

## Hedgefonds-Performance und Leerverkaufsverbote in Zeiten der COVID-19-Pandemie

Die exponentielle Ausbreitung der COVID-19-Pandemie hat an den globalen Finanzmärkten zu erheblichen Turbulenzen geführt. Führende Virologen betonen zudem, dass sich die ohnehin schon kritische Lage im Zuge der Ausbreitung der Pandemie in den kommenden Wochen in weiten Teilen Europas, den USA und vielen Entwicklungsländern weiter verschärfen dürfte. Angesichts dieser Aussichten ist es schwierig, Prognosen über künftige Entwicklungen an den Finanzmärkten abzugeben. Vergleiche zu früheren durch (Corona)-Viren ausgelösten Krisen (vgl. SARS, MERS, H1N1, Ebola) sind spätestens seit Auftreten flächendeckender Fälle in Europa und den USA sowie der offiziellen Hochstufung des COVID-19-Virus zur Pandemie hinfällig: Ähnliche historische Pandemien liegen zu weit in der Vergangenheit (vgl. Asiatische Grippe und Hongkong-Grippe), sodass angesichts der heute global vernetzten Märkte nicht auf entsprechende Vergleichswerte zurückgegriffen werden kann. Mögliche zukünftige Pandemieverlauf- als auch Marktentwicklungsprognosen könnten derzeit nur über Szenarioanalysen modelliert werden, und selbst dies würde sich als schwierig erweisen, ohne auf die Expertise fachkundiger Virologen zurückzugreifen. Zumal selbst unter Fachleuten die Prognosen für den weiteren Verlauf der Pandemie stark divergieren und fast täglich neue Prognosen erstellt werden.<sup>1</sup> Umso wichtiger erweist sich, Portfolios so zu diversifizieren, dass möglichst viele verschiedene Risiko-Szenarien abgedeckt sind.

### Hedgefonds-Performance im Februar 2020

Die Möglichkeit von Hedgefonds, sowohl auf steigende (long) als auch durch Leerverkäufe auf fallende (short) Kurse setzen zu können und zudem über Hebeleffekte durch zusätzliche Fremdkapitalaufnahme die Rendite zu steigern, bietet Investoren neben zusätzlichen Ertragschancen in Krisensituationen Stabilität für das Portfolio. Vermögensverluste lassen sich somit in der derzeitigen Marktphase begrenzen. Deshalb können Hedgefonds in klassischen Aktien- und Anleiheportfolios eines institutionellen Anlegers trotz möglicher zusätzlicher Kontrahenten- und Marktrisiken positive Diversifikationseffekte beisteuern und das Gesamtrisiko des Portfolios senken.

Die historische Performance von Hedgefonds-Indizes zeigt, dass Hedgefonds das eingesetzte Kapital von Anlegern in schwierigen Märkten schützen, indem sie entweder weniger Verluste als klassische Investmentfonds erlitten oder sogar positive Renditen erzielten. Auch ein erster Vergleich von Hedgefonds-Indizes mit Aktienindizes für Februar 2020 zeigt die von Hedgefonds ausgehende stabilisierende Wirkung auf Investorenportfolios zu Beginn der Krise deutlich auf. Kommerzielle Datenbankanbieter wie beispielsweise PreqinPro verwenden die von Hedgefonds an sie gemeldeten Kennzahlen zur Erstellung von Indizes. Diese Indizes können eine einzelne Strategie, eine Gruppe von Strategien oder die gesamte Datenbank (vgl. Abbildung 1 zu Preqin-Indizes) abbilden. Mögliche Bias<sup>2</sup> in den Datenbanken

---

<sup>1</sup> Zur Entwicklung des Pandemieverlaufs sei an dieser Stelle exemplarisch auf den täglich erscheinenden NDR Info Podcast mit Prof. Dr. Christian Drosten (Leiter der Virologie an der Berliner Charité) verwiesen, in dem u. a. auch Pandemieverlauf-Szenarien diskutiert werden.

