

# Hedge-Fund-Indizes: Mission Impossible?

**Trotz des offensichtlichen Widerspruchs, Instrumente der relativen Vermögensverwaltung mit dem Ziel der absoluten Performance zu kombinieren, haben sich Hedge-Fund-Indizes durchgesetzt – vor allem auf Druck institutioneller Anleger. Was hingegen nach wie vor fehlt, ist ein repräsentativer Benchmark für das Hedge-Fund-Universum, der einen objektiven Vergleich zwischen der Entwicklung alternativer und traditioneller Anlagen zulässt. Aus einem solchen Index sollten sich die Vorteile der einzelnen Fonds, deren optimale Gewichtung sowie der Einfluss der Selektion auf die Erträge ableiten lassen.**



**Von Dr. François Duc**  
*Quantitativer Analyst und Risk-Management-Verantwortlicher bei 3A SA, der auf alternative Vermögensverwaltung spezialisierten Tochtergesellschaft der Syz & Co Gruppe*

## **Hedge-Fund-Indizes und ihre Schwachstellen**

Ein nützlicher Index sollte verschiedene Qualitäten aufweisen: Er darf das Gesamtbild nicht verzerren und keine methodischen Schwächen aufweisen, er muss das zugrundeliegende Universum adäquat abbilden und er muss von einem Anleger nachgebildet werden können. Da sich alternative Anlagen im Vergleich zu traditionellen Anlagen jedoch weitaus aktiverer und komplexerer Strategien bedienen, kann der Markt nicht so einfach abgebildet

werden wie beispielsweise mit Aktienindizes. Soll das Verhalten der Hedge Funds aufgezeigt werden, müssen kommerzielle Datenbanken herangezogen werden. Ein solcher Index wird jedoch immer nur eine Annäherung an den Gesamtmarkt darstellen. Ausschlaggebend für seine Genauigkeit ist die Qualität der verfügbaren Daten. Und da für viele Hedge Funds kein Zwang zur Offenlegung ihrer Performance besteht, deckt kein Datenanbieter das gesamte Hedge-Fund-Universum ab. Erschwerend kommt hinzu, dass die Auswahl der Fonds eher zufällig ist. Die Hedge-Fund-Manager partizipieren nur zu gerne an solchen Datenbanken – sofern sie gute Resultate zeigen können. Schlechte Fonds, die ihre Aktivitäten einstellen mussten, figurieren hingegen nicht mehr in der Datenbank. Und bei der Neuaufnahme eines Fonds werden dessen frühere Resultate mit übernommen. Die Folge sind Verzerrungen in bezug auf die Repräsentativität der Daten und damit eine Überbewertung der Performance. Den kumulierten Effekt dieser Verzerrungen präzise zu ermitteln ist unmöglich. Akademische Studien gehen jedoch davon aus, dass die Performance der Hedge-Fund-Indizes ungefähr 5 bis 10% zu hoch liegt.

## **Heterogene Datenbasis führt zu unterschiedlichen Resultaten**

Eine fundierte Analyse zeigt, dass die verfügbaren Datenbanken sehr unterschiedliche Datenbestände aufweisen. So figurieren nur 4% der Hedge Funds in mindestens sechs Datenbanken und

45% figurieren lediglich in einer einzigen. Es überrascht daher kaum, dass die daraus abgeleiteten Indizes grosse Unterschiede aufweisen. Bei mehr als 15 Hedge-Fund-Indizes machen die monatlichen Differenzen regelmässig mehr als 3% aus. So wichen der Barclays Hedge Fund Index und derjenige von CSFB/Tremont im Oktober 1998 um 6,7% voneinander ab. Für eine Periode von weniger als drei Jahren kann die kumulierte Differenz zwischen zwei Indizes durchaus 40% erreichen.

## **Eine Eintagsfliege – der «Investable» Index**

Ein Index sollte replizierbar sein. Zahlreiche in den Indizes enthaltene Fonds haben jedoch ihre Türen für neue Investoren verschlossen. Dieser Problematik und dem «Index-Hunger» institutioneller Anleger Rechnung tragend, wurden Indexvarianten geschaffen, die sich ausschliesslich aus Fonds zusammensetzen, in die effektiv noch investiert werden kann (sogenannte «Investable Funds»). Auf den ersten Blick überzeugend, weist diese Lösung aber die gleichen Schwachstellen auf wie die anderen Indizes. Die Datenbanken für die «Investable Indizes» sind noch heterogener und die verfügbare Datenmenge bis zu 20mal geringer. Darüber hinaus sind die Resultate der «Investable Indizes» ziemlich enttäuschend: Seit ihrer Lancierung weisen sie gegenüber den übrigen Indizes eine klare Underperformance auf. Bei genauerer Betrachtung entpuppen sich die «Investable Indizes» überdies als verkleidete Funds of Funds. Ihre Pro-

motoren diktieren nicht nur, welche Fonds in den Index aufgenommen werden, sie haben auch Anlageprodukte geschaffen, die sich an ihre Indizes anlehnen. Zum enormen Erfolg (mehrere Milliarden US-Dollar innert zwei Jahren) haben in erster Linie effizientes Marketing und das Unwissen der Käufer beigetragen. Denn die Produkte sind weit davon entfernt, das Hedge-Fund-Universum zu repräsentieren.

