

Leibniz University Hannover  
School of Economics and Management  
Institute of Banking and Finance

**Hedge Funds: Trading Strategies and Performance Evaluation**  
(Belegnummer: 374040)

Thema:

**Hedge Fund Performance and Fund Age and Size**

Prüfer: Prof. Dr. Maik Dierkes  
Betreuer: Dr. Sebastian Schrön

vorgelegt von:

Name:	Luca	Sebastian
Anschrift:	Königsworther Platz 1	Königsworther Platz 2
	30167 Hannover	30167 Hannover
Studiengang:	Wirtschaftswissenschaft	Wirtschaftswissenschaft
Fachsemester:	1	2
Matrikelnummer:	1234567	7654321

Hannover, den 31.03.2022

# Inhaltsverzeichnis

<b>1</b>	<b>Einleitung</b>	<b>1</b>
<b>2</b>	<b>Theoretischer Hintergrund</b>	<b>2</b>
2.1	Literaturüberblick . . . . .	2
2.2	Herleitung der Hypothesen . . . . .	5
<b>3</b>	<b>Datensatz und Methodik</b>	<b>5</b>
3.1	Selektion des Datensatzes . . . . .	5
3.2	Deskriptive Statistik . . . . .	6
3.3	Performancemaße . . . . .	9
<b>4</b>	<b>Ergebnisse</b>	<b>13</b>
4.1	Regressionen . . . . .	13
4.1.1	Alpha . . . . .	13
4.2	Sharpe Ratio und Information Ratio . . . . .	14
4.3	Coherence . . . . .	18
4.4	Persistence . . . . .	20
<b>5</b>	<b>Robustheit und Grenzen der Studie</b>	<b>22</b>
5.1	Robustness checks . . . . .	22
5.2	Grenzen der Studie . . . . .	23
<b>6</b>	<b>Schlussfolgerung</b>	<b>24</b>
<b>A</b>	<b>Mitwirkung</b>	<b>26</b>
<b>B</b>	<b>Tabellen</b>	<b>27</b>
	<b>Literaturverzeichnis</b>	<b>37</b>

## Tabellenverzeichnis

1	Jarque-Bera Test beider Datensätze . . . . .	7
2	Zusammenfassung der Performance-Maße für Alters-Klassen . . . . .	10
3	Zusammenfassung der Performance-Maße für Größe-Klassen . . . . .	11
4	Zusammenfassung der Performance-Maße für Größe-Klassen nach Jones	11
5	Four Regression Models Predicting Influence on Alpha Part 1 . . . . .	14
6	Four Regression Models Predicting Influence on Alpha Part 2 . . . . .	15
7	Four Regression Models Predicting Influence on Sharpe Ratio Part 1	16
8	Four Regression Models Predicting Influence on Sharp Ratio Part 2	17
9	Four Regression Models Predicting Influence on Information Ratio Part 1 . . . . .	18
10	Four Regression Models Predicting Influence on Information Ratio Part 2 . . . . .	19
11	Top 3 Hedge Fonds nach Alpha, SR und IR (Alter, 2005-2015) . . . .	19
12	Top 3 Hedge Fonds nach Alpha, SR und IR (Größe, 2010-2020) . . . .	20
14	Four Regression Models Predicting Influence on Alpha Part 1 . . . . .	27
15	Four Regression Models Predicting Influence on Alpha Part 2 . . . . .	28
16	Four Regression Models Predicting Influence on Information Ratio (Carhart's Alpha) Part 1 . . . . .	29
17	Four Regression Models Predicting Influence on Information Ratio (Carhart's Alpha) Part 2 . . . . .	30
18	Top 3 Hedge Fonds nach Carhart's Alpha und IR (Alter, 2005-2015)	31
19	Top 3 Hedge Fonds nach Carhart's Alpha und IR (Größe, 2010-2020)	31
20	Four Regression Models Predicting Influence on Alpha (2005-2020) Part 1 . . . . .	31
21	Four Regression Models Predicting Influence on Alpha (2005-2020) Part 2 . . . . .	32
22	Four Regression Models Predicting Influence on Sharpe Ratio (2005- 2020) Part 1 . . . . .	33
23	Four Regression Models Predicting Influence on Sharp Ratio (2005- 2020) Part 2 . . . . .	34
24	Four Regression Models Predicting Influence on Information Ratio (2005-2020) Part 1 . . . . .	35
25	Four Regression Models Predicting Influence on Information Ratio (2005-2020) Part 2 . . . . .	36
26	Top 3 Hedge Fonds nach Alpha, SR und IR . . . . .	37

## Abbildungsverzeichnis

1	Histogramm der Rendite für 'Größe' . . . . .	7
2	Klassenverteilung beider Stichproben . . . . .	8
3	Zusammenhang von Volatilität und Mean innerhalb der Age-Stichprobe	9
4	Dichteverteilung für Ratios des Alters-Datensatzes . . . . .	12
5	Dichteverteilung für Ratios des 'Größe'-Datensatzes . . . . .	12

# 1 Einleitung

Börsengehandelte Investmentfonds (ETFs) erfreuten sich in den vergangenen Jahren zunehmender Beliebtheit bei Investoren. So stieg das von ETFs weltweit verwaltete Vermögen von 1.355 Mrd. USD in 2011 auf einen Wert von 10.021 Mrd. USD in 2021 - fast eine Verachtfachung in den vergangenen 10 Jahren (ETFGI LLP, 2022). Eine Alternative zu ETFs stellen aktiv gemanagte Investmentfonds da. Diese werden von professionellen Fondsmanagern verwaltet und weisen daher im Allgemeinen höhere Kosten und Gebühren im Vergleich zu günstigen Indexfonds auf. Ob die Performance solcher Fonds die höheren Kosten rechtfertigen, wurde in den vergangenen Jahren rege in der Finanzwissenschaft diskutiert. Eine besondere Klasse aktiv gemanagter Fonds stellen sogenannte ‘Hedgefonds’ dar, welche im Vergleich zu anderen Fonds vergleichsweise unreguliert agieren können und dadurch die Möglichkeit haben, spezielle Investmentstrategien zu entwickeln (Pedersen, 2019).<sup>1</sup> Da Hedgefonds sehr hohe Gebühren für ihre Leistung verlangen, gleichzeitig jedoch das verwaltete Vermögen stetig steigt (Backstop Solutions Group LLC, 2021), lohnt sich ein genauerer Blick auf die Performance dieser Anlage-Vehikel.

Der vorliegende Aufsatz behandelt daher die Forschungsfrage, welchen Einfluss das Alter und die Größe von Hedgefonds auf deren Performance haben. Darüber hinaus wird untersucht, welches dieser beiden Charakteristika den stärkeren Einfluss aufweist. Für diese Untersuchung wurden zwei Datensätze mit 408 bzw. 228 Hedgefonds für die Zeiträume 2005-2015 bzw. 2010-2020 erstellt. Klassische Performancemaße wurden berechnet und diese in Beziehung zu Größe und Alter gesetzt. Der Beitrag dieser Arbeit ist somit ein zweifacher: Zum einen werden bisherige wissenschaftliche Untersuchungen der Zusammenhänge zwischen Alter/Größe und Performance von Hedgefonds mit aktuellen Daten auf Aktualität überprüft. Zum anderen können interessierte Anleger die Erkenntnisse in ihre Investitionsentscheidungen einfließen lassen.

Die weitere Arbeit ist folgendermaßen aufgebaut: Zunächst erfolgt in Kapitel 2 ein Überblick über die bestehende wissenschaftliche Literatur, woraus anschließend die aufgestellten Hypothesen abgeleitet werden. In Kapitel 3 wird der genutzte Datensatz präsentiert, sowie die angewendeten Methoden vorgestellt. Die Präsentation der Ergebnisse erfolgt in Kapitel 4, worauf die Vorstellung der durchgeführten Robustness-

---

<sup>1</sup>siehe Pedersen (2019), S. 19-20

Checks sowie die Grenzen der Studie in Kapitel 5 folgen. Die Arbeit schließt mit einer zusammenfassenden Schlussfolgerung.

## 2 Theoretischer Hintergrund

### 2.1 Literaturüberblick

Der Einfluss von Alter und Größe auf die Performance von Hedgefonds ist bereits Gegenstand vielfältiger Untersuchungen gewesen. Stafylas, Anderson, & Uddin (2016) gaben einen ersten Überblick über die bestehende Literatur. Die Autoren konstatierten, dass der überwiegende Teil bisheriger Studien eine negative Beziehung zwischen Alter und Performance feststellt. So untersuchte Howell (2001) 3.733 Hedgefonds im Zeitraum 1994-2000, wobei nur solche als ‘jung’ eingestuft wurden, die ein Alter von bis zu drei Jahren aufwiesen. Der Autor ermittelte für das jüngste Dezil eine durchschnittliche Rendite von 21,5 % und für das älteste Dezil eine durchschnittliche Rendite von 11,8 % bei einer Median-Rendite von 13,9 % - eine Outperformance junger Hedgefonds von 760 Basispunkten.<sup>2</sup> Amenc & Martellini (2003) definierten ein Alter von bis zu zwei Jahren als ‘jung’ und berechneten auf Basis von 10 Modellen das Alpha für junge und alte Fonds. Neun Modelle ergaben hierbei signifikant höhere Alphas für junge Fonds - allerdings zum Preis einer ebenfalls höheren Volatilität.<sup>3</sup> Frumkin & Vandegrift (2009) hingegen untersuchten die Überrenditen von Hedgefonds im Vergleich zum S&P 500 im Zeitraum 2005-2007 unter Nutzung dreier Modelle. Sie stellten fest, dass über alle Modelle hinweg das Alter einen signifikanten negativen Einfluss auf die Überrendite hat. Stieg das Alter um einen Monat, sank die Überrendite um bis zu 130 Basispunkten, wobei die Autoren dies auf einen sich mit der Zeit ändernden Investitionsstil der Fondsmanager zurückführten.<sup>4</sup> Zu einem ähnlichen Ergebnis kommt Liang (1999), welcher durch eine Regression u.a. des Alters auf die durchschnittliche monatliche Rendite eine negative Beziehung zwischen Alter und Rendite feststellen konnte. Der Autor vermutet, dass mit dem Alter auch die Größe der Fonds wächst, und dadurch das Management derselbigen schwieriger wird.<sup>5</sup> Jones (2007) analysierte in ihrer Studie einen Datensatz für den Zeitraum