<sup>2</sup> Z. B.: Selection Bias, Incubation Bias, Liquidation Bias, Multiperiod Sampling Bias und Smoothing Bias.

übertragen sich zwar teilweise auf die Indizes, die dennoch nützlich sind, um einen Überblick über Performance-Daten von Hedgefonds-Strategien zu gewinnen. Hedgefonds melden ihre Performance-Daten in der Regel mit mehrwöchiger Verzögerung an kommerzielle Datenanbieter, weshalb erst jetzt (Ende März 2020) verlässliche Datensätze zur Hedgefonds-Performance im Februar vorliegen.

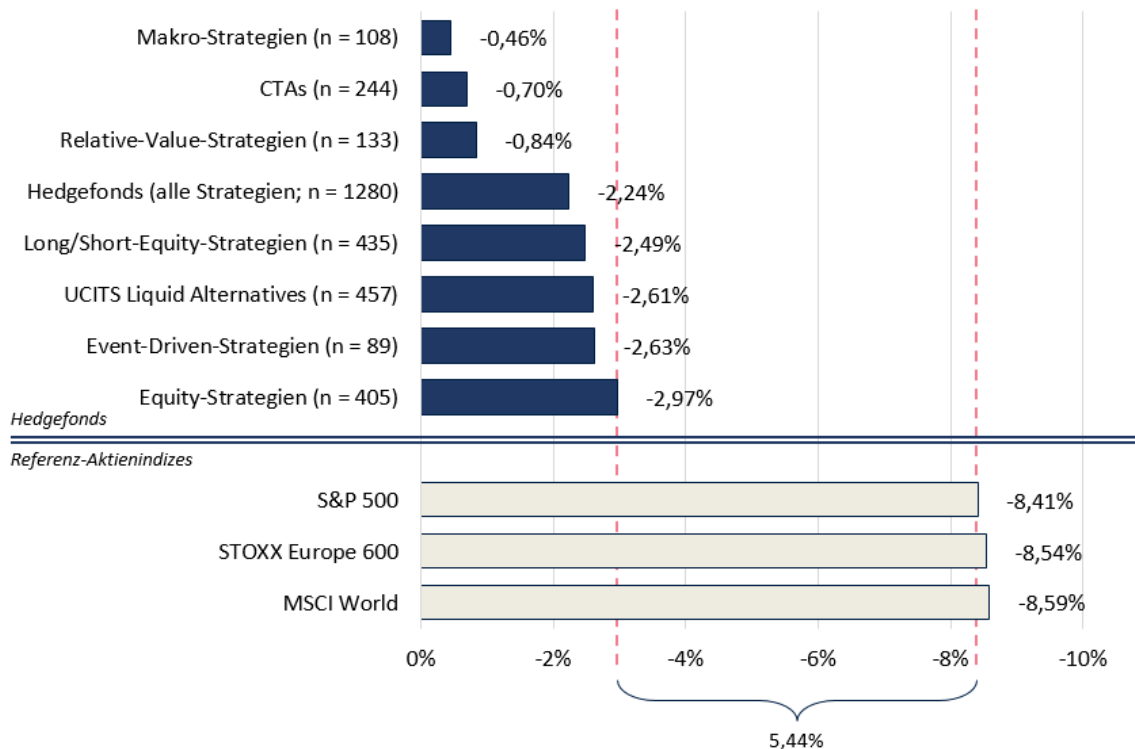


Abbildung 1: Hedgefonds-Strategieindizes-Performance vs. Aktienindizes-Performance im Februar 2020 (n= Anzahl enthaltener Hedgefonds), eigene Darstellung, Hedgefonds-Indizes-Daten: PreqinPro.

