in der Praxis erhebliche Auswirkungen haben: Wir haben viele Fälle, etwa bei Emissionsprospekten, erlebt, in denen

Praktiker Portfoliorenditen als wertgewichteten Durchschnitt einzelner Investment IRR angeben. Weil die erfolgreichsten Transaktionen typischerweise eine kürzere Haltedauer besitzen, führt dies zu einer dramatischen Übertreibung der durchschnittlichen Rendite. In einigen uns bekannten Fällen betrug die durchschnittliche wertgewichtete IRR etwa 34 Prozent, während die exaktere Approximation der zeit- und wertgewichteten (value-weighted) Gesamtportfolio IRR lediglich einen Wert von 26 Prozent besaß. Die Folgen für potenzielle Investoren, welche ihre Entscheidung an den berichteten Durchschnittsrenditen ausrichten, sind offensichtlich.

2.3 Einzelne Komponenten der Performance von Private Equity

Die exakte Messung der Gesamtperformance von Private-Equity-Investments (*vgl. Abschnitt 2.1*) ist wichtig und oft ein erster Schritt zum Verständnis dazu, ob und wie Private Equity-Fondsmanager einen eigenen Beitrag zur Wertsteigerung einer Investition geleistet hat oder ob sich ein bestimmtes Portfolio gut entwickelt hat. Es ist jedoch interessant, eine tiefer gehende Analyse anzustellen und sich die Frage zu stellen, welche Faktoren letztlich die Performance eines betrachteten Private Equity-Investments beeinflusst haben. Hierbei ist es hilfreich, die Private Equity-Investment-Performance in ihre unterschiedlichen Komponenten zu zerlegen und zu analysieren, wie viel jede von ihnen zur Wertschöpfung beiträgt. Folgt man einfachen Rechnungslegungsgrundsätzen, kann der Eigenkapitalwert eines Unternehmens in die folgenden Einflussgrößen zerlegt werden: Umsätze (revenues), (EBITDA) Marge (margin), (EBITDA) Bewertungsmultiplikator (valuation multiple) und Nettoverschuldung (Net Debt). Jede Änderung des Eigenkapitalwertes ist stets mit einer Änderung mindestens einer dieser vier Größen verbunden.

Aus:

Unternehmenswert (Enterprise Value – EV) = Eigenkapital (Equity – E) + Nettoverschuldung (Net Debt – ND)

erhalten wir:

$$E = EV - ND$$

woraus folgt:

$E = \text{Revenues} \times \text{EBITDA margin} \times \text{EBITDA multiple} - \text{Net Debt}$

$$\begin{array}{c}
 \underbrace{\hspace{10em}} \\
 \text{EBITDA} \\
 \underbrace{\hspace{10em}} \\
 \text{Enterprise Value} \\
 \underbrace{\hspace{10em}} \\
 \text{Equity}
 \end{array}$$

Weil Investoren am meisten an Änderungen des Eigenkapitalwertes eines Unternehmens, in das eine Private Equity-Fonds investiert hat, interessiert sind, muss man den Wertzuwachs des Eigenkapitalwertes zwischen Erwerb und Veräußerung eines betrachteten Investments bestimmen. Durch Nutzung von kumulierten jährlichen Wachstumsraten (compounded annual growth rates – CAGRs) aller vier Komponenten kann die IRR ausgedrückt werden durch:²

$$(1+(CAGR(E))) = (1+(CAGR(Rev)))(1+(CAGR\left(\frac{EBITDA}{Rev}\right))) \\ (1+CAGR\left(\frac{EV}{EBITDA}\right))(1+(CAGR\left(\frac{E}{EV}\right)))$$

mit $(1+CAGR(E))$ gleich $1+IRR(\text{Equity})$. Um zu verstehen, welcher Anteil der gesamten IRR durch die jeweiligen Komponenten beeinflusst wird, kann berechnet werden:

$$100\% = \left(\frac{\ln(1+(CAGR(Rev)))}{\ln(1+(CAGR(E)))}\right) + \left(\frac{\ln(1+(CAGR\left(\frac{EBITDA}{Rev}\right)))}{\ln(1+(CAGR(E)))}\right) \\ + \left(\frac{\ln(1+CAGR\left(\frac{EV}{EBITDA}\right))}{\ln(1+(CAGR(E)))}\right) + \left(\frac{\ln(1+(CAGR\left(\frac{E}{EV}\right)))}{\ln(1+(CAGR(E)))}\right)$$

Jede Klammer stellt nun die relativen Beiträge von Umsatzwachstum (revenues growth), Margenausweitung (margin improvement), Veränderungen des Bewertungsmultiplikators (multiple expansion) und Leverage zur IRR dar, die sich zu 100 Prozent addieren. Durch Multiplikation beider Seiten mit der IRR für das Eigenkapital erhält man daraus die absoluten Beiträge zur Höhe der IRR

$$IRR(\text{Equity}) = IRR(\text{Equity})\left(\frac{\ln(1+(CAGR(Rev)))}{\ln(1+(CAGR(E)))}\right) + IRR(\text{Equity})\left(\frac{\ln(1+(CAGR\left(\frac{EBITDA}{Rev}\right)))}{\ln(1+(CAGR(E)))}\right) \\ + IRR(\text{Equity})\left(\frac{\ln(1+CAGR\left(\frac{EV}{EBITDA}\right))}{\ln(1+(CAGR(E)))}\right) + IRR(\text{Equity})\left(\frac{\ln(1+(CAGR\left(\frac{E}{EV}\right)))}{\ln(1+(CAGR(E)))}\right)$$

Diese Werte können wie folgt interpretiert werden:

$$IRR(\text{Equity}) = \text{Revenue growth effect (on IRR)} + \text{EBITDA margin effect (on IRR)} \\ + \text{Multiple expansion effect (on IRR)} + \text{Leverage Effect (on IRR)}.^3$$

- 2 Ungeachtet der zuvor beschriebenen Unzulänglichkeiten der IRR, basieren unserer Analysen in diesem Kapitel auf der IRR als einem der meistgenutzten Performance-Maße. Die identische Logik kann jedoch beispielsweise auch für den Profitabilitätsindex angewandt werden.
- 3 Ein detailliertes Beispiel dieser Methode ist bei Gottschalg, Loos und Zollo (2004) zu finden.

3 Performance Benchmarking

Private Equity-Investments unterscheiden sich von anderen Investitionsmöglichkeiten in vielerlei Hinsicht. Sie sind beispielsweise hoch illiquide, wichtige Informationen über einzelne Private Equity-Investments sind für Investoren nicht zugänglich und sie weichen von Investments in öffentlichen Märkten in wichtigen Aspekten wie durchschnittliche Größe und Alter des Unternehmens (was vor allem im Venture Capital-Segment relevant ist) sowie hinsichtlich des Grades des Fremdkapitaleinsatzes (financial leverage, was vor allem im Buyout Segment relevant ist) ab. Dies verursacht theoretische und praktische Probleme im Hinblick auf die Beurteilung von Risiko und Rendite. So ist es z.B. unmöglich, generell darüber zu entscheiden, ob eine 17 Prozent IRR eines Private Equity-Fonds als gut oder schlecht gelten kann. Stattdessen wird die unausweichliche Frage nach „guter oder schlechter Performance relativ zu was?“ aufgeworfen. Weil Private Equity-Investments mehrere Kernannahmen der Standard Finanzmarkttheorie (wie etwa das CAPM) verletzen, kann die Performance von Private Equity-Investments lediglich im Vergleich zu anderen gleichartigen Investitionsalternativen interpretiert werden, was das Thema Performance Benchmarking von Private Equity-Investments für Akademiker und Praktiker gleichermaßen außerordentlich wichtig macht. Dieses Kapitel beschäftigt sich zuerst mit Möglichkeiten des Vergleiches von Private Equity-Investments mit gleichartigen Private Equity-Investments, um dann Wege zu diskutieren, Private Equity-Investments mit solchen in öffentlichen Märkten risikoadjustiert zu vergleichen⁴.

3.1 Vergleich mit Private Equity-Benchmarks

3.1.1 Benchmarks auf Fondsebene

Der gebräuchlichste Weg, die Performance von Private Equity-Investments zu bewerten, ist der Vergleich eines betrachteten Fonds mit anderen Fonds aus demselben Auflagejahr. Die Benchmark-Daten für diesen Vergleich stammen von spezialisierten Datenbankanbietern, wie beispielsweise Thomson Venture Economics (www.ventureeconomics.com), die die Durchschnittsrendite für unterschiedliche Fondskategorien (Buyout vs. Venture Capital, US vs. EU usw.) und geordnet nach Auflagejahren (vintage years) abbilden. Ferner erlauben solche Daten den Vergleich mit Renditen der besten (top) und schlechtesten (bottom) Quartile (als Return Multiple oder IRR) einer Vergleichsgruppe von Fonds. Die Einstufung als *Durchschnitts-, Top- oder Bottom-Quartil-Fonds* gemäß Thomson Venture Economics wurde zum Quasi-Standard in der Private Equity-Branche. Der Vergleich auf Ebene des Einzelfonds weist jedoch einige wichtige Mängel auf: Beinahe jede Performance-Zahl fasst auf Fondsebene viele zugrunde liegende Investments zusammen. Folglich beobachtet man lediglich die durchschnittliche

⁴ Für eine detaillierte Behandlung des Themas Risikoadjustierung von Private-Equity siehe z.B. Groh (2004).

Wertentwicklung der Transaktionen eines betrachteten Fonds und übersieht andere Faktoren. So ist es beispielsweise unmöglich, die Verteilung der Erträge eines einzelnen Fonds zu beurteilen und zu vergleichen. Mit anderen Worten: man kann nicht sagen, ob die Erträge auf einigen wenigen extremen Erfolgen beruhen oder das Resultat vieler sich ähnlich gut entwickelnder Investments waren. Zudem ist die Nutzung von Auflagejahren (vintage years) per Definition unpräzise. Untersuchungen der HEC School of Management Paris zufolge überschneiden sich die tatsächlichen Zeiträume der zugrunde liegende Investments bei Fonds mit zwei auf einander folgenden vintage years um mehr als 50 Prozent. Dies wirft die Frage auf, weshalb man einen Fonds von 1997 mit allen Fonds von 1997 vergleicht, jedoch nicht mit denen die in den Jahren 1996 und 1998 aufgelegt wurden, wenn doch alle drei Gruppen hauptsächlich während der selben Jahre investieren.

3.1.2 Benchmarks auf Transaktionsebene

Um detaillierte Erkenntnisse über die Performance eines bestimmten Portfolios von Private Equity-Investments zu erhalten, ist es notwendig, die Wertentwicklung jeder einzelnen Transaktion zu beurteilen und zu vergleichen. Erst seit kurzem sind Performance Benchmark-Daten auf Transaktionsebene kommerziell verfügbar. Das spezialisierte Beratungsunternehmen PERACS Ltd. (www.peracs.com) bietet rund um eine rechtlich geschützte Technik zur Berechnung von Performance Benchmarks auf Transaktionsebene eine umfassende Auswahl an Benchmarking und Fonds-Due Dilligence Diensten. Dies ermöglicht einen Vergleich der Rendite einer betrachteten Private Equity-Transaktion hinsichtlich Return Multiple, IRR und Profitabilitätsindex gegenüber der Durchschnittsrendite vergleichbarer Transaktionen innerhalb desselben Investitionsjahres, derselben Branche, Region und so weiter. Diese Art von Benchmarks verbessert außerordentlich die Exaktheit aller Beurteilungen eines Portfolios von Private Equity-Transaktionen.

3.2 Vergleich mit Investments in öffentlichen Märkten

Angesichts der Dünne der öffentlich oder kommerziell verfügbaren Informationen über Art und Performance von Private Equity-Investments nutzen Praktiker ebenso wie Akademiker Investments in öffentlichen Märkten als Benchmark für Renditen aus Private Equity. Im Allgemeinen ist dieser Ansatz eine geeignete Art und Weise, die Performance von Private Equity-Investments zu beurteilen. Jedoch sind die inhärenten Unterschiede zwischen diesen beiden Asset-Klassen dabei besonders zu beachten. In diesem Kapitel werden wir zuerst die grundsätzliche Vorgehensweise zur Konstruktion eines hypothetischen so genannten *Mimicking* Portfolios aus Investments in öffentlichen Märkten betrachten, welches Private Equity-Investments hinsichtlich des Zeitpunktes der mit ihnen verbundenen Zahlungsströme nachbildet. Danach werden

Möglichkeiten diskutiert, um die Unterschiede im Risiko von Public und Private Equity bei diesem Vergleich zu berücksichtigen.

3.2.1 Konstruktion eines ‚Mimicking‘ Portfolios

Die grundlegende Idee hinter einem Vergleich der Performance von Private Equity mit Investments in öffentlichen Märkten ist ziemlich einfach. Man beantwortet lediglich die Frage: Welche Rendite hätte ein gleichartiges Investment in öffentlichen Märkten ergeben? Schwierigkeiten treten jedoch bei der exakten Definition von *gleichartig* auf. Zuerst einmal müssen die Investitionen des Mimicking Portfolios an die Private Equity-Investments hinsichtlich des Zeitpunktes ihrer Zahlungsströme (Timing von Investition und Rückzahlung) angepasst werden. Zweitens haben sie die systematische Risikostruktur von Private Equity nachzubilden, was schwieriger ist. Ein pragmatischer Ansatz der Konstruktion eines Mimicking Portfolios besteht in der Berechnung der Renditen eines breiten öffentlichen Marktindex, wie etwa des S&P 500 oder des MSCI Europe, unter der Annahme, dass die Struktur der Aktienkäufe und -verkäufe an das Timing der Zahlungsströme bei Private Equity angepasst ist. Dieser Methode unterliegt z.B. der *Public Market Equivalent (PME)*, einer Berechnung, die von Thomson Venture Economics bereitgestellt wird und auch in einigen akademischen Studien (z.B. Kaplan und Schoar, 2005) Anwendung fand. Sie unterstellt jedoch explizit, dass die Risikostruktur von Private Equity-Investments identisch mit der des gewählten öffentlicher Marktindizes ist. Es ist leicht zu sehen, dass diese Annahme grundsätzlich nicht haltbar ist. Unternehmen, die eine Venture Capital-Finanzierung erhalten haben, sind typischerweise kleiner und jünger, als das durchschnittliche Unternehmen innerhalb eines öffentlichen Marktindex und Buyouts haben typischerweise einen viel höheren Fremdkapitalhebel (leverage). Beide Aspekte beeinflussen das Risikoprofil substantziell. Dies bedingt die Notwendigkeit, zusätzliche Anstrengungen anzustellen, um die Risiko-Unterschiede bei Performance-Vergleichen zu erfassen.

3.2.2 Eine Methode zur risikoadjustierten Beurteilung der Performance von Private Equity

Eine Möglichkeit, die Unterschiede hinsichtlich des Risikos zwischen Private-Equity-Investments und solchen an öffentlichen Märkten zu bereinigen, ist die Angleichung der operativen Betafaktoren und des Fremdkapitalhebels zwischen den beiden. Dies wurde in einigen jüngeren akademischen Studien demonstriert.⁵

5 So berücksichtigen z.B. Ljungqvist und Richardson (2003) sowie Gottschalg, Phalippou und Zollo (2005) operative Betafaktoren in ihrer Analyse von Private-Equity-Investments und Groh und Gottschalg (2006) entwickeln eine vollständig risikoadjustierte Beurteilung von Private-Equity-Investment-Transaktionen, indem sie die Unterschiede hinsichtlich operativer Risiken und Leverage berücksichtigen.

Die Bestimmung des risikoadjustierten Mimicking Portfolios verlangt für jede Private Equity-Transaktion:

- (a) die Identifikation einer Vergleichsgruppe von öffentlich gehandelten Unternehmen mit demselben operativen Risiko,
- (b) die Berechnung der Eigenkapital-Betas für jedes dieser öffentlich gehandelten Vergleichsunternehmen (*public peers*),
- (c) die Neuberechnung dieser Betafaktoren ohne Einfluss des Fremdkapitalhebels, um ihre operativen oder ungehebelten Betas (unlevering) abzuleiten,
- (d) die Bestimmung eines marktgewichteten Durchschnitts dieser operativen Betafaktoren für jede Vergleichsgruppe und
- (e) die Neuberechnung dieser Betafaktoren unter erneutem Einbezug des Fremdkapitalhebels auf Ebene der einzelnen Private-Equity-Transaktion bei Erwerb und Veräußerung.

Die Neuberechnung ohne und mit erneutem Einbezug des Fremdkapitalhebels setzt außerdem die genaue Angabe des zu Lasten des Kreditgebers gehenden Risikos, des Risikos von Steuererleichterungen/-befreiungen, von denen der Equity-Investor profitieren kann sowie den passende Unternehmenssteuersatz voraus. Mit diesen Daten und Berechnungen kann das Mimicking Portfolio wie folgt konstruiert werden:

Für jedes Private Equity-Investment wird ein entsprechender Betrag in ein breites Marktportfolio investiert und über Aufnahme oder Vergabe von Fremdkapital an die Betafaktoren der Private Equity-Investments bei Erwerb angepasst. Das Risiko der Transaktion an den öffentlichen Märkten wird dann jedes Jahr durch Angleichung des Fremdkapitals an das Risiko der Private Equity-Investments angepasst. Dazu wird jede Position am Jahresende liquidiert, Zinsen werden gezahlt, das Darlehen wird getilgt und das verbleibende Equity wird erneut mit aufgenommenen oder verliehenen Mitteln an die neuen Betafaktoren der Private Equity-Investments angepasst. Dieses Verfahren wird bis zum Veräußerungszeitpunkt wiederholt.⁶

3.3 Benchmarking verschiedener Werttreiber

Bislang haben wir uns auf das Benchmarking der Gesamtrendite von Private Equity-Investments mittels Public- oder Private Equity-Benchmarks konzentriert. Jedoch haben wir in Abschnitt 2.3 gesehen, dass die IRR eines betrachteten Private Equity-Investments in vier verschiedene Werttreiber unterteilt werden kann: Umsatzwachstum (revenues growth), Produktivitätssteigerungen (efficiency enhancements), Veränderungen des Bewertungsmultiplikators (multiple expansion) und Leverage. Dieselbe Logik kann auch bei der Berechnung eines Performance Benchmarks einzelner Werttreiber

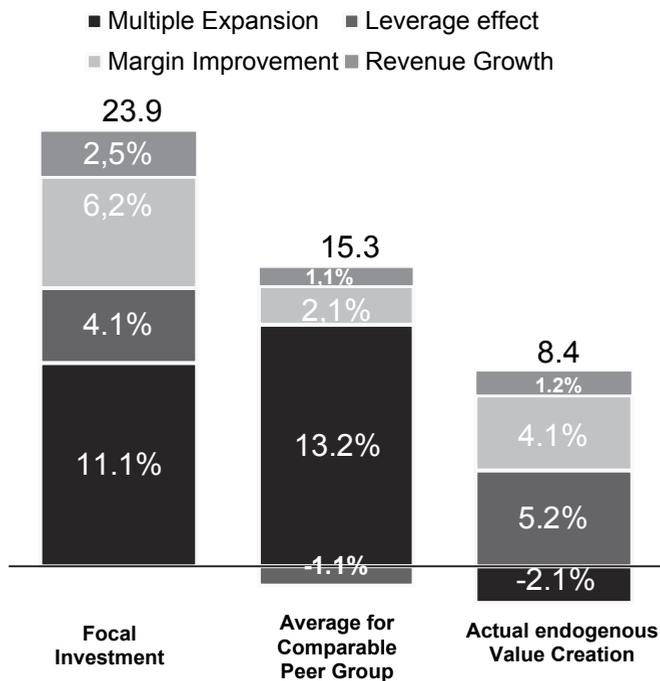
⁶ Eine detaillierte Beschreibung der entsprechenden Methode ist bei Groh und Gottschalg (2006) zu finden.

zur Anwendung kommen. Zu diesem Zweck muss man lediglich die entsprechenden Werte (durchschnittliche revenue CAGR, durchschnittliche EBITDA margin CAGR, durchschnittliche EBITDA multiple CAGR und den auf Jahresbasis umgerechneten Leverage-Effekt) über den Investitionszeitraum für eine Gruppe von (öffentlich oder nicht-öffentlich gehandelten) vergleichbaren Unternehmen berechnen. Unter Nutzung der Formeln aus Abschnitt 2.3 können wir die IRR eines Investments in eine solche Gruppe von Vergleichsunternehmen in die bekannten vier Werttreiber zerlegen, um dann die Performance, für jeden Werttreiber einzeln, zwischen der betrachteten Transaktion und der Gruppe von Unternehmen zu vergleichen. Die folgende Abbildung illustriert diese detaillierte Performance Benchmark an Hand eines hypothetischen Beispiels:

Abbildung 3: Benchmark einzelner Werttreiber

Detailed Value Creation Benchmark

Total IRR in % (Hypothetical Example)



Diese Analyse erlaubt detaillierte Einblicke in die Wertschöpfungsmechanismen eines betrachteten Private Equity-Investments. So kann z.B. der Abhängigkeitsgrad der Performance von externen Faktoren identifiziert werden, in dem gezeigt wird, welcher Anteil der Gesamtergebnisse getrieben wurde

- (a) von einem allgemeinen Anstieg der Börsenbewertungen (trading multiples) innerhalb eines betrachteten Sektors,
- (b) von sektorweite Umsatzzuwächse oder
- (c) Produktivitätsgewinne.