**Die bessere Lösung – der Funds-of-Funds-Index**

Ein genaueres Abbild des Hedge-Fund-Universums liefern Indizes auf Funds of Hedge Funds: Zunächst basieren sie auf genaueren Datenbanken – Verzerrungen, die von Ab- und Neuzugängen sowie von der Selektion der

Fonds herrühren, werden weitgehend eliminiert. Bei der Betrachtung früherer Erträge werden alle Investments berücksichtigt, sowohl die besten als auch die weniger guten. Einmal in den Index aufgenommen, hat ein Fonds zudem nicht mehr die Wahl, ob und welche Informationen er liefert. Und schliesslich wird bei der Aufnahme eines neuen Fonds dessen historische Performance nicht modifiziert. So betrachtet, scheint ein Index, der auf einem Fund of Hedge Funds basiert, klar überlegen. Aber auch ein Fund of Funds ist nicht frei von Verzerrungen. Die Manager der Funds of Funds investieren nämlich nicht in alle Fonds. Im Gegenteil: Sie versuchen, nur die besten auszuwählen, was im Idealfall zu einer höheren Performance als der Ge-

samtmarkt führt. Gleichzeitig scheuen sich Funds of Funds, in Strategien mit hohem Liquiditätsrisiko zu investieren. Dazu gehören beispielsweise Reg. D oder auch Arbitrage auf Mortgage Backed Securities, die meist sehr einträglich wären. Ein Fund of Funds erhebt zudem Gebühren, wodurch sich die Performance verringert. Diese Verzerrungen dürften sich zu einer durchschnittlichen Unterbewertung von 2% pro Jahr kumulieren. Eine empirische Studie gesteht den Funds-of-Funds-Indizes eine schwächere Heterogenität zu sowie weitaus geringere Unterschiede bei den monatlichen Erträgen (maximal 4,4% von Januar 1994 bis Oktober 2003). Das Nonplusultra sind Indizes auf Funds-of-Hedge-Funds-Indizes wie derjenige der EDHEC, der

## Welcher Index für welches Bedürfnis?

**Je nach angestrebtem Ziel eignet sich die eine oder andere Index-Art. Die nachfolgende Tabelle fasst die vorhandenen Möglichkeiten zusammen.**

	<b>Angestrebtes Ziel</b>	<b>Verfügbare Indizes</b>
<b>Globaler Hedge Fund Index</b>	Verfolgen der generellen Marktentwicklung Vergleichen mit anderen Anlagekategorien Technische Analyse (Risikomanagement) Verfolgen und Allokation der Performance	EDHEC Funds-of-Funds-Index <sup>1</sup>  Entsprechender Funds-of-Funds-Index
<b>Auf eine bestimmte Strategie ausgerichteter Index</b>	Selektionieren der Hedge Funds Verfolgen der Manager / Analysieren der Selektion Verfolgen der aggregierten Performance pro Strategie	Passiver CISDM Index <sup>2</sup> Index einer Hedge Fund Peer Group EDHEC Index der gewünschten Strategie
<b>Auf eine Strategiefamilie ausgerichteter Index</b>	Verfolgen der Performance	Entsprechender InvestHedge Index <sup>3</sup>

<sup>1</sup> EDHEC (Ecole des Hautes Etudes Commerciales du Nord) ist eine renommierte Business School in Lille. Der EDHEC Funds-of-Funds-Index ist ein Index eines Funds-of-Funds-Indexes, der die Funds of Hedge Funds von HFR, Altvest, VanHedge und MAR zusammenfasst. Die nach Strategie geordneten EDHEC Indizes entsprechen Indizes auf Hedge-Fund-Indizes.