---

<sup>2</sup>siehe Howell (2001), S. 59

<sup>3</sup>siehe Amenc & Martellini (2003), S. 22

<sup>4</sup>siehe Frumkin & Vandegrift (2009), S. 249-250

<sup>5</sup>siehe Liang (1999), S. 78

1996-2006 und teilte die Fonds in drei Altersklassen ein. Dadurch stellte sie fest, dass die Klasse der jungen Fonds eine durchschnittliche Rendite in Höhe von 17,5 % pro Jahr erwirtschaftete, im Vergleich zu 11,84 % pro Jahr in der Klasse der alten Fonds. Darüber hinaus boten junge Fonds mit einer jährlichen Standardabweichung von 5,97 % eine geringere Volatilität als alte Fonds mit einer jährlichen Standardabweichung in Höhe von 6,32 %, was die Overperformance junger Fonds zusätzlich unterstreicht.<sup>6</sup> Hinsichtlich der Beziehung zwischen Größe und Performance ist die Literatur jedoch uneinheitlich - positive wie negative Beziehungen wurden gleichermaßen wissenschaftlich festgestellt. Durch eine Querschnittsregression stellte beispielsweise Liang (1999) einen positiven Zusammenhang für 385 Fonds zwischen 1994-1996 fest.<sup>7</sup> Keinen statistisch signifikanten Zusammenhang zwischen Größe und Performance entdeckte hingegen Gregoriou (2002) bei der Analyse eines Datensatzes von 276 Hedgefonds zwischen 1994-1999.<sup>8</sup> Bei beiden Studien ist kritisch anzumerken, dass die Größe der Fonds zu lediglich einem Zeitpunkt erhoben wurde, was zu einer Verzerrung der Ergebnisse führen kann.<sup>9</sup> Amenc & Martellini (2003) untersuchten Hedgefonds im Zeitraum 1996-2002 und teilten diese nach Größe in zwei gleich große Gruppen ein. Anschließend wurde für jede Gruppe das durchschnittliche Alpha mit Hilfe mehrerer Modelle berechnet. Sieben dieser Modelle lieferten eine statistisch signifikante Overperformance von großen Fonds im Vergleich zu kleinen Fonds.<sup>10</sup> Ammann & Moerth (2005) kritisieren jedoch, dass eine simple Einteilung in zwei Klassen für eine aussagekräftige Analyse nicht ausreicht.<sup>11</sup> Getmansky (2005) kam für den Zeitraum 1994-2002 zu einem ähnlichen Ergebnis wie Amenc & Martellini (2003), in dem sie eine positive, jedoch konkave, Beziehung zwischen Performance und historischer Größe für einen Datensatz von 3.501 Hedgefonds feststellen konnte.<sup>12</sup> Koh, Koh, & Teo (2003) konzentrierten sich hingegen auf asiatische Hedgefonds im Zeitraum 1999-2003 und teilten die betrachteten Fonds in zehn Kategorien nach Größe ein. Hierbei stellten sie für univariate Regressionen fest, dass Fonds, welche von großen Gesellschaften gemanagt wurden, solche Fonds outperformten, die von kleinen Gesellschaften verwaltet wurden. Dieser Effekt verschwand allerdings, als für weitere Variablen kontrolliert

---

<sup>6</sup>siehe Jones (2007), S. 347

<sup>7</sup>siehe Liang (1999), S. 78

<sup>8</sup>siehe Gregoriou (2002), S.76-77

<sup>9</sup>Ammann & Moerth (2005), S. 221

<sup>10</sup>siehe Amenc & Martellini (2003), S. 21

<sup>11</sup>Ammann & Moerth (2005), S. 221

<sup>12</sup>siehe Getmansky (2005), S. 32

wurde.<sup>13</sup> Wiederum andere Studien kommen zu der Schlussfolgerung, dass zwischen Größe und Performance ein negativer Zusammenhang besteht. Schneeweis, Kazemi, & Martin (2002) untersuchten die Korrelation zwischen Größe und Performance für den Zeitraum 1996-2000. Hierbei entdeckten sie, dass große Fonds eine Underperformance im Vergleich zu kleinen Fonds aufwiesen. Eine mögliche Erklärung hierfür könnte sein, dass kleine Fonds riskantere Strategien nutzen.<sup>14</sup> Agarwal, Daniel, & Naik (2004) betrachteten den Zeitraum 2004-2000 und entdeckten einen statistisch signifikanten negativen Zusammenhang zwischen Größe und Performance. Sie vermuten, dass es großen Fonds aufgrund ihrer Masse nicht mehr möglich ist, ihr gesamtes Kapital für ihre Top-Strategien einzusetzen.<sup>15</sup> Diese Vermutung hatten auch Harri & Brorsen (2004), welche ebenfalls einen negativen Zusammenhang für den Zeitraum 1977-1998 feststellten. Zu einem bemerkenswerten Ergebnis kam darüber hinaus Hedges (2004), welcher den Zeitraum 1995-2002 betrachtete und hierfür drei Portfolios nach Größe zusammenstellte. Kleine Fonds outperformten große Fonds - beide outperformten jedoch Fonds mittlerer Größe. Ammann & Moerth (2005) analysierten für ihre Studie 4.014 Fonds im Zeitraum 1994-2005, welche sie in 100 gleich große Portfolios aufteilten. Unter Nutzung eines Multi-asset-class Factor Models entdeckten sie einen negativen Zusammenhang zwischen Rendite und Fondsgröße. Die Autoren erklären sich dies dadurch, dass Fondsmanager durch Maximierung der Fondsgröße ihre Vergütung steigern können. Somit kommt es zur Überschreitung der optimalen Fondsgröße und daher bei zunehmender Größe zu abnehmender Performance.<sup>16</sup> Jones (2007) stellte für kleine Fonds eine jährliche Rendite von 15,46 % bei einer Standardabweichung von 6,31 % fest, sowie für große Fonds eine jährliche Rendite von 11,93 % bei einer Standardabweichung von 5,72 %. Insofern bieten kleine Fonds eine höhere Rendite, jedoch zum Preis einer höheren Volatilität.<sup>17</sup> Joenväärä, Kosowski, & Tolonen (2012) betrachteten einen Datensatz mit 30.040 Hedgefonds und berechneten Alphas auf Basis des Sieben-Faktoren-Modells von Fung & Hsieh (2004). Sie errechnen ein jährliches Fung-und-Hsieh-Alpha von 6,47 % für kleine Fonds, sowie 1,67 % für große Fonds. Beide Ergebnisse sind statistisch signifikant und bestätigen den vermuteten

---

<sup>13</sup>siehe Koh u. a. (2003), S. 21, 25, 39

<sup>14</sup>siehe Schneeweis u. a. (2002), S. 19

<sup>15</sup>siehe Agarwal u. a. (2004), S. 13, 25

<sup>16</sup>siehe Ammann & Moerth (2005), S. 236-237

<sup>17</sup>siehe Jones (2007), S. 343

negativen Zusammenhang.<sup>18</sup> Somit lässt sich abschließend zusammenfassen, dass hinsichtlich der Auswirkungen des Alters auf die Performance die bisherige Literatur einhellig eine negative Beziehung festgestellt hat. Hinsichtlich des Zusammenhangs zwischen Größe und Performance ist die Literatur divers, weist jedoch tendenziell auf eine ebenfalls negative Beziehung hin.

## 2.2 Herleitung der Hypothesen

Auf Basis der vorgestellten bisherigen Erkenntnisse werden nachfolgend die zu untersuchenden Hypothesen abgeleitet. Da der weit überwiegende Teil der Literatur einen negativen Zusammenhang zwischen Alter und Performance von Hedgefonds festgestellt hat, wurde folgende erste Hypothese formuliert:

- $H_1$  : Junge Hedgefonds outperformen alte Hedgefonds.

Weiterhin zeichnet sich, trotz der Uneinigkeit in der Literatur, zuletzt eine Tendenz in Richtung eines negativen Zusammenhangs hinsichtlich Größe und Performance von Hedgefonds an. Dieser Richtung folgend, wurde folgende zweite Hypothese formuliert:

- $H_2$  : Kleine Hedgefonds outperformen große Hedgefonds.

Ob nun das Alter oder die Größe einen größeren Einfluss auf die Performance von Hedgefonds haben, wurde nach dem Wissen der Autoren in der Literatur bislang wenig untersucht. Da die Literatur zum Einfluss des Alters jedoch sehr eindeutig ausfällt, wird in der vorliegenden Arbeit die folgende dritte Hypothese untersucht:

- $H_3$  : Das Alter hat einen größeren Einfluss auf die Performance von Hedgefonds als deren Größe.

Nachdem nun die Hypothesen dargestellt wurden, erfolgt nachfolgend die Vorstellung des Datensatzes sowie die darauf angewendeten Methoden.

## 3 Datensatz und Methodik

### 3.1 Selektion des Datensatzes

Die zur Verfügung stehenden Datensätze enthielten Daten über insgesamt 979 Hedgefonds im Zeitraum 01/1990-08/2020. Analog zu Jones (2007) sowie Ammann &

---

<sup>18</sup>siehe Joenväärä u. a. (2012), S. 20



Moerth (2005) wurden davon solche Hedgefonds ausgeschlossen, welche wiederum in andere Hedgefonds investieren (sog. Funds of Funds), um einer etwaigen Verzerrung der Ergebnisse vorzubeugen. Aufgrund der Struktur des Datensatzes wurden jeweils für die Untersuchung der Variable ‘Alter’ und der Variable ‘Größe’ separate Datensätze gebildet. Zur Untersuchung der Variable ‘Alter’ wurde der Datensatz auf den Zeitraum 01/2005-12/2014 zugeschnitten, wobei das Alter der historischen Laufzeit des Fonds Stand 01.01.2005 entspricht. Für die Untersuchung der Variable ‘Größe’ wurde der Zeitraum 01/2010-08/2020 gewählt, wobei die Größe der Fondsgröße bzw. ersatzweise dem Nettovermögen des Fonds entspricht. Hinsichtlich ‘Größe’ wurden zudem alle Fonds aus dem Datensatz ausgeschlossen, deren Vermögen kleiner als 1 Mio. USD betrug und/oder das Datum der Größenangabe vor dem betrachteten Zeitraum lag. Im Einklang mit den Studien von Koh u. a. (2003), Agarwal u. a. (2004) sowie Ammann & Moerth (2005) enthalten die in dieser Studie analysierten Datensätze sowohl durchgängig laufende Fonds, als auch solche, die in den betrachteten Zeiträumen die Geschäftstätigkeit eingestellt haben. Dadurch kann der survivorship bias verhindert werden, also eine Überschätzung der Rendite aufgrund der fehlenden Berücksichtigung eingestellter Fonds.<sup>19</sup> Abschließend wurden solche Fonds ausgeschlossen, deren monatliche Preisdaten nicht mindestens die Hälfte der jeweiligen Laufzeit abdeckten.

