

Hedge Funds eröffnen neue Anlagehorizonte



Hohe Rendite und tiefes Risiko stehen bei Hedge Funds nicht im Widerspruch. Erfolgsentscheidend ist jedoch die Bildung eines professionellen Hedge-Fund-Portfolios.

*Von Dr. Catherine Blum
Stellvertretende Direktorin
Bank Sarasin & Cie*

Das Jahr 2000 war das Jahr der Hedge Funds. In der Schweiz hat die Gesetzgebung sie zum ersten Mal als eigenständige Anlagekategorie anerkannt, und in Deutschland sind die ersten Produkte für Privatkunden auf den Markt gekommen. Dieser Durchbruch hat gute Gründe. Gerade in einem schwierigen Anlageumfeld, in dem traditionelle Anlagen eher bescheidene Renditen erwarten lassen, finden Hedge-Fund-Manager beste Voraussetzungen, ihr hochspezialisiertes Können in einer den Markt übertreffenden Performance umzusetzen. Aber auch die grundlegenden Veränderungen der Finanzmärkte, die sich in einer zunehmenden Korrelation der Aktienmärkte sowie in dem Wegfall der Diversifikationsmöglichkeiten zwischen

den europäischen Währungen niederschlagen, haben dazu beigetragen, dass Hedge Funds vermehrt in der Anlagestrategie berücksichtigt werden. Mit ihren typischen Eigenschaften wie hohen risikobereinigten Renditen, kleinem Verlustpotential und tiefer Korrelation zu traditionellen Anlagen eröffnen Hedge Funds neue Anlagehorizonte. Aber was sind Hedge Funds genau und wie kann ein Anleger sie am besten einsetzen?

Viele glauben, dass Hedge Funds neue Kreationen sind, welche im letzten Jahrzehnt entstanden sind. Die Aufmerksamkeit der breiten Öffentlichkeit erreichten Hedge Funds mit einigen durch einzelne Manager beeinflussten ausserordentlichen Ereignissen, wie den Währungswetten von George Soros Anfang der 90er Jahre oder dem LTCM-Debakel 1998. Diese Vorkommnisse haben zu der Befürchtung geführt, dass Hedge Funds hochspekulativ sind, mit einem grossen Hebel (Leverage) arbeiten und konzentrierte Wetten eingehen, welche die Märkte beeinflussen. Dies ist jedoch eine sehr verzerrte Betrachtungsweise und wird der Idee eines Hedge Funds nicht gerecht.

50 Jahre Erfahrung

Hedge Funds sind keine Erfindung der letzten Jahre sondern können auf eine 50jährige Geschichte zurückblicken. Alfred Jones hat 1949 den ersten Hedge Fund lanciert, um vom Aktienmarkt unabhängige Renditen zu erzielen. Daher kommt auch der Name «Hedge», auf deutsch «Absichern», nämlich gegenüber den Bewegungen der Aktienmärkte. In der Zwischenzeit haben sich durch das Aufkommen derivativer Instrumente, die Globalisierung der Finanzmärkte und den technologischen Fortschritt die unterschiedlichsten Hedge-Fund-Typen am Markt etabliert. Das Hedge-Fund-Universum ist gross und unübersichtlich geworden;

die genaue Anzahl kennt niemand, denn Hedge Funds sind privat geregelt und unterstehen keiner öffentlichen Aufsicht.

Ausnutzen von Marktineffizienzen

Eine allgemeingültige Definition lässt sich schwer finden. Grundsätzlich handelt es sich um gepooltes Anlagekapital, das via Privatplatzierungen einer ausgesuchten, vermögenden und sophisticateden Anlegerschaft angeboten wird. Diese Anteile sind oftmals illiquide, was bedeutet, dass der Investor mit Sperrfristen für Rückzüge der investierten Mittel in der Grössenordnung von einem Monat bis zu einem Jahr rechnen muss. Die ursprüngliche Idee eines Hedge Funds ist, ein ansprechendes Risiko-Rendite-Verhältnis bei niedriger Korrelation mit den internationalen Aktien- und Bondmärkten zu gewährleisten. Heutzutage geben sich auch spekulative Fonds, die mit der ursprünglichen Idee eines Hedge Funds nichts mehr zu tun haben, das Label eines «Hedge Fund», denn Hedge Funds können ohne rechtliche Restriktionen bezüglich Anlagestrategie, Anlageobjekt und Anlagetechnik investieren.