Dabei wird auch deutlich, ob und in welchem Ausmaß das jeweilige Unternehmen, welches eine Private Equity-Finanzierung erhalten hat, seine Branchenvergleichsgruppe bei jedem dieser Faktoren übertroffen hat. Gleichzeitig liefert eine derartige Analyse wichtige Informationen zur Qualität von Private Equity-Fondsmanagern. Sie zeigt beispielsweise, in welchem Ausmaß diese in der Lage sind, Branchen zu identifizieren, in denen Wertschöpfung durch Umsatzwachstum (revenues growth), Produktivitätssteigerungen (efficiency enhancements) oder Anstiege des Bewertungsmultiplikators (multiple expansion) stattfand. Zugleich zeigt sie, in welchem Maße die Fondsmanager fähig sind, aktiv Wert zu schaffen: Dies kann entweder durch fundamentale Performance-Verbesserungen des Zielunternehmens erfolgen (Umsatzwachstum oder Margenausweitung) oder durch einen Anstieg des Bewertungsmultiplikators (multiple expansion) über den gesamten Branchentrend hinaus.

4 Empirische Ergebnisse bezüglich der Performance von Private Equity in Relation zu Public Market-Investments

Der Frage, wie sich die Performance von Private Equity-Fonds historisch im Vergleich zu Investments in öffentlichen Märkten entwickelte, wurde viel Aufmerksamkeit von praktischer und akademischer Seite gewidmet. Sie ist noch immer nicht abschließend beantwortet.

In diesem vierten Kapitel werden einige empirische Befunde aus der akademischen Literatur wiedergegeben. Es bietet somit mögliche Erklärungen für die teilweise widersprüchlichen Ergebnisse, welche aus Unterschieden zwischen den verschiedenen Studien hinsichtlich der verwendeten Daten und der Art der Berücksichtigung von Risiko resultieren.

Gompers und Lerner (1997) vergleichen die Performance von Private Equity-Transaktionen eines einzelnen Private Equity-Fonds, indem sie gleichgewichtete Indizes öffentlich notierter Unternehmen mit gleichwertigen dreistelligen SIC Codes als Bench-

mark für einzelne Private Equity-Transaktionen benutzen. Sie verwenden diese Indizes als Performance-Indikatoren für die Private Equity-Transaktionen mangels Barzahlungen oder Abschreibungen und unterstellen dabei eine perfekte Korrelation zwischen den Bewertungen der betrachteten Unternehmen und dem gewählten Index. Haben Barzahlungen oder Abschreibungen stattgefunden, kann ein neuer Unternehmenswert berechnet und der Transaktion beigelegt werden. Durch Nutzung dieses Ansatzes ermitteln die Autoren eine risikoadjustierte Performance für diesen Private Equity-Fonds, der die Vergleichsrendite an öffentlichen Märkten deutlich übertrifft. Dieser Fonds kann jedoch kaum als repräsentativ für die gesamte Private Equity-Branche angesehen werden. Infolgedessen kann die Frage der Performance von Private Equity in Relation zu den öffentlichen Märkten durch ihre Studie nicht beantwortet werden.

Die Studie von Ljungqvist und Richardson (2003) betrachtet umfassendere Daten eines Fund-of-Fund-Investors, welcher über Barauszahlungen, -einzahlungen und Managementgebühren von 73 unterschiedlichen Private Equity-Fonds berichtet. Um (teilweise) risikoadjustierte Renditen zu ermitteln, berechnen sie Branchen-Betafaktoren unter Nutzung der Methodik von Fama und French (1997). Mangels Daten über den Grad des Fremdkapitalhebels der betrachteten Unternehmen sind sie jedoch nicht in der Lage, unterschiedliche Risiken durch verschiedene Fremdkapitalanteile abzubilden und unterstellen daher bei ihrer Analyse implizit durchschnittliche Branchenkennziffern in Bezug auf den Verschuldungsgrad. Hieraus erhalten sie einen durchschnittlichen Betafaktor für alle unterschiedlichen Private Equity-Fonds-Portfolios von 1,08 und eine durchschnittlichen jährliche IRR von 21,83 Prozent. Die jährliche Wertentwicklung des S&P 500 Index betrug im gleichen Zeitraum 14,1 Prozent. Die Autoren argumentieren, dass, vorausgesetzt die Fremdkapitalhebel sind nicht mehr als doppelt so hoch wie der Branchendurchschnitt, dies zu einer risikoadjustierten Überperformance für Private-Equity-Transaktionen führen würde. Ihr Beispiel präsentiert jedoch, wie die Autoren selbst einräumen, Private Equity-Fonds, welche ein erfahrener Fund-of-Fund-Investor für Investitionen ausgewählt hat. Daher muss man die Möglichkeit berücksichtigen, dass diese Private Equity-Fonds keine zufällige Auswahl der gesamten Grundgesamtheit von Private Equity-Fonds darstellen, sondern einer Auswahlverzerrung (selection bias) unterliegen, was die hohe Rendite ihres Samples von Private Equity-Fonds erklären kann.

Cochrane (2005) geht explizit auf die Tatsache ein, dass empirische Forschung im Bereich Private Equity Bewertungen lediglich dann beobachten kann, wenn Unternehmen erstmals öffentlich notiert werden, neue Finanzierungen erhalten oder durch Dritte erworben werden. Diese Ereignisse treten mit größerer Wahrscheinlichkeit dann auf, wenn bereits gute Renditen zu verzeichnen sind. Dieser Umstand zieht eine Auswahlverzerrung (selection bias) nach sich, die der Autor mittels einer Maximum-Likelihood-Schätzung überwindet. Mit Ausrichtung auf Venture Capital-Investments benutzt er Daten von 16.613 Finanzierungsrunden zwischen 1987 und Juni 2000 von 7.765 betrachteten Unternehmen aus der VentureOne Datenbank. Basierend auf einer Prozedur der Neugewichtung berechnet Cochrane (2005) als arithmetisches Mittel eine Rendite von 59 Prozent. Er vergleicht die Renditen mit den entsprechenden Wertentwicklungen des S&P 500 Index und einigen Portfolios aus dem NASDAQ Index. Unter

Berücksichtigung dieser unterschiedlichen Benchmark-Portfolios ermittelt er Alpha-Werte zwischen 22 und 45 Prozent, also eine deutliche Überperformance für die Private Equity-Transaktionen. Hinsichtlich des Verlaufs der Regressionen argumentiert er, dass Venture Capital risikoreicher als der S&P 500 Index ist. Abhängig von der Wahl des NASDAQ-Portfolios kann Venture Capital ein geringeres, gleiches oder höheres Risiko als die Benchmark aufweisen.

Kaplan und Schoar (2005) verwenden zum Benchmarking eines großen Samples von ausreichend liquidierten Private Equity-Fonds aus der Datenbank von Thomson Venture Economics einen Public Market Equivalent-Ansatz (PME). Sie konstruieren ein Mimicking Portfolio für bestimmte Private Equity-Fonds, indem sie einen gleichgroßen Betrag über einen identischen Zeitraum in den S&P 500 Index investieren und Rendite der Private Equity-Fonds mit den Index-Renditen vergleichen. Sie kommen zu dem Schluss, dass die durchschnittlichen Venture Capital- und Buy-out-Renditen abzüglich der Gebühren annähernd gleich hoch sind wie die des S&P 500. Die Renditen vor Gebühren beider Asset-Klassen übersteigen die gewählte Benchmark. Sie dokumentieren ferner eine höhere Performance größerer Fonds und erfahrener Managementteams. Die Autoren räumen jedoch ein, dass ihre Resultate mit Vorsicht zu interpretieren sind, weil sie keine Berichtigung unterschiedlicher Fremdkapitalanteile oder Marktrisiken innerhalb des Samples vorgenommen haben.

Die Studie von Gottschalg, Phalippou und Zollo (2005) stellt eine Erweiterung des Artikels von Kaplan und Schoar (2005) dar. Durch Nutzung zusätzlicher Informationen in Bezug auf die Eigenschaften der den Fonds zugrunde liegenden Investments sind sie in der Lage, jede Transaktion einer Branche gemäß der Fama und French (1997) Klassifikation zuzuordnen. Sie berechnen dann ungehebelte (unlevered) Betafaktoren, um eine Adjustierung im Hinblick auf das operative Risiko zu erreichen. Allerdings sind sie mangels Daten über die Fremdkapitalanteile der betrachteten Unternehmen auch nicht in der Lage, eine Korrektur hinsichtlich des unterschiedlichen Fremdkapitalhebel ihrer Beispieltransaktionen vorzunehmen. Sie beziehen sich auf Cotter und Peck (2001), welche detaillierte Informationen über die Kapitalstruktur bei Private Equity-Transaktionen liefern und berechnen Betafaktoren mit einem anfänglichen Fremd-/Eigenkapitalverhältnis von 3 und einem endgültigem Fremd-/Eigenkapitalverhältnis in Höhe des Branchendurchschnitts. Nach einer Korrektur für Auswahlverzerrungen, erhalten sie eine IRR von 12,45 Prozent und einen Profitabilitätsindex von 0,7 für eine Auswahl von 933 quasi-liquidierten Private Equity-Fonds aus der Datenbank von Venture Economics. Mit anderen Worten: Diese, zwischen 1980 und 1996 aufgelegten, Fonds haben nach gegenwärtigem Stand lediglich 70 Prozent ihres investierten Kapitals zurückerhalten und die Performance des S&P 500 Index um durchschnittlich jährlich 3 Prozent unterschritten.

In einer aktuellen Studie sind Groh und Gottschalg (2006) das erste Mal in der Lage, einen vollständig risikoadjustierten Vergleich zwischen der Performance eines großen Samples von Buyout-Investments und Investments in öffentlichen Märkten anzustellen. Basierend auf einem einzigartigen Datensatz, der die Erträge, Fremdfinanzierungsanteile und Brancheneigenschaften von 199 US-Buyout-Fonds-Investments in 133 US-amerikanischen Unternehmen umfasst, konstruieren die Autoren ein Mimicking

Portfolio bestehend aus 199 durch Fremdkapitaleinsatz gehebelten Investments in den S&P 500 Index. Die Investments dieses Portfolios stimmen in Bezug auf das Timing ihrer Zahlungsströme und ihre systematische Risikostruktur perfekt mit den Buyout-Investments überein und werden während der gesamten Haltedauer kontinuierlich an diese angepasst. Unter konservativen Annahmen und nach erfolgter Korrektur für potentielle Auswahl- und Überlebensverzerrungen (survival bias) innerhalb ihres Samples zeigt ihre Analyse, dass die Performance der Buy-outs die des öffentlichen Marktes übersteigt.

Zusammenfassend haben die Resultate bislang nur teilweise eine Antwort auf die Frage nach der historischen Performance von Private Equity-Fonds im Vergleich zu Investments in öffentlichen Märkten liefern können. Die teilweise widersprüchlichen Ergebnisse innerhalb der einbezogenen Literatur können in Teilen aus Unterschieden in Bezug auf die Herkunft der Daten und die Berücksichtigung des Risikos resultieren. Einige Studien (Gompers und Lerner 1997, Ljungqvist und Richardson 2003, Groh und Gottschalg 2006) stützen sich auf eigene Daten, welche von einigen Investoren im Private Equity-Markt verfügbar gemacht wurden. Derartige Daten können unvermeidbaren Verzerrungen unterliegen, und selbst wenn einige der Autoren diesen Umstand explizit ansprechen und Korrekturen vornehmen, muss man trotz allem vorsichtig sein, ihre Ergebnisse auf die Private Equity-Branche als Ganzes zu verallgemeinern. Andere Studien stützen sich auf große und kommerziell verfügbare Datenbanken (Thomson Venture Economics oder VentureOne). Diese Datenbasen unterliegen weniger verzerrenden Effekten wie Selection Biases, aber sie beinhalten auch keine hinlänglich detaillierten Informationen für eine vollständige Angleichung des Risikos zwischen Private Equity-Fonds und Investments in öffentlichen Märkten. Die Bedeutung dieser Bereinigung wurde in Abschnitt 3.2 ausgiebig diskutiert. Daher sind für eine umfassende Antwort auf die Frage ob, wann und warum Private Equity-Fonds-Investments eine bessere oder schlechtere Wertentwicklung aufweisen als andere Investitionsalternativen, zusätzliche Datensammlungen und weitere Forschung notwendig.

Die Herausgeber

Michael Busack, Dipl.-Kfm., ist Geschäftsführer und alleiniger Gesellschafter der Firma Absolut Research GmbH und Herausgeber des „Absolut|report“, der führenden Fachpublikation im Bereich „Alternative Investments“ für institutionelle Investoren in Deutschland, Österreich und der Schweiz. Seit 1990 beschäftigt sich Herr Busack ausschließlich mit dem Bereich alternativer Vermögensanlagen, insbesondere Hedgefonds sowie Absolute-Return-Produkten und ist nach seiner Tätigkeit als Vermögensverwalter für vermögende Privatinvestoren in den 90er Jahren, seit dem Jahr 2000 in der unabhängigen Analyse, Auswahl und Überwachung sowie in der Beratung über Hedgefonds-Produkte ausschließlich für institutionelle Investoren tätig. Er ist seit 1999 Mitglied im Vorstand des Bundesverbandes Alternative Investments e.V. (BAI), in dem er auch seit Gründung des Verbandes 1997 Mitglied ist. Herr Busack war in dieser Eigenschaft von 2002 bis 2004 Mitglied der Arbeitsgruppe im Finanzministerium zur Entwicklung des neuen Investmentgesetzes im Bereich Hedgefonds und ist aktuell Mitglied der Arbeitsgruppe „Hedgefonds für Versicherungen“ bei der Versicherungsaufsicht (BaFin). Herr Busack ist Dozent an der European Business School (ebs) und seit 1994 regelmäßiger Autor und Kolumnist in diversen Finanzpublikationen, u.a. für die Financial Times Deutschland, sowie seit Mitte der 90er Jahre als Fachreferent für Hedgefonds tätig.



Dieter G. Kaiser ist in seiner Funktion als Institutional Sales Executive bei der Benchmark Alternative Strategies GmbH in Frankfurt für die Betreuung institutioneller Kunden in Deutschland zuständig und außerdem für das Institutional Research verantwortlich. Herr Kaiser begann seine Karriere im Bereich Strukturierte Produkte bei Dresdner Kleinwort Wasserstein in Frankfurt. Anschließend war Herr Kaiser für den Marketing Support der Dach-Hedgefonds innerhalb des Bereiches Institutional Sales & Marketing von Crédit Agricole Asset Management in Frankfurt verantwortlich. Herr Kaiser hat bereits zahlreiche Artikel zum Themengebiet der Alternative Investments in professionellen und akademischen Zeitschriften publiziert. Er ist außerdem Autor der Bücher „Hedgefonds – Entmystifizierung einer Anlageklasse – Strukturen, Chancen, Risiken“ (Gabler, 2004) und „Alternative Investment-Strategien – Einblick in die Anlagetechniken der Hedgefonds-Manager“ (Wiley, 2005) sowie seit 2003 Referent zum Themengebiet der Alternative Investments an der HfB-Business School of Finance and Management. Dieter G. Kaiser ist Diplom-Betriebswirt (FH) und hält einen Master of Arts-Abschluss in Banking & Finance von der HfB-Business School of Finance and Management in Frankfurt.



Die Autoren Band 1

Ulrich Andratschke

Ulrich Andratschke ist seit 2001 Abteilungsleiter für Alternative Assets und Fondsbetreuung bei der Provinzial Nord West Lebensversicherung AG. In dieser Funktion ist er in der Kapitalanlage des gesamten Konzerns zuständig für Investments in Hedgefonds, Rohstoffen, CDO's, strukturierte Derivatprodukte sowie vertretungsweise für Private Equity. Bevor er 1995 in die Westfälische Provinzial als Rechtsvorgänger der Provinzial NordWest eintrat, war er im WestLB Konzern unter anderem als Senior Portfolio Manager und Gruppenleiter im Asset Management zuständig für internationale Rentenportfolios. Davor arbeitete er innerhalb des Konzerns für drei Jahre als Salestrader für Fixed Income Produkte in London und für zwei Jahre in Düsseldorf. Nach dem Abschluss des Studiums als Diplom-Volkswirt in Köln 1983 sammelte er erste berufliche Erfahrung mit den Kapitalmärkten durch die Arbeit bei Nomura Securities in Frankfurt.

Prof. Dr. Vikas Agarwal

Vikas Agarwal ist Assistant Professor of Finance des zur Georgia State University gehörenden J. Mack Robinson College of Business. Herr Agarwal erhielt seinen Ph.D. in Finance von der London Business School. Sein Research wurde sowohl in akademischen als auch in praxisorientierten Zeitschriften wie beispielsweise Review of Financial Studies, Journal of Alternative Investments oder Journal of Asset Management veröffentlicht. Herr Agarwal ist außerdem Research Associate des EDHEC Risk and Asset Management Center, Frankreich sowie Research Fellow beim Centre for Financial Research der Universität Köln.

Prof. Dr. Manuel Ammann

Manuel Ammann ist Professor für Finanzwirtschaft an der Universität St. Gallen und Direktor des Schweizerischen Instituts für Banken und Finanzen. Zuvor war Herr Ammann Assistenzprofessor an der University of California in Berkeley, Nachwuchsdozent an der Universität St. Gallen und Postdoc an der New York University. Manuel Ammann ist Editor-in-Chief der Zeitschrift Financial Markets and Portfolio Management, Autor von zwei Büchern und zahlreichen Zeitschriftenartikeln und Mitglied mehrerer Aufsichts- und Stiftungsräte. Herr Ammann hält einen M.Sc. in Computing Science der Simon Fraser University in Kanada und promovierte an der Universität St. Gallen.

Dr. Jean-François Bacmann

Jean-François Bacmann gehört der Quantitative Analysis Group von RMF Investment Management in Pfäffikon, Schweiz, an. Bevor er 2002 zu RMF stieß, arbeitete Herr Bacmann fünf Jahre als Wissenschaftlicher Mitarbeiter in Finance am Entreprise Institute der Universität Neuchâtel, Schweiz. Herr Bacmann erwarb seinen Abschluss als Ingenieur in Informatik und Angewandter Mathematik am ENSIMAG, Frankreich, seinen Master in Finance an der Universität Grenoble, Frankreich und seinen Ph.D in Finance an der Universität Neuchâtel. Er ist Autor verschiedener Artikel in professionellen und akademischen Finanzpublikationen.