### 3.2 Deskriptive Statistik

Eine Betrachtung der deskriptiven Statistik beider Datensätze kann erste Hinweise zur Beantwortung der Forschungsfrage liefern. Des Weiteren ist eine Betrachtung der Rendite-Verteilung erforderlich, um diese auf Normalverteilung zu prüfen, die Voraussetzung für das Testen der aufgestellten Hypothesen ist (Brooks, 2019, S. 209). Hierfür wurde zunächst die Rendite der betrachteten Fonds auf Basis der monatlichen Preise berechnet. Anschließend erfolgte der Test auf Normalverteilung mittels des bekannten Jarque-Bera Tests für beide Datensätze.<sup>20</sup>

Die Ergebnisse zeigen, dass sich die Verteilung der betrachteten Renditen beider Datensätze statistisch signifikant von der Normalverteilung unterscheiden. Allerdings haben analytische Tests auf Normalverteilung, wie bspw. auch der Kolmogorov-Smirnov

---

<sup>19</sup>zum survivorship bias siehe u.a. Brown, Goetzmann, Ibbotson, & Ross (1992) oder Elton, Gruber, & Blake (1996)

<sup>20</sup>Jarque & Bera (1980), Jarque & Bera (1987)

Tabelle 1: Jarque-Bera Test beider Datensätze

Datensatz	Methode	Test Statistik	p-value	df
Alter	Robust Jarque Bera Test	940909.2	0	2
Größe	Robust Jarque Bera Test	6697285.0	0	2

Test oder der Shapiro-Wilk Test, die Eigenschaft, bei sehr kleinen Stichproben eine geringe Power und bei sehr großen Stichproben einen automatisch signifikanten p-Wert aufzuweisen.<sup>21</sup> Aufgrunddessen wird ein weiterer, optischer Test auf Normalverteilung anhand von Histogrammen vorgenommen, die die Verteilung der Renditen beider Stichproben darstellen.

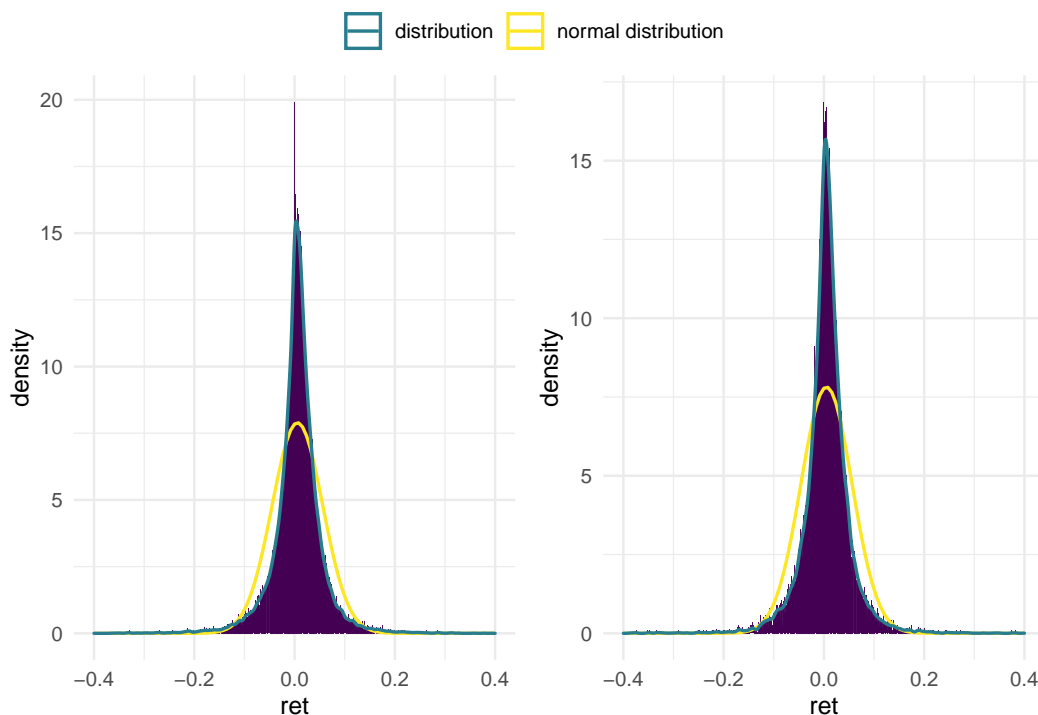


Abbildung 1: Histogramm der Rendite für ‘Größe’

Abbildung 1 zeigt die Histogramme der Renditen beider Datensätze sowie in gelb die Normalverteilung und türkis die Verteilung der Datensätze. Beide Abbildungen bestätigen das Ergebnis der Tests. Es liegt bei beiden Abbildungen eine zu hohe Kurtosis vor, die Renditen sind leptokurtisch verteilt.

Im Anschluss werden die Fonds ihrer Größe und Alter entsprechend in Klassen nach Jones (2007) eingeteilt: ‘jung’ entspricht einem Alter von bis zu zwei Jahren, ‘medium’ zwischen 2 und 4 Jahren sowie ‘alt’ ab einem Alter von mindestens 5 Jahren.

<sup>21</sup>siehe bspw. Aldor-Noiman, Brown, Buja, Rolke, & Stine (2013), Field (2018)

Hinsichtlich der Größe: klein ( $< 100$  Mio. USD), medium (100 - 500 Mio. USD) und groß ( $> 500$  Mio. USD). Die Verteilung beider Datensätze kann Abbildung 2 entnommen werden.

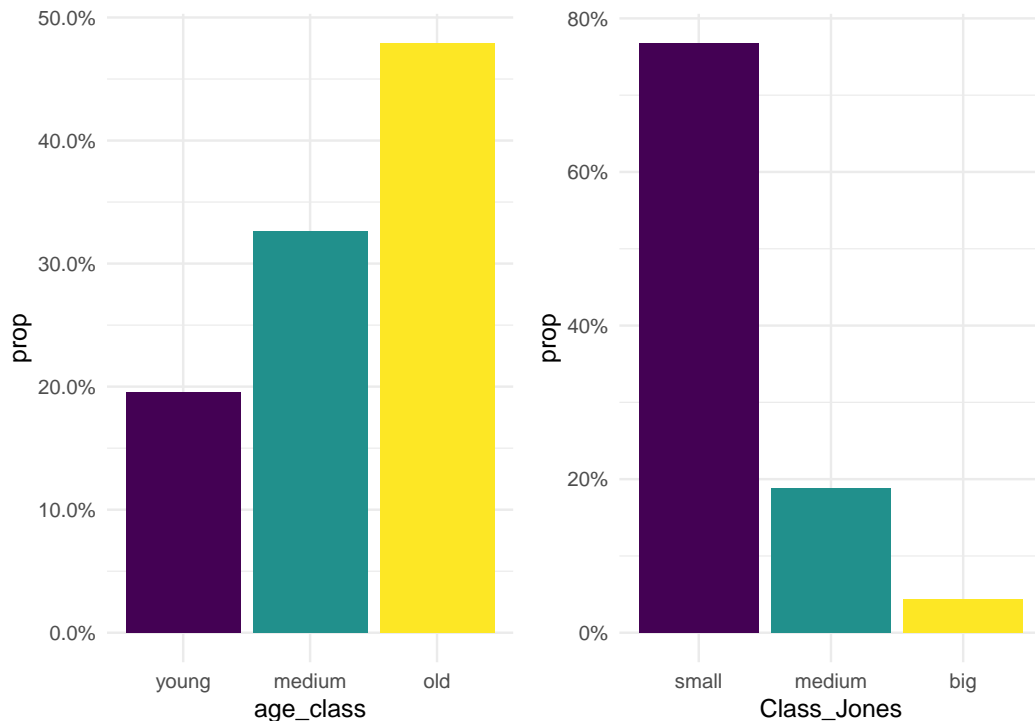


Abbildung 2: Klassenverteilung beider Stichproben

Auch wenn alte Fonds mit einer Anzahl von 194 ca. 50% der Verteilung stellen, ist die Anzahl für junge (79) und mittlere (132) Fonds ausreichend groß für eine weitere Analyse, sodass hier der Einteilung nach Jones (2007) gefolgt wird. Hinsichtlich des Datensatzes für 'Alter' zeigt die Verteilung eine klare Verzerrung hin zu kleinen Fonds (80%), während große Fonds (4,5%) unterrepräsentiert sind. Daher erfolgt im weiteren Verlauf der Arbeit die Einteilung nach Größe in Quintile, ähnlich dem Ansatz von Howell (2001).

Abbildung 2 stellt die Zusammenhänge von Volatilität und Arithmetischer Rendite (Returns) für die gesamte Age-Stichprobe und die drei Klassen dar. Zusätzlich ist eine Regression eingefügt, die den positiven Zusammenhang von Returns und Volatilität aufzeigt. Die Farbgebungsskala ist der jeweiligen Spannweite der Sharp-Ratio angepasst und zeigt dadurch deutliche Unterschiede innerhalb der Sharp-Ratios für die einzelnen Klassen auf. Auf diese und andere Kennziffern wird im späteren Verlauf der Arbeit genauer eingegangen. Eine ähnliche Abbildung zur Size-Stichprobe

ist im Anhang zu finden.

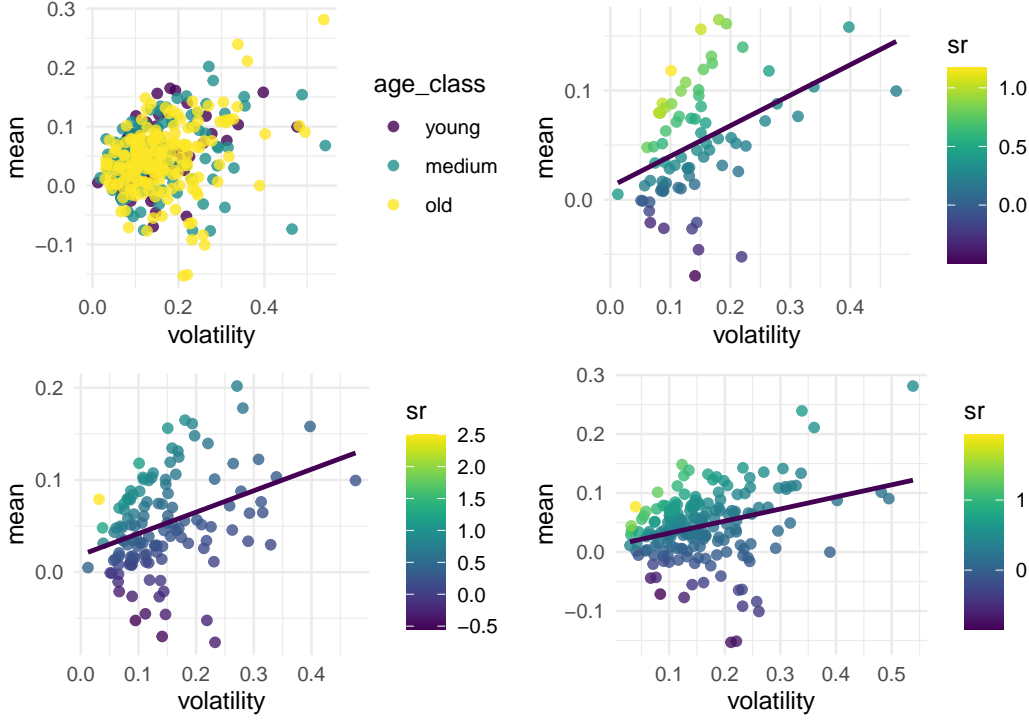


Abbildung 3: Zusammenhang von Volatilität und Mean innerhalb der Age-Stichprobe

### 3.3 Performancemaße

Die vorgestellten Datensätze werden nun dazu genutzt, jeweils die bekannten Performance-Maße Jensen's Alpha, Sharpe Ratio (SR) und Information Ratio (IR) zu berechnen. Hierbei ist das Alpha nach Jensen (1968) eines der bekanntesten Maße,<sup>22</sup> und stellt die Konstante einer CAPM-Regression dar:

$$r_t^e = \alpha + \beta r_{M,t}^e + \epsilon_t, \quad (1)$$

wobei  $r_t^e$  die Rendite des Assets und  $r_{M,t}^e$  die Marktrendite abzgl. des risikofreien Zinssatzes darstellen, sowie  $\alpha$  die marktneutrale Rendite-Komponente und  $\beta$  das Markt-Exposure der Rendite. Da das Alpha durch Leverage skaliert werden kann, wurde darüber hinaus die Sharpe Ratio berechnet, welche die erwartete Überschussrendite ins Verhältnis zur Volatilität setzt und damit immun gegenüber Leverage ist (Sharpe, 1966):

$$SR = \frac{E(r - r_f)}{\sigma(r - r_f)} := \frac{\bar{r}^e}{\sigma(r^e)}, \quad (2)$$

<sup>22</sup>siehe Pedersen (2019), S. 28: "It is the Holy Grail all active managers seek."