Zwar können sich auch Hedgefonds nicht gänzlich dem negativen Markttrend entziehen, allerdings fallen die Verluste im Durchschnitt weniger stark aus als bei klassischen Aktienindizes (vgl. Abbildung 1). Bereits die Februar-Daten, die den Beginn der Baisse widerspiegeln, heben die Vorteile der Diversifizierung und eines regelmäßigen Portfolio-Rebalancing (gilt auch in steigenden Märkten) hervor. Exposure in Alternative Investments bietet Anlegern alternative Quellen für "Beta" in ihrer Portfolio-Allokation. Diese können den Grad der Diversifizierung erhöhen, was sich wiederum deutlich positiv auf die Gesamtvolatilität des Portfolios auswirken kann. Diversifizierungseffekte sollen dabei nicht nur (aufwärtsgerichtete) Trendverläufe glätten, sondern insbesondere Risiken wie beispielsweise das derzeit zu beobachtende Tail-Risk mindern (vgl. Abbildung 2).

**Hedgefonds-Performance Ausblick für März 2020**

Eine erste Prognose der Performance von Hedgefonds-Indizes für März 2020 kann aus hedgefondsähnlichen Strategien im UCITS-Rechtsmantel von börsengehandelten Liquid Alternatives extrapoliert werden. Auch Liquid Alternatives erweisen sich in der Corona-Krise bislang als Stabilitätsanker in den Investorenportfolios. Zwar korrelieren diese grundsätzlich etwas stärker mit gängigen Marktindizes als klassische Hedgefonds und können sich somit breiten Marktbewegungen nicht gänzlich entziehen. Dennoch zeigt der aktuelle Datenstand

von Absolut Research von Mitte März, dass insbesondere Long/Short-Strategien Verlustrisiken im Portfolio erheblich senken können. In Abbildung 2 wird die Performance des „Barclay Hedge Fund Index“<sup>3</sup> bis Mitte März aus börsennotierten Liquid Alternatives extrapoliert. Somit lässt sich eine erste Prognose erstellen, die aufzeigt, dass Hedgefonds die ersten Wochen der COVID-19-Krise durchschnittlich deutlich besser überstanden haben sollten, als klassische Long-Only-Aktienstrategien.