Ursula Bosshard

Ursula Bosshard gehört der Quantitative Analysis Group von RMF Investment Management in Pfäffikon, Schweiz, an. Bevor Ursula Bosshard 2001 zu RMF stieß, arbeitete sie zwei Jahre bei der UBS AG, New York, wo sie für den Ausbau und die Verbesserung des internen Management Information Systems (MIS) des Privatkundengeschäfts zuständig war. Von 1997 bis 1999 arbeitete sie bei UBS Warburg als Business Analyst. Frau Bosshard erwarb ihren Abschluss als Betriebsökonom FH an der Zürcher Hochschule Winterthur, Schweiz. Sie besitzt sowohl eine Lizenz als US-Börsenmakler als auch als US-Anlageberater.

Prof. Dr. Stephen J. Brown

Stephen J. Brown ist 'David S. Loeb'- Professor of Finance der zur New York University gehörenden Leonard N. Stern School of Business. Er studierte an der University of Chicago, wo er 1974 seinen MBA und 1976 seinen Ph.D erhielt. Er trat der Fakultät der New York University 1986 bei. Er ist Präsident der Western Finance Association, Vorstandsmitglied der American Finance Association und war Gründungsherausgeber des Review of Financial Studies. Er ist Herausgeber des Journal of Financial and Quantitative Analysis und ist im Herausgeber-Beirat des Journal of Finance und im Beirat des Pacific-Basin Finance Journal sowie weiterer Zeitschriften. Er hat zahlreiche Artikel und vier Bücher im Bereich Finance veröffentlicht.

Todd Brulhart, MBA, CFA

Todd Brulhart ist Portfoliomanager bei KCS Fund Strategies und Mitglied des Investment Committee von KCS. Zuvor arbeitete Herr Brulhart bei dem privaten Vorgängerfonds als Hedgefonds-Analyst. Zusätzlich hat Herr Brulhart zehn Jahre in der Qualitätskontrolle eines großen Stahlerzeugungsunternehmens gearbeitet. Herr Brulhart hat einen MBA in Global Asset and Wealth Management der Simon Fraser University in Vancouver, Kanada. Er hält außerdem einen Diplom in Electrical Engineering der University of Alberta in Edmonton, Kanada.

Daniel Capocci

Daniel Capocci ist Dachfonds-Manager bei der KBL Group. Herr Capocci ist Autor des französischen Hedgefonds-Buches „Introduction aux Hedge Funds“ und hat bereits Aufsätze zu mehreren Sammelwerken beigesteuert. Er hat sowohl praxisorientierte als auch akademische Artikel in renommierten Publikationen wie dem Journal of Empirical Finance oder dem European Journal of Finance veröffentlicht. Herr Capocci absolviert zur Zeit ein externes Promotionsstudium an der HEC-Universität de Liège und ist Research Associate des EDHEC Risk and Asset Management Research Centre.

Dr. Peng Chen, CFA

Peng Chen ist Geschäftsführer und Chief Investment Officer von Ibbotson Associates. Sein Research wurde in verschiedenen akademischen Zeitschriften wie dem Financial Analyst Journal, dem Journal of Portfolio Management oder dem Journal of Investing veröffentlicht. Er erhielt die „Articles of Excellence“-Auszeichnung des Certified Financial Planner Board 1996 und im Jahr 2003 die „Graham and Dodd Scroll“-Auszeichnung des Financial Analysis Journal. Dr. Chen erhielt seinen Bachelor-Abschluss in Industrial Management Engineering vom Harbin Institute of Technology sowie seinen Master- und Dokortitel in Consumer Economics von der Ohio State University.

Dr. Philipp Cottier

Philipp A.P. Cottier ist CEO der Harcourt Investment Consulting AG in Zürich. Herr Cottier studierte Finanz- und Staatswissenschaften an der Universität St. Gallen. Später veröffentlichte er seine Doktorarbeit „Hedge Funds and Managed Futures“ beim Paul Haupt Verlag. Vor seinem Eintritt 1998 in die Firma Harcourt war er für fünf Jahre tätig für SBC in den Bereichen Futures & Options, als Hedgefonds-Analyst und als Investment Committee-Mitglied von vier internen Dach-Hedgefonds in New York und Hong Kong. Er gewann zusätzliche internationale Erfahrung durch Tätigkeiten in Vancouver, Tokyo, Buenos Aires und für Boston Consulting Group in Sydney.

Daniel Djupsjöbacka, M.Sc

Daniel Djupsjöbacka ist Deputy Head of Portfolio Management bei Estlander & Rönnlund in Helsinki. In dieser Funktion ist er verantwortlich für das Risikomanagement und zuständig für die Koordination des Research Teams. Herr Djupsjöbacka ist im Doktoranten-Programm in Finanzwirtschaft und Statistik der Swedish School of Economics and Business Administration in Finnland und hält einen M.Sc. in finanzwirtschaftlicher Mathematik von der Åbo Akademi University.

Dr. Martin Eling

Martin Eling promovierte von 2003 bis 2005 und arbeitete zugleich als Wissenschaftlicher Mitarbeiter an den Universitäten Aachen, Münster und St. Gallen. Zuvor absolvierte er das Studium der Betriebswirtschaftslehre an der Universität Münster. Seit Dezember 2005 ist Martin Eling als Wissenschaftlicher Assistent und Habilitant am Institut für Versicherungswirtschaft der Universität St. Gallen tätig. Seine Forschungsschwerpunkte liegen in den Bereichen des Asset Liability Managements, der empirischen Kapitalmarktforschung und der kapitalmarktorientierten Rechnungslegung.

Martin Estlander, M.Sc.

Martin Estlander ist Gründungsgesellschafter der Group Oy und CEO der Capital Management Oy, einer der Tochtergesellschaften der Gruppe. Herr Estlander war es, der im Jahr 1990 mit der Entwicklung der systematischen Handelsmodelle der Firma begann. Noch heute leitet er das Research- und Development-Team und ist nach wie vor für das Portfoliomanagement verantwortlich. Herr Estlander hält einen M.Sc. in Industrial Management and Computer Science der Helsinki University of Technology.

Prof. Dr. Frank J. Fabozzi, CFA

Frank J. Fabozzi ist Adjunct Professor of Finance und Becton Fellow der zur Yale University gehörenden School of Management. Er ist Herausgeber des Journal of Portfoliomanagement und Mitherausgeber des Journal of Fixed Income. Er promovierte an der City University in New York im Jahr 1972. Im Jahr 2002 wurde Herr Fabozzi in die Fixed Income Analysts Society's Hall of Fame aufgenommen. Er ist Autor und Herausgeber zahlreicher finanzwirtschaftlicher Bücher.

Laurent Favre, MBA

Herr Favre hält einen Bachelor-Abschluss in Volkswirtschaft und einen MBA in Finanzwirtschaft von der Universität Lausanne. Er hat mehrere Aufsätze im Journal of Alternative Investments veröffentlicht und ist Associate Researcher der EDHEC Business School. Im Jahr 2004 gründete er die Firma AlternativeSoft AG in Zürich. Zuvor war er vier Jahre als Head of Tactical Asset Allocation im Bereich Investment Solutions für UBS Wealth Management in Zürich tätig.

Dr. Jochen Felsenheimer

Jochen Felsenheimer leitet das Credit Strategy Team im Bereich HVB Global Markets Research. Er zeichnet für eine Vielzahl von Credit Strategie-Publikationen verantwortlich und ist einer der Autoren von „Active Credit Portfolio Management – A Practical Guide to Credit Risk Management Strategies“ (Wiley, 2005). Zuvor führte er sein

eigenes Unternehmen, das sich auf den Handel von Derivaten spezialisierte. Einem Studium der Volkswirtschaftslehre im Schwerpunkt Kapitalmarktforschung und Außenwirtschaftstheorie folgte die Promotion an der Ludwig-Maximilians-Universität München.

Sergio M. Focardi

Herr Focardi ist Gründungsgesellschafter des in Paris ansässigen Consulting-Unternehmens The Intertek Group. Er unterrichtet am Center for Interdisciplinary Research in Economics and Finance der Universität von Genoa und ist Mitglied des Herausgebervorstands des Journal of Portfolio Management. Er hat eine Vielzahl an akademischen Beiträgen veröffentlicht und ist Co-Autor von drei Büchern. Herr Focardi hält einen Universitätsabschluss in Electronic Engineering der Universität von Genoa und einen postgraduierten Abschluss in Communications des Galileo Ferraris Electrotechnical Institute in Turin.

Rainer-Marc Frey

Rainer-Marc Frey ist Gründer und Präsident des Verwaltungsrates von Horizon21.

Rainer-Marc Frey verfügt über langjährige, profunde Erfahrung im Investment Banking und ist ein anerkannter Experte im Bereich Alternativer Anlagen. Seine internationale Karriere begann er 1987 bei Merrill Lynch als Vice President im Bereich Aktienderivate. 1989 übernahm er als Director bei Salomon Brothers die Leitung der Handelsabteilungen in Zürich, Schweiz, und Frankfurt, Deutschland, bevor er als Head of Equity Syndicate nach London, England, übersiedelte.

1992 gründete er sein eigenes Unternehmen, die RMF Investment Group. Unter seiner Führung entwickelte sich RMF zu einem der führenden Anbieter von Alternativen Anlagen in Europa. RMF verwaltete Vermögenswerte von mehr als USD 9 Milliarden mit über 200 Mitarbeitenden und Büros in Pfäffikon SZ, New York, London und auf den Bahamas.

2002 gaben Man Group plc und RMF Investment Group die Akquisition von RMF bekannt und gründeten Man Investments.

Zwischen 2002 und 2005 hatte Rainer-Marc Frey verschiedene Senior-Executive-Positionen bei Man Investments inne und zeichnete maßgeblich für die erfolgreiche Integration der beiden Unternehmen verantwortlich.

Er hat einen Abschluss als lic. oec. HSG der Universität St. Gallen, Schweiz, Fachrichtung Finanzen und Banken.

Dr. Roland Füss

Roland Füss studierte Betriebswirtschaft an der Berufsakademie Lörrach und Volkswirtschaftslehre an der Universität Freiburg. Seit 1999 ist er Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Empirische Wirtschaftsforschung und Ökonometrie, wo er im November 2003 mit der Dissertation „Emerging Markets im internationalen Portfoliomanagement“ promovierte. Herr Füss ist Habilitand am Lehrstuhl für Finanzwirtschaft und Banken von Prof. Dr. Heinz Rehkugler. Herr Füss ist Verfasser von zahlreichen wissenschaftlichen Aufsätzen über alternative Anlagen in renommierten Zeitschriften.

Prof. Dr. William Fung

William Fung ist Visiting Research Professor des zur London Business School gehörenden BNP-Paribas Hedge Fund Centre. Herr Fung promovierte in Mathematik an der University of London sowie in Finanzwirtschaft an der University of Manchester. Er fungiert als Aufsichtsratsmitglied von Finanzunternehmen und ist derzeit Vorstandsvorsitzender der Maple Financial Group in Kanada sowie Aufsichtsratsmitglied der Maple Bank GmbH.

Prof. Dr. William N. Goetzmann

William Goetzmann ist ‚Edwin J. Beinecke‘- Professor of Finance and Management Studies der Yale School of Management und Direktor des angeschlossenen International Center for Finance. Des Weiteren ist Herr Goetzmann Research Associate des National Bureau of Economic Research in den USA. Er ist Autor von vier Büchern und zahlreicher akademischer Publikationen zu den Themengebieten Aktien, Hedgefonds, Investmentfonds, Real Estate- und Kunst-Investments. Herr Goetzmann hält einen B.A. des Yale College, einen MBA der Yale School of Management und einen Ph.D. in Operations Research der Yale University.

Prof. Dr. Greg N. Gregoriou

Greg N. Gregoriou ist Associate Professor of Finance und Koordinator des Fakultäts-research der zur State University of New York (Plattsburgh) gehörenden School of Business and Economics. Er promovierte in Finanzwirtschaft an der Universität von Québec in Montréal und ist der Hedgefonds-Herausgeber von Derivatives Use, Trading and Regulation. Herr Gregoriou hat über 45 Artikel über Hedgefonds und Managed Futures verfasst, welche in verschiedenen amerikanischen oder angelsächsischen akademischen Zeitschriften veröffentlicht wurden. Er ist Herausgeber und Autor von sieben Büchern, welche bei John Wiley & Sons und Elsevier verlegt wurden.

David Harding

David Harding ist Gründer und Mehrheitsaktionär von Winton Capital Management. Herr Harding schloss sein Studium der Naturwissenschaften mit Spezialisierung in Theoretischer Physik an der Universität Cambridge mit Auszeichnung im Jahr 1982 ab. Seine berufliche Karriere begann er als Marktanalyst in London. Im Jahr 1987 war er Gründungsgesellschafter von Adam, Harding and Lueck (AHL), welches sich im Laufe der Jahre zu einem der weltweit führenden Futures-Handelssysteme entwickelte. Zwischen 1991 und 1994 verkaufte Herr Harding seine Anteile an AHL an E D & F Man (heute: Man Group PLC) und blieb als Leiter der Geschäftseinheit Quantitative Research bis 1996 bei Man. Im Jahr 1997 gründete David Harding Winton Capital Management.

Prof. Dr. Thomas Heidorn

Thomas Heidorn ist seit 1991 Professor für Bankbetriebslehre an der HfB – Business School of Banking and Finance in Frankfurt. Er ist Autor einer Vielzahl von Büchern, Artikeln und Arbeitsberichten. 1983 schloss er an der University of California, Santa Barbara, mit einem Master of Arts in Economics ab. Von 1984 bis 1987 war er als wissenschaftlicher Mitarbeiter an der Universität Kiel tätig, wo er 1986 seinen Doktor der Wirtschafts- und Sozialwissenschaften ablegte. Von 1988 bis 1991 arbeitete er bei der Dresdner Bank AG in der Abteilung Neuemissionen und war später als Vorstandsassistent verantwortlich für Treasury und Wertpapiergeschäft.

Christian Hoppe

Christian Hoppe ist als Divisional Partner Finance & Controlling im Corporate Banking der Dresdner Bank AG seit 2004 für das Performancereporting des Bereichs Structured Finance zuständig. Im Jahr 2003 beendete Herr Hoppe sein Studium der BWL an der Universität Essen als Diplom-Kaufmann. Er ist außerdem Autor des Buches „Derivate auf Alternative Investments – Konstruktion und Bewertungsmöglichkeiten“ (Gabler Edition Wissenschaft, 2005).

Prof. Dr. David A. Hsieh

David A. Hsieh ist Professor of Finance an der zur Duke University gehörenden Fuqua School of Business. Herr Hsieh erhielt seinen B.Sc. von der Yale University 1976 für die beiden Schwerpunkte Volkswirtschaft und Mathematik und promovierte im Jahr 1981 am Massachusetts Institute of Technology. Von 1981 bis 1989 unterrichtete er an der Graduate School of Business der University of Chicago. Im Jahr 1989 wechselte er zur Duke University. Er ist Autor mehrerer akademischer Beiträge, die in internationalen Zeitschriften veröffentlicht wurden und Finance-Herausgeber der Zeitschrift Management Science.

Prof. Dr. Georges Hübner

Georges Hübner ist der 'Deloitte'- Professor of Financial Management der HEC Management School – University of Liège und Associate Professor of Finance der Maastricht University. Er hat verschiedene Artikel über Kreditrisiken, Hedgefonds und Derivate in führenden akademischen Zeitschriften und Büchern publiziert. Georges Hübner ist außerdem der Erfinder des Generalized Treynor Ratio, eines einfachen Performancemaßes für aktiv verwaltete Portfolios. Herr Hübner promovierte an der INSEAD – The European Institute of Business Administration in Fontainebleau bei Paris.

Prof. Dr. Roger G. Ibbotson

Roger G. Ibbotson ist Vorstandsvorsitzender von Ibbotson Associates, der Firma, welche er im Jahr 1977 gründete. Er ist außerdem Professor der Finanzwirtschaftspraxis der Yale School of Management in New Haven, Connecticut. Er veröffentlicht regelmäßig Artikel und ist Mitherausgeber von akademischen Zeitschriften. Er gewann verschiedene Auszeichnungen, darunter den Review of Financial Studies Award (Best Paper: 1992) sowie die Graham and Dodd Scroll-Auszeichnungen 1980, 1982 und 1984. Herr Ibbotson hält einen Bachelor-Abschluss in Mathematik der Purdue University, einen Master in Finance der Indiana University und promovierte in Volks- und Finanzwirtschaft an der University of Chicago Graduate School of Business, wo er im Anschluss über zehn Jahre unterrichtete.

Alexander M. Ineichen, CFA, CAIA

Alexander Ineichen ist Senior Investment Officer im Alternative Investment Solutions (AIS) Team, einer Geschäftseinheit von Alternative & Quantitative Investments (A&Q) bei UBS Global Asset Management. Seine Laufbahn begann er 1988 beim Schweizerischen Bankverein in der Entwicklung und dem Vertrieb von derivativen Finanzinstrumenten. Bis Juli 2005 übte er verschiedene Positionen im Derivate- und Hedgefonds-Research für UBS Investment Bank aus. Zwei seiner Studien sind zurzeit die meist gedruckten Research-Publikationen in der dokumentierten Geschichte von UBS. Er ist außerdem Autor des Buches „Absolute Returns – Risk and Opportunities of Hedge Fund Investing“ (Wiley, 2002).

Dr. Lars Jaeger, CFA, FRM

Lars Jaeger ist als Partner der Partners Group in Zug, Schweiz, für den Bereich Quantitative Analyse und Risikomanagement für Hedgefonds zuständig. Nach seinem Studium der Physik und Philosophie an der Universität Bonn und der École Polytechnique in Paris promovierte er am Max-Planck-Institut für Physik komplexer Systeme in Dresden im Bereich Theoretische Physik. Seine Berufskarriere begann Lars Jaeger bei der Olsen & Associates AG in Zürich. Anschließend war er bei Credit Suisse Asset Management für das Risikomanagement und die quantitative Hedgefonds-Analyse

verantwortlich. Im Juli 2000 war Herr Jaeger Gründungsgesellschafter der saisGroup AG, Zug, die sich 2001 der Partners Group anschloss. Er ist Autor von drei Büchern, Verfasser verschiedener wissenschaftlicher Artikel und regelmäßiger Sprecher auf diversen Fachtagungen.

Prof. Dr. Philippe Jorion

Philippe Jorion ist Professor of Finance an der Paul Merage School of Business der University of California in Irvine. Er hält einen MBA und einen Ph.D. der University of Chicago und ein Diplom in Engineering von der Universität Brüssel. Herr Jorion ist Autor von über 70 Artikeln zu den Themen Risikomanagement und International Finance. Er ist außerdem Preisträger des Smith Breeden Prize im Jahr 1999, welcher für den besten Beitrag im Journal of Finance verliehen wird. Herr Jorion ist Herausgeber des Journal of Risk und ist Mitglied des Herausgeberausschusses von mehreren akademischen Zeitschriften. Er ist außerdem Autor mehrerer Bücher, darunter „Value at Risk: The New Benchmark for Managing Financial Risk“ (McGraw-Hill, 2006) und „Financial Risk Manager Handbook“ (Wiley, 2005).

Andreas Kalusche

Andreas Kalusche arbeitet als Co-Head Fixed Income Sales für Deutschland und Österreich bei JPMorgan in Frankfurt. Bevor Herr Kalusche vor fünf Jahren zu JPMorgan stieß, war er sieben Jahre bei HSBC Trinkaus beschäftigt. Von 1995 bis 1997 arbeitete Herr Kalusche für die HSBC in London. Im Jahr 1993 hat er sein Studium der Wirtschaftswissenschaften in Hannover und Rouen als Diplom-Ökonom abgeschlossen.

Prof. Dr. Harry M. Kat

Harry M. Kat ist Professor of Risk Management und Direktor des Alternative Investment Research Centre der Sir John Cass Business School an der City University in London. Bevor Herr Kat in die akademische Welt zurückkehrte, war er Head of Equity Derivatives Europe bei der Bank of America in London, Head of Derivatives Structuring and Marketing bei First Chicago in Tokyo und Head of Derivatives Research bei MeesPierson in Amsterdam. Er hält einen M.Sc. und Ph.D.-Abschluss in Volkswirtschaft und Ökonometrie der Tinbergen Graduate School of Business der Universität von Amsterdam. Herr Kat ist Mitglied des Herausgebervorstands mehrerer internationaler akademischer Zeitschriften. Er ist Verfasser verschiedener Artikel in akademischen Zeitschriften und Autor des Buches „Structured Equity Derivatives“ (Wiley, 2001).

