

Hedgefonds: Realistische Erwartungen schützen vor Enttäuschungen

Es ist viel über Produkte zu lesen, die „Unabhängigkeit von der Börsenentwicklung“ und „garantierte“ Mindestrenditen versprechen. Häufig ist dabei von Hedgefonds die Rede, eine für die meisten Anleger noch eher unbekannte und somit beratungsintensive Assetklasse. Frank Wettlauffer, Leiter Institutionelle Kundenbetreuung Deutschland, und Dr. Alexander Obeid, CFA, Relationship Manager bei der Bank Sarasin & Cie AG bringen Licht in das Thema

Seit dem Inkrafttreten des Investmentmodernisierungsgesetzes Anfang 2004 sind Hedgefonds in Deutschland zugelassen. Der §112 Investmentgesetz definiert Hedgefonds als „Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken“, genau heißt es: „Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken sind Investmentvermögen, die den Grundsatz der Risikomischung beachten und im Übrigen... keinen Beschränkungen bei der Auswahl der Vermögensgegenstände... unterworfen sind.“ Im Prinzip dürfen diese Fonds also „alles“. Der Gesetzgeber sieht ausdrücklich auch die unbeschränkte Kreditaufnahme („Leverage“) und den Leerverkauf („Shorten“) vor. Diese Definition lässt erahnen, dass Hedgefonds grosse Chancen, aber auch Risiken aufweisen.

Allgemeine Kategorisierungen dieser recht „freien“ Anlagevehikel sind schwierig. Prinzipiell kann man zwischen so genannten Single-Hedgefonds, die i.d.R. nur eine einzige Strategie verfolgen, und so genannten Dach-Hedgefonds, die ausschliesslich in verschiedene Single-Hedgefonds investieren, unterscheiden.

Bei ersteren hat sich eine grobe Klassifizierung in fünf Hauptgruppen etabliert: Die in Tabelle 1 aufgeführten Single-Hedgefondsstrategien vermitteln einen groben Eindruck der generellen Arbeitsweise dieser Fonds. Rendite und Risiko hängen dabei maßgeblich von den Fähigkeiten des Managers und vom gewählten Risikograd des Fonds ab.

Aufgrund des teilweise recht spekulativen Charakters der Single-Hedgefonds, der eingeschränkten Transparenz und der Komplexität der Strategien kommen für die meisten Investoren primär nur Dach-Hedgefonds in Betracht. Hier ist ein weiterer Manager, der Dachfondsmanager, zwischen den einzelnen Hedgefonds und dem Anleger eingebaut. Seine Aufgabe ist mit der eines „normalen“ Port-

foliomanagers vergleichbar. Allerdings versucht er nicht, die attraktivsten Wertpapiere zu identifizieren, sondern die besten Single-Hedgefonds. Der Vorteil solcher Dachfonds liegt in einer Risikostreuung über verschiedene Hedgefonds-Stile und darin, dass der Anleger sich die Expertise des Dachfondsmanagers hinsichtlich Auswahl und Überwachung der einzelnen Single-Hedgefonds einkauft. Der Gesamterfolg der Anlage hängt somit nicht nur von der Performance der Single-Hedgefonds ab, sondern auch von der Fähigkeit des Dach-Hedgefondsmanagers, die „richtigen“ Hedgefonds zu selektieren.

Welche Vorteile bieten Hedgefonds?

Hohe absolute Rendite: Hedgefonds wollen eine möglichst hohe, absolute Rendite erzielen, d.h. eine Rendite, die unabhängig von der aktuellen Börsensituation ist. Somit unterscheiden sie sich fundamental von den meisten traditionellen Aktien- oder Rentenfonds, deren Rendite maßgeblich von der Wertentwicklung der Märkte abhängt. Während also ein „normaler“ Fondsmanager versucht, eine möglichst hohe, relative Rendite zu erzielen, indem er seine Benchmark schlägt, ist für den Hedgefondsmanager die erzielte Gesamtrendite das Entscheidende.

Diversifikation: Hedgefonds bieten sich auch deswegen als Depotbeimischung an, weil die meisten Hedgefondsstrategien schwach mit der allgemeinen Marktentwicklung korreliert sind. So steht z.B. beim Long/Short Equity-Ansatz die relative Bewertung einzelner Aktien zueinander im Vordergrund, wobei das Marktrisiko bewusst ausgeklammert wird.

