

Investierbare Hedge-Fund-Indizes: Illusion und Wirklichkeit

In einem früheren Beitrag (PRIVATE 2/2004) wurde dargelegt, dass nicht-investierbare Indizes das Hedge-Fund-Universum aufgrund ihrer Heterogenität nicht adäquat abbilden. Entscheidend für den Indexstand ist seine Zusammensetzung, kaum aber die durchschnittliche Performance aller alternativen Strategien. In diesem Artikel konzentrieren wir uns auf investierbare Hedge-Fund-Indizes, die ausschliesslich offene Hedge Funds in ihrer Zusammensetzung berücksichtigen, was eine weitere Einschränkung bedeutet. Wenngleich ihre Promotoren betonen, dass investierbare Indizes ihren Pendanten im nicht-investierbaren Bereich qualitativ überlegen sind – auch diesem Anlageinstrument fehlt die Repräsentativität.



Von Dr. François Duc

Quantitativer Analyst und Risk-Management-Verantwortlicher bei 3A SA, der auf alternative Vermögensverwaltung spezialisierten Tochtergesellschaft der Syz & Co Gruppe

Investierbare Indizes weisen bezüglich ihrer strategischen Allokation erhebliche Unterschiede auf. Dies ist der Befund einer im November 2003 erstellten Studie, welche die vier investierbaren Indizes CSFB/Tremont, HFRX, MSCI und S&P vergleicht: Das Exposure bei Macro/CTA-Strategien variiert zwischen 13 und 22%, bei den Long/Short-Strategien zwischen 13 und 45% und bei den Arbitrage/Relative Value-Strategien zwischen 38 und 67%. Auch bei der Auswahl der Manager weichen die investierbaren Indizes deutlich voneinander ab. Werden mit den drei Indizes S&P, CSFB/Tremont und MSCI insgesamt 159 Manager ab-

gedeckt, so finden sich nur deren 14 in mehr als einem Index. Von drei Indizes abgedeckt werden lediglich zwei Manager.

Investierbare Indizes unterscheiden sich nicht nur bezüglich Gewichtung und Manager, sondern auch in der Art, wie die Manager die Strategien implementieren. Der Grund dafür ist, dass der Selektionsprozess nicht auf die Auswahl repräsentativer Manager ausgerichtet ist. Vielmehr werden die Hedge Funds mit der höchsten Performance in den Index aufgenommen. Was lässt darauf schliessen?

Erstens nehmen investierbare Indizes keine Hedge Funds auf, die eine Strategie in «reinsten Form» verfolgen (z.B. systematisch in alle angekündigten M&A-Transaktionen investieren). Dieser naive Ansatz würde sich zwar gut für einen passiven Strategieindex eignen. Bei positiver Konjunktur unterliegen diese Manager jedoch denjenigen, die einen selektiveren Ansatz verfolgen. Trotz ihrer hohen Repräsentativität finden sie sich folglich in keinem investierbaren Index.

Zweitens: Die im investierbaren Dow Jones Convertible Bond Index enthaltenen Hedge-Fund-Portfolios weisen insgesamt Charakteristika sogenannter «Reverse Trades» (Eingehen von Gegenpositionen) mit einem Short Bond Exposure und einem Long Equity Exposure auf. Auch das ist nicht repräsentativ, da weder eine reine Strategie noch der durchschnittliche Ansatz von Convertible Managern abgebildet wird.

Drittens scheinen sich die Verwaltung investierbarer Indizes und die Wiedergabe einer reinen Strategie grundsätzlich auszuschliessen. So

wurde im S&P-Index im Februar 2003 der Jemmco Fund durch den GLC Gestalt Europe Fund abgelöst. Beide Fonds verfolgen statistische Arbitrage-Strategien. Während sich Jemmco jedoch auf US-Aktien konzentriert, ist GLC auf das «Pair Trading» mit europäischen Aktien spezialisiert. Weshalb diese zwei Fonds hinsichtlich Strategie oder Diversifikationseffekten gleich gewertet werden, ist nicht nachvollziehbar. Im übrigen hat Jemmco kürzlich seine Aktivitäten eingestellt – ein Indiz mehr, dass der Fonds aus Qualitätsgründen und nicht aufgrund der Index-Repräsentativität ersetzt wurde.

Offensichtlich zielen die Anstrengungen beim Zusammenstellen der Indizes nicht darauf ab, das Hedge-Fund-Universum effizient abzubilden. Es geht vielmehr darum, qualitativ bessere Manager zu finden. Werden Hedge Funds aber aufgrund ihrer Qualität ausgewählt, resultiert eine Selektionsverzerrung. Kombiniert mit einer nicht-homogenen Strategie-Allokation und geringer Grösse führt dies zu einer noch grösseren Heterogenität als bei nicht-investierbaren Indizes. Grafik 1 auf S. 52 vergleicht die Differenz monatlicher Erträge von investierbaren und nicht-investierbaren Indizes verschiedener Strategien. Es zeigt sich, dass der «Tracking Error» innerhalb derselben Strategie bei investierbaren Indizes deutlich höher liegt als bei nicht-investierbaren Indizes.