Christoph D. Kauter

Christoph D. Kauter arbeitet als Commodity Broker bei Man Group Plc in London. Zuvor leitete er mehrere Jahre den Energy Derivatives Broking Desk von Tradition Fi-

nancial Services GmbH in Frankfurt am Main. Davor hat er vier Jahre als Aktienhändler in Frankfurt und London bei Dresdner Kleinwort Wasserstein gearbeitet. Zuvor war er bei der Deutschen Bank im M&A-Bereich tätig. Herr Kauter ist Diplom-Betriebswirt der HfB – Business School of Finance and Management in Frankfurt.

Karin Kisling

Karin Kisling ist Geschäftsführerin, Vorstand und Chief Investment Officer der Benchmark Capital Management GmbH in Wien. Von 1987 bis 1994 war Frau Kisling bei der GiroCredit (heute Erste Bank), zuletzt als Leiterin der Fixed Income-Abteilung. Danach war sie als Global Treasurer mitverantwortlich für den Turnaround der HTM AG, von April 1996 bis Mai 1997 Geschäftsführerin der Wiener Niederlassung der Vontobel Asset Management und ab Mai 1997 General Manager bei der Rabobank International, wo sie in Budapest die Osteuropa-Aktivitäten und später in London die Leitung des Trading für Fixed Income in Local Currency übernahm, bevor sie im Jahr 1999 zu Benchmark wechselte. Karin Kisling ist Magistra der Sozial- und Wirtschaftswissenschaften und ist Gast-Dozentin am Finanzinstitut der Karl-Franzens-Universität in Graz.

Prof. Dr. Peter Klein, CFA

Peter Klein ist Principal und Portfoliomanager bei KCS Fund Strategies Inc. und Mitglied des KCS Investment Committee. Zusätzlich ist Herr Klein Associate Professor of Finance der Simon Fraser University. Seine Untersuchungen zu Derivaten, Asset Pricing und Hedgefonds wurden in führenden akademischen Zeitschriften veröffentlicht. Er hält einen Ph.D. in Finance der University of Toronto sowie einen M.B.A., LL.B. und B.Sc. von der University of Western Ontario.

Anders Kulp, M.Sc.

Anders Kulp ist seit 1998 als Market Maker/Händler bei Estlander & Rönnlund Financial Products Ltd tätig. Herr Kulp erhält 1998 einen M.Sc. in Finance der Swedish School of Economics and Business Administration in Finnland. Zuvor war er als Wissenschaftlicher Mitarbeiter bei der Swedish School of Economics and Business Administration in Finnland tätig.

Dr. R. MacFall Lamm

Herr Lamm ist Chief Investment Strategist für die Global Investment Management Group der Deutsche Bank in London und New York sowie Investment Strategist für DB Absolute Return Strategies. Zuvor arbeitete Dr. Lamm in der Investment Banking-Gruppe von Bankers Trust von 1994 bis 1996 und als Chef-Volkswirt der Rohstoff-Börse in New York. Er unterrichtete als Adjunct Professor an der University of Minnesota, der University of Maryland, der George Mason University sowie weiteren Instituten. Herr Lamm promovierte am Virginia Polytechnic Institute.

Prof. Dr. François-Serge Lhabitant

François-Serge Lhabitant ist Head of Investment Research bei Kedge Capital in London. Zuvor war er als Head of Quantitative Analysis and Risk Management der Alternative Asset Management Group bei der Union Bancaire Privée in Genf sowie als Direktor bei UBS/Global Asset Management in Zürich für die quantitative Modellierung von Hedgefonds verantwortlich. Auf der akademischen Seite ist Herr Lhabitant Professor of Finance der HEC University of Lausanne in der Schweiz sowie der EDHEC Business School in Frankreich. Er ist außerdem im wissenschaftlichen Beirat der Autorité des Marchés Financiers, der französischen Regulierungsbehörde. Professor Lhabitant ist Verfasser zahlreicher Artikel in akademischen Zeitschriften und Autor bzw. Herausgeber von sieben Büchern.

Prof. Dr. Bing Liang

Bing Liang ist Associate Professor of Finance und Faculty Associate des Center for International Securities and Derivatives Markets (CISDM) an der zur University of Massachusetts gehörenden Isenberg School of Management in Amherst. Er hält einen M.Sc. in Statistik von der Chinese Academy of Science und einen Ph.D. in Finanzwirtschaft von der University of Iowa. Er unterrichtete zuvor an der Weatherhead School of Management, Case Western Reserve University. Die Untersuchungen von Professor Liang zum Thema Hedgefonds und Investmentfonds sind in führenden akademischen Zeitschriften veröffentlicht worden. Er ist außerdem im Herausgeberbeirat des Journal of Investment Management und des Journal of Alternative Investments.

Dr. Jan G. Loeyes

Jan G. Loeyes ist Managing Director und Global Head of Market Strategy bei JPMorgan in London. Herr Loeyes arbeitet seit 1986 bei JPMorgan, zunächst in New York in den Abteilungen International Economics und Markets Research, bevor er 1992 nach London wechselte. Bevor er zu JPMorgan kam, war Herr Loeyes Senior Economist der Federal Reserve Bank of Philadelphia. Er lehrte Finance und Economics an der UCLA, The Wharton School, NYU, sowie an der Fordham University. 1975 erwarb Herr Loeyes ein Lic. in Economics und einen Bac. in Philosophie von der Katholieke Universiteit te Leuven (Belgien), 1982 wurde ihm der Doktorgrad (Ph.D. in Economics) von der UCLA verliehen.

Prof. Dr. Christopher K. Ma, CFA

Christopher Ma ist Professor für angewandte Investments an der Stetson University in DeLand, Florida. Er promovierte im Jahr 1983 an der University of Illinois in Urbana-Champaign. Im Jahr 1995 gründete Dr. Ma die KCM Asset Management Group, Inc. Er war Director of Quantitative Research bei Ned Davis Research, Inc. und Hedgefonds-Manager bei George Weiss Associates.

Prof. Dr. Lionel Martellini

Lionel Martellini ist Professor of Finance der EDHEC Graduate School of Business und Wissenschaftlicher Direktor des EDHEC Risk and Asset Management Research Center. Zuvor lehrte er an der finanzwirtschaftlichen Fakultät der Marshall School of Business der University of Southern California. Herr Martellini hält Master-Abschlüsse in Betriebswirtschaft, Volkswirtschaft, Statistik und Mathematik und hat in Finanzwirtschaft an der Haas School of Business der University of California in Berkeley promoviert. Er ist Mitglied des Herausgeberbeirats des Journal of Alternative Investments sowie des Journal of Portfolio Management. Herr Martellini ist Co-Autor verschiedener Artikel und mehrerer Bücher.

Christian Moersch

Christian Moersch ist als Institutional Sales im Bereich Credit Capital Markets bei HVB Corporates & Markets tätig. Er hat Betriebswirtschaft an der Universität Trier und der Loughborough University, Großbritannien, mit dem Schwerpunkt Geld/Kredit/Finanzierung studiert. Herr Moersch ist Autor der HVB-Marktstudie „Dach-Hedgefonds in Deutschland – Eine Studie des Investmentverhaltens institutioneller Anleger“.

Patrick Moerth

Patrick Moerth ist Hedgefonds-Analyst bei Credit Suisse und verantwortlich für die Strategien Global Macro und Managed Futures. Seine Karriere hat er als Hedgefonds-Analyst bei FERI Alternative Assets gestartet. Patrick Moerth hat an der Universität Wien Internationale Betriebswirtschaft studiert und hält einen European Masters of Business Sciences. Derzeit ist er Doktorand an der Universität St. Gallen.

Dr. Pierre-Yves Moix, CFA, FRM

Pierre-Yves Moix ist Chief Risk Officer von RMF Investment Management und Mitglied des Management- und Anlagestrategieausschusses und seit 2000 bei RMF. Vorher war Dr. Moix vier Jahre Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Operations Research der Universität St. Gallen. Von 1994 bis 1996 war er als Derivatespezialist bei der Credit Suisse und von 1992 bis 1994 als quantitativer Analyst bei der UBS tätig. Dr. Moix absolvierte an der Universität St. Gallen ein Promotionsstudium der Finanzwirtschaft und ein Diplomstudium der Betriebswirtschaft und erwarb außerdem ein Diplom der Universität Neuenburg, Schweiz, im Studiengang Statistik. Er hat zahlreiche Artikel über Finanzthemen veröffentlicht und ist Autor des Buches „The Measurement of Market Risk“ (Springer, 2001).

Prof. Dr. Narayan Y. Naik

Herr Naik ist Associate Professor of Finance, Direktor des Investment Management Programms und Direktor des Centre for Hedge Fund Research and Education an der London Business School. Seine akademische Laufbahn begann er am Indian Institute of Technology (IIT) in Mumbai und dem Indian Institute of Management (IIM) in Ahmedabad. Im Anschluss promovierte er im Bereich Finanzwirtschaft an der Duke University in North Carolina. In den vergangenen zehn Jahren sind seine Forschungsergebnisse in den renommiertesten akademischen Zeitschriften veröffentlicht worden.

Prof. Dr. Nicolas Papageorgiou

Nicholas Papageorgiou ist Assistant Professor am Lehrstuhl für Finanzwirtschaft an der HEC Montréal. Er ist Autor mehrerer Artikel und Buchbeiträge zum Themenkomplex der Performancemessung von Hedgefonds und Managed Futures. Seine Artikel wurden in renommierten akademischen Zeitschriften wie dem Journal of Futures Markets oder dem Journal of Fixed Income abgedruckt. Er schloss seine Promotion im Jahr 2002 am ISMA Centre, University of Reading, Großbritannien, ab.

Dr. Angelo Ranaldo

Angelo Ranaldo ist Senior Economist bei der Swiss National Bank in Zürich. Er begann seine Karriere bei Olsen & Associates in Zürich. Anschließend war er als Associate Director bei UBS Global Asset Management für die Asset Allocation und das Risikomanagement zuständig. Herr Ranaldo studierte Betriebswirtschaftslehre an der University L. Bocconi, Italien, und promovierte anschließend an der Universität von Fribourg, Schweiz.

Prof. Dr. Heinz Rehkugler

Herr Rehkugler war nach dem Studium der Betriebswirtschaftslehre, Promotion und Assistentenzeit an der Universität München von 1975 bis 1977 Geschäftsführer und Mitinhaber einer Unternehmensberatungsgesellschaft. Danach übernahm er den Lehrstuhl für Finanzierung an der Universität Bremen, den er bis 1988 innehatte. 1988 wechselte er auf den Lehrstuhl für Finanzwirtschaft an der Universität Bamberg. Seit 1994 ist er Inhaber des Lehrstuhls für Finanzwirtschaft und Banken an der Universität Freiburg. Seine Hauptarbeitsgebiete sind die Analyse von Unternehmen und Finanzprodukten mit quantitativen Methoden, Immobilienökonomie und privates Vermögensmanagement.

Dr. Ruy M. Ribeiro

Ruy M. Ribeiro ist als Vice President und Global Market Strategist für JPMorgan in London tätig. Herr Ribeiro lehrte Advanced Portfolio Management an der Wharton

School of Business sowie Finance, Economics und Econometrics an der University of Chicago und an der Pontifical Catholic University in Rio de Janeiro. Herr Ribeiro besitzt den Doktorgrad der University of Chicago (Ph.D. in Finance), wo er auch einen MBA in Finance erwarb. An der Pontifical Catholic University in Rio de Janeiro absolvierte er ein BA- und ein MA-Studium in Economics.

Fabrice Rouah

Fabrice Douglas Rouah ist Doktorand in Finanzwirtschaft an der McGill University in Montréal, Kanada. Zuvor war er Wissenschaftlicher Mitarbeiter und Lehrbeauftragter in den Bereichen Mathematik und Statistik der McGill University. Herr Rouah ist Co-Autor und Co-Herausgeber von vier Büchern über Hedgefonds und Managed Futures. Sein Research zu Alternative Investments ist in über einem Dutzend akademischer Zeitschriften erschienen.

Prof. Dr. Frank Schuhmacher

Frank Schuhmacher ist Inhaber der Professur für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Finanzierung und Investition, an der Universität Leipzig. Davor war er von 1997 bis 2004 an den Universitäten Bonn und Aachen als Wissenschaftlicher Mitarbeiter tätig. In dieser Zeit verfasste er seine Habilitationsschrift „Unternehmensfinanzierung und Produktmarktwettbewerb“, die 2002 mit dem Friedrich-Wilhelm-Preis der RWTH Aachen ausgezeichnet wurde. Davor promovierte er von 1993 bis 1996 im Rahmen des European Doctoral Program in Quantitative Economics an den Universitäten Tel Aviv und Bonn. Seine Forschungsinteressen liegen in dem Bereich der theoretischen und empirischen Kapitalmarktforschung.

Julian Shaw, CFA

Herr Shaw ist Head of Risk Management bei Permal Investment Management Services Limited in London. Zuvor war er Global Head of Market Risk bei Barclays Capital und Vice President für neue Produkte am Zinsderivate-Desk bei CIBC. Seine berufliche Karriere begann er als quantitativer Analyst bei Gordon Capital, einem Market Maker für kanadische Futures und Optionen. Herr Shaw hält einen Master-Abschluss in Mathematik.

Prof. Dr. Friedrich Thießen

Friedrich Thießen ist Inhaber des Lehrstuhls für Finanzwirtschaft und Bankbetriebslehre an der Technischen Universität Chemnitz. Er studierte Volkswirtschaftslehre in Köln, Frankfurt und den USA. Anschließend promovierte Herr Thießen an der Universität Köln und habilitierte an der Universität Frankfurt. Er ist Vorstandsmitglied des Rhein-Main-Instituts in Darmstadt und geschäftsführender Direktor des Network

for Financial Studies (Chemnitz, Dresden, Leipzig). Herr Thießen ist außerdem Autor zahlreicher Fachartikel, die in akademischen Zeitschriften veröffentlicht wurden und Herausgeber mehrerer Bücher.

Mathieu Vaissié, M.Sc.

Mathieu Vaissié ist Senior Research Engineer des EDHEC Risk and Asset Management Research Centre, wo er auch Co-Head des Index- und Benchmarking-Forschungsprogramms ist. Er hält einen Master-Abschluss in Betriebswirtschaft und ist Doktorand der University of Paris IX-Dauphine. Seine Forschungsschwerpunkte sind das Benchmarking von Hedgefonds-Renditen und optimale Allokationsentscheidungen betreffend Hedgefonds.

Dr. Nicholas Verwilghen

Nicholas Verwilghen ist Partner und Head of Quantitative Research bei EIM. Er begann seine Berufskarriere im Bereich des Asset Management Consulting beim Swiss Institute of Banking and Finance, wo er unter anderem als Projektmanager für UBS und Bank Leu tätig war. Im Jahr 1997 wurde er Mitglied eines Teams, welches eine Privatbank in Zürich verwaltete. Dr. Verwilghen trat der EIM S.A. im Februar 2000 bei. Er übernahm die Verantwortung für das European Research und Portfoliomanagement und im Folgenden als Leiter der Niederlassung in Zürich die Verantwortung für die Geschäftsentwicklung in den deutschsprachigen Ländern. Seit Januar 2004 ist Herr Verwilghen verantwortlich für die Entwicklung des quantitativen Research und der Risikomanagement-Prozesse bei EIM. Herr Verwilghen promovierte an der Universität St. Gallen.

Dr. Ursula Walther

Frau Walther ist Juniorprofessor für Finanzdienstleistungsmanagement (im Vorgriff) an der Technischen Universität Bergakademie Freiberg. Frau Walther studierte Mathematik an der Universität Bonn und promovierte im Jahr 1998 an der Universität Gießen. Anschließend studierte sie Betriebswirtschaftslehre an der Universität Bonn und der FernUniversität Hagen. Von 1998 bis 2000 war sie als Portfoliomanagerin bei der Allianz Asset Management GmbH in München und von 2000 bis 2001 als Leiterin des Asset & Liability Managements bei der Envia Energie Sachsen Brandenburg AG in Chemnitz tätig. Von Oktober 2001 bis 2003 war Frau Walther Assistentin am Lehrstuhl für Investition, Finanzierung und Bankbetriebslehre an der Technischen Universität Bergakademie Freiberg.

Dr. Thomas Weber

Thomas Weber ist Partner und Head of Hedge Fund Investment Management bei LGT Capital Partners AG in der Schweiz. Er hält einen MBA in Finance der Georgia State

University, welchen er auf Basis eines Fulbright-Stipendiums erlangte. Im Anschluss promovierte er in Betriebswirtschaft an der St. Gallen Graduate School of Business, wo er auch von 1990 bis 1995 auf Teilzeitbasis Vorlesungen hielt. Er ist Verfasser verschiedener Artikel sowie Autor des Buches „Das Einmaleins der Hedge Funds“ (Campus, 2004).

Dr. Georg Wessling

Georg Wessling arbeitet seit Januar 2005 im Portfoliomanagement der Harcourt Investment Consulting AG in Zürich. Zuvor war er seit 1995 als Investment Consultant für institutionelle Investoren, vor allem Schweizer Pensionskassen, tätig. Georg Wessling studierte zunächst Theologie an den Universitäten Münster und Nijmegen, Niederlande. Anschließend absolvierte er das Studium der Wirtschaftswissenschaften an der Universität Bern, welches er 1995 mit dem Lizentiat abschloss. Nach einem Doktorandenstudium an der Universität Zürich wurde Georg Wessling 2003 mit einer Doktorarbeit über Anlagestrategien von Pensionskassen zum Dr.oec.publ. promoviert.

Thomas Wörner

Thomas Wörner studierte Betriebswirtschaftslehre an der Universität Passau. Nach dem Studium begann er im Jahr 2002 seine Tätigkeit bei JPMorgan im Bereich Fixed Income Sales in Frankfurt. Sein Schwerpunkt liegt auf strukturierten Produkten und Alternativen Investments. Zu seinen Kunden zählen Versicherungen und Pensionskassen.

Die Autoren Band 2

Prof. Dr. Noël Amenc

Noël Amenc ist Professor of Finance und Director of Research and Development der EDHEC Graduate School of Business und Vorsitzender des EDHEC Risk and Asset Management Research Centre. Seine Forschungsgebiete sind in den Bereichen des quantitativen Aktienmanagements, Portfolio-Performanceanalyse und Asset Allocation. Zu diesen Themengebieten hat er eine Vielzahl an Artikeln in akademischen Zeitschriften veröffentlicht sowie mehrere Bücher verfasst. Er ist Mit-Herausgeber des Journal of Alternative Investments und Senior Academic Fellow des Europlace Institute of Finance.

Ulrich Andratschke

Ulrich Andratschke ist seit 2001 Abteilungsleiter für Alternative Assets und Fondsbetreuung bei der Provinzial Nord West Lebensversicherung AG. In dieser Funktion ist er in der Kapitalanlage des gesamten Konzerns zuständig für Investments in Hedgefonds, Rohstoffen, CDO's, strukturierte Derivatprodukte sowie vertretungsweise für Private Equity. Bevor er 1995 in die Westfälische Provinzial als Rechtsvorgänger der Provinzial NordWest eintrat, war er im WestLB Konzern unter anderem als Senior Portfolio Manager und Gruppenleiter im Asset Management zuständig für internationale Rentenportfolios. Davor arbeitete er innerhalb des Konzerns für drei Jahre als Salestrader für Fixed Income Produkte in London und für zwei Jahre in Düsseldorf. Nach dem Abschluss des Studiums als Diplom-Volkswirt in Köln 1983 sammelte er erste berufliche Erfahrung mit den Kapitalmärkten durch die Arbeit bei Nomura Securities in Frankfurt.

Christian Andres

Herr Andres erlangte den akademischen Grad des Diplom-Volkswirts an der Rheinischen-Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn. Zurzeit promoviert er am Lehrstuhl für Finanzwirtschaftslehre der Universität Bonn im Bereich „Empirical Corporate Finance“. Er hat bisher Studien zum Thema „Leveraged Buyouts“ und zur individualisierten Offenlegung von Vorstandsbezügen in Deutschland erstellt. Während seines Studiums und im Anschluss daran arbeitete Herr Andres u.a. für das Telekommunikationsunternehmen BT Ignite (München) sowie als Steuerassistent für die Bonner Sozietät HKF.