Allerdings scheint diese sehr positive Eigenschaft sich primär auf Single-Hedgefonds zu beziehen. Dach-Hedgefonds hingegen scheinen wesentlich stärker mit der Entwicklung des Aktienmarktes korreliert zu sein. So

weist z.B. der Hedgefondsexperte Prof. David Hsieh von der Duke University in North Carolina darauf hin, dass die oft zitierten Korrelationsstudien sich nahezu ausschliesslich auf den Vergleich zwischen einzelnen Single-Hedgefonds und etablierten Assetklassen beziehen.

Werden Hedgefondsindizes verwendet, zeichnet sich ein anderes Bild ab. Prof. Hsieh stellt fest, dass die historische Korrelation zwischen dem bekannten Hedge Fund Research Index (HFRI) und dem US-Aktienmarkt stattliche 0,73 beträgt! Unterstellt man, dass sich Dach-Hedgefonds ähnlich wie dieser Index verhalten, dann würde dies bedeuten, dass der Diversifikationseffekt für Aktien-lastige Portfolios geringer ist als zunächst vermutet. An-

Tabelle 1: Überblick Single-Hedgefondsstrategien

Stil	Charakterisierung
Arbitrage	Gezieltes Ausnutzen von Bewertungseffizienzen zwischen gleichen oder ähnlichen Wertpapieren
Long/Short Equity	Kauf von unter- und (Leer-) Verkauf von überbewerteten Aktien
Event Driven	Versuch, Geschäftsereignisse, wie z.B. Übernahmen oder Restrukturierungen, zu antizipieren
Global Macro	Identifizierung makroökonomischer Ungleichgewichte bei Zinsen, Währungen, Rohstoffen oder Aktien
Trendfolge	Identifizierung von Markttrends und Spekulation auf eine Trendfortsetzung mittels Derivaten (Futures, Optionen)

Tabelle 2: Vor- und Nachteile von Hedgefonds

Vorteile Hedgefonds	Nachteile Hedgefonds
Hohe, absolute Renditeerwartung	Mangelnde Transparenz & Komplexität der eingesetzten Strategien
Eher geringe Korrelation mit etablierten Assetklassen, insbesondere Renten	Gefahr zu optimistischer Rendite/Risikoerwartungen aufgrund von „Konstruktionsmängeln“ bei Hedgefondsindizes sowie Gefahr einer adversen Selektion
	Höhere Kosten als traditionelle Assetklassen

dererseits ist die Korrelation des HFRI mit internationalen Renten sogar negativ (-0,14). Dies bestätigt auch eine Korrelationsanalyse des bekannten CSFB/Tremont Hedge Fund Index mit internationalen Renten (-0,36). Deswegen erscheint die Beimischung von Dach-Hedgefonds, welche ähnlich wie die Hedgefondsindizes strukturiert sind, unter Diversifikationsaspekten primär für rentenlastige Portfolios äußerst attraktiv.

Welche Nachteile haben Hedgefonds?

Mangelnde Transparenz: Bei der Kapitalanlage ist es ausschlaggebend, als Investor zu wissen, woher die Renditen und Risiken kommen. Ob allerdings sämtliche Hedgefonds-Anleger dies wirklich wissen, erscheint fraglich. Diese Problematik kann man mit Dach-Hedgefonds bis zu einem gewissen Grade umgehen. Die Manager dieser Fonds führen vor einer Anlage eine effiziente Überprüfung („Due Diligence“) und nach der Investition ein permanentes Risiko-Controlling bzw. eine Risiko-Überwachung („Monitoring“) durch.

Trotzdem stellt sich noch immer die Frage, inwieweit der Investor die Anlage wirklich versteht. Ein Anleger, der einen Aktienfonds kauft, würde vermutlich auch eine Allianz- oder Siemens-Aktie kaufen, weil er die Risiken versteht und von der Investition überzeugt ist. Ob dies auch für Dach-Hedgefonds zutrifft, muss sich der Anleger kritisch fragen, denn schließlich kauft er nicht nur die „Verpackung“ sondern auch den „Inhalt“.