Tabelle 2: Zusammenfassung der Performance-Maße für Alters-Klassen

Class	Mean of Returns	Volatility of Returns	Alpha	SR	IR
young	0.0513	0.1412	0.0320	0.3705	0.2778
medium	0.0497	0.1499	0.0212	0.4199	0.2850
old	0.0443	0.1602	0.0104	0.3215	0.1196

wobei  $\bar{r}^e$  das arithmetische Mittel und  $\sigma(r^e)$  die Standardabweichung der Überschussrendite darstellen. Letztlich wurde auch die Information Ratio in die Untersuchung mit einbezogen, welche das Alpha eines Hedgefonds ins Verhältnis zu dessen idiosynkratischem Risiko setzt:

$$IR = \frac{\alpha}{\sigma(\epsilon)}, \quad (3)$$

wobei  $\epsilon$  in der vorliegenden Arbeit dem Residuum einer CAPM-Regression entspricht und somit dem Tracking-Error. Die errechneten Performancemaße werden getrennt nach Datensatz anhand der nachfolgenden Tabellen vorgestellt. Tabelle 2 zeigt den Durchschnitt der Rendite, Volatilität, Alpha, SR und IR nach Klassen getrennt für den Alters-Datensatz. Hierbei weist die Klasse der junge Fonds die höchste Rendite bei gleichzeitig niedrigster Volatilität auf. Dies deckt sich mit den Erkenntnissen von Jones (2007). Auch hinsichtlich Jensen’s Alpha bieten junge Fonds eine bessere Performance als alte Fonds. Allerdings könnte dies durch Leverage verursacht sein, da hinsichtlich Sharpe- und Information-Ratio die Klasse der mittelalten Fonds am besten abschneidet. Zusammenfassend unterliegt die Klasse der alten Fonds, was ein erstes Indiz für die Bestätigung der ersten Hypothese darstellt.

Tabelle 3 zeigt die durchschnittlichen Performance-Maße für den Größe-Datensatz, mit Klassen nach Quintilen. Das vierte Quintil ausgenommen, steigt mit der Größe der Fonds sowohl die durchschnittliche Rendite, als auch die Volatilität, was konträr zu den Ergebnissen von Jones (2007) steht. Werden die Werte für Jensen’s Alpha betrachtet, bieten kleine Fonds die beste Überrendite. Dieses Bild dreht sich jedoch, sobald der Fokus auf Sharpe- und Information-Ratio gerichtet wird. Diese bestätigen die anfangs genannte Overperformance von großen Fonds.

Tabelle 4 zeigt die durchschnittlichen Performance-Maße für den ‘Größe’-Datensatz mit der Klasseneinteilung nach Jones (2007). Trotz Verzerrung hin zu kleinen Fonds stimmen die Ergebnisse mit denen der Aufteilung nach Quintilen (Tabelle 3) überein. Dies deckt sich mit den eingangs vorgestellten Erkenntnissen von Gregoriou (2002)

Tabelle 3: Zusammenfassung der Performance-Maße für Größe-Klassen

Class	Mean of Returns	Volatility of Returns	Alpha	SR	IR
1	0.0131	0.1810	-0.0769	0.1620	-0.4897
2	0.0521	0.1506	-0.0364	0.4048	-0.3831
3	0.0728	0.1414	-0.0040	0.6136	-0.0164
4	0.0512	0.1276	-0.0308	0.4637	-0.2499
5	0.0772	0.1356	0.0012	0.6722	0.0979

Tabelle 4: Zusammenfassung der Performance-Maße für Größe-Klassen nach Jones

Class	Mean of Returns	Volatility of Returns	Alpha	SR	IR
young	0.0513	0.1412	0.0320	0.3705	0.2778
medium	0.0497	0.1499	0.0212	0.4199	0.2850
old	0.0443	0.1602	0.0104	0.3215	0.1196

und Liang (1999). Somit ergeben sich hier erste Indizien, die für eine Ablehnung der zweiten Hypothese sprechen.

Die folgenden Abbildungen stellen für beide Datensätze die Verteilungen der jeweiligen durchschnittlichen Sharpe- und Information-Ratios nach Klassen dar. Beginnend mit den Dichtefunktionen der Klassen nach Alter in Abbildung 3 lassen sich sowohl für Sharpe- als auch Information-Ratio eine höhere Konzentration der Werte um das Zentrum für junge und alte Fonds erkennen, während die mittlere Klasse aufgrund häufigerer Extremwerte bzw. Streuung innerhalb der Dichtefunktion flacher ausfällt. Für die Sharpe-Ratio sind die Wölbungen der Klassen ‘jung’ und ‘alt’ fast identisch, in der Verteilung der Information-Ratio besitzt die Klasse der jungen Fonds eine klar höhere Kurtosis.

Abbildung 4 zeigt hinsichtlich der Verteilungen für die Größe ein völlig anderes Bild. Hier ist die Verteilung der Klasse Q5, also der 20% größten Fonds, die mit Abstand flachste Verteilung (ausgenommen Q2 für die IR). Generell befinden sich sehr viel mehr Werte in den Extremen der Dichtefunktionen, die Wölbung ist daher allgemein geringer, was wiederum eine höhere Streuung und Volatilität impliziert. Dies zeigte sich auch schon in der Darstellung der Kennziffern in Tabelle XYXY.

Bis auf eine Ausnahme (Q5) kleine negative Werte könnten eine hohe Volatilität und damit idiosynchratisches Risiko in der zweiten Stichprobe widerspiegeln. ->Pi: was ist mit diesem Satz gemeint?