Dr. Mark Anson

Mark Anson ist Chief Executive Officer von Hermes Pensions Management Ltd. in London. Zuvor war er Chief Investment Officer des California Public Employees Retirement System (CalPERS). Herr Anson studierte Rechtswissenschaften an der Northwestern School of Law in Chicago und erhielt seinen Master in Finance sowie seinen Dokortitel von der Columbia University Graduate School of Business in New York. Herr Anson ist Autor von vier Büchern und über 60 Research-Artikeln, welche in akademischen Zeitschriften veröffentlicht wurden. Dr. Anson ist darüber hinaus im Herausgeber-Ausschuss von fünf internationalen akademischen Finanzzeitschriften.

Christian Behring

Christian Behring ist Senior Portfolio Manager der ZAIS Group LLC in New York. Bei ZAIS war Herr Behring zunächst für die Systementwicklung zuständig, bis er im Jahre 2000 in das Portfoliomanagement überwechselte. Zuvor arbeitete er in den Jahren 1997 und 1998 sowohl bei KPMG Frankfurt als auch bei der Salomon Brothers KAG, Frankfurt. Herr Behring studierte Wirtschaftsingenieurwesen an der Universität Karlsruhe.

André Betzer

Herr Betzer hat den akademischen Grad eines Diplom-Volkswirts an der Universität Bonn erhalten. Zurzeit promoviert er am Lehrstuhl für Finanzwirtschaftslehre der Universität Bonn im Bereich „Empirical Corporate Finance“ und doziert seit 2004 an der Mittelrheinischen Verwaltungs- und Wirtschaftsakademie Bonn über Investitionstheorie und -politik. Während seines Studiums arbeitete Herr Betzer an verschiedenen Projekten für die Deutsche Bundesbank (Frankfurt), Dresdner Kleinwort Wasserstein (Frankfurt und London) sowie für das Telekommunikationsunternehmen Ericsson (Düsseldorf).

Hans Christophers

Hans Christophers ist Mitgründer und Geschäftsführer der LPX GmbH. Nebenbei nimmt er eine Forschungstätigkeit im Bereich Finanzmarkttheorie am Wirtschaftswissenschaftlichen Zentrum der Universität Basel (WWZ) wahr. Er hat das Studium an der WHU Koblenz, der HEC Montréal und der LUISS Universität Rom als Diplom-Kaufmann abgeschlossen. Die Grundlage für seine heutigen Tätigkeiten bilden eine mehrjährige andauernde Teilnahme an einem Forschungsprojekt der Universität Basel im Bereich Private Equity sowie frühere Tätigkeiten in Beratungs- und Industrieunternehmen.

Christian Daynes, MA

Herr Daynes arbeitet seit 2003 im Distressed Debt Trading-Team des Zentralen Geschäftsfeldes Global Credit Operations der Commerzbank AG in Frankfurt am Main.

Davor war er seit 2001 als Analyst im Kreditrisikomanagement der Commerzbank AG tätig. Vorherige Arbeitgeber waren unter anderem Tochterunternehmen der Citigroup in Deutschland und der Allianz AG in Malaysia. Herr Daynes hält einen Bachelor- und Master-Abschluss in Finance von der HfB - Business School of Finance and Management in Frankfurt.

Ryan Marie Decker

Ryan Marie Decker ist qualitative Analystin im Event Driven-Team von RMF Investment Management mit Sitz in Pfäffikon, Schweiz. Zuvor war sie bei Swiss Re Capital Markets im Team für Versicherungsderivate tätig. Davor bewertete sie als Analystin bei Securitas Capital neue Investitionsmöglichkeiten für Private Equity- und Venture Capital-Portfolios. Ryan Marie Decker schloss ihr Volkswirtschaftsstudium an der Wharton School of Economics mit einem Bachelor of Science ab und erwarb einen Bachelor of Arts in International Studies an der School of Arts and Sciences der Universität von Pennsylvania.

Michèl Degosciu

Michèl Degosciu ist Mitgründer und Geschäftsführer der LPX GmbH. Nebenbei nimmt er eine Forschungstätigkeit im Bereich Finanzmarkttheorie am Wirtschaftswissenschaftlichen Zentrum der Universität Basel (WWZ) wahr. Er hat das Studium an der WHU Koblenz, am Trinity College Dublin und an der LUISS Universität Rom als Diplom-Kaufmann abgeschlossen. Bei seinen aktuellen Tätigkeiten kommen ihm seine früheren Erfahrungen in Private Equity- und Beratungsunternehmen sowie seine mehrjährige wissenschaftliche Auseinandersetzung mit der Anlageklasse Private Equity zugute.

Joseph Eagleeye, MBA

Joseph Eagleeye ist Gründungsgesellschafter und Portfoliomanager bei Premia Capital Management LLC in Chicago. Zuvor war er in der Software-Entwicklung für Handelsapplikationen im Aktienhandel bei Morgan Stanley tätig. Von 1994 bis 1998 arbeitete er bei Putnam Investment in der Derivative Strategies Group. Herr Eagleeye hält ein Diplom in Angewandter Mathematik von der Yale University und einen MBA von der University of California at Berkeley.

Claude B. Erb, MBA

Herr Erb ist Geschäftsführer der Trust Company of the West, wo er Zins- und Alternative Investment-Portfolios verwaltet. Er studierte Volkswirtschaft an der University of California in Berkeley und hält einen MBA der University of California at Los Angeles. Drei seiner Artikel, die zusammen mit Campbell Harvey im Financial Analysts Journal publiziert wurden, gewannen die Graham and Dodd-Auszeichnung.

Nora Engel-Kazemi

Nora Engel-Kazemi ist Steuerberaterin bei Deloitte Österreich und ist als Manager in der Fonds & Asset Management Group der Financial Services Industry-Line tätig. Sie ist hinsichtlich der aufsichtsrechtlichen und handelsrechtlichen Prüfung von Wertpapierdienstleistungsunternehmen und von Kapitalanlagegesellschaften, der steuerlichen Vertretung von Auslandsfonds, der Erstellung von Gutachten zu strukturierten Produkten und der aufsichtsrechtlichen Beratung sowie der Prüfung und Beratung von Privatstiftungen spezialisiert. Frau Engel-Kazemi studierte Handelswissenschaften an der Wirtschaftsuniversität Wien und der Universität Louis Pasteur in Straßburg.

Rainer-Marc Frey

Rainer-Marc Frey ist Gründer und Präsident des Verwaltungsrates von Horizon21.

Rainer-Marc Frey verfügt über langjährige, profunde Erfahrung im Investment Banking und ist ein anerkannter Experte im Bereich Alternativer Anlagen. Seine internationale Karriere begann er 1987 bei Merrill Lynch als Vice President im Bereich Aktienderivate. 1989 übernahm er als Director bei Salomon Brothers die Leitung der Handelsabteilungen in Zürich, Schweiz, und Frankfurt, Deutschland, bevor er als Head of Equity Syndicate nach London, England, übersiedelte.

1992 gründete er sein eigenes Unternehmen, die RMF Investment Group. Unter seiner Führung entwickelte sich RMF zu einem der führenden Anbieter von Alternativen Anlagen in Europa. RMF verwaltete Vermögenswerte von mehr als USD 9 Milliarden mit über 200 Mitarbeitenden und Büros in Pfäffikon SZ, New York, London und auf den Bahamas.

2002 gaben Man Group plc und RMF Investment Group die Akquisition von RMF bekannt und gründeten Man Investments.

Zwischen 2002 und 2005 hatte Rainer-Marc Frey verschiedene Senior-Executive-Positionen bei Man Investments inne und zeichnete maßgeblich für die erfolgreiche Integration der beiden Unternehmen verantwortlich.

Er hat einen Abschluss als lic. oec. HSG der Universität St. Gallen, Schweiz, Fachrichtung Finanzen und Banken.

Adrian Fröhling, MA

Adrian Fröhling erhielt seine wirtschaftswissenschaftliche Ausbildung in London, Paris und Frankfurt und schloss sein Studium zum Master of Arts in Banking & Finance an der HfB – Business School of Finance and Management im Jahr 2003 ab. Anschließend begann er seine berufliche Laufbahn als Analyst im Bereich Corporate Advisory der UBS Deutschland AG und verfügt über mehrjährige Erfahrung in der Betreuung von nationalen und grenzüberschreitenden M&A-Transaktionen mit Fokus auf den Mittelstand.

Gregor Gawron

Gregor Gawron ist als Hedgefonds-Analyst bei RMF Investment Management in Pfäffikon, Schweiz, tätig. Zu seinem Kernaufgabengebiet gehört die Auswahl von Hedgefonds, die auf neuen alternativen Märkten aktiv sind. Bevor er 2002 zu RMF stieß, arbeitete Gregor Gawron als Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Statistik und Ökonometrie der Universität Basel. Zu seinen Forschungsschwerpunkten gehörte die Analyse quantitativer Methoden im finanziellen Risikomanagement. Gregor Gawron erwarb seinen Master in Ökonometrie an der Universität Karlstad, Schweden, und befindet sich derzeit in der Schlussphase seines Doktorats in quantitativer Finance an der Universität Basel, Schweiz.

Stefan Geppert

Herr Geppert ist Partner bei Brauneis Klausner & Prändl Rechtsanwälte GmbH und ist in den Bereichen Bank-, Börse-, und Kapitalmarktrecht, Investmentfondsrecht, Gesellschaftsrecht, Mergers and Acquisitions und Europarecht tätig. Er ist auf die Auflage von alternativen Investmentprodukten (on-shore und off-shore), die (aufsichtsrechtliche) Beratung u.a. von Wertpapierdienstleistungsunternehmen sowie grenzüberschreitende Transaktionen und gesellschaftsrechtliche Umgründungen spezialisiert. Herr Geppert studierte Rechtswissenschaften an der Universität Wien und der University of Chicago.

Prof. Dr. Oliver Gottschalg

Herr Gottschalg lehrt und forscht an der HEC School of Management, Paris. Daneben koordiniert er als Research Fellow das Buyout Research Programm am INSEAD in Fontainebleau. Nach dem Studium des Wirtschaftsingenieurwesens an der TH Karlsruhe und dem MBA mit Schwerpunkt Finance an der Georgia State University arbeitete er mehrere Jahre als Unternehmensberater bei Bain & Company. Danach ging er ans INSEAD, wo er zunächst den Master of Science in Management erlangte, um danach sein Promotionsstudium zum Ph.D. aufzunehmen, welches ihn auch für mehrere Monate an die Wharton Business School führte. Er ist Autor zahlreicher internationaler Publikationen auf seinem Spezialgebiet rund um Performance-Benchmarking in Private Equity und Werttreiber in Buyout-Transaktionen. Neben seiner akademischen Arbeit ist er für zahlreiche Unternehmen der Private Equity-Industrie beratend tätig.

Florian Haagen

Diplom-Kaufmann Florian Haagen ist seit dem Abschluss seines Studiums der Betriebswirtschaftslehre, seit Juni 2004, Wissenschaftlicher Mitarbeiter und Doktorand am Institut für Kapitalmarktforschung und Finanzierung der Ludwig-Maximilians-Universität München. Derzeitige Forschungsprojekte umfassen die Finanzierungsstrukturen wagniskapitalfinanzierter Unternehmen in Deutschland und Großbritannien, sowie die Bedeutung externer Ratings für den deutschen Mittelstand.

Dr. Reinhold Hafner

Reinhold Hafner ist Managing Director der risklab germany GmbH in München. Nach seiner Banklehre studierte Herr Hafner Betriebswirtschaftslehre an der Universität Augsburg. In dieser Zeit gründete und leitete er auch die Firma Financial Software Systems. Im Jahre 1997 kam er als Financial Engineer zur risklab GmbH nach München. Seit dem Jahre 2001 leitete er dort den Bereich Market Analytics. Im Februar 2004 legte er seine Promotion zum Thema „Implied Volatility – A Factor-Based Model“ an der Universität Augsburg ab.

Prof. Dr. Campbell R. Harvey

Campbell R. Harvey ist der ‘Paul-Sticht’-Professor of International Business der Duke University und Research Associate des National Bureau of Economic Research in Cambridge, Massachusetts. Herr Harvey promovierte in Business Finance an der Universität von Chicago. Er ist außerdem ein international anerkannter Experte im Bereich dynamischen Portfolio- und Risikomanagements. Zusätzlich ist er Herausgeber bzw. Herausgeberbeirat mehrerer akademischer Zeitschriften und wird ab Juli 2006 die Herausgeberschaft des Journal of Finance übernehmen.

Prof. Dr. Thomas Heidorn

Thomas Heidorn ist seit 1991 Professor für Bankbetriebslehre an der HfB – Business School of Banking and Finance in Frankfurt. Er ist Autor einer Vielzahl von Büchern, Artikeln und Arbeitsberichten. 1983 schloss er an der University of California, Santa Barbara, mit einem Master of Arts in Economics ab. Von 1984 bis 1987 war er als Wissenschaftlicher Mitarbeiter an der Universität Kiel tätig, wo er 1986 seinen Doktor der Wirtschafts- und Sozialwissenschaften ablegte. Von 1988 bis 1991 arbeitete er bei der Dresdner Bank AG in der Abteilung Neuemissionen und war später als Vorstandsassistent verantwortlich für Treasury und Wertpapiergeschäft.

Markus Heinrich

Der Diplom-Wirtschaftsmathematiker Markus Heinrich ist seit 1998 für die Roland Eller Consulting GmbH als Senior-Berater und Trainer in den Bereichen Bewertung und Einsatz von Zinsprodukten, Derivaten und strukturierten Produkten und Handels- und Back-Office-Tätigkeit tätig. Seit Januar 2005 ist er in der Geschäftsführung der Roland Eller Consulting GmbH. Zuvor war Herr Heinrich mehr als sieben Jahre bei der Bayerischen Hypotheken- und Wechselbank in den Bereichen Risikocontrolling und Eigenhandel beschäftigt. Herr Heinrich ist Verfasser einer Reihe von Artikeln in Büchern und Fachzeitschriften.

Dr. Stefan Hepp

Stefan Hepp ist Gründungspartner der SCM AG. Vor der Gründung der SCM war Herr Hepp mehrere Jahre in London und Zürich für Morgan Stanley Dean Witter tätig und als Executive Director und Mitglied der Geschäftsleitung verantwortlich für das institutionelle Aktiengeschäft in der Schweiz. Stefan Hepp graduierte als MBA der University of Chicago Graduate School of Business sowie als Master in Economics der englischen University of Birmingham und absolvierte sein Doktorat an der Universität St. Gallen (HSG).

Claus Hilpold, CFA

Claus Hilpold ist Director Business Development bei der Firma Harcourt Investment Consulting AG in Zürich. Zuvor war Herr Hilpold bei der Commerzbank AG als Produktmanager für die Strukturierung von Hedgefonds-Derivaten verantwortlich. Er unterrichtet an der Finanzakademie der European Business School und hat bereits mehrere Fachartikel in namhaften deutschen Publikationen veröffentlicht. Ergänzend zu seinem Hochschuldiplom in Betriebswirtschaftslehre durchlief Claus Hilpold eine Bankmanagementausbildung an der Akademie Deutscher Genossenschaften in Montabaur.

Mark Hoffmann, MA

Mark Hoffmann ist zurzeit in London bei einem US Alternative Capital / Hedgefonds im Bereich Special Situations und Distressed Debt tätig. Zuvor arbeitete er im Bereich Corporate Finance, speziell in der Strukturierung von Finanzierungen für Leveraged Buyouts und sammelte besondere Erfahrung im High Yield- und Subordinated Debt-Bereich. Er arbeitete unter anderem für Commerzbank Securities, HVB Corporates & Markets und Dresdner Kleinwort Wasserstein in London, Frankfurt und München. Herr Hoffmann studierte Betriebswirtschaftslehre und hält einen Master Abschluss in Finance von der University of Western Sydney.

Christian Hoppe

Christian Hoppe ist als Divisional Partner Finance & Controlling im Corporate Banking der Dresdner Bank AG seit 2004 für das Performancereporting des Bereichs Structured Finance zuständig. Im Jahr 2003 beendete Herr Hoppe sein Studium der BWL an der Universität Essen als Diplom-Kaufmann. Er ist außerdem Autor des Buches „Derivate auf Alternative Investments – Konstruktion und Bewertungsmöglichkeiten“ (Gabler Edition Wissenschaft 2005).

Axel Hörger

Herr Hörger ist Managing Director und Geschäftsführer von Goldman Sachs Investment Management GmbH. Im Februar 1998 wechselte er innerhalb von Goldman,

Sachs & Co. aus dem Geschäftsbereich Fixed Income, Currency and Commodities in Frankfurt, wo er vier Jahre institutionelle Kunden in Deutschland, Österreich und Luxemburg betreute und für den Aufbau des Geschäfts mit Geschäftsbanken und Versicherungen verantwortlich war, zu Goldman Sachs Asset Management. Herr Hörger schloss 1993 sein Studium an der Johann-Wolfgang-Goethe-Universität in Frankfurt mit Auszeichnung als Diplom-Kaufmann ab.

Ivo Hubli, M.Sc.

Ivo Hubli ist Hedgefonds-Research-Analyst im Bereich Event Driven bei RMF Investment Management mit Sitz in Pfäffikon, Schweiz. Zwischen dem Studienabschluss und dem Arbeitsbeginn bei RMF 2004 war er als Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Swiss Banking Institute der Universität Zürich tätig. Ivo Hubli erwarb seinen Master in Finance an der Universität Zürich (summa cum laude) 2004.

Ralph Karels, MA

Ralph Karels studierte an der TU München Mathematik mit dem Nebenfach Wirtschaftswissenschaften und spezialisierte sich auf Stochastik und Martingaltheorie. Anschließend absolvierte er seinen Master of Arts Banking & Finance mit Schwerpunkt Investment Banking an der Hochschule für Bankwirtschaft in Frankfurt am Main. Von 2002 bis 2004 war er Portfoliomanager für quantitative strukturierte Aktien-Produkte bei Invesco und seit Mitte 2004 ist er im Spezialfondsmanagement mit Fokus quantitative Aktien- und Rentenprodukte bei der Deka Investment GmbH.

Dr. Joachim Kayser

Joachim Kayser ist Rechtsanwalt bei P+P Pöllath + Partner. Zuvor war er Assistent am Lehrstuhl für internationales Steuerrecht der Freien Universität Berlin. Nach einer Banklehre studierte er Rechtswissenschaften in Heidelberg und Berlin. Er ist spezialisiert auf die steuerliche und rechtliche Beratung von Investoren, Initiatoren und Intermediären im Bereich der Strukturierung von Finanzprodukten und Alternative Investments (insbesondere Hedgefonds, Immobilienfonds und Private Equity). Er ist Dozent an der Finanzakademie der European Business School in Oestrich-Winkel für den Intensivstudiengang „Hedgefonds“.

Dr. Martin Krause

Martin Krause ist Partner bei Linklaters, Oppenhoff & Räder in Frankfurt am Main. Er studierte an der Universität Mannheim Rechtswissenschaften und Betriebswirtschaftslehre. Seit 1996 ist er als Rechtsanwalt zugelassen. Er hat 1997 im Bereich Rechtswissenschaft promoviert. Im Jahr 2000 wurde er als Steuerberater bestellt. Zwischen 1996 und 1998 war er bei einer großen Wirtschaftsprüfungsgesellschaft beschäftigt.

Seit 1999 ist er im Steuerbereich von Oppenhoff & Rädler tätig, wo er 2002 zum Partner bestellt wurde. Er ist auf die Beratung im Bereich Financial Services spezialisiert und hat mehrere Artikel veröffentlicht.