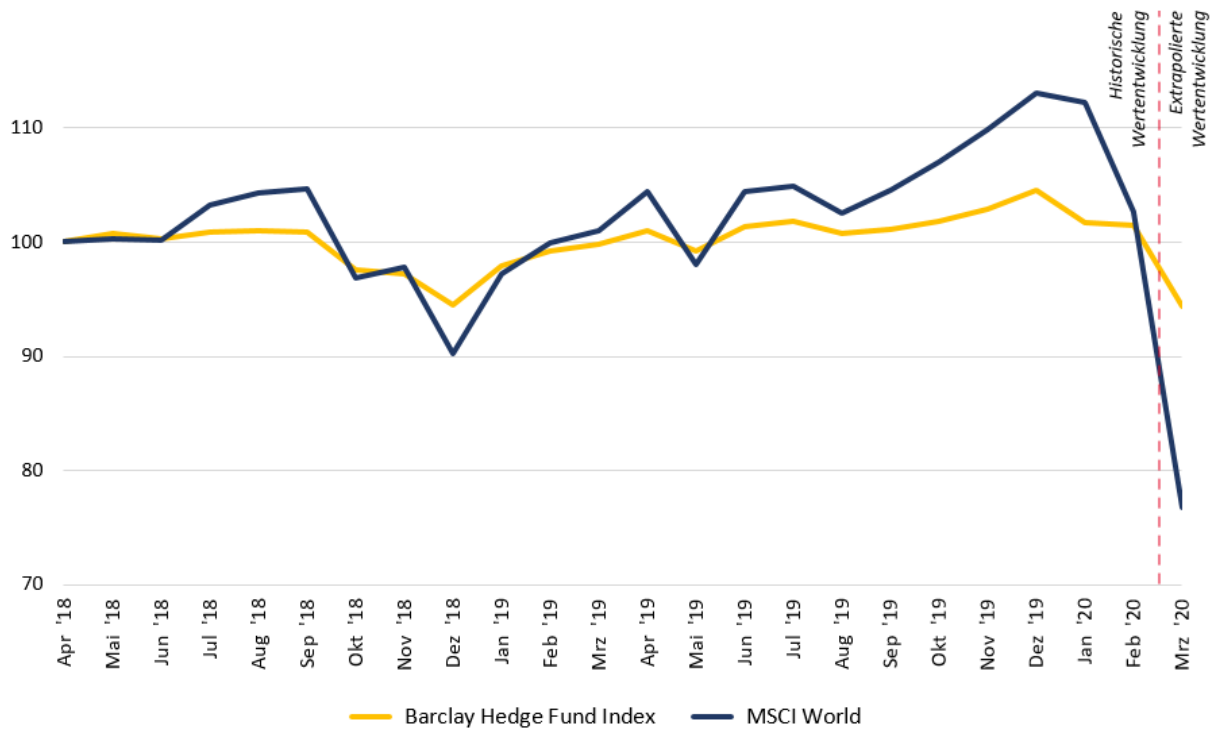


Abbildung 2: Tail-Risks minimieren: Barclay Hedge Fund Index vs. MSCI World Performance, eigene indizierte Darstellung, Quelle der Hedgefonds-Index Daten: Barclayhedge (Daten bis Mitte März extrapoliert aus hedgefondsähnlichen UCITS-Indizes von Absolut Research).

### **Hedgefonds in Portfolios deutscher institutioneller Investoren**

Gemäß [BAI Alternative Investor Survey 2019](#) sind in Deutschland 23 % der institutionellen Investoren in „Liquid Alternatives“ (offene UCITS Liquid Alternatives) und 13 % in „Illiquid Alternatives“ (geschlossene Hedgefonds) investiert. Deutsche Investoren sind primär in Hedgefonds ausländischer Provenienz investiert. Die Ergebnisse der Umfrage zeigen: Hedgefonds sind in jüngster Vergangenheit ein eher unpopuläres alternatives Anlagevehikel für deutsche Investoren. Ein möglicher Grund dafür ist, dass sich Aktienmärkte in den letzten Jahren sehr positiv entwickelt haben und Hedgefonds-Investments eventuell deshalb nicht als erforderlich angesehen wurden. Mit dem Eintritt in eine Baisse könnte sich diese Sichtweise ändern. Vor dem Hintergrund der aufgezeigten Marktentwicklungen zeigt sich die immense Bedeutung von Hedgefonds und hedgefondsähnlichen Strategien als erwarteter Stabilitätsanker für Investorenportfolios.

<sup>3</sup> Der Barclay Hedge Fund Index misst die durchschnittliche Rendite (arithmetisches Mittel der Nettorenditen) aller Hedgefonds (Februar 2020: 2744 Hedgefonds mit Ausnahme von Dachfonds), die an die Barclay-Datenbank berichten.

**Leerverkaufsverbote in der EU**

Die europäische Wertpapieraufsichtsbehörde ESMA hat auf der Grundlage von Art. 28 Abs. 1 Buchstabe a) der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. März 2012 („EU-LeerverkaufsVO“) für Aktien, die an einem geregelten Markt der Europäischen Union notieren, die Meldepflicht für Halter von Netto-Short-Positionen von 0,2 % auf 0,1 % des ausgegebenen Nominalwertes abgesenkt. Der Veröffentlichungsschwellenwert von 0,5 % gilt unverändert. Die Vorschriften der EU-LeerverkaufsVO gelten auch außerhalb der EU und für natürliche oder juristische Personen aus Drittstaaten. Die Positionen sind an die für den Markt zuständige nationale Aufsichtsbehörde zu melden. Die Maßnahme der ESMA trat am 16. März 2020 in Kraft und gilt für drei Monate (Market-Making-Tätigkeiten sind davon ausgenommen). Die bisherigen Melde- und Veröffentlichungsschwellen gemäß Art. 5 und 6 der EU-LeerverkaufsVO gelten unverändert fort. Aktuelle meldepflichtige Netto-Leerverkaufspositionsänderungsanzeigen aus den Monaten Februar und März sind exemplarisch für DAX-gelistete AGs im Anhang (vgl. Tabelle 2) erfasst. Die Reichweite der bisherigen Leerverkaufsverbote in der EU sind in Tabelle 1 zusammengefasst.