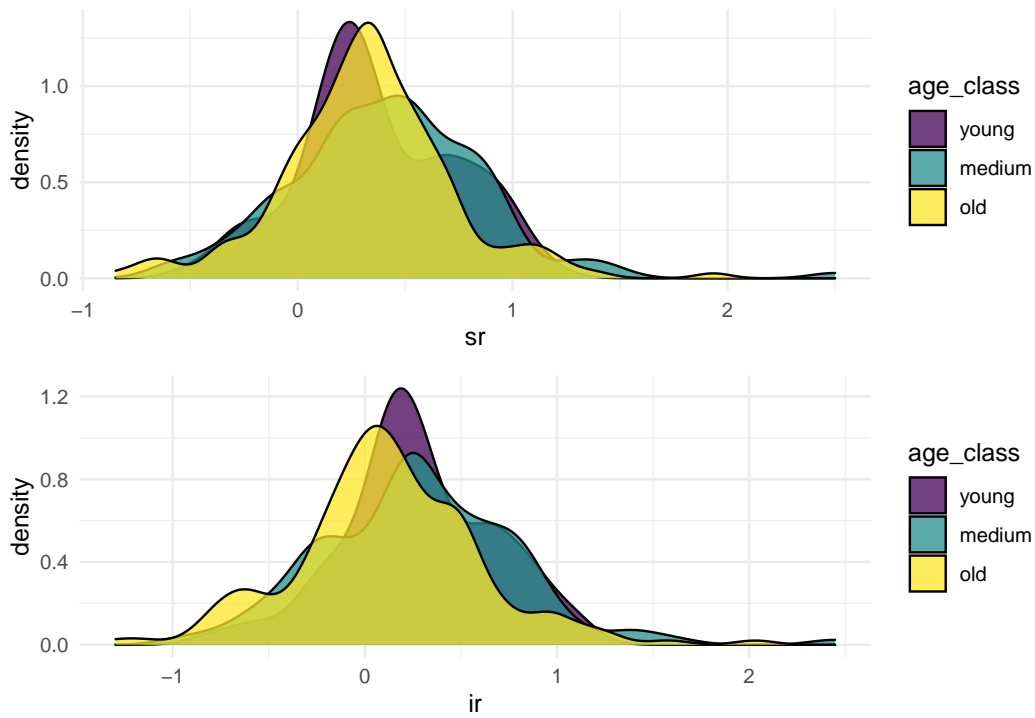


Abbildung 4: Dichteverteilung für Ratios des Alters-Datensatzes

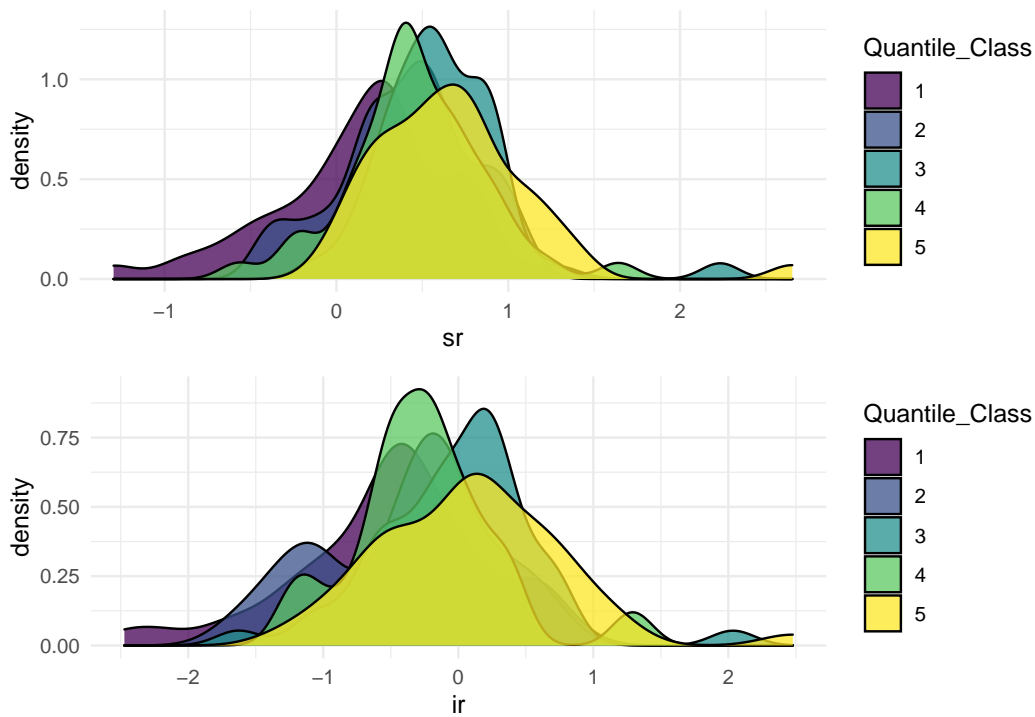


Abbildung 5: Dichteverteilung für Ratios des 'Größe'-Datensatzes

## 4 Ergebnisse

Im folgenden Kapitel Ergebnisse werden zuerst Regressionen für Alpha, Sharpe-Ratio und Information-Ratio durchgeführt. Diese werden auf die vier Modelle der beiden Stichproben regressiert und im Anschluss die Ergebnisse auf ihre statistische Signifikanz untersucht und die daraus folgenden Implikationen erläutert. Im Unterkapitel Coherence wird dargestellt inwieweit identifizierte “Top-Fonds” Beständigkeit über mehrere Performance-Maße hinweg aufweisen. Hierfür werden Rankings erstellt und besprochen. Zuletzt wird im Abschnitt Persistence mittels einer graphischen Analyse die stetige Performance der gerankten Fonds und der Einfluss der Kennzahlen auf diese kritisch hinterfragt.

### 4.1 Regressionen

In diesem Abschnitt werden Regressionen für die Parameter Alpha, Sharpe-Ratio und Information-Ratio durchgeführt. Alle drei Parameter werden regressiert auf vier Modelle. Der Einfluss von Alter definiert als Alter zu Beginn der Stichprobe und aufgeteilt in Klassen, die mittlere Klasse dient als Referenzkategorie. Für Größe wird der Einfluss von Size in den Klasseneinteilungen von Jones (2007) und in den gebildeten Quintilen gemessen. Für die Regression mit den Quintilen wird die Quintil-Klasse Q1 als Referenz verwendet. Die Regressionsübersichten werden mittels des Stargazer-Package erstellt, für weitere Informationen siehe Hlavac (2022)

#### 4.1.1 Alpha

Tabelle 8 zeigt die Ergebnisse der Regression für die Age-Stichprobe. Für Alter festgelegt am Anfang der Stichprobe ergibt sich ein zum 5%-Niveau statistisch signifikanter Wert. Für das Modell 2 weist die Klasse der alten Fonds einen negativen Einfluss auf das Alter zum 10%-Niveau auf. Daraus lässt sich ein genereller Effekt des Alters auf Alpha, sowie eine negative Beziehung zwischen Alter und Alpha ableiten. Dies wurde im dritten Kapitel bereits festgestellt und wird nun durch die Regression noch weiter bestätigt.

\

Tabelle 9 zeigt die Ergebnisse der Regressionen für die Größe. Diese bestätigen die Ergebnisse der deskriptiven Analyse. Größe ist negativ statistisch signifikant, alle



Tabelle 5: Four Regression Models Predicting Influence on Alpha Part 1

	<i>Dependent variable:</i>	
	Age	alpha Age Classes
age_y	−0.001** (0.001)	
young		0.011 (0.007)
old		−0.011* (0.006)
Constant	0.026*** (0.004)	0.021*** (0.004)
Observations	405	405
Adjusted R <sup>2</sup>	0.013	0.023
Residual Std. Error	0.050 (df = 403)	0.050 (df = 402)
<i>Note:</i> *p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01		

Quintile weisen einen positiven Effekt auf, der wie vermutet einen höheren Signifikanz-Niveau von mindestens 5% ausweist. Für Alpha ergeben die vier Modelle identische Implikationen wie die vorherigen Analysen. Jüngere Fonds outperformen ältere, die Größe wirkt sich hingegen positiv auf Alpha aus.

## 4.2 Sharpe Ratio und Information Ratio

Da die Ergebnisse und Berechnungen der beiden Ratios sich ähneln, werde diese in einem Unterkapitel erläutert. Da alle drei regressierten Kennziffern sich in ihrem Aufbau ähneln bzw. sich einander bedingen, sind die im folgenden dargestellten Ergebnisse denen des Kapitels zu Alpha ähnlich.

Tabelle 10 zeigt im Gegensatz zur Regression mit Alpha keinen statistisch signifikanten Wert für Alter allgemein, bestätigt aber den negativen Zusammenhang zwischen alten Fonds und Performance. Niedrigere Werte der SR für ältere Fonds weisen auf niedrigere Returns und höhere Volatilitäten im Vergleich zu jüngeren Fonds hin.

Tabelle 11 unterstreicht mit durchgehend statistisch signifikanten Werten für beide Modelle den positiven Zusammenhang zwischen Größe und Performance. Alle Werte

Tabelle 6: Four Regression Models Predicting Influence on Alpha Part 2

	<i>Dependent variable:</i>	
	Size Classes	Size Quantiles
	alpha	
small	−0.028* (0.016)	
big	0.033 (0.034)	
Q_2		0.040** (0.019)
Q_3		0.073*** (0.019)
Q_4		0.046** (0.020)
Q_5		0.078*** (0.020)
Constant	−0.009 (0.015)	−0.077*** (0.014)
Observations	228	228
Adjusted R <sup>2</sup>	0.018	0.067
Residual Std. Error	0.096 (df = 225)	0.093 (df = 223)
<i>Note:</i> *p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01		

Tabelle 7: Four Regression Models Predicting Influence on Sharpe Ratio Part 1

	<i>Dependent variable:</i>	
	Age	Age Classes
age_y	−0.007 (0.005)	
young		−0.049 (0.058)
old		−0.098** (0.046)
Constant	0.398*** (0.031)	0.420*** (0.036)
Observations	405	405
Adjusted R <sup>2</sup>	0.003	0.006
Residual Std. Error	0.409 (df = 403)	0.409 (df = 402)
<i>Note:</i> *p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01		

des Quintil-Ansatzes sind zum 1%-Niveau statistisch signifikant, der gemessene Effekt ist für die oberen 20% am stärksten.

Die Regression der Information-Ratio liefert für die allgemeine Variable Alter und für die Klasse der alten Fonds statistisch signifikante negative Werte. Dies stimmt mit den Beobachtungen für Alpha überein, was aufgrund der Abhängigkeit von IR als Verhältnis von Returns und Alpha nicht verwundert. Auch zur Größe werden Effekte analog zu den vorherigen Regressionen beobachtet. Big und Q\_5 als jeweils höchste Klassen wirken sich positiv aus. Für alle Regressionen kann daher der Eindruck der Analyse in Kapitel 3 bestätigt werden. Kleine Fonds erzielen höhere Returns bei gleichzeitig niedriger Volatilität als ältere Fonds. Size matters, so erzielen nur die größten Fonds ein positives Alpha bzw. hohe Werte für die berechneten Ratios.

Tabelle 8: Four Regression Models Predicting Influence on Sharp Ratio Part 2

	<i>Dependent variable:</i>	
	Size Classes	Size Quantiles
	sr	
small	−0.197** (0.077)	
big	0.294* (0.158)	
Q_2		0.243*** (0.090)
Q_3		0.452*** (0.090)
Q_4		0.302*** (0.091)
Q_5		0.510*** (0.091)
Constant	0.601*** (0.069)	0.162** (0.064)
Observations	228	228
Adjusted R <sup>2</sup>	0.059	0.134
Residual Std. Error	0.451 (df = 225)	0.433 (df = 223)
<i>Note:</i> *p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01		

Tabelle 9: Four Regression Models Predicting Influence on Information Ratio Part 1

	<i>Dependent variable:</i>	
	Age	ir Age Classes
age_y	−0.016*** (0.005)	
young		−0.007 (0.068)
old		−0.165*** (0.054)
Constant	0.287*** (0.037)	0.285*** (0.041)
Observations	405	405
Adjusted R <sup>2</sup>	0.019	0.024
Residual Std. Error	0.478 (df = 403)	0.476 (df = 402)
<i>Note:</i> *p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01		

### 4.3 Coherence

Um die Bewertung der Hedgefonds-Performance über die gewählten Performance-Maße hinweg vergleichen zu können, wurde ein Ranking der jeweils besten drei Hedgefonds für Alpha, Sharpe Ratio und Information Ratio erstellt. Daraus ist ersichtlich, inwieweit eine Beständigkeit über die Performance-Maße hinweg gegeben ist:

Tabelle stellt die sieben am höchsten gerankten Funds innerhalb der Age-Stichprobe dar. Wie erwähnt weisen Fonds wie “Gladwyne Capital, L.P.” den dritt besten Wert für Sharp-Ratio auf, dieser Fond gehört mit einem Alpha-Rank von 102 nur zu den oberen 25% der Stichprobe. Generell ist ein negativer Zusammenhang zwischen Ratios und Alpha zu beobachten. So weisen die drei nach alpha sortiert besten Fonds die schlechtesten Rangnummern für die Ratios auf, was wiederum durch den Zusammenhang von idiosynchratischen Risiko und der Bildung der Kennziffern bzw. Alpha geschuldet ist.

Auch die Darstellung der Rankings für Size in Tabelle kommt zu ähnlichen Schlussfol-

Tabelle 10: Four Regression Models Predicting Influence on Information Ratio Part 2

	<i>Dependent variable:</i>	
	Size Classes	Size Quantiles
small	−0.249** (0.111)	
big	0.404* (0.229)	
Q_2		0.107 (0.132)
Q_3		0.473*** (0.132)
Q_4		0.240* (0.133)
Q_5		0.588*** (0.133)
Constant	−0.036 (0.099)	−0.490*** (0.094)
Observations	228	228
Adjusted R <sup>2</sup>	0.047	0.093
Residual Std. Error	0.651 (df = 225)	0.635 (df = 223)
<i>Note:</i> *p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01		

Tabelle 11: Top 3 Hedge Fonds nach Alpha, SR und IR (Alter, 2005-2015)

Name	Age Class	SR Rank	IR Rank	Alpha Rank
Artorius Partners II, LP	medium	1	1	41
AJW Partners II LLC Class B	old	2	2	37
Gladwyne Capital, L.P.	medium	3	6	102
Loch Capital I LP	medium	8	3	90
CCM S&P 500 Long Short	young	18	11	3
Strand US Fund	medium	75	40	2
LIM China Index Limited B	old	106	87	1

Tabelle 12: Top 3 Hedge Fonds nach Alpha, SR und IR (Größe, 2010-2020)

Name	Quintile Class	SR Rank	IR Rank	Alpha Rank
Echo Street Capital Partners LP	5	1	1	11
Artorius Partners II, LP	3	2	2	27
Aristides Fund LP	4	3	3	15
Dendrich Fund	1	50	8	1
SYW LP	2	106	37	2
PharmaInvest Fund	3	152	58	3

gerungen. Allerdings ist die negative Beziehung zwischen Ratios und Alpha innerhalb der zweiten Stichprobe geringer ausgeprägt. So sind alle Werte für Alpha zwischen 1 und 27, im Gegensatz zu 1 bis 102 für die Rankings der Altersverteilung. Für die Beständigkeit kann aus beiden Tabellen ein ähnliches Fazit gezogen werden. Fonds sind entweder über beide Ratios beständig und erreichen ähnlich bis gleich hohe Werte bei gleichzeitig geringen Werten für Alpha, oder zeichnen sich durch ein hohes Alpha und niedrige Ratios aus. Die Auswirkungen dieser Eigenschaften auf die Performance werden im nun folgenden Kapitel analysiert.