Dr. Bernd Kreuter, CFA

Bernd Kreuter ist als Head of Private Equity bei Feri für das Management von Private Equity-Dachfonds zuständig. Vorher war er in der Corporate Finance Boutique area5f, bei der SAP AG im Bereich Banking sowie als Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Informatik der Humboldt Universität tätig. Bernd Kreuter ist Diplom-Mathematiker (Bonn, Paris) und hat Zusatzstudiengänge in Wirtschaftswissenschaften und Rechtswissenschaften abgeschlossen.

Rainer Lauterbach, MBA

Rainer Lauterbach leitet die Private Equity-Abteilung der Harald Quandt Holding. Als Geschäftsführer von QVentures, einer Schwestergesellschaft der Harald Quandt Holding, ist er parallel zuständig für direkte Investitionen in vorbörsliche Wachstumsunternehmen. Bevor er im Jahr 2000 zur Harald Quandt Holding stieß, arbeitete er bei IBM in Deutschland, den USA und Großbritannien sowie bei der Strategieberatung Value Partners in Mailand und Rom. Er hält einen MBA mit Fokus auf Entrepreneurial Management der Wharton Business School und promoviert derzeit als externer Doktorand im Fachbereich Finanzen an der J.W. Goethe Universität Frankfurt am Main.

Pierre Lequeux

Herr Lequeux ist Head of Currency Management bei ABM AMRO Asset Management in London. Er trat ABN im Juni 1999 als Senior Quantitative Currency Manager bei. Im Jahr 1987 begann Herr Lequeux seine berufliche Karriere bei der Banque Nationale de Paris in London, wo er sich zum Head of the Quantitative Research and Trading Desk hocharbeitete. Herr Lequeux studierte Internationaler Handel und hält ein Diplom der Forex Association. Er ist außerdem Associate Researcher des Centre for International Banking and Finance der Liverpool Business School. Er ist zudem im Herausgeberbeirat der akademischen Zeitschrift *Derivative, Use Trading & Regulation*.

Prof. Dr. Josh Lerner

Josh Lerner is der 'Jacob-H.-Schiff'-Professor of Investment Banking der Harvard Business School. Er ist Absolvent des Yale College mit einem speziellen Schwerpunkt in Physik sowie der Geschichte der Technologie. Er forschte mehrere Jahre zu Belangen der technischen Innovation und der öffentlichen Politik bei der Brookings Institution für eine öffentlich-private Projektgruppe sowie auf dem Capitol Hill. Anschließend promovierte er im Bereich Volkswirtschaft an der Harvard Business School. Sein

Forschungsgebiet sind die Struktur und die Rolle von Venture Capital und Private Equity-Organisationen.

Dr. Robert B. Litterman

Robert B. Litterman ist Managing Director und Director of Quantitative Resources bei Goldman Sachs Asset Management in New York. Gemeinsam mit Fisher Black ist er der Co-Entwickler des Black-Litterman Global Asset Allocation-Modells. Herr Litterman war Head der unternehmensweiten Risikoabteilung von Goldman Sachs, als er im Jahr 1994 Partner wurde. Zuvor war er acht Jahre gemeinsam mit Fisher Black im Research Department der Fixed Income Division als Co-Director tätig und für die Modellentwicklung verantwortlich. Herr Litterman hat eine Vielzahl von Arbeitsberichten veröffentlicht und ist Co-Autor von zwei Büchern. Bevor er zu Goldman Sachs ging, war Herr Litterman Assistant Vice President im Research Department der Federal Reserve Bank of Minneapolis und Professor der Volkswirtschaftslehre am Massachusetts Institute of Technology. Herr Litterman hält einen B.S. der Stanford University und einen Ph.D. in Volkswirtschaft der University of Minnesota. Im Jahr 2003 wurde Herr Litterman als einer der ersten Rekruten in die Risk Hall of Fame des Risk Magazine aufgenommen.

Prof. Dr. Philippe Malaise

Philippe Malaise ist Professor of Finance der EDHEC Graduate School of Business. Außerdem leitet er das Tactical Asset Allocation Program des EDHEC Risk and Asset Management Research Centre. Herr Malaise hat als Berater für verschiedene internationale Finanzinstitute im Bereich Active Asset Allocation gearbeitet.

Prof. Dr. Lionel Martellini

Lionel Martellini ist Professor of Finance der EDHEC Graduate School of Business und der Wissenschaftliche Direktor des EDHEC Risk and Asset Management Research Center. Zuvor lehrte er an der finanzwirtschaftlichen Fakultät der Marshall School of Business der University of Southern California. Herr Martellini hält Master-Abschlüsse in Betriebswirtschaft, Volkswirtschaft, Statistik und Mathematik und hat in Finanzwirtschaft an der Haas School of Business der University of California in Berkeley promoviert. Er ist Mitglied des Herausgeberbeirats des Journal of Alternative Investments sowie des Journal of Portfolio Management. Herr Martellini ist Co-Autor verschiedener Artikel und mehrerer Bücher.

Markus Mezger

Markus Mezger hat seine berufliche Laufbahn als Industriekaufmann bei der IBM Deutschland begonnen. Im anschließenden Studium der Volkswirtschaftslehre in Tübingen hat er seinen Schwerpunkt auf geld- und währungspolitische Fragen gelegt.

Das Zusatzstudium der russischen Sprache führte ihn mehrfach längere Zeit nach St. Petersburg und Moskau. Markus Mezger war von 1997 bis Juli 2005 Mitarbeiter der Baden-Württembergischen Bank. Bis 1999 leitete er die Bereiche Portfoliomanagementsysteme und Anlagestrategie Osteuropa. Von 1999 bis 2005 war er für die globale Anlagestrategie im Aktien- und Rohstoffbereich verantwortlich. Seit August 2005 ist Herr Mezger Direktor der Tiberius Asset Management AG. Seine Aufgabenbereiche umfassen Research und Portfoliomanagement.

Dr. Peter Oertmann

Peter Oertmann ist Mitgründer, Delegierter des Verwaltungsrates und CEO der Vescore AG mit Sitz in St. Gallen und München. Er blickt zurück auf eine langjährige Erfahrung als Berater institutioneller Investoren in den Bereichen Global Asset Allocation und Portfoliosteuerung. Eine mehrjährige Tätigkeit in der Kapitalmarktforschung am Schweizerischen Institut für Banken und Finanzen der Universität St. Gallen bildet die Basis für seine wissenschaftliche Expertise. Er verfügt über einen Masters in Economics der University of Georgia (USA), einen Abschluss als Diplom-Kaufmann der Universität Bielefeld sowie über eine Promotion in Wirtschaftswissenschaften an der Universität St. Gallen. Er ist als Lehrbeauftragter der Universitäten Basel und St. Gallen engagiert und gibt in Buch- und Zeitschriftenpublikationen regelmäßig Denkanstöße zu Fragen des Portfolio- und Risikomanagements.

Dr. Matthäus Den Otter

Dr. Matthäus Den Otter ist Geschäftsführer der Swiss Funds Association in Basel. Vorher war er nebst 2-jähriger Tätigkeit in der Geschäftsleitung einer schweizerischen Kapitalanlagegesellschaft über 15 Jahre bei der Eidgenössischen Bankenkommision in Bern in der Fondsaufsicht tätig. Er war dort maßgeblich an der Genehmigung der ersten Single- und Dach-Hedgefonds schweizerischen Rechts beteiligt. Er ist Absolvent der Swiss Banking School und promovierte in Rechtswissenschaften an der Universität Zürich.

Dr. Ivan Petej

Herr Petej ist Assistant Currency Manager bei ABN AMRO Asset Management in London. Er fokussiert sich auf die Forschung und Entwicklung des Währungs-Investmentansatzes und die Verbesserung der Prognose-Tools. Herr Petej promovierte 2002 im Bereich der stochastischen Quantenphysik an der Oxford University. Er hält außerdem einen BA (1997) und einen Master-Abschluss (1998) jeweils in statistischer Physik von der University of Cambridge.

Thomas Petschnigg, CFA

Herr Petschnigg ist Associate bei Goldman Sachs Asset Management in Frankfurt. Vor seinem Eintritt als Analyst bei Goldman Sachs im Juli 2000 studierte Herr Petschnigg

Betriebswirtschaft an der European Business School in Oestrich-Winkel. Während seines Studiums, das er mit Auszeichnung als Diplom-Kaufmann abschloss, studierte er im Rahmen eines Austauschprogramms an der University of California in Berkeley und an der École Supérieure de Commerce in Dijon. Weitere Berufserfahrung im Asset Management sammelte er bei der Banque Générale du Luxembourg in Luxemburg, bei Merrill Lynch in San Francisco und bei Salomon Smith Barney in Frankfurt.

Michael Pilz

Herr Pilz studierte Wirtschaftsmathematik an der Universität Augsburg. Bevor er im Juli 2005 seine Tätigkeit als Structured Credit Analyst bei ZAIS begann, war Herr Pilz als Consultant für ZGIAL, einem Tochterunternehmen von ZAIS tätig. Herr Pilz startete seine berufliche Karriere bei der Versicherungskammer Bayern in München im Jahre 2002. Als Mitglied der Abteilung für Alternative Investments betreute er deren Investments in ABS- und CDO- Papiere.

Achim Pütz

Rechtsanwalt Achim Pütz ist Partner im Münchener Büro der internationalen Rechtsanwaltskanzlei SJ Berwin LLP. Mit 13-jähriger Berufserfahrung berät er eine internationale Klientel im Kapitalmarkt- und Investmentrecht mit besonderem Augenmerk auf Investmentfonds, Hedgefonds, Strukturierte Alternative Investments-Produkte und Aufsichtsrecht. Er ist Autor zahlreicher Veröffentlichungen und hält regelmäßig Vorträge über investmentrechtlich relevante Themen. Herr Pütz ist Gründer und 1. Vorsitzender des Bundesverbandes Alternative Investments e.V. und Council Member der Alternative Investment Management Association (AIMA).

Dr. Serge Ragotzky

Serge Ragotzky hat sein international ausgerichtetes wirtschaftswissenschaftliches Studium 1995 an der Universität Bonn abgeschlossen und anschließend an der Handelshochschule Leipzig berufsbegleitend promoviert. Er hat viele Jahre in Frankfurt und London als Investment Banker gearbeitet und eine größere Zahl von M&A- und Kapitalmarkttransaktionen beratend begleitet. Dr. Ragotzky ist seit 2003 im Bereich Corporate Advisory der UBS Deutschland AG tätig. Als Director ist er dort mit Transaktionen mit eigentümergeführten Unternehmen befasst und insbesondere für den Immobiliensektor verantwortlich.

Odile Renner

Frau Renner ist Partner bei PricewaterhouseCoopers Luxemburg. Das Studium der Rechtswissenschaften an den Universitäten Saarbrücken, Paris und Straßburg schloss sie mit dem Master of International Law (D.E.A.) ab. Nach mehrjäh-

riger Tätigkeit bei international agierenden Kanzleien in New York und Paris ist sie seit 1998 bei PricewaterhouseCoopers Luxemburg tätig. Hier leitet sie den Bereich Aufsichtsrecht/Investmentprodukte.

Dr. Andreas Richter, LL.M.

Andreas Richter LL.M. (Yale) ist Rechtsanwalt und Fachanwalt für Steuerrecht bei P+P Pöllath + Partner und Geschäftsführer des Berliner Steuergespräche e.V. Als Anwalt ist er spezialisiert auf die rechtliche und steuerliche Beratung von privaten Großvermögen und Stiftungen. Seit mehreren Jahren hält er an der Universität St. Gallen als Lehrbeauftragter einen Kurs zu Errichtung und Management von Family Offices und Stiftungen.

Catherine Rückel

Frau Rückel ist Partner bei PricewaterhouseCoopers Luxemburg und gehört seit 1993 dem Unternehmen an. Nach dem Studium der Betriebswirtschaftslehre war sie zunächst im Bereich Financial Services sowohl in Luxemburg als auch in Deutschland tätig. Nach dem Steuerberaterexamen spezialisierte sie sich auf den Bereich Investment Management und leitet seit 2001 den Bereich Investmentsteuerrecht. Sie vertritt PricewaterhouseCoopers in verschiedenen internationalen Arbeitsgruppen und als Mitglied des Bundesverbandes Alternative Investments e.V. Daneben ist sie Autorin zahlreicher Fachartikel.

Prof. Dr. Markus Rudolf

Markus Rudolf ist Ordinarius und seit 1998 Inhaber des Lehrstuhls für Finanzen an der Wissenschaftlichen Hochschule für Unternehmensführung WHU -- Otto-Beisheim-Hochschule und Leiter des Finanzzentrums an der WHU. Zudem ist er Gastprofessor an der Wirtschaftsuniversität Wien. Zuvor promovierte er und habilitierte sich an der Universität St. Gallen. Er ist Mitglied des Redaktionsausschusses der Zeitschrift Financial Markets and Portfolio Management und verantwortlich für die Organisation der jährlichen Konferenzen der Schweizerischen Gesellschaft für Finanzmarktforschung.

Prof. Dr. Bernd Rudolph

Bernd Rudolph ist Vorstand des Instituts für Kapitalmarktforschung und Finanzierung an der Ludwig-Maximilians-Universität München. Zuvor war er von 1979 bis 1993 Professor an der Universität Frankfurt. Herr Rudolph studierte Volks- und Betriebswirtschaftslehre an der Universität Bonn, wo er später auch promovierte und habilitierte. Er ist Vorsitzender des Wissenschaftlichen Beirats des Instituts für Bankhistorische Forschung und des Wissenschaftlichen Beirats des Deutschen Aktieninstituts in Frankfurt und stellvertretender Vorsitzender des Vereins für Socialpolitik. Er ist Herausgeber

ber der Studien zur Kredit- und Finanzwirtschaft sowie der Schriften zur quantitativen Betriebswirtschaftslehre, der Geschäftsführender Herausgeber der Zeitschrift Kredit und Kapital, Mitherausgeber der Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen und der Zeitschrift Perspektiven der Wirtschaftspolitik des Vereins für Socialpolitik.

Prof. Dr. Christoph Schalast

Christoph Schalast lehrt an der HfB-Business School of Finance and Management und betreut den Masterstudiengang Mergers & Acquisitions als Wissenschaftlicher Leiter. Professor Schalast ist weiterhin als Anwalt tätig und hat 1995 die Sozietät Schalast & Partner gegründet. Herr Schalast hat an der Goethe-Universität in Frankfurt am Main promoviert. Von 1997 bis 2002 lehrte er als Professor Wirtschaftsverwaltungsrecht und Europarecht an der Hochschule Wismar. Herr Schalast ist Autor zahlreicher Publikationen, insbesondere auch zu aktuellen Fragen aus dem Bereich Distressed Debt.

Dr. Walter Schepers

Walter Schepers leitet das Produktmarketingteam der WestLB Mellon Asset Management und ist in dieser Funktion auch für die Produktentwicklung zuständig. Er ist seit über zwanzig Jahren innerhalb der WestLB-Gruppe im Kapitalmarktbereich tätig u.a. als Chefanalyst Bond Research und als Leiter von Bond Management-Teams in Düsseldorf und London. Nach dem Studium der Wirtschaftswissenschaften an der Universität Essen war er mehrere Jahre Wissenschaftlicher Assistent an der Universität Hannover, wo er zum Dr.rer.pol. promoviert wurde. Er ist Autor verschiedener Artikel in Finanzpublikationen.

Dr. Olivier Schmid

Herr Schmid studierte Finanzmarkttheorie an der Universität St. Gallen (HSG) und promovierte im Bereich stochastische Optimierung (Operations Research). Nach einer dreijährigen Dozentur an der HSG und einer praktischen Erfahrung als Senior Consultant für die Caralus AG, wechselte er Anfangs 2005 zu der Bank Julius Bär. Er unterstützt als quantitativer Analyst die Asset Allocation und das Portfolio-Management Balanced.

Prof. Dr. Antoinette Schoar

Antoinette Schoar ist der ‚Michael M. Koerner‘-Associate Professor of Entrepreneurial Finance der zum Massachusetts Institute of Technology gehörenden MIT Sloan School of Management in Cambridge. Frau Schoar hat in den Bereichen Venture Capital, Entrepreneurial Finance, Corporate Diversification und Governance mehrere Artikel in akademischen Zeitschriften veröffentlicht. Sie ist Diplom-Volkswirtin der Universität Köln und hat an der University of Chicago promoviert.

Dr. Stefan Scholz

Stefan Scholz leitet die Quantitative Analysis Group von RMF Investment Management in Pfäffikon, Schweiz. Vor seiner Tätigkeit bei RMF arbeitete er zwei Jahre als Wissenschaftlicher Assistent am Institut für Unternehmensforschung der Universität St. Gallen. Von 1994 bis 1996 arbeitete Herr Scholz für die Robert Bosch GmbH an Projekten im Controlling und in der strategischen Planung in Deutschland und Frankreich. Herr Scholz verfügt über Abschlüsse in Wirtschaftsingenieurwesen der Universität Karlsruhe, Deutschland, und der Stanford University, USA, sowie über einen Dokortitel in Wirtschaftswissenschaften der Universität St. Gallen, Schweiz. Er hat diverse Artikel über Hedgefonds publiziert.

Dr. Florian Schultz

Florian Schultz ist Partner bei Linklaters, Oppenhoff & Räder in Frankfurt am Main. Er schloss das Studium der Betriebswirtschaftslehre an der Universität Mannheim 1986 ab. Danach arbeitete er am Lehrstuhl für Betriebswirtschaftliche Steuerlehre in Mannheim und promovierte 1992 zum Thema „Vollverzinsung im Steuersystem“. Anfang 1993 wurde er zum Steuerberater, Anfang 1997 zum Wirtschaftsprüfer bestellt. Florian Schultz begann 1992 im Steuerbereich bei Rädler Raupach Bezzenberger. Seine Arbeitsschwerpunkte sind M&A-Strukturierungen, das transaktionsbezogene Steuer- und Bilanzrecht und die Beurteilung sowie Entwicklung von aufsichtsrechtlich und/oder steuerlich motivierten Kapitalmarktprodukten. Aus diesen Bereichen veröffentlicht er regelmäßig und hält Vorträge.

Roland G. Schulz

Roland Schulz ist Geschäftsführer der Benchmark Alternative Strategies GmbH in Frankfurt. Herr Schulz begann seine Karriere bei Paribas Investment Management GmbH in Frankfurt. Ab 1998 arbeitete Roland Schulz bei Crédit Agricole Asset Management in Frankfurt, zuletzt als Leiter der Repräsentanz für die Märkte Deutschland und Österreich. Roland Schulz ist Diplom-Kaufmann der Universität Trier und seit 2004 Dozent für Hedgefonds an der Finanzakademie der European Business School (ebs). Er ist Autor mehrerer Publikationen zum Thema Hedgefonds und häufig Gastredner auf Industriekonferenzen.

Denis Schweizer

Denis Schweizer promoviert seit Juni 2005 am Stiftungslehrstuhl für Asset Management an der European Business School (ebs) mit dem Forschungsschwerpunkt Asset Allocation von Alternativen Investments. Gleichzeitig arbeitet er als Wissenschaftlicher Assistent an der ebs Finanzakademie und ist dort für die Konzeption von Executive Education-Programmen verantwortlich. Weiterhin ist er als Referent in Finanzprogrammen tätig. Zuvor erhielt er ein Diplom der Betriebswirtschaftslehre an der Johann Wolfgang Goethe Universität in Frankfurt am Main.

Dr. Daphné Sfeir

Daphné Sfeir ist Research Engineer beim EDHEC Risk and Asset Management Research Centre. Ihr akademischer Hintergrund liegt in der Astrophysik sowie in der Luftfahrttechnik, ihr Forschungsschwerpunkt sind ökonomische, finanzwirtschaftliche Modelle. Frau Sfeir arbeitete als Consultant im Gebiet der Aktiven Asset Allocation und der Performance-Evaluierung von Portfolios für verschiedene internationale Finanzinstitute.

Gerhard L. Single

Gerhard Single ist seit 1994 für die Fonds-Vermögensverwaltung der Baden-Württembergischen Bank als Fondsanalyst und Vermögensverwalter tätig und berät darüber hinaus mehrere Dachfonds. Sein Studium der Betriebswirtschaft absolvierte Herr Single berufsbegleitend. Er veröffentlichte bereits zahlreiche Beiträge in nationalen und internationalen bank- und wirtschaftswissenschaftlichen Publikationen und Buchprojekten. Ferner ist Herr Single für die Bereiche „Vermögensverwaltung“ sowie „Alternative Anlageformen“ Lehrbeauftragter der Berufsakademie Ravensburg.