Zu optimistische Renditeerwartungen: In den vergangenen Jahren konnten die gängigen Hedgefondsindizes mit zweistelligen Renditen aufwarten. Der CSFB/Tremont Hedge Fund Index erzielte z.B. 1994-2002 eine durchschnittliche Jahresrendite von 10,64%, der S&P500 Index im gleichen Zeitraum „nur“ 9,26%. Sämtliche Charts, die die Ent-

wicklung verschiedener Hedgefondsindizes in den vergangenen Jahren abbilden, weisen einen stabilen Aufwärtstrend auf. Doch gerade im Hinblick auf den historischen Erfolg muss kritisch hinterfragt werden, inwieweit derartige Entwicklungen in die Zukunft fortgeschrieben werden können. Hier melden Experten eine Reihe von Bedenken an.

„Konstruktionsmängel“ von Hedgefondsindizes: Um einen Eindruck des „breiten“ Hedgefondsmarktes zu bekommen, bedient man sich üblicherweise verschiedener Hedgefondsindizes. Dieses Vorgehen ist zwar grundsätzlich begrüssenswert, doch es wird oft gewarnt, die Aussagekraft dieser Daten sei eingeschränkt und vermutlich „nach oben“ verzerrt.

Erstens liegen diese Daten erst seit etwa Mitte der '90er Jahre vor. Dieser Zeitraum ist – im Vergleich zur Historie am Aktien- oder Rentenmarkt – sehr kurz. Zudem war dieser Zeitraum von „Sonderfaktoren“ (Bullenmarkt der '90er, „Jahrhundertbaisse“) geprägt. Man muss deshalb fragen, inwieweit dieser Zeitabschnitt repräsentativ für die Zukunft ist.

Zweitens besteht bei diesen Indizes die Gefahr eines so genannten „Survivorship-Bias“, d.h. nur „überlebende“ Fonds werden in die ex-post-Betrachtung einbezogen. Da insbesondere schwächere Fonds im Zeitablauf geschlossen werden, könnte die Rendite eines Indexes die tatsächliche Rendite dieses Anlagesegments überschätzen.

Problematisch ist auch der so genannte „Selection Bias“. Da die Übermittlung von Performance-Daten freiwillig erfolgt, ist zu vermuten, dass die Manager vorwiegend ihre erfolgreichen „Vorzeigefonds“ melden und weniger erfolgreiche Manager auf eine Meldung verzichten. Hedgefonds-Experte Prof. Harry Kat von der City University in London schätzt, dass die „offiziellen“ Hedgefondsrenditen die tatsächlichen Renditen um 4-

5% p.a. überschätzen.

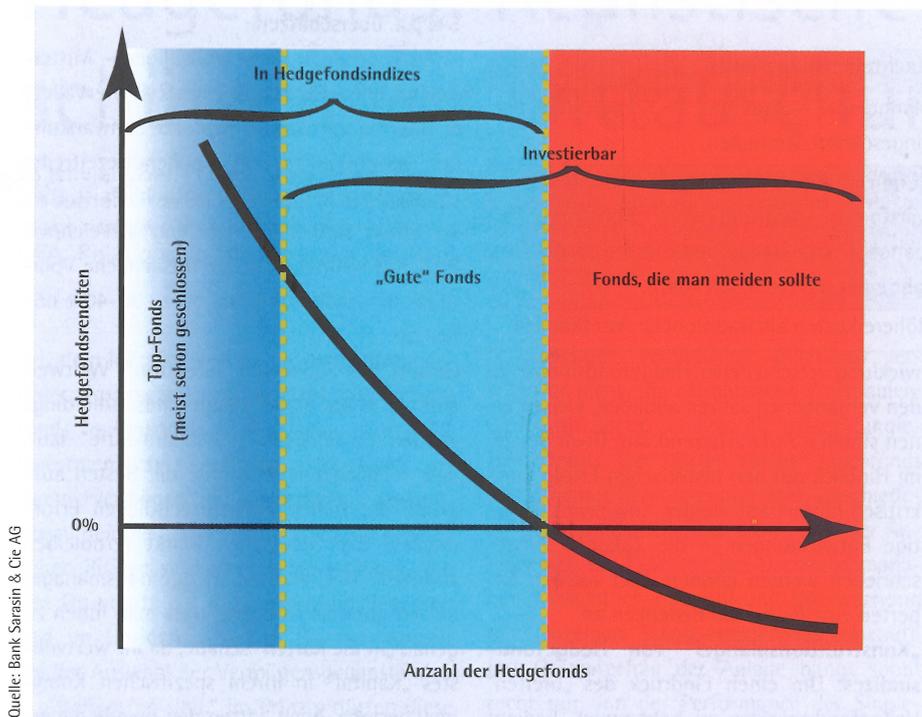
Auch erfolgen die – freiwilligen – Mitteilungen teilweise in grösseren Zeitintervallen, so dass zwischenzeitliche starke Schwankungen verschwinden und die Renditezeitreihe „glatter“ erscheint, als sie tatsächlich ist. Dieser Effekt wird als „Smoothing“ bezeichnet. Prof. Kat schätzt, dass die tatsächliche Volatilität der Hedgefonds um bis zu 30-40% höher ist!