#### 4.4 Persistence

Ob eine gute Position im Ranking auch mit einer durchgehend guten Performance einhergeht, erfolgt durch die Betrachtung der sogenannten ‘Performance Persistence’. Diese beschreibt, wie stetig die Performance eines Hedgefonds ist - also wie konstant ein Hedgefonds im Zeitverlauf performt (Stafylas u. a., 2016, p. 15). Hierfür werden für die Hedgefonds im Ranking die kumulierten Renditen berechnet, im Zeitverlauf dargestellt und verglichen. Als Referenz gilt die Entwicklung des Marktportfolios. Für die erste Abbildung werden die Fonds “Gladwyne Capital, L.P.” und “Loch Capital I LP” nicht abgebildet, da diese für die Aussagekraft der Zeitreihe irrelevant sind.

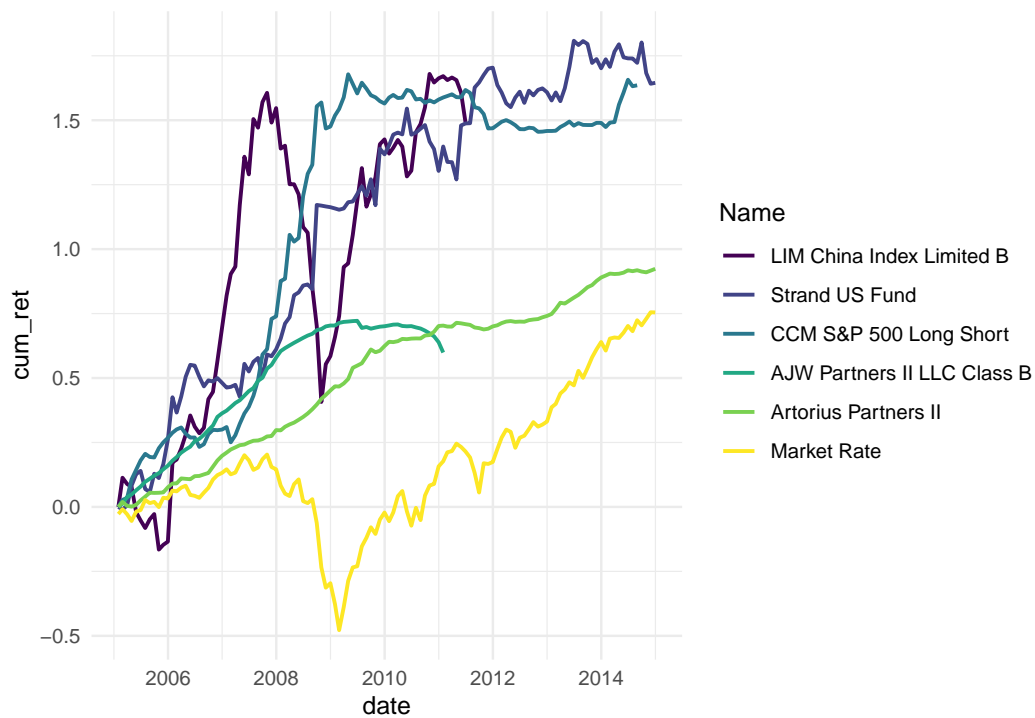


Abbildung zeigt die kumulierten Returns des Marktportfolio und fünf der sieben Fonds aus Tabelle . Diese sind farblich nach ihrem Alpha-Rang sortiert mit dem Marktportfolio als letzten Wert. Es zeigt sich ein klarer Unterschied zwischen den drei besten Fonds nach Alpha und den zwei besten Fonds der beiden Ratios. Fonds mit einem hohen Alpha outperformen Fonds mit hohen Ratios über den gesamten Verlauf der Stichprobe.



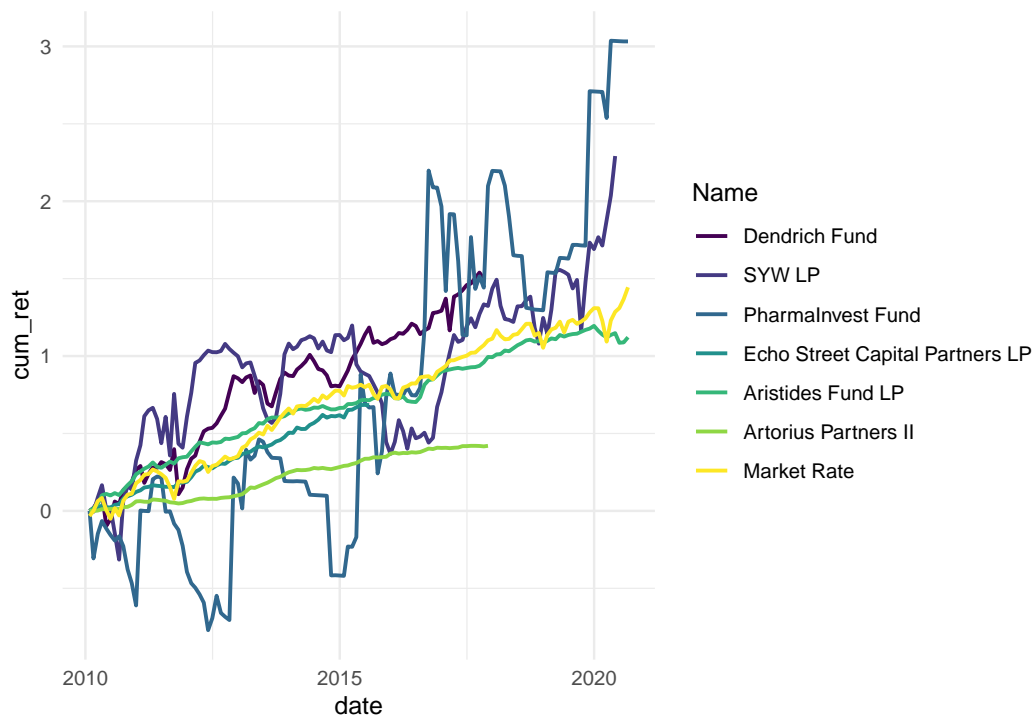


Abbildung kommt zu ähnlichen Ergebnissen für die Size-Stichprobe. Während vorher alle Fonds zumindest konsistent das Marktportfolio outperformen konnten, gelingt dies nun nur drei Fonds mit geringerer Abweichung von den kumulierten Returns des Marktportfolio. Die drei Fonds mit den höchsten Werten für Sharpe- oder Information-Ratio performen ähnlich, oder wie im Fall des Fonds “Artorius Partners II” deutlich schlechter.

Generell lässt sich aus der graphischen Analyse erkennen, dass der Einfluss von Alpha für die durchgehende Performance entscheidend ist. Fonds mit hohem Alpha dominieren in beiden Stichproben gegenüber Fonds mit kohärent stabilen Ratios.

## 5 Robustheit und Grenzen der Studie

Um die Validität der vorgestellten Ergebnisse einordnen zu können, werden durchgeführte Robustness Checks nachfolgend vorgestellt. Anschließend werden die Grenzen der Studie thematisiert.

### 5.1 Robustness checks

Als erster Check wurden Alphas nicht nur nach dem CAPM, sondern auch mit dem Multi-Faktoren-Modell von Carhart (1997) auf Basis des Modells von Fama &

French (1993) berechnet. Hierfür wurde der bekannte Datensatz von French (2022) verwendet. Anschließend wurden die Regressionen aus Kapitel 4 mit Carhart's Alpha durchgeführt - die SR-Regressionen ausgenommen, da sich hier nichts verändert. Die Ergebnisse stimmen mit denen der CAPM-Alpha-Regressionen überein. Hinsichtlich der Rangfolge ist festzustellen, dass sich für die besten Fonds nach Information Ratio keine Änderungen ergeben, außer, dass deren Alpha-Rang sich um 3-8 Plätze verbessern. Auch die besten Fonds nach Alpha sind dieselben, wenn auch in ggf. anderer Reihenfolge. Somit bestätigt eine Analyse unter Verwendung des Carhart's Alpha die Ergebnisse in Kapitel 4.

Weiterhin wurden in der vorliegenden Studie unterschiedliche Zeiträume gewählt. Als weiterer Robustness Check wurde daher die Analyse der vorangegangenen Kapitel für einen gemeinsamen Zeitraum 2005-2020 durchgeführt um zu prüfen, ob dies ggf. zu abweichenden Ergebnissen führt. Hierbei wurden 213 Fonds untersucht. Hinsichtlich der Regressionen auf Alpha, SR und IR kommt es zu identischen Ergebnissen. Für die Modelle, in denen die Faktoren für 'Größe' auf die abhängige Variable regressiert wird, steigt der Wert für das adj.  $R^2$  und somit der Erklärungsgehalt des Modells. Hinsichtlich des Rankings nach Performance-Maßen fällt auch hier auf, dass bei SR und IR erneut Fonds im Alter zwischen 2 und 4 Jahren die Spitzenplätze belegen. Des Weiteren bestätigt sich die Overperformance großer Fonds (Quartil 4 und 5). Zusammenfassend bestätigt also auch dieser Robustness Check die Ergebnisse der Studie.