Zwar investieren Hedge Funds in das gleiche Universum wie traditionelle Manager, verfolgen jedoch andere – alternative – Anlagestrategien, um vorhandene Marktineffizienzen auszunutzen. Dabei gehen Hedge-Fund-Manager bewusst spezifische Risiken ein, indem sie einzelnen Risikokomponenten ihre jeweiligen Prognosen gegenüberstellen. Diejenigen Komponenten mit positiver erwarteter Rendite werden long (gekauft), diejenigen mit negativer Renditeerwartung short gehalten (leerverkauft, d.h., man profitiert von fallenden Preisen). Risikofaktoren, bei welchen man keine Informationsvorteile besitzt, werden eliminiert. Wie hoch dabei das Risiko ausfällt, hängt von der gewählten Anlage-

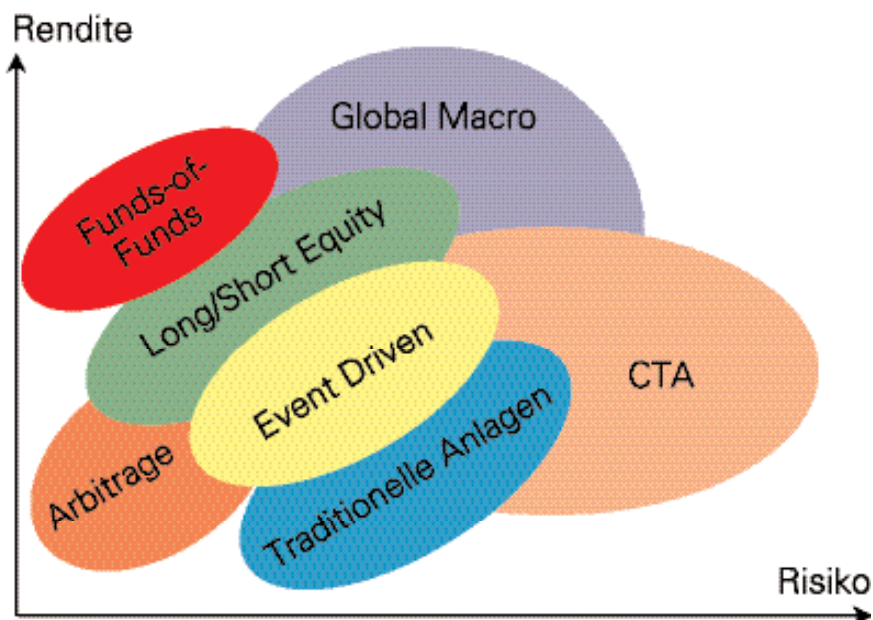
strategie ab. Zur Umsetzung der Anlagestrategie setzen Hedge-Fund-Manager alternative Anlagetechniken und Instrumente wie Leerverkäufe, Hebelwirkung, Absicherung und derivative Produkte ein. Dementsprechend erwirtschaften Hedge Funds ihre Rendite unabhängig vom Marktumfeld. Durch die rigorose Risikokontrolle, die typisch ist für Hedge Funds, sind die risikobereinigten Renditen höher als bei traditionellen Anlagen, d.h. pro Einheit Risiko erzielen sie eine viel höhere Rendite als traditionelle Anlagen, wie man auf der Abbildung «Risiko-Rendite-Profil» erkennt. In Abhängigkeit des Renditeursprungs unterscheidet man fünf Hedge-Fund-Kategorien und entsprechend fünf voneinander unabhängige Ertragsquellen. So können Erträge aus Stock-Picking-Fähigkeiten, Ausnutzung von Spread-Veränderungen, Ausnutzung von erwarteten oder angekündigten Geschäftsereignissen, Ausnutzung wirtschaftlicher Ungleichgewichte sowie Trading erzielt werden.