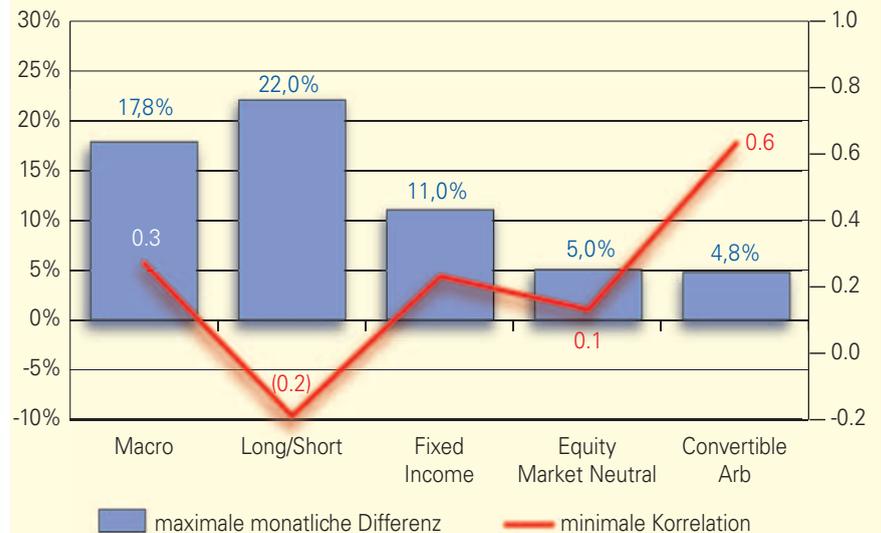
<sup>2</sup> Das CISDM (Center for International Securities and Derivatives Markets) in Massachusetts ist Teil der Isenberg School of Management. Die passiven, nach Strategie geordneten Hedge-Fund-Indizes wie diejenigen des CISDM, versuchen den Einfluss einer Strategie zu messen (im Gegensatz zu denjenigen, die auf dem Talent des Managers beruhen), indem sie in synthetischer Art die Strategie nachbilden. Bis heute können nur wenige Strategien simuliert werden. Dazu gehören systematische Strategien (wie z.B. CTA) oder Opportunitätsstrategien wie Arbitrage auf Fusionen und Akquisitionen. Mit diesem Ansatz beschäftigen sich zur Zeit zahlreiche Recherche-Institute, deren Resultate die Praktiken der professionellen Kapitalmarktteilnehmer bedeutend beeinflussen können.

<sup>3</sup> InvestHedge ist zur Zeit die einzige Datenbank für Funds of Funds, welche Indizes anbietet, die unterschiedliche Substile in grossen Strategiefamilien zusammenfasst (Arbitrage, Macro, Long/Short Equity).

die restlichen Verzerrungen reduzieren und die Daten glätten soll – unserer Ansicht nach der beste zur Zeit verfügbare Ansatz, um das Hedge-Fund-Universum repräsentativ abzubilden. Da weder die Zusammensetzung noch die Gewichtung der enthaltenen Fonds bekannt sind, eignet sich der Index jedoch nicht, wenn die Performance einer spezifischen Strategie zugewiesen werden soll oder wenn er als Basis für eine Indexierung dienen soll.

*Der Artikel basiert auf einer ausführlichen Studie, die der Autor zum Thema Hedge-Fund-Indizes erstellt hat. Die Studie kann bestellt werden unter [www.3-a.ch](http://www.3-a.ch). ■*

### Hedge-Fund-Indizes: Mission Impossible?



Quelle: Amenc, Martellini (2003)

# Hedge Fund Indexes: Mission Impossible?

**Despite the obvious contradiction of combining instruments of relative asset management with the goal of absolute performance, hedge fund indexes have established themselves, mainly because of the pressure from institutional investors. What is still missing, however, is a representative benchmark for the hedge fund universe which would facilitate an objective comparison between the development of alternative and traditional investments.**

A useful index should have a number of characteristics: It should not distort the overall picture and have no methodological shortcomings; it should adequately reflect the underlying investment universe and it should be reproducible for an investor. However, since alternative investments apply far more active and complex investment strategies than traditional instruments, it is much more difficult to depict the market as a whole than, for instance, a stock market with a stock market index.

#### Approximations of reality

In order to show the behavior of hedge funds, commercial data banks must be used. Such hedge fund indexes will always remain mere approximations of the reality of their investment universe. The quality of the available data is crucial for their accuracy. Because there is no obligation for many hedge funds to disclose their performance, there is no data bank provider who would cover the entire hedge fund

universe. Further complicating comparisons is the fact that the selection of hedge funds is rather haphazard. Hedge fund managers love to participate in these data banks – as long as they can show good results. On the other hand, bad funds which had to close are dropped. As a result of these distortions, performance is overvalued. Academic studies indicate that the performance published by hedge fund indexes is approximately 5 to 10% too high.

The available data banks work with very diverging material. For instance, only 4% of all hedge funds are listed in at least six data banks and 45% are listed in only one. It comes as no surprise that the indexes which are based on these data banks reach very different results.

A valuable alternative are indexes on funds of hedge funds. They are based on more precise data banks – distortions resulting from exits or new entries or from the hedge fund selection are for the most part eliminated. When a new fund is included, its past performance is not modified and it can no longer choose which information it delivers to the index. But not even funds of funds are free from distortions: Their managers don't invest in each fund; on the contrary, they try to pick the best ones to beat the market.

#### Indexes on funds of hedge funds indexes

The best indexes on the market today and the most representative are indexes on funds of hedge funds indexes like the EDHEC which reduce remaining distortions. ■