## 5.2 Grenzen der Studie

Die Ergebnisse der vorliegenden Arbeit unterliegen Grenzen und Kritikpunkten. Zum einen enthielt der zur Verfügung stehende Datensatz die Größe der Hedgefonds zu lediglich einem Zeitpunkt und nicht fortwährend für jeden Monat. Diesen Ansatz verfolgten auch Liang (1999) sowie Gregoriou & Rouah (2002), was jedoch von Ammann & Moerth (2005) kritisiert wurde. Demnach könnte eine hohe Fondsgröße am Periodenende eher das Resultat guter vergangener Performance sein, sodass bei einem solchen Ansatz eher die Auswirkung der Performance auf die Größe und weniger die Auswirkung der Größe auf die Performance untersucht wird.<sup>23</sup> Des Weiteren wurde vorliegend ein vergleichsweise kleiner Datensatz analysiert,

---

<sup>23</sup> siehe Ammann & Moerth (2005), S. 221

sowie die Aufteilung der Fonds in lediglich drei bzw. fünf Klassen vorgenommen. Diese Aufteilung kritisieren Ammann & Moerth (2005) als nicht ausreichend, um valide Ergebnisse zu erhalten.<sup>24</sup> Da Hedgefonds auch Optionen sowie dynamische Trading-Strategien nutzen, führt dies weiterhin zu einem eher nicht-linearen Exposure gegenüber üblichen Asset-Klassen (z.B. Fung & Hsieh, 1997), wodurch die Anwendung des CAPM zur Schätzung des Alpha zu verzerrten Ergebnissen führen kann.<sup>25</sup> Da dies auch für die vorliegende Studie zutrifft, schränkt dies die externe Validität der Ergebnisse entsprechend ein. Stattdessen könnte das Alpha nach dem Multi-Faktor-Modell von Fung & Hsieh (2004) berechnet werden (bspw. Joenväärä u. a., 2012). Als letzten Punkt bezweifeln Stafylas u. a. (2016) in ihrer Studie die Aussagekraft von Vergleichen zwischen Hedgefonds mit Unterschieden hinsichtlich Track-record und der Marktumgebung, in der sie ihre Tätigkeit begonnen haben. Die Ergebnisse solcher Vergleiche spiegeln wahrscheinlich nicht die wahre Performance wider.<sup>26</sup> Um daraus resultierende “vintage effects” zu umgehen, haben beispielsweise Schneeweis u. a. (2002) in ihrer Studie die Information Ratio nur für solche Hedgefonds berechnet, welche die gleiche Strategie haben sowie im selben Monat gestartet sind.<sup>27</sup> Dieser Ansatz wurde in der vorliegenden Studie nicht verfolgt, weshalb auch aus dieser Perspektive die externe Validität nur eingeschränkt gegeben ist.

## 6 Schlussfolgerung

Die vorliegende Arbeit beschäftigt sich mit den Auswirkungen von Alter und Größe auf die Performance von Hedgefonds über einen Zeitraum von jeweils zehn Jahren. Hierbei wurden zwei Stichproben mit 405 bzw. 228 Fonds gebildet, arithmetische Returns, Volatilität, Sharpe-Ratio, Information-Ratio und Alphas für alle einzelnen Fonds und deren zugehörigen Klassen bestimmt. Nach anfangs deskriptiver Analyse der Kennziffern wurden diese anschließend regressiert und zur Analyse von Coherence und Persistence der Fonds verwendet. Im Anschluss wurde ein Robustnesscheck des Alpha anhand des Modells von Fama & French (1993) durchgeführt und eine Regression für Alter und Größe in einer gemeinsamen Stichprobe (2005-2020) vorgenommen. Grenzen der Studie und ihre Auswirkungen auf die externe Validität der Arbeit

---

<sup>24</sup>siehe Ammann & Moerth (2005), S. 221

<sup>25</sup>siehe Amenc & Martellini (2003), S. 11

<sup>26</sup>siehe Stafylas u. a. (2016), S. 58

<sup>27</sup>siehe Schneeweis u. a. (2002), S. 19

wurden kritisch diskutiert.

Die vorliegende Arbeit kann die von u. a. Jones (2007) gewonnenen Erkenntnisse eines negativen Zusammenhangs zwischen Alter und Performance bestätigen. Jüngere Fonds outperformen ältere Fonds, sei es durch eine höhere Rendite, niedrigere Volatilität oder bessere Werte für Alpha. Alle durchgeführten Regressionen liefern für die behandelten Maße statistisch signifikante Ergebnisse und werden durch die visuelle Analyse, zum Beispiel der Darstellung von Volatilität und Returns, untermauert.

Für Größe werden von Jones (2007) abweichende Effekte ähnlich den Beobachtungen von Getmansky (2005) festgestellt. Hier outperformen größere Fonds kleine Fonds, was ebenfalls durch alle Methoden zu beobachten ist. Für die Validität der Schlussfolgerungen zu Größe müssen allerdings erhebliche Einschränkungen berücksichtigt werden, da die vorliegende Arbeit einzelne Größenwerte auf eine Zeitreihe von 10 Jahren projiziert. In welche Richtung sich Größe und Performance beeinflussen, kann daher nur sehr eingeschränkt prognostiziert werden.

Für beide Merkmale wurden auch nach Anwendung von Robustnesschecks und der erneuten Regression in einer gemeinsamen Stichprobe die Ergebnisse grundsätzlich bestätigt. Allerdings unterliegt diese 15-jährige Stichprobe einer größeren Ungewissheit bezüglich der Auswirkungen des Merkmals Größe.

Es ist dem Umfang der Arbeit geschuldet, dass nicht alle Aspekte der Beziehung zwischen Alter, Größe und Performance beleuchtet werden konnten. So wurden beispielsweise keine Untersuchungen zum möglichen Vorliegen des backfill-bias oder anderer Verzerrungen durchgeführt.

(Quelle und Erklärung)

So kann die Performance junger Fonds auch dadurch beeinflusst sein, dass nur Fonds mit in der Vergangenheit guter Performance diese das erste mal innerhalb einer Datenbasis implementieren und somit junge, aber unerfolgreiche Fonds nicht in verfügbaren Datensätzen auftauchen. Für eine gemeinsame Analyse beider Merkmale mit einem Datensatz kontinuierlicher Größenwerte existieren somit noch weitere Forschungsmöglichkeiten, die sich stärker auf bestehende Verzerrungen innerhalb der Daten fokussieren sollten.

## A Mitwirkung

---

Abschnitt	Student
<hr/>	
1.	Sebastian Pinne
2.	Sebastian Pinne
3.	Luca Strickrodt
4.1	Luca Strickrodt
4.2	
4.3	Luca Strickrodt
4.4	Luca Strickrodt
4.5	
4.6	Sebastian Pinne
4.7	Sebastian Pinne
5	Sebastian Pinne
6	Luca Strickrodt

---

Wir bitten um eine gemeinsame Benotung der Hausarbeit.

## B Tabellen

Tabelle 14: Four Regression Models Predicting Influence on Alpha Part 1

	<i>Dependent variable:</i>	
	Age	c_alpha Age Classes
age_y	−0.001*** (0.001)	
young		0.009 (0.007)
old		−0.012** (0.006)
Constant	0.024*** (0.004)	0.020*** (0.004)
Observations	405	405
Adjusted R <sup>2</sup>	0.014	0.022
Residual Std. Error	0.050 (df = 403)	0.050 (df = 402)
<i>Note:</i>	*p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01	

Tabelle 15: Four Regression Models Predicting Influence on Alpha Part 2

	<i>Dependent variable:</i>	
	c_alpha	
	Size Classes	Size Quantiles
small	−0.024* (0.014)	
big	0.022 (0.029)	
Q_2		0.031* (0.017)
Q_3		0.061*** (0.017)
Q_4		0.041** (0.017)
Q_5		0.064*** (0.017)
Constant	0.003 (0.013)	−0.054*** (0.012)
Observations	228	228
Adjusted R <sup>2</sup>	0.015	0.062
Residual Std. Error	0.083 (df = 225)	0.081 (df = 223)
<i>Note:</i>	*p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01	

Tabelle 16: Four Regression Models Predicting Influence on Information Ratio (Carhart's Alpha) Part 1

	<i>Dependent variable:</i>	
	Age	Age Classes
age_y	−0.017*** (0.006)	
young		−0.030 (0.072)
old		−0.190*** (0.057)
Constant	0.291*** (0.039)	0.298*** (0.044)
Observations	405	405
Adjusted R <sup>2</sup>	0.020	0.026
Residual Std. Error	0.508 (df = 403)	0.506 (df = 402)
<i>Note:</i>	*p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01	



Tabelle 17: Four Regression Models Predicting Influence on Information Ratio (Carhart's Alpha) Part 2

	<i>Dependent variable:</i>	
	c_ir	
	Size Classes	Size Quantiles
small	−0.244** (0.107)	
big	0.330 (0.220)	
Q_2		0.090 (0.126)
Q_3		0.505*** (0.126)
Q_4		0.291** (0.127)
Q_5		0.584*** (0.127)
Constant	0.073 (0.096)	−0.393*** (0.089)
Observations	228	228
Adjusted R <sup>2</sup>	0.042	0.110
Residual Std. Error	0.627 (df = 225)	0.605 (df = 223)
<i>Note:</i> *p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01		

Tabelle 18: Top 3 Hedge Fonds nach Carhart's Alpha und IR (Alter, 2005-2015)

Name	Class	C-IR Rank	C-Alpha Rank
Artorius Partners II, LP	medium	1	37
AJW Partners II LLC Class B	old	2	34
Loch Capital I LP	medium	3	82
CCM S&P 500 Long Short	young	10	3
Strand US Fund	medium	33	1
LIM China Index Limited B	old	77	2

Tabelle 19: Top 3 Hedge Fonds nach Carhart's Alpha und IR (Größe, 2010-2020)

Name	Quantile_Class	C-IR Rank	C-Alpha Rank
Echo Street Capital Partners LP	5	1	8
Artorius Partners II, LP	3	2	28
Aristides Fund LP	4	3	9
Dendrich Fund	1	11	2
Loyola Capital Fund Ltd	1	46	3
PharmaInvest Fund	3	65	1

Tabelle 20: Four Regression Models Predicting Influence on Alpha (2005-2020) Part 1

<i>Dependent variable:</i>		
	alpha	
	Age	Age Classes
age_y	-0.002*** (0.001)	
young		0.021** (0.010)
old		-0.014** (0.007)
Constant	0.019*** (0.005)	0.010* (0.006)
Observations	213	213
Adjusted R <sup>2</sup>	0.051	0.061
Residual Std. Error	0.047 (df = 211)	0.046 (df = 210)
<i>Note:</i> *p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01		

Tabelle 21: Four Regression Models Predicting Influence on Alpha (2005-2020) Part  
2

	<i>Dependent variable:</i>	
	Size Classes	Size Quantiles
small	−0.021** (0.008)	
big	0.019 (0.019)	
Q_2		0.007 (0.010)
Q_3		0.029*** (0.010)
Q_4		0.023** (0.010)
Q_5		0.038*** (0.010)
Constant	0.021*** (0.007)	−0.014** (0.007)
Observations	213	213
Adjusted R <sup>2</sup>	0.039	0.068
Residual Std. Error	0.047 (df = 210)	0.046 (df = 208)
<i>Note:</i> *p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01		

Tabelle 22: Four Regression Models Predicting Influence on Sharpe Ratio (2005-2020)  
Part 1