Bildung stabiler Hedge-Fund-Portfolios

Auch wenn einzelne Hedge Funds fantastische Renditen abwerfen können, liegt der Hauptnutzen von Hedge Funds in der Ausnutzung der typischen Eigenschaften dieser Anlagekategorie in Form diversifizierter Hedge-Fund-Portfolios (sogenannter Funds-of-Funds): Aufgrund der tiefen Korre-

Risiko-Rendite-Profil

Hedge Funds im Vergleich zu traditionellen Anlagen



Pro Risikoeinheit erzielen Hedge Funds eine höhere Rendite als traditionelle Anlagen.

lation der einzelnen Hedge-Fund-Kategorien untereinander können nachhaltig stabile Renditen auch in einem schlechten Marktumfeld erzielt werden, wie das von der Bank Sarasin & Cie lancierte Produkt Acorn Alternative Strategies AG beweist, welches in ein diversifiziertes und qualitativ hochwertiges Hedge-Fund-Portfolio investiert (s. Tabelle und Grafik).

Professionelle Zusammenstellung eines Portfolios wie Acorn bedeutet nicht nur Diversifikation zwischen den Kategorien, sondern auch innerhalb der verschiedenen Ertragsquellen durch die Auswahl unterschiedlicher Anlagestrategien einer Hedge-Fund-Kategorie. Es geht hierbei nicht um Diversifikation zum Mittelmaß, sondern um die Erzeugung von zusätzlicher Stabilität innerhalb der Hedge-

Performance von Hedge Funds und traditionellen Anlagen

Oktober 1999 bis März 2001, in CHF

	Rendite seit Lancierung ¹⁾	Rendite annualisiert	Risiko Volatilität	Sharpe Ratio ²⁾	Minimum Monat
Acorn Aktienpreis	22,0%	14,4%	8,1%	1,4	-4,6%
Acorn Net Asset Value	21,4%	14,0%	6,0%	1,8	-2,3%
SMI	1,0%	0,7%	15,7%	-0,2	-8,9%
Pictet Bond Index	7,4%	4,9%	2,2%	0,9	-1,1%
MSCI World	1,7%	1,2%	20,7%	-0,1	-9,3%
Salomon WGBI	12,7%	8,4%	8,0%	0,7	-3,3%

¹⁾ 8. Oktober 1999 ²⁾ Risikoloser Zinssatz: 3%

Fund-Kategorien, um so für das Gesamtportfolio ein stabiles Risiko-Rendite-Profil erzielen zu können.

Um die Qualität des Portfolios sicherstellen zu können, ist ein umfassender Selektions- und Überwachungsprozess unabdingbar, welcher hohes fachspezifisches Know-how und ein ausgedehntes persönliches Beziehungsnetz zu Hedge-Fund-Spezialisten erfordert. Die Auswahl eines Hedge Funds lediglich aufgrund seiner in der Vergangenheit erzielten Performance ist sehr riskant. Vielmehr sollte ein Hedge Fund wie eine Unternehmung analysiert werden, denn ein Hedge-Fund-Manager ist wie ein Fabrikant: Er hat zum Ziel, am Ende des Fabrikationsprozesses mehr Geld generiert zu haben als er eingesetzt hat. Entsprechend müssen bei der Selektion eines Hedge-Fund-Managers alle Produktionsstufen analysiert werden, um die Risiken einer Investition abschätzen und bewerten zu können. Von einer sehr attraktiven historischen Rendite darf man sich bei Hedge Funds nicht beeindrucken lassen, denn sie sagt nichts über die qualitativen Risiken

entlang des Fabrikationsprozesses aus und ist auf keinen Fall Garantie für zukünftige Performance.