<b>Spanien (CNMV)</b> Maßnahmen gelten bis 17.04.2020	Die Maßnahmen gelten für Aktien, die zum Handel an spanischen Börsen zugelassen sind, sowie für alle verwandten Instrumente, die für die Berechnung der Netto-Short-Position relevant sind.
<b>Italien (CONSOB)</b> Maßnahmen gelten bis 18.06.2020	Die Maßnahmen gelten sowohl für Transaktionen ausgewählter Aktien als auch für alle damit verbundenen Instrumente, die für die Berechnung der Netto-Short-Position relevant sind.
<b>Frankreich (AMF)</b> Maßnahmen gelten bis 16.04.2020	Die Maßnahmen gelten für Aktien, die zum Handel an französischen Börsen zugelassen sind, sowie für alle verwandten Instrumente, die für die Berechnung der Netto-Short-Position relevant sind.
<b>Belgien (FSMA)</b> Maßnahmen gelten bis 17.04.2020	Die Maßnahmen gelten für Aktien, die an der Euronext Brüssel und Euronext Growth notiert sind.
<b>Griechenland (HCMC)</b> Maßnahmen gelten bis 24.04.2020	Die Maßnahmen gelten für Aktien, die zum Handel an der Athens Stock Exchange zugelassen sind, sowie für alle verwandten Instrumente, die für die Berechnung der Netto-Short-Position relevant sind.
<b>Österreich (FMA)</b> Maßnahmen gelten bis 18.04.2020	Die Maßnahmen gelten für alle Aktien, die zum Amtlichen Handel an der Wiener Börse zugelassen sind.

Tabelle 1: Reichweite der Leerverkaufsverbote in der EU (Stand: 24.03.2020), eigene Darstellung. Weiterführende Informationen sind den Verlinkungen zu entnehmen.<sup>4</sup>

<sup>4</sup> Hinweis der BaFin vom [23.03.2020](#): Instrumente bezogen auf die Indizes Euro STOXX 50®, STOXX® Europe 600, MSCI Europe, MSCI EMU sind jeweils von den Leerverkaufsverböten ausgenommen, d. h. ein Handel in den Instrumenten ist möglich und nicht von den Verboten erfasst. Instrumente bezogen auf den Index Euro STOXX® Banks sind teilweise ausgenommen (s. [Link](#)). Die einschränkenden Maßnahmen gelten nur dann für indexbezogene Instrumente, wenn die von den Verboten umfassten Aktien mehr als einen jeweils definierten Schwellenwert der Indexgewichtung darstellen. Dies ist bei auf den Euro STOXX 50®, STOXX® Europe 600, MSCI Europe, MSCI EMU bezogenen Instrumente nicht der Fall.

Auch nach Inkrafttreten der Leerverkaufsverbote sind die Aktienmärkte weiter eingebrochen. Verbote in der EU, Südkorea, Indien und zahlreichen weiteren Staaten (Asiens) sind zwar möglicherweise auf die Marktpsychologie bezogen vorteilhaft und verhindern darüber hinaus eventuelle „short and distort“-Aktivitäten<sup>5</sup>, haben aber so gut wie keine Auswirkungen auf die Volatilität oder die Preisfindung am Aktienmarkt, können sich jedoch negativ auf die Liquidität einzelner Wertpapiere auswirken. Derzeitige Markteinbrüche sind nicht primär auf Leerverkäufe von Hedgefonds und anderen Marktteilnehmern zurückzuführen. Sie sind vielmehr fundamental begründbar. Kurseinbrüche sind angesichts der von Bundeskanzlerin Angela Merkel als schwerste Krise seit dem Zweiten Weltkrieg bezeichneten Pandemiewelle unvermeidbar. Leerverkäufe sind dabei essentieller Bestandteil für die Funktionalität von Hedgefonds-Strategien. Leerverkaufsverbote sollten grundsätzlich Ultima Ratio der nationalen Aufsichtsbehörden sein. Zu Pro und Contra von Leerverkaufsverboten verweisen wir ferner auf die unten stehende Literatur.<sup>6</sup>

Bonn, 25.03.2020

**Philipp Bunnenberg**

Referent AI Märkte

Bundesverband Alternative Investments e.V.