Gefahr der „adversen Selektion“: Weltweit gibt es etwa 6.000 Hedgefonds. Allerdings werden mittlerweile „Kassandra-Rufe“ laut, dass möglicherweise gerade die Besten aufgrund der hohen aufsichtrechtlichen Erfordernisse dem deutschen Markt fernbleiben könnten. Die meisten Hedgefondsmanager hätten gar kein Interesse, dass man ihnen zu genau „in die Karten“ schaue, da ihr wertvollstes „Kapital“ in ihrem spezifischen Know-how bestehe. Auch hätten dies gerade die erfolgreichsten und daher begehrtesten Manager gar nicht nötig, so die Kritiker. Warum nämlich sollten diese begehrtesten Fonds sich mit den umfassenden Auflagen der deutschen Finanzaufsicht „herumschlagen“ und die damit verbundenen höheren Kosten auf sich nehmen, wenn ihnen anderes internationales Kapital „problemlos“ zufließt?

Es besteht die Gefahr, dass eher weniger erfolgreiche Fonds das aufwendige Reporting auf sich nehmen (müssen), um an Kapital zu kommen. Somit könnten die – zweifellos gut gemeinten – aufsichtrechtlichen Transparenzrichtlinien dem deutschen Hedgefondsmarkt u.U. einen Bärendienst erweisen.

Allerdings werden gerade die „First Mover“ im deutschen Markt unter besonderer Beobachtung seitens der Anleger stehen und daher sehr strenge Selektionskriterien anlegen. Diese Anbieter müssen das in Abbildung 1 (Seite 41) skizzierte „Dilemma“ lösen: Einerseits haben Anleger hohe Renditeerwartungen aufgrund der Hedgefondsindizes, deren Renditen – zumindest teilweise – durch bereits geschlossene bzw. nur noch begrenzt investierbare Top-Fonds verzerrt wird. Andererseits muss bei den investierbaren Fonds zwischen „guten“ und solchen, die man besser meiden sollte, differenziert werden. Gerade ausländische, darunter viele schweizerische Anbieter haben hier einen deutlichen Erfahrungsvorsprung.

Unsicherheit künftiger Renditen: Viele der



Quelle: Bank Sarasin & Cie AG

Abbildung 1 Beziehung Hedgefondsrenditen und Anzahl der Anbieter

erfolgreichsten Hedgefonds sind bereits für Neugelder geschlossen bzw. nicht mehr „unbegrenzt“ investierbar, da sie ihre optimale „Operationsgrösse“ erreicht haben. Dennoch sind die meist hervorragenden Renditen dieser Fonds häufig noch in Indizes vertreten. Dieser Effekt ist in Abbildung 1 skizziert.

Um die stark gestiegene Nachfrage nach Hedgefonds befriedigen zu können, werden neue Manager benötigt. Dies sind zumeist traditionelle Portfoliomanager, die zu Hedgefonds-Managern „befördert“ wurden, aber auch viele ehemalige Investment Banker und Portfoliomanager, die sich selbstständig gemacht haben. Der Anleger muss daher in diesem hart umkämpften Markt tendenziell eher auf „neue Pferde“ setzen. Bei einer durchschnittlichen Fondsschließungsrate von 20% zeigt sich die unbedingte Notwendigkeit einer sorgfältigen Prüfung („Due Diligence“).