Hans Speich

Herr Speich trat 2000 in die Julius Bär Asset Management als Leiter Institutionelle Mandate ein. Seit 2004 ist er als CIO Asset Allocation / Balanced verantwortlich für die Erarbeitung der Anlagepolitik der Julius Bär Asset Management. Zuvor war er 16 Jahre in verschiedenen Funktionen bei der UBS (Institutionelles Asset Management, Fondsmanagement als auch Research) tätig.

Thomas Staubli

Herr Staubli ist Partner bei der Partners Group in Zug, Schweiz. Nach Abschluss seines Betriebswirtschaftsstudiums in Zürich leitete er von 1990 an für die Credit Suisse (Deutschland) AG in Frankfurt zunächst den Bereich Institutional Sales und wurde 1993 zum Head of Private Banking ernannt. Anschließend wurde er zum Vorstandsmitglied der Bank Hofmann in Zürich berufen. 1997 trat Thomas Staubli als Partner in die Partners Group ein. Thomas Staubli ist Mitglied des Handelsblatt/Euroforum-Fachbeirats Venture Capital & Private Equity, Autor zahlreicher Artikel zum Thema Private Equity und Dozent an der European Business School in Oestrich-Winkel.

Hubertus Theile-Ochel

Hubertus Theile-Ochel ist Partner bei Golding Capital Partners. Zuvor arbeitete Herr Theile-Ochel vier Jahre für die Unternehmensberatung A.T. Kearney in München. Seine

beruflichen Stationen führten über eine Ausbildung bei der Deutschen Bank zu BMW in Südafrika und Bain & Company in München, wo er in den Bereichen Marktanalysen und Research tätig war. Herr Theile-Ochel hat sein Studium der Betriebswirtschaft als Diplom-Kaufmann an der Ludwig-Maximilians-Universität in München mit Prädikat abgeschlossen. Seit 2002 ist Herr Theile-Ochel Lehrbeauftragter an der Sparkassenakademie Bayern für die Themen Venture Capital und Private Equity.

Hillary Till, M.Sc.

Hillary Till ist Gründungsgesellschafterin und Portfoliomanagerin bei Premia Capital Management LLC in Chicago. Zuvor war Frau Till Chief of Derivatives Strategies bei Putnam Investments und Quantitative Equity Analystin bei der Harvard Management Company jeweils in Boston. Sie hält einen B.A. in Statistik von der University of Chicago und einen M.Sc. in Statistik der London School of Economics. Frau Till ist außerdem Autorin einer Vielzahl akademischer Artikel, welche in renommierten internationalen Zeitschriften publiziert wurden.

Alexandra Trautmann

Frau Trautmann ist Project & Process Manager bei der SEB Merchant Bank im Bereich Cash Management in Frankfurt am Main. Sie absolvierte das ausbildungsintegrierte Studium an der University of Wales in Bangor sowie der HfB – Business School of Finance and Management in Frankfurt zum Bachelor of Business Administration.

Prof. Dr. Martin Wallmeier

Martin Wallmeier studierte Betriebswirtschaftslehre an der Universität Münster. Er schloss 1997 sein Doktorat und 2002 die Habilitation an der Universität Augsburg ab. Seine Dissertation untersucht Bewertungsanomalien am Aktienmarkt, die Habilitationsschrift beschäftigt sich mit dem Informationswert von Optionspreisen. Seit Oktober 2002 ist er Professor für Finanzmanagement und Rechnungswesen an der zweisprachigen Universität Freiburg / Université de Fribourg in der Schweiz. Er ist gegenwärtig geschäftsführender Herausgeber der Zeitschrift *Die Unternehmung* – Swiss Journal of Business Research and Practice.

Prof. Dr. Peter Witt

Peter Witt ist Inhaber des Lehrstuhls für Unternehmertum und Existenzgründung an der Wissenschaftlichen Hochschule für Unternehmensführung WHU in Vallendar. Er studierte Volkswirtschaftslehre an der Universität Bonn. Im April 1996 wurde Herr Witt an der WHU promoviert und im Juli 2002 von der Humboldt-Universität zu Berlin habilitiert. Seit Mai 2000 leitet er den Lehrstuhl für Unternehmertum und Existenzgründung an der WHU, zunächst als Lehrstuhlvertreter, seit September 2002

als Lehrstuhlinhaber. Seine Hauptforschungsgebiete sind Gründungsfinanzierung, Gründungsmanagement und Corporate Governance.

Volker Ziemann

Volker Ziemann ist Research Engineer beim EDHEC Risk and Asset Management Research Centre und Doktoratstudent in Finanzwirtschaft der University of Aix-en-Provence. Herr Ziemann fokussiert sich auf Ökonometrie im Allgemeinen und deren Anwendung in der Asset Allocation im Speziellen. Er studierte Volkswirtschaft an der Humboldt Universität in Berlin sowie der ENSAE in Paris.

Prof. Dr. Heinz Zimmerman

Herr Zimmermann ist seit 2001 Ordinarius für Finanzmarkttheorie am Wirtschaftswissenschaftlichen Zentrum der Universität Basel. Er ist Verfasser von über 160 wissenschaftlichen Beiträgen, Autor von vier Büchern und Preisträger des Latsis-Preises sowie des Graham-Dodd-Awards. Er ist seit über zehn Jahren geschäftsführender Herausgeber der Zeitschrift Finanzmarkt und Portfolio Management und Mit-Herausgeber verschiedener internationaler Fachzeitschriften. Herr Zimmermann studierte an der Universität Bern (1977–1981) und Rochester (1982), promovierte an der Universität Bern (1985) und habilitierte an der Universität St. Gallen. Er ist Non-executive Partner der ppcmetrics AG in Zürich und der LPX GmbH in Basel sowie Verwaltungsratspräsident von Vescore Solutions in St. Gallen.

Dr. Patrick Züchner

Nach einer Ausbildung zum Bankkaufmann war Patrick Züchner einige Zeit als Privatkundenberater bei einer deutschen Großbank tätig und absolvierte parallel sein Studium der Wirtschaftswissenschaften in Hagen und Dortmund. Er arbeitet seither als Wissenschaftlicher Angestellter bei der Universität Dortmund und promovierte dort im Jahr 2004. Dr. Patrick Züchner ist Autor von Büchern, Zeitschriftenartikeln sowie Beiträgen in Sammelwerken und hält Vorträge zum Thema Private Equity.

Stichwortverzeichnis Band 1

A

ABS-Faktoren 531
Absolute Return 151, 400
Absolute Risk 35
Accelerated Failure Time 655
Administrator 145
Adverse Selection 59
AIRAP 379
Aktienindizes 7
Aktives Risiko 35
Aktives Risikomanagement 35
Alfred-Jones-Modell 50
Alpha 5, 16, 27, 67, 141, 398, 482
Alpha-Faktoren 558
Alpha-Generierung 11
Alternativ-Beta 398, 565
Alternative Investments 5
Anlagestil 281
Anlagestrategie 281
Anleihen 7
Anomalie 184
ARCH Modelle 416
Asset-Based Style 531
Asset Allocation 286
Asset Backed Securities (ABS) 27
Asset Pricing Theory 398
Assets under Management 559
Asymmetrie 38, 50
asymmetrische Renditen 35
Attrition Rate 585, 651
Auflösungshäufigkeit 747
Ausfallkorrelation 251
Ausfallrate 311
Ausfallrisiko 10
Autokorrelation 346, 475

B

Backdelete Bias 591
Backfilling /Weighting Scheme 695

Backfilling Bias 562, 591, 652, 696
Backtest 114
Baisse 725
Balanced-Mandate 44
Beacon Hill 396
BearMeasurerisk 435
Behavioral Finance 676
Benchmark 576
Benchmarking 40, 470, 581, 706
Bernstein, Peter 45, 396
Beta 5, 16, 37, 67, 141, 293, 373, 398, 476
Beta, alternatives 5
Beta-Faktoren 558
Beta Exposure 455
betaneutral 16
Bewertung 18
Bewertungsanomalien 15
Bewertungsmodelle 411
Biases 584
Black-Scholes-Optionspreisformel 84
Blankoverkauf 94
Bogle, Jack 45
bootstrapping 481
bottom-up 205, 403
Brokerage Product 255
Buffett, Warren 37, 44
Burke Rati 603
Buy-and-Hold-Strategie 11
Buy-In/Recal 96
Buyout 17, 22, 396

C

Calculation Method Bias 591
Call Covenants 15
Calmar Ratio 481, 603
Calpers 132, 435
Capital Asset Pricing Model (CAPM) 81, 373, 507
Capital Structure Arbitrage 248

- CAPM 346, 507
Carry 183
Carry- und Slide-Werte 177
Cashflow Hedge 76
Cash Hedge 77
Caxton Corporation 431
CDO 246
Cohen, Steven 68
Collateral 94
Commodity Futures 274
Commodity Pool Operator (CPO) 274
Commodity Trading Advisors (CTAs) 23, 291, 322, 377, 476, 637
Conditional Payment 254
Conditional Sharpe Ratio 603
Conditional Target VAR 459
Conditional VaR 413
Constant Maturity CDx 246
Contract for Difference 104
Convertible Arbitrage 11, 157
Cooperman, Leon 68
Copula 459
Cornish-Fisher-Entwicklung 373
Cornish Fisher 699
Corporate Governance 470
Correlation Bias 593
Correlation Gambling 250
Covered Call Writing 187
Cox Proportional Hazard-Modells 666
Creation Bias 591
Credit Default Swap (CDS) 183, 247
Credit Event 250
Credit Spread Options 246
Credit Spreads 10, 180, 270
Cross-Validation 483
Current Ratio 100
- D**
Dach-Hedgefonds 135, 153, 155, 197, 217, 307, 549, 643
Darwin, Charles 35
Data Mining 112
Datenqualität 323
Deal Risk 14
default barrier 256
Default Risk 10
Delta 245, 248, 714
Delta-Gamma-Approximation 373
Deltaneutralität 251
Derivate 7, 23, 41, 638
Deutschland 139, 301
Devisenhandelsmodell 192
Devisenterminkurse 183
Dickinson, Emily 46
Digital Default Swaps 246
directional exposure 711
direktional 6
Direktionale Strategien 7, 131, 544
Direktionalität 5
Distressed Securities 9, 160, 246, 270
Diversifikation 239, 265, 402, 446, 643, 701, 725
dollarneutral 16
Dominoeffekte 258
Doppelgebührenmodell 218
Doppeltop-Muster 101
Double Counting Bias 594
Downside Deviation 210
Drawdown 203, 288
Drawdown-Analysen 210, 640
Due Diligence 136, 205, 285, 401
Duration, modifizierte 83
- E**
Early-Stage-Bereich 20
Economic Value Added 100
Edhec Alternative Indices 697
EGARCH-in-Mean-Modell 345
EIFUKU 292
Einstein, Albert 47
Einzelpositionen 408
Ellis, Charles D. 44
Emerging Markets 10, 15, 162
Enhanced-Index-Strategien 35
Equity Debt Linkage 253
Equity Default Swaps 254
Equity Hedge 8
Equity Market Neutral 16, 163, 265
Equity Non-Hedge 8

Equity Repurchase Agreements 102
 Equity Swap 104
 Estimation Bias 580
 Europa 144
 Event Driven Activist 470
 Event Driven 9, 23, 165, 557
 Event Risks 396
 Excess Kurtosis 477
 Excess Return on Value at Risk 603
 Expansion Financing 21
 Expected Shortfall 413, 487, 492
 Exposure Limits 421
 Extremwerttheorie 419, 478, 488

F

Factor Pricing Model 415
 Fair Value Hedge 76
 Fat Tails 374, 419, 478, 684
 Finanzierungsliquidität 409
 Finanzierungsstufen 19
 First-to-Default Baskets 246
 First Loss Piece 250
 Fixed Income 538
 Fixed Income Arbitrage 14, 166
 Fondsalter 309
 Fondsgröße 321
 Fondsstatus 307
 Free Lunch 397
 Fremdkapital (Leverage) 41, 440
 Fristentransformation 200
 Fulcrum Fees 65
 Full Hedge 77
 Fusionen 9

G

Gamma-Trading 51, 714
 GARCH-in-Mean-Modell 345
 GARCH-Modelle 347, 416
 Gatekeepers 199
 Gebührenstruktur 61, 558
 General Collateral 99
 General Motors 12, 95, 249
 Geographical Bias 594
 Gesamtindex (Composite Index) 575
 Gesamttrisiko, kontrolliertes 37

Gesamttrisiko, unkontrolliertes 37
 Gewinnbeteiligung 62, 220
 Gleichgewichtung 578
 Global Macro 7, 24, 168, 557, 676
 Goldman Sachs 13
 Graham, Benjamin 47
 Granite Fund 431
 granularity 432
 Greeks 415
 Griffin, Kenneth 68
 Größengewichtung 578
 Größentransformation 200

H

Haghani, Victor 444
 Hair-Cut 99, 410
 Halbwertszeit 360
 Handelssysteme 24
 Hard-Lockup 304
 Hazard Ratio 668
 hedge 129
 Hedge, antizipatorischer 77
 Hedge, dynamischer 76
 Hedge, statischer 76
 Hedge, symmetrischer 76
 Hedgefonds 97, 130
 Hedgefonds-Ausfälle 411
 Hedgefonds-Blase 637
 Hedgefonds-Indizes 5, 507, 607, 621
 Hedgefonds-Indizes, investierbare 201
 Hedgefonds-Renditen 533
 Hedge Fund Research 143
 Hedgeratio 78
 Hedgings 75, 273, 405
 Heilbroner, Robert 48
 Heterogenität 134, 582, 696
 High Net Worth Individuals 695
 High Watermark 62, 132, 221, 558
 Hilibrand, Lawrence 444
 Homogenität 258
 Hurdle Rate 62

I

idiosynkratisches Risiko 402
 Illiquidität 181, 453

Index-Ansatz 209
Index-Sponsor 577
Indexfonds 35
Ineffizienz 175
Inflation 465
Information Ratio 119, 183
Inkommensurabilität 48
Insolvenzen 9
Instant History Bias 591
Institutionalisierung 139, 435
institutionelle Investoren 557, 695
Inter-Market-Spreads 26
Internal Rate of Return (IRR) 176
Intra-Market-Spreads 26
Inventory Ratios 100
Investment Advisers Act 65
Investmentfonds 68, 96, 321
Investmentprozess 5
Investoren 395
Investorenschutz 39

J

Jarque-Bera 493
Jensen-Maß 604
Jones, Alfred Winslow 5, 129
Jones, Paul Tudor 68
JWM Partners LLC 447

K

Kreditderivate 470
Kapazität 63, 149, 287, 340
Kapitalbindungsfristen 62, 303, 399
Kapitalschutz 141
Kapitalzuflüsse 306
Kaplan-Meier-Schätzer 655
Kappa-3-Maß 603
Kassaprodukte 89
Kerkorian, Kirk 13, 250
Klassifikationen 657
Klumpenrisiken 290
Konvergenz 131
Korrelation 267, 346, 533, 729
Korrelationskrise 245
Koschiefe 508
Kovner, Bruce 68

Kowölbung 508
Kreditausfallrisiko 466
Kreditderivate 246
Kreditratings 15
Kuhn, Thomas 48
Kurtosis (Wölbung) 377, 493, 621

L

Lampert, Edward 68
LeBaron, Dean 44
Lebenszyklus 19
Leerverkauf 9, 41, 94
Leihegebühr 99
Lemming-like-behavior 258
leptokurtische Renditeverteilungen 401, 419
Leverage 7, 131, 253, 271, 281, 293, 350, 402, 638
Leveraged Buyout 22
Leveraged Loans 246
Levy, Gustave 13
Limited-Capacity-Industry 149, 171
Liquidation Bias 592
Liquidationen 9
Liquidität 10, 93, 290, 301, 409
Liquiditätsfenster 304
Liquiditätsprämie 306, 430
Lock-ups 399
Lockup-Perioden 303
Long-only 8, 35, 141
Long-Term Capital Management (LTCM) 177, 439, 546, 621, 649
Long/Short Equity 539, 557
Long Bias 7
Long Exposure 209, 649
Long-Term Capital Management 132, 245, 309, 402, 429, 439, 644
Lookback Option 536
Lookback Straddle 536, 711
Lower Partial Moments 608

M

Makro Hedge 77
Managed Accounts 23, 60, 211, 294, 422, 423, 429, 580

Managed Futures 23, 273, 637
 Management Buyout 22
 Managementgebühren 220, 558
 Manager Skills 404
 Manhattan Fund 133, 396
 Manufactured Alpha 468
 Margin 104
 Margin-to-Equity Ratio 412, 639, 650
 Market Maker 93
 Market Timing 345, 536
 Markowitz, Harry 397, 626
 Markteffizienz 245
 Marktineffizienzen 5, 11, 52, 175, 397
 Marktkapitalisierung 309
 Marktliquidität 409
 Marktneutralität 395
 Marktrisiko 401
 Marktumfeld 287
 Maximum Drawdown 698
 Maximum Likelihood-Schätzung 494
 Mean-Reverting-Ansatz 16, 345
 Mean-Variance-Ansatz 373, 401, 459
 Merger Arbitrage 13, 267, 537
 Meriwether, John 439
 Merton, Robert 439
 Mezzanine 21
 Mikro Hedge 77
 Mindestanlage 132
 Mindestinvestitionssumme 311
 Minimum History Bias 592
 Modellrisiko 405
 Modified Sharpe Ratio 603
 Mohamad, Mahathir 132
 Momentum 189
 Money Chasing Deals 23
 Monte Carlo-Simulation 204, 417, 457
 Moore Capital Management 431
 Moral Hazard 59
 Multi-Faktormodelle 328
 Multi-Period Sampling Bias 592
 Multi-Säulen-Modell 28
 Multi-Strategie 6
 Multi-Strategy-Hedgefonds 202

N

Naked Short 102

New York Stock Exchange 16
 Nicht-direktionale Strategien 6, 11
 Nischenstrategie 12
 Non Disclosure Agreements 434
 Normal Hedge 77
 Normalverteilung 459
 Nullsummenspiel 53

O

Och, Daniel 68
 off-the-run 440
 Öffnungsklausel 28
 Offshore-Funds 130, 148
 Ökonophysik 111
 Omega 207, 374, 459, 603, 699
 on-the-run 440
 Operationelle Risiken 207, 411
 Optionen 186, 271
 OTC-Derivate 7
 Overlap 253

P

Pareto Tail-Hypothese 479
 Peaks-over-Threshold-Methode 488
 Peer Group-Analyse 293
 Performance 331, 659, 735
 Performanceattribution 290
 Performancegebühr 62, 341, 558, 650
 Persistenz 345, 726
 Personenrisiko 405
 Polynomial Goal Programming (PGP)
 276, 374
 Portfoliooptimierung 374
 Portfoliorisiko 401
 Positionsoffenlegung 294, 408
 Positionstransparenz 429
 Positive Carry Trades 183
 positive Asymmetrie 690
 Prime Broker 97, 402
 Principal Component-Analyse 697
 Prinzipal-Agenten-Problematik 59
 Private Equity 17, 453
 Private Equity-Unternehmensphasen 18
 Produkte, strukturierte 247

Prop Trading 8
Put Option 104

Q

q-in-Mean-Modell 345
Qualitative Due Diligence 206
Qualitativer Ansatz 209
Quantitative Due Diligence 206
Quantitativer Ansatz 209
Quantum Fund 422