---

<sup>5</sup> "Short and distort" ist eine grundsätzlich illegale Praxis, bei der Anleger eine Aktie leerverkaufen und dann (im Internet) negative Gerüchte/Falschinformationen über das Unternehmen verbreiten, um den Aktienkurs gezielt nach unten zu treiben.

<sup>6</sup> Zur Ratio der Regulierung von Leerverkäufen vgl. bspw. *Zetzsche/Lehmann* in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl. 2020, § 53 WpHG Rn. 4 ff.; zum Aufsichtsrecht der Leerverkäufe vgl. *F. Schäfer in: Assmann/Schütze/Buck-Heeb*, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 5. Aufl. 2019, § 21 Rn. 9 ff., jeweils mit weiteren Nachweisen; zu Auswirkungen von short-selling bans vergleiche bspw. [ESRB \(2018\)](#): Short-selling bans and bank stability, Working Paper Series No 64 / January 2018; [CFS \(2013\)](#): The 2011 European Short Sale Ban on Financial Stocks: A Cure or a Curse?, CFS Working Paper No. 2013/17; [Beber/Pagano \(2013\)](#): Short-Selling Bans Around the World: Evidence from the 2007–09 Crisis, in: Journal of Finance, VOL. LXVIII, NO. 1.

**Anhang: DAX-Netto-Leerverkaufspositionsänderungsanzeigen > 0,5 % im Februar/März 2020**

<b>Emittent</b>	<b>Positionsinhaber</b>	<b>Position</b>	<b>Datum</b>
Bayerische Motoren Werke AG	Susquehanna International Group Ltd.	0,71%	24.03.2020
Covestro AG	Citadel Europe LLP	1,09%	24.03.2020
Covestro AG	D. E. Shaw & Co., L.P.	0,57%	24.03.2020
Deutsche Lufthansa AG	BlackRock Investment Management (UK) Ltd.	1,31%	17.03.2020
Deutsche Lufthansa AG	Citadel Advisors LLC	1,21%	20.03.2020
Deutsche Lufthansa AG	Citadel Europe LLP	1,84%	24.03.2020
Deutsche Lufthansa AG	Marshall Wace LLP	2,63%	24.03.2020
Deutsche Lufthansa AG	Viking Global Investors LP	1,68%	23.03.2020
MERCK KGaA	Citadel Advisors LLC	0,72%	13.03.2020
MERCK KGaA	Marshall Wace LLP	0,85%	20.03.2020
MTU Aero Engines AG	Citadel Europe LLP	0,57%	19.03.2020
MTU Aero Engines AG	Marshall Wace LLP	0,52%	20.03.2020
RWE AG	AQR Capital Management, LLC	0,79%	16.03.2020
thyssenkrupp AG	AHL Partners LLP	0,53%	18.03.2020
thyssenkrupp AG	AQR Capital Management, LLC	2,27%	16.03.2020
thyssenkrupp AG	BlackRock Institutional Trust Company, National Association	0,70%	18.03.2020
thyssenkrupp AG	Capital Fund Management SA	0,80%	26.02.2020
Wirecard AG	Greenvale Capital LLP	0,95%	20.03.2020
Wirecard AG	Marshall Wace LLP	1,20%	17.03.2020
Wirecard AG	Slate Path Capital LP	1,18%	12.03.2020
Wirecard AG	TCI Fund Management Ltd.	0,89%	13.03.2020

Tabelle 2: Eigene Darstellung, Quelle: Bundesanzeiger (Stand: 25.03.2020).<sup>7</sup>

<sup>7</sup> Als tabellarische Übersicht werden die aktuellen Meldungen (Stand: 25.03.2020) von Netto-Leerverkaufspositionen angezeigt. Zu jeder Positionsinhaber/ISIN-Kombination wird jeweils nur die aktuelle Position in Bezug auf das Datum der Position aufgeführt, wenn der Prozentsatz über 0,5 % liegt.