	<i>Dependent variable:</i>	
	Age	Age Classes
age_y	−0.014*** (0.005)	
young		0.002 (0.075)
old		−0.129** (0.054)
Constant	0.484*** (0.038)	0.469*** (0.043)
Observations	213	213
Adjusted R <sup>2</sup>	0.030	0.024
Residual Std. Error	0.350 (df = 211)	0.351 (df = 210)
<i>Note:</i>	*p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01	

Tabelle 23: Four Regression Models Predicting Influence on Sharp Ratio (2005-2020)  
Part 2

	<i>Dependent variable:</i>	
	Size Classes	Size Quantiles
small	−0.177*** (0.061)	
big	0.164 (0.142)	
Q_2		0.075 (0.071)
Q_3		0.252*** (0.071)
Q_4		0.306*** (0.071)
Q_5		0.365*** (0.071)
Constant	0.533*** (0.055)	0.202*** (0.050)
Observations	213	213
Adjusted R <sup>2</sup>	0.052	0.138
Residual Std. Error	0.346 (df = 210)	0.330 (df = 208)
<i>Note:</i> *p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01		

Tabelle 24: Four Regression Models Predicting Influence on Information Ratio (2005-2020) Part 1

	<i>Dependent variable:</i>	
	Size Classes	Size Quantiles
	ir	
age_y	-0.023*** (0.007)	
young		0.073 (0.095)
old		-0.173** (0.069)
Constant	0.235*** (0.049)	0.184*** (0.055)
Observations	213	213
Adjusted R <sup>2</sup>	0.049	0.041
Residual Std. Error	0.442 (df = 211)	0.444 (df = 210)
<i>Note:</i>	*p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01	

Tabelle 25: Four Regression Models Predicting Influence on Information Ratio (2005-2020) Part 2

	<i>Dependent variable:</i>	
	Size Classes	Size Quantiles
	ir	
small	−0.195** (0.078)	
big	0.167 (0.182)	
Q_2		0.028 (0.093)
Q_3		0.252*** (0.093)
Q_4		0.293*** (0.094)
Q_5		0.360*** (0.094)
Constant	0.249*** (0.070)	−0.082 (0.066)
Observations	213	213
Adjusted R <sup>2</sup>	0.035	0.086
Residual Std. Error	0.445 (df = 210)	0.433 (df = 208)
<i>Note:</i> *p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01		

Tabelle 26: Top 3 Hedge Fonds nach Alpha, SR und IR

Name	Age	Size	SR Rank	IR Rank	Alpha Rank
Artorius Partners II, LP	medium	4	1	1	18
Echo Street Capital Partners LP	medium	5	2	2	11
Gladwyne Capital, L.P.	medium	4	3	4	40
CCM S&P 500 Long Short	young	2	8	3	1
Strategos Fund, L.P.	young	5	22	26	3
Strand US Fund	medium	2	49	17	2

## Literaturverzeichnis

- Agarwal, V., Daniel, N. D., & Naik, N. Y. (2004). Flows, Performance, and Managerial Incentives in Hedge Funds. *SSRN Electronic Journal*. <http://doi.org/10.2139/ssrn.424369>
- Aldor-Noiman, S., Brown, L. D., Buja, A., Rolke, W., & Stine, R. A. (2013). The Power to See: A New Graphical Test of Normality. *The American Statistician*, 67(4), 249–260. <http://doi.org/10.1080/00031305.2013.847865>
- Amenc, N., & Martellini, L. (2003). The Alpha and Omega of Hedge Fund Performance Measurement. Abgerufen von [https://risk.edhec.edu/sites/risk/files/the\\_alpha\\_and\\_omega.pdf](https://risk.edhec.edu/sites/risk/files/the_alpha_and_omega.pdf)
- Ammann, M., & Moerth, P. (2005). Impact of fund size on hedge fund performance. *Journal of Asset Management*, 6(3), 219–238. <http://doi.org/10.1057/palgrave.jam.2240177>
- Backstop Solutions Group LLC. (2021). Hedge Fund Industry: Assets under Management - Historical Growth of Assets. Abgerufen von <https://www.barclayhedge.com/solutions/assets-under-management/hedge-fund-assets-under-management/hedge-fund-industry>
- Brooks, C. (2019). *Introductory econometrics for finance* (Fourth edition). Cambridge, United Kingdom; New York, NY; Port Melbourne; New Dehli; Singapore: Cambridge University Press. <http://doi.org/10.1017/9781108524872>
- Brown, S. J., Goetzmann, W., Ibbotson, R. G., & Ross, S. A. (1992). Survivorship Bias in Performance Studies. *The Review of Financial Studies*, 5(4), 553–580. <http://doi.org/10.1093/rfs/5.4.553>



- Carhart, M. M. (1997). On Persistence in Mutual Fund Performance. *The Journal of Finance*, 52(1), 57–82. <http://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb03808.x>
- Elton, E. J., Gruber, M. J., & Blake, C. R. (1996). Survivor Bias and Mutual Fund Performance. *The Review of Financial Studies*, 9(4), 1097–1120. <http://doi.org/10.1093/rfs/9.4.1097>
- ETFGI LLP. (2022). ETFGI reports global ETFs industry ended 2021 with a record US\$10.27 trillion in assets and record net inflows of US\$1.29 trillion. (ETFGI LLP, Hrsg.). London. Abgerufen von <https://etfgi.com/news/press-releases/2022/01/etfgi-reports-global-etfs-industry-ended-2021-record-us1027-trillion>
- Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3–56. [http://doi.org/10.1016/0304-405X\(93\)90023-5](http://doi.org/10.1016/0304-405X(93)90023-5)
- Field, A. (2018). *Discovering statistics using IBM SPSS statistics* (5th edition). Los Angeles; London; New Delhi; Singapore; Washington DC; Melbourne: SAGE.
- French, K. R. (2022). Fama/French Data Library. Hanover, New Hampshire. Abgerufen von [https://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data\\_library.html](https://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html)
- Frumkin, D., & Vandegrift, D. (2009). The effect of size, age, beta and disclosure requirements on hedge fund performance. *Journal of Derivatives & Hedge Funds*, 15(3), 241–251. <http://doi.org/10.1057/jdhf.2009.12>
- Fung, W., & Hsieh, D. A. (1997). Empirical Characteristics of Dynamic Trading Strategies: The Case of Hedge Funds. *The Review of Financial Studies*, 10(2), 275–302. <http://doi.org/10.1093/rfs/10.2.275>
- Fung, W., & Hsieh, D. A. (2004). Hedge Fund Benchmarks: A Risk-Based Approach. *Financial Analysts Journal*, 60(5), 65–80. <http://doi.org/10.2469/faj.v60.n5.2657>
- Getmansky, M. (2005). The Life Cycle of Hedge Funds: Fund Flows, Size and Performance. *SSRN Electronic Journal*. <http://doi.org/10.2139/ssrn.686163>
- Gregoriou, G. N. (2002). Hedge fund survival lifetimes. *Journal of Asset Management*, 3(3), 237–252. <http://doi.org/10.1057/palgrave.jam.2240078>

- Gregoriou, G. N., & Rouah, F. (2002). Large versus Small Hedge Funds: Does Size Affect Performance? *The Journal of Alternative Investments*, 5(3), 75–77. <http://doi.org/10.3905/jai.2002.319064>
- Harri, A., & Brorsen, B. W. (2004). Performance persistence and the source of returns for hedge funds. *Applied Financial Economics*, 14(2), 131–141. <http://doi.org/10.1080/0960310042000176407>
- Hedges, J. (2004). Size versus performance in the hedge fund industry. *Journal of Financial Transformation*, 10, 14–17. Abgerufen von <https://econpapers.repec.org/article/risjofitr/1338.htm>
- Hlavac, M. (2022). stargazer: Well-Formatted Regression and Summary Statistics Tables. R package version 5.2.3. Bratislava, Slovakia. Abgerufen von <https://CRAN.R-project.org/package=stargazer>
- Howell, M. J. (2001). Fund Age and Performance. *The Journal of Alternative Investments*, 4(2), 57–60. <http://doi.org/10.3905/jai.2001.319011>
- Jarque, C. M., & Bera, A. K. (1980). Efficient tests for normality, homoscedasticity and serial independence of regression residuals. *Economics Letters*, 6(3), 255–259. [http://doi.org/10.1016/0165-1765\(80\)90024-5](http://doi.org/10.1016/0165-1765(80)90024-5)
- Jarque, C. M., & Bera, A. K. (1987). A Test for Normality of Observations and Regression Residuals. *International Statistical Review / Revue Internationale de Statistique*, 55(2), 163. <http://doi.org/10.2307/1403192>
- Jensen, M. C. (1968). The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964. *The Journal of Finance*, 23(2), 389. <http://doi.org/10.2307/2325404>
- Joenväärä, J., Kosowski, R., & Tolonen, P. (2012). New ‚Stylized facts‘ about Hedge Funds and Database Selection Bias. Abgerufen von <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.295.1960&rep=rep1&type=pdf>
- Jones, M. (2007). Examination of fund age and size and its impact on hedge fund performance. *Derivatives Use, Trading & Regulation*, 12(4), 342–350. <http://doi.org/10.1057/palgrave.dutr.1850052>
- Koh, F., Koh, W. T. H., & Teo, M. (2003). Asian Hedge Funds: Return Persistence, Style, and Fund Characteristics. *SSRN Electronic Journal*.

<http://doi.org/10.2139/ssrn.416960>

Liang, B. (1999). On the Performance of Hedge Funds. *Financial Analysts Journal*, 55(4), 72–85. <http://doi.org/10.2469/faj.v55.n4.2287>

Pedersen, L. H. (2019). *Efficiently inefficient: How smart money invests and market prices are determined* (First paperback printing). Princeton, New Jersey; Oxford: Princeton University Press.

Schneeweis, T., Kazemi, H. B., & Martin, G. A. (2002). Understanding Hedge Fund Performance: Research Issues Revisited - Part I. *The Journal of Alternative Investments*, 5(3), 6–22. <http://doi.org/10.3905/jai.2002.319061>

Sharpe, W. F. (1966). Mutual Fund Performance. *The Journal of Business*, 39(1), 119–138. Abgerufen von <http://www.jstor.org/stable/2351741>

Stafylas, D., Anderson, K., & Uddin, M. (2016). Recent advances in hedge funds' performance attribution: Performance persistence and fundamental factors. *International Review of Financial Analysis*, 43, 48–61. <http://doi.org/10.1016/j.irfa.2015.11.001>

## Ehrenwörtliche Erklärung

Hiermit versichere ich, dass ich die vorliegende Arbeit selbständig verfasst und keine anderen als die angegebenen Quellen und Hilfsmittel benutzt habe, dass alle Stellen der Arbeit, die wörtlich oder sinngemäß aus anderen Quellen übernommen wurden, als solche kenntlich gemacht habe und dass die Arbeit in gleicher oder ähnlicher Form noch keiner Prüfungsbehörde vorgelegt wurde.

---

Ort, Datum

---

Luca

---

Ort, Datum

---

Sebastian