R

Rechtliche Transformation 199
Recovery Swaps 246
Regression 82
Regulierung 40, 41, 131, 426, 642
Relative Stärke Index-Oszillator 101
Rendite, gleichgewichtete 324
Rendite, kapitalgewichtete 324
Renditequellen 397
Renditeverteilung 35, 375
Repo Rate 98, 102
Restructuring Capital 23
Restrukturierungen 9
Return on Equity 100
Reversed Hedge 77
Reverse Repo 102
Riley, Barry 42
Risiken, operationelle 258
Risiko 35
Risiko-Limits 421
Risikodienstleister (Risk Providers) 432
Risikoeigenschaften 552
Risikofaktoren 704
Risikomanagement 35, 209, 395, 396
Risikoprämien 176, 398
Risikotransformation 199
Risikotransformationsfunktion 86
Risk adjusted Return on Equity 100
Risk Arbitrage 13, 265
Risk Budgeting 403
Risk Exposure Reports 210
RiskMetrics 7, 416
Robertson, Julian 129, 133
Rohstoffe 7

S

Schiefe 27, 265, 373, 377, 401, 493, 507, 621, 677
Scholes, Myron 439
Schwellenländer 11
Secondary-Transaktionen 17
Security and Futures Authority (SFA) 24
Seed-Finanzierungen 17, 20
Selection Bias 134, 204, 593
Selektionskriterien 582
Self-Selection Bias 589
Sell and Buy Back-Transaktionen 98, 103
Selling Protection 247
Senior Debt 21
Sharpe Ratio 207, 225, 305, 336, 374, 459, 476, 481, 641, 650, 698, 729
Short Position 8
Short Exposure 209, 711
Short Interest 95
Short Selling 94, 169, 584
Short Squeeze 96, 430
Short Term Trading 26
Simons, James 68
Single-Faktormodelle 327
Single Tranche Collateralized Debt Obligations (CDOs) 246, 250
Size Bias 594
Skalierbarkeit 468
Skill 51, 150
Smoothing 346
Soft Lockups 303
Soft Dollar-Arrangements 65
Soros, George 68, 133
Sortino Ratio 481, 603, 698
Sound Practices for Hedge Fund Managers 431
Spannenanalyse 750
Special Collateral 99
Spekulationsprämie 80
Spekulationswunsch 80
Spillover-Effekte 346
Spread Trading 267
Stale Price Bias 593
Standardabweichung 267, 334
Standard-Normalverteilung 413
Start-up 20
Start-up-Finanzierungen 17
Statistical Arbitrage 16
Statistische Extremwert-Theorie 419

Steepener-Positionen 179
 Sterling Ratio 603
 Stillhalter 104
 Stilverschiebungen 281
 Stilwechsel 51
 Stop-Loss-Limit 24, 421
 Stop Reporting Bias 591
 Strategien, direktionale 150, 258
 Strategien, nicht-direktionale 131
 Strategieverschiebungen 285
 Strategische Asset Allokation 403
 Stresstest 409, 419, 545
 Structural Alpha 469
 strukturierte Produkte 139, 639
 Strukturrisiken 286
 Stutzer-Index 379
 Style Drift 51, 208, 401, 429
 Survival-Faktor 224
 Survivorship Bias 119, 134, 322, 557, 560,
 587, 673, 695, 696, 730
 Swaps 98
 Symmetrie 50

T

Tail VaR 413
 Taktische Asset Allokation 403
 TARCH-Modell 347
 Tass Research 143
 Templeton, Sir John 44
 Termination Bias 587
 Terminprämie 177
 Texas Hedge 77
 TGARCH-in-Mean-Modell 345
 Theta 711
 Threshold 374
 Time Period Bias 594
 Top-down 203, 285, 403
 Total Risk 35, 37
 Track Record 306
 Tracking Error 121, 400
 Tracking Risk 35
 Track Record 267, 405, 481, 641
 traditionelles Beta 398, 565
 Transaktionsrisiko 14
 Transparenz 40, 210, 289, 399, 406
 Trendfolgemodelle 26, 536
 Trepper, David 68
 Treynor Ratio 207, 604
 Trigger Event 254
 Twin-Deficit 689

U

Über-Diversifikation 401
 Überlebensfähigkeiten 657
 Umschlagshäufigkeit 433
 Uncovered Interest Parity 183
 Unterwasser-Perspektive 42
 Upside Potential Ratio 603

V

Value at Risk (VaR) 7, 210, 222, 346, 412,
 441, 499, 680
 Variance-Covariance based VaR 417
 Vega 85, 186
 Venture Capital 17
 Verkauf à découvert 94
 Vermögensschutz 39
 Volatilität 5, 210, 345, 720
 Volatilitätskurven 15
 Volatilitätsunterschied 191
 Volatility Spillover-Modell 345
 Volatility Clustering 355
 Volatility Exposure 711
 Volumenzuwächse 551

W

Währungen 7
 Wandelanleihen 11, 185
 Warentermingeschäfte 637
 Warnsignale 294
 Wertentwicklung 139
 Wertpapierleihe 97
 Wetterderivate 89
 Window dressing 64
 Wölbung 27, 265, 507
 Wrap Account-Gebührenstrukturen 219

Y

Yale 140

Z

Zertifikate 139
 Zinsänderungsrisiko 12
 Zinskurven 15
 Zinskurvenpositionen 190
 Zwei-Säulen-Modell 28

Stichwortverzeichnis Band 2

A

ABS-Transaktion 258, 259
Absicherungsperiode 535
Absolute Return-Ansatz 725
Adverse Selection 501
Advisor Act 557
Agency-Kosten 71, 603
Aktives Risiko 667
Alpha 667, 688, 752
Alternative Investments 577, 745
Alternative Investment Swap 793
Alternative Risk Transfer (ART) 496, 546
Anlageklassensubstitut 754
Anteils-Transfers 55
Arbitrage Pricing-Theorie 466
Asset-Pool 258, 268
Asset-Allokation 523, 606
Asset Backed Securities-Transaktion
(ABS) 258, 577, 584
Asset Liability-Management (ALM) 763
Ausfallrisiko 751
Auslandsinvestmentgesetz 555
Autokorrelation 733

B

Basel II 496, 547, 747, 791
Basket Credit Default Swaps 325, 330
Basketzertifikate 792
Benchmark-Denken 725
Beta 752
Black-Scholes-Modell 537
blütenweiße Fonds 622
Bonuszertifikate 792
Bootstrapping-Verfahren 732
Börsenlisting 71
Bridge Financing 560
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungs-
aufsicht 557
Burn-Analyse 538

Buy-out-Industrie 29
Buy-out-Markt 31
Buy-outs 21
Buy and Hold 459

C

Capital Asset Pricing-Modell 466, 521
Carried Interest 579
Carry-Strategie 463
CAT Bonds 293, 499
CDS 325
Cheapest-to-deliver-Anleihe 792
CISDM 468
Club-Deal 758
Collateralized Debt Obligation (CDO)
307
Collateralized Fund Obligation (CFO) 789
Collateral Yield 415
Commodities Trading Advisors (CTAs)
436, 443, 469
Commodity-Allokation 433
Commodity-Preise 369
Commodity-Strategien 433
Commodity Exposure 433
Commodity Futures 352
Commodity Futures-Portfolio 355, 376
Condor-Range-Anleihe 792
Confidentiality Agreement 749
Constant Mean Return-Modell 79
Constant Proportion Portfolio Insurance
(CPPI) 725, 787
Consultants 746
Contagion 729
Corporate Governance 547
Counterparty Risk 559
Covered Calls 617
CPPI-Strategie 736
Crash Protection 521
Credit Default Swap 307, 326, 586

Currency Trading Advisors 469
Customization 745

D

Dach-Hedgefonds 560, 613
Dachfonds 145
Decoupling 729
Delisting 578
Delta-1-Strukturen 778
Depotbank 560, 563
Derivatefonds 613
Deutschland 555
Devisenmarkt 689
Direktionale Strategien 515, 752
Discount-Zertifikate 779
Distressed Debt 273, 276, 284
Distributed-value-to-paid-in-capital ratio
(DPI) 36
Diversifikation 162, 506, 754
Doppelanleihe 792
Doppelbesteuerungsabkommen 582
Due Diligence 571, 606, 632
Dynamische Kapitalgarantie 787

E

Effizienzgrenze 732
Eigenkapitalkreditlinien 134
Einzweckgesellschaft 258, 497, 584, 789
El-Niño-Effekt 495
Enhanced Index-Produkte 674
Equity-Linked Zerobonds 780
Equity Line of Credit (ELC) 134
Exchange Traded Funds 563
Exit-Strategie 482, 578

F

Factoring 586
Fairer Wert 75
Finanzinvestoren 485
Finanzmarktaufsicht 613
Fondslebenszyklus 145
Fondsselektion 150
Free Lunch 490

Fundraising 25, 29, 35

G

Gemischte Sondervermögen 562
Genussscheinmodelle 618
Gesamtkosten 565
Gesamtperformance 200
Geschlossene Immobilienfonds 479
Global Macro 750
Global Property Research 480
Global Tactical Asset Allocation 754

H

Haftungsrisiken 605
Hebelzertifikate 781
Hedgedruck-Hypothese 361
Hedgefonds 525, 545, 597, 671, 726
Hedgefonds-Quoten 745
Hedgefonds-Regulierung 555
Hedgefonds-Vertriebe 565
Hedgefonds-Zertifikate 562
Hedgefondsindustrie 469
Heterogenität 538
High Net Worth Individuals 478, 637
High Watermark 566, 603, 637
High Yield-Anleihen 731
Hurdle Rate 603, 637

I

Illiquidität 191
Illiquiditätsprämie 753
ILS-Markt 294
Immobilien 650, 671
Immobilien-Direktanlagen 478
Immobilienaktiengesellschaften 478
Immobilienfinanzierungen 590
Indemnity Agreements 749
Index-Anleihen 618
Index Linked Notes 778
Indexzertifikate 778
Industry Loss Warranties (ILW) 293
Information Ratio 460, 673
Informationsasymmetrien 73
Insurance Linked Securities (ILS) 293

Insurance Linked Warranties (ILW) 500
 Investmentfonds 568
 Investmentfondsgesetz 613
 Investmentgesetz 555
 Investmentmodernisierungsgesetzes 555
 Investmentsteuergesetz 555
 Irland 559

J

Japan Weather Derivatives Index (JWDI)
 547

K

KAG-Modell 565
 Kapitalbindungsfristen 746
 Kaskadenverbot 560
 Katastrophenanleihen 293, 499
 Kick-Start-Zertifikate 792
 Knock out 738
 Kosten 748
 Kreditausfallwahrscheinlichkeiten 92
 Kreditderivate 325
 Kurtosis 728

L

Large Buy-outs 35
 LBO-Transaktionen 70
 Lebensversicherungspolice 503
 Leerverkauf 558, 560
 Leverage 558, 560, 731
 Leveraged Buy-out (LBO) 69
 Liquidität 46, 750
 Liquiditätsrestriktionen 64
 Listed Private Equity (LPE) 216
 Living-Dead-Phänomen 13
 Lock-up-Periode 604
 Long-run-Underperformance 13
 Long-Term Capital Management (LTCM)
 515
 LPX-Indexfamilie 220
 Luxemburg 559, 645

M

Managed Account 560, 634

Managed Futures 750
 Margin Deposits 650
 Market-Modell 79
 Market Impact 699
 Markowitz, Harry 466
 Marktineffizienzen 467
 Marktpreismanipulation 559
 Marktrisiko 665
 Mean Variance-Ansatz 466
 Mezzanine 173ff, 578
 Mindestkapitalanforderungen 556
 Mittelwert-Varianz-Optimierung 732
 Moderne Portfoliotheorie 466
 Momentum-Investoren 12
 Monitoring-Funktion 69
 Monte Carlo-Simulation 732, 769
 Moral Hazard 501
 Morbidity Cat Bonds 503
 Mortality Cat Bonds 498

N

Naturkatastrophen 293, 497
 negative Schiefe 507
 Nicht-direktionale Strategien 752
 Niederschlagsderivate 531
 Niederschlagsrisiken 539
 Non-Performing Loans 273, 577
 Nordic Precipitation Index 542

O

OBPI-Strategie 736
 Offene Immobilienfonds 479
 OGAW-Richtlinie 565, 647
 Optionen 536
 Originator 584
 Österreich 613
 OTC-Instrumente 558
 Out-of-the-money-Puts 525
 Outperformance 22
 Overhang of Funds 14
 Overlay-Strategien 671

P

P/E-Ratio 74
 PECS 583

Pension Bomb-Problem 513
Pensionsfonds 487, 578
Pensionskassen 578
Performance-Messung 192
Performance Benchmarking 202
Performance Linked Notes 778
PIPE-Investition 129
PIPE-Markt 133
Portable Alpha 671
Portable Beta 704
Portfoliokonstruktion 149
Portfoliotransparenz 749
Preference Shares 789
Preferred Equity Capital Securities 583
Prime Broker 561, 639
Priority of Payments 790
Private Equity-Fonds 12, 145, 191
Private Equity-Markt 161
Private Equity 577, 578, 671
Private Investments in Public Entities 129
Privatpersonen 485
Privatplatzierung 129, 566, 627
Problemkredite 273
Profitabilitätsindex 195
Property Claims Services (PCS) 501
Prudent Man Rule 606
Public Market Investments 207

Q

Qualified Investor Fund 615
Quellensteuern 582
Quota Shares 500

R

Real Estate Investment Trusts (REITs) 475
Referenzfonds 570
Referenzlisten 748
Regime Shifts 729
Relative Value Commodities 400
Residual Value 12
Retrozessionen 504
Reverse Convertibles 780
Risikobudget 686
Risikomanagement 677
Risikoreduktion 769
RLS-Index 507

Rohstoff-Indizes 396, 417, 422
Rohstoff-Investments 349, 415
Rohstoff-Terminmärkte 417
Rohstoffe 395, 415, 726
Rohstoffselektion 423
Roll Yield 415
Rücknahmetermin 566

S

Saffir-Simpson-Skala 497
Sale-und-Lease-back-Transaktionen 484
Schiefe 517, 728
Schwartz Informationskriterium 710
Schwarze Fonds 622
Schweiz 627
SEC 557
Senior Notes 790
Servicing 275
Short Call 617
SICAR 653
SICAV 555
Siegel's Paradox 686
Single-Hedgefonds 558
Single-Tranche CDOs 309
Small/Mid Buy-outs 35
Smile 517
Smoothing 96
SOPARFI 656
Special Purpose Vehikel (SPV) 258, 497,
584, 789
Spezialmandate 746
Spot Yield 415
Start-Up-Unternehmen 129
Statische Kapitalgarantie 785
Stiftungen 597
Stille Beteiligung 120
Strategiezertifikate 792
Strike Level 534
Sunk Costs 75
Swaps 537
Syndizierung 98
Systematisch 693

T

Teilschutzzertifikate 792
Temperaturderivate 531

Themenzertifikate 792
Theta 716
Tick Value 502, 536
Total-value-to-paid-in-capital ratio (TVPI)
36
Totalausfall des Unternehmens 91
Total Expense Ratio 748
Tracking Error 696, 740
Tranchierung 312
Transaktionen 131
Transparenz 215
Transparenzanforderungen 569
Trendfolgestil 462
True Sale-Problematik 585

U

Übertragbarkeitsrestriktionen 48
Umbrella-Konstruktion 647
Umsatzsteuer 579
Unternehmen 483
Unternehmensbeteiligungsgesellschaft
580
Unternehmensbewertung 235, 242

V

Varianzswaps 515
Venture Capital 21, 99, 122

Verbriefung 496
Verkaufsprospektgesetz 578
Versicherungen 483, 546, 578, 752
Versicherungsderivate 500
Versicherungsrisiken 496
Versorgungswerke 578
VIX-Future 515
Volatilität 513, 715

W

Wagniskapitalfinanzierung 109, 113, 117,
654
Währungen 459, 686
Währungsoverlay 690
Warenterminmärkte 436
Warnhinweis 566
Waterfall 790
Weiße Fonds 621
Wertentwicklung 191
Wetterderivate 502, 541
Wetterrisiken 531
Wohnungsgesellschaften 482
Work-Out 275

Z

Zertifikate 618
Zinsrisiko 664

Buchinformation



Handbuch Alternative Investments Band 2

herausgegeben von Michael Busack und Dieter G. Kaiser

Wiesbaden: Betriebswirtschaftlicher Verlag

Dr. Th. Gabler 2006.

XX, 821 S. Geb. mit SU. EUR 129,00

ISBN 3-8349-0298-5

Gabler ist eine Marke
der GWV Fachverlage GmbH

Gabler | GWV Fachverlage GmbH
Abraham-Lincoln-Straße 46
65189 Wiesbaden | Germany
www.gabler.de

Die Alternative-Investment-Industrie, deren wichtigste Säule v.a. die Hedgefonds- und Private-Equity-Branche bildet, erfährt eine nie zuvor erlebte Aufmerksamkeit in der deutschen Medienlandschaft - dabei werden die positiven Effekte von Hedgefonds und Private Equity zumeist nicht differenziert genug diskutiert: Sie tragen dazu bei, durch die Ausnutzung von Preisanomalien die Markteffizienz zu erhöhen. Hedgefonds- und Private Equity sollten daher eine wichtige Rolle im Anlageuniversum von Versicherungen, Pensionskassen u. a. institutionellen Investoren spielen. Sie sind der Schlüssel zu einem signifikanten Wachstum der Alternative-Investment-Industrie. Internationale Fachleute, hochrangige Vertreter aus Praxis und Wissenschaft führen in jeweils dezidiert darstellender Darstellung wesentlicher Einflussfaktoren das relevante Themenspektrum zu einem Gesamtbild der Alternativen Investments zusammen. Mit ihren Beiträgen zeichnen sie die jüngsten Entwicklungen nach und zeigen Perspektiven der Marktentwicklung auf.

Aus dem Inhalt

Private Equity - Kapitalmarkttheorie - Asset Allocation - Alternative Zinsstrategien - Rohstoffe - Weitere Formen von Alternativen Investments - Rechtliche Grundlagen - Eingliederung in den Anlageprozess institutionelle Investoren

Über die Herausgeber

Michael Busack ist alleiniger Gesellschafter der Firma Absolut Research GmbH und Herausgeber des "Absolutreport", der führenden deutschsprachigen Fachpublikation im Bereich Alternative Investments für institutionelle Investoren sowie Vorstand des Bundesverbandes Alternative Investments e.V. (BAI). Zudem ist er Dozent an der European Business School (ebs) und Fachreferent für Hedgefonds. **Dieter G. Kaiser** ist als Institutional Sales Executive bei Benchmark Alternative Strategies in Frankfurt am Main für die Betreuung institutioneller Kunden zuständig und für das Institutional Research verantwortlich. Er ist Autor mehrerer Bücher und Artikel zum Themengebiet der Hedgefonds sowie seit 2003 Referent für Alternative Investments an der HfB - Business School of Finance and Management in Frankfurt am Main. Die Autoren spiegeln das "Who is Who" der Investment-Branche wider.

Das Buch richtet sich an

institutionellen Investoren (Banken, Versicherungen, Fondsgesellschaften, Altersvorsorgeeinrichtungen, Industrieunternehmen, Private-Equity-Gesellschaften)
Dienstleister institutioneller Investoren

08/2006

Über die Herausgeber:

Michael Busack ist alleiniger Gesellschafter der Consultingfirma Absolut Research GmbH und Herausgeber des "Absolutreport", der führenden deutschsprachigen Fachpublikation im Bereich Alternative Investments für institutionelle Investoren sowie Vorstand des Bundesverbandes Alternative Investments e.V. (BAI). Darüber hinaus ist Michael Busack Dozent an der European Business School (ebs) und Fachreferent für Hedgefonds.

Dieter G. Kaiser ist als Institutional Sales Executive bei Benchmark Alternative Strategies in Frankfurt am Main für die Betreuung institutioneller Kunden zuständig und für das Institutional Research verantwortlich. Er ist Autor mehrerer Bücher und Artikel zum Themengebiet der Hedgefonds sowie seit 2003 Referent für Alternative Investments an der HfB - Business School of Finance and Management in Frankfurt am Main.

Die Autoren spiegeln das "Who is Who" der Alternative-Investment-Branche wider.

Kontakt:
Michael Busack
Absolut Research GmbH
Große Elbstr. 281, D-22767 Hamburg
Tel.: +49 40 30 37 79 - 0, Fax: +49 40 30 37 79 - 15
E-Mail: busack@absolut-research.de
Web: www.absolut-report.de