Auch erscheint fraglich, ob sich die Anzahl der Investmentmöglichkeiten in gleichem Maße wie die exponentiell ansteigende Anzahl der Hedgefonds erhöht. Greift man auf das oft zitierte Beispiel der Arbitrage zurück, also das im Idealfall risikolose Ausnutzen von marginalen Preisdifferenzen, wird deutlich, dass die Wahrscheinlichkeit auf eine Outperformance mit der steigenden Anzahl neuer Hedgefonds sinkt. Wenn man zwei Brotkrumen in einen Teich mit zwei Karpfen wirft, dann ist die

Wahrscheinlichkeit hoch, dass beide etwas abbekommen. Sind aber statt zwei nun 50 Karpfen im Teich, sinkt diese Wahrscheinlichkeit dramatisch. Die Folge: Die Anleger müssen tendenziell eher sinkende Renditen oder höhere Risiken akzeptieren.

Kosten: Ein Blick auf die „offenen“ Kosten zeigt, dass Dach-Hedgefonds jährliche Gesamtkosten von 2-2,5% aufweisen. Die Gesamtkostenbelastung bei Aktienfonds hingegen beträgt laut der Londoner Fondsresearch-Firma Fitzrovia derzeit 1,81%. Allerdings handelt es sich hierbei „nur“ um die Gebühren für die Dach-Hedgefonds. Hinzu kommen die Kosten der enthaltenen Single-Hedgefonds. Diese haben i.d.R. eine Management-Gebühr von ca. 2% und eine Performance-abhängige Gebühr von 5-25% der erzielten Outperformance über einer so genannten High-Watermark, d.h. die Performance-abhängige Gebühr wird nur für Wertsteigerungen des ursprünglich eingesetzten Kapitals gezahlt.

Vernachlässigt man der Einfachheit halber einmal diese Performance-abhängigen Gebühren, müsste also ein Dach-Hedgefonds vor Kosten derzeit mindestens 8,5% p.a. brutto erbringen, um eine vergleichbare Rendite wie 10-jährige deutsche Staatsanleihen aufzuweisen (8,5% Bruttorendite – 4% geschätzte Gesamtkosten = 4,5% Nettorrendite). Für Top-

Hedgefonds, die höhere zweistellige Jahresrenditen erzielen, zahlt sicherlich jeder Anleger gerne eine angemessene Gebühr. Fraglich ist jedoch, ob die Mehrheit der Hedgefonds dieses Renditeziel, insbesondere bei steigender Attraktivität sicherer Rentenanlagen, mittel- bis langfristig erreichen kann.

Für wen sind Hedgefonds geeignet?

Hedgefonds sind – richtig eingesetzt – eine durchaus sinnvolle und begrüßenswerte Portfolio-Ergänzung. Empirische Studien zeigen, dass insbesondere Renten-lastige Portfolios von einer Beimischung profitieren. Aufgrund der hohen Intransparenz und der Komplexität des Marktes sollten Investoren jedoch über ein entsprechendes Verständnis dieser Assetklasse verfügen. Die Alternative wäre, auf attraktive Dach-Hedgefonds mit einem erfolgreichen „Track Record“ zu setzen.

Wichtig sind zudem realistische Renditeerwartungen. Aufgrund der zahlreichen, systemimmanenten Schwächen von Hedgefondsindizes sollten Anleger historische Renditen dieser Indizes eher als recht „optimistische“ Schätzung betrachten und dies bei ihrer Planung entsprechen berücksichtigen.

In Zusammenarbeit mit: Bank Sarasin & Cie AG

ANSPRECHPARTNER

Frank Wettlaufer
Leiter Institutionelle
Kundenbetreuung Deutschland

Bank Sarasin & Cie AG, Basel
Institutionelle Kunden Deutschland
Elisabethenstrasse 62
CH-4002 Basel

Tel: +41 61 277 7420
Fax: +41 61 277 7352



SARASIN