Beste Zugang über Funds-of-Funds

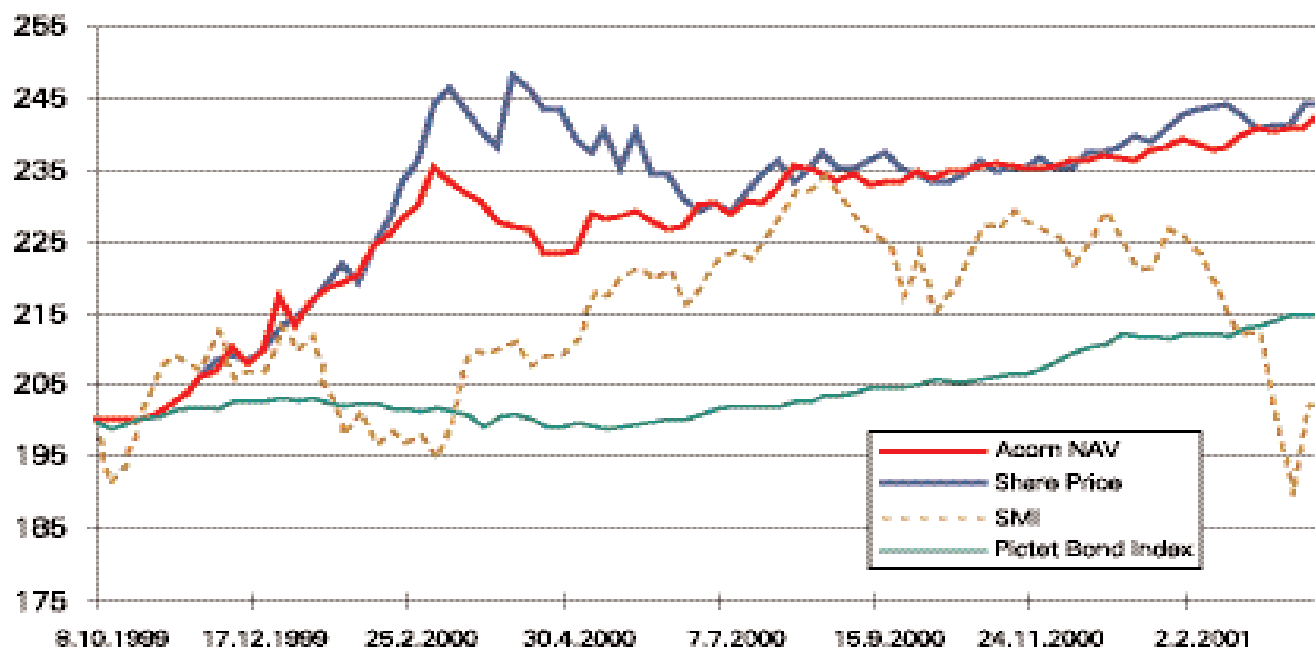
Im Gegensatz zu den traditionellen Märkten ist das Hedge-Fund-Universum durch Ineffizienz gekennzeichnet: Öffentliche Informationen fehlen, die Anlagen sind äusserst vielschichtig, und die Rendite ist in erster Linie von den Fähigkeiten des Managers abhängig. Diese Ineffizienz macht Investitionen in Hedge Funds um ein vielfaches komplexer. Zudem sind Hedge Funds illiquide und mit hohen Mindestanlagesummen versehen, weshalb direkte Investitionen für die meisten Investoren nicht möglich sind. In der Schweiz ermöglichen die kotierten Investmentgesellschaften einen einfachen Zugang zu dieser komplexen Anlageform, wie z.B. die Acorn Alternative Strategies AG. Acorn sichert als einziger Anbieter mit Börsenkotierung das Währungsrisiko für den Schweizerfranken-Anleger ab. Wird das Währungsrisiko nicht abgesichert, hat der

Aktionär das volle Wechselkursrisiko zu tragen, und die Volatilität der Investition wird beträchtlich erhöht. Auch Prämien oder Discounts des Aktienkurses im Vergleich zum inneren Wert der Gesellschaft sind für Aktionäre nicht wünschenswert. Durch die Ungewissheit der Entwicklung des Aktienkurses im Vergleich zum inneren Wert wird ein zusätzliches Risiko eingegangen, das die Volatilität einer Investition in Hedge Funds ebenfalls substantiell erhöhen kann. Hier spielt die Qualität des Anbieters der Investmentgesellschaft eine massgebliche Rolle. Wie aus der Grafik ersichtlich ist, handelt Acorn seit Auflegung nahe am inneren Wert. Kombiniert mit der Absicherung des Währungsrisikos bietet Acorn als einziger Anbieter die pure Hedge-Fund-Performance an.

Hedge Funds sind wie Aktien und Bonds ein strategischer Bestandteil eines Portfolios. Entsprechend ist es wichtig, dass das Hedge-Fund-Portfolio langfristig gehalten wird, um die einzigartigen Eigenschaften dieser neuen Anlagekategorie voll ausnutzen zu können.

Stabile Renditen von Acorn auch in volatilen Märkten

Oktober 1999 bis Februar 2001



Der Acorn Alternative Strategies der Bank Sarasin & Cie hat sich seit seiner Lancierung deutlich besser entwickelt als die Schweizer Aktien- und Obligationenindizes.