Nicht attraktiver als Funds of Funds

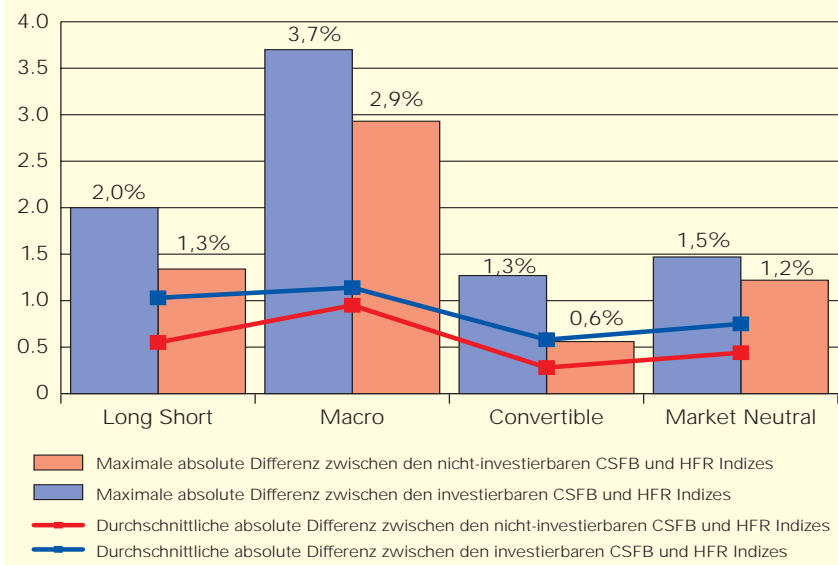
Aufgrund ihrer Charakteristika entpuppen sich investierbare Indizes somit als eigentliche Funds of Funds. Dennoch führen ihre Anbieter vier Vorteile ins Feld, die investierbare

Indizes den Funds of Funds angeblich voraushaben: ein eindeutiges Portfolio Management, eine tiefere Heterogenität, höhere Renditen sowie eine höhere Liquidität. Wie im folgenden dargelegt wird, zeigt die Realität ein anderes Bild: Während die ersten drei Argumente schon gar nicht zutreffen, ist das vierte mit hohen Kosten verbunden – entweder in bezug auf die Gebühren oder das Risiko.

Zunächst kann die eindeutige Gewichtung innerhalb der Index-Portfolios angezweifelt werden. Sie beruht auf verzerrten Mustern, unabhängig von der Grösse einer Datenbank oder der gewählten Teilmenge. Fraglich ist zudem, ob die Verwaltung von investierbaren Indizes der Gewichtung genügend Rechnung trägt. So wurde zum Beispiel an der Konferenz «Investor Fachtagung Funds of Hedge Funds» im Juni 2004 darauf hingewiesen, dass die gleichgewichtete, durchschnittliche Performance der Strategie-Indizes für die Periode von Februar bis Mai 2004 nicht der Performance des HFRX Equally-Weighted Index entsprach. Erstaunlich ist auch, dass der HFRX Managed Futures Index Anfang Mai 2004 von der Bildfläche verschwunden ist – ohne Vorwarnung oder Erklärung bezüglich Gewichtung.

Die offensichtlich höhere Heterogenität der Funds of Funds rührt teilweise daher, dass derzeit mehr als 54% des gesamten Universums auf Single Strategy Funds of Funds entfallen. Heterogenität ergibt sich auch dadurch, dass einige Multi-Strategie-

Grafik 1: Differenz monatlicher Erträge von investierbaren und nicht-investierbaren Indizes



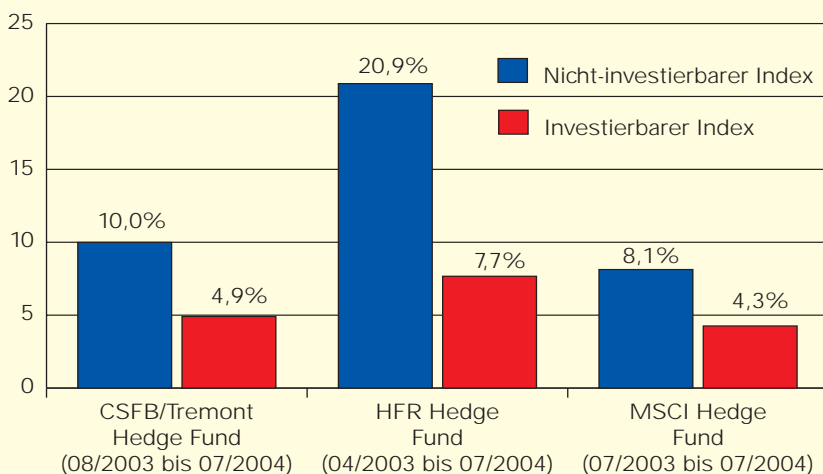
Fonds eine sehr aktive taktische Allokation verfolgen oder «Structural Leverage» einsetzen. Mangelnde Klassifizierung darf jedoch nicht mit Heterogenität verwechselt werden. Zudem gibt es investierbare Indizes noch nicht lange. Aufgrund der fehlenden Daten wird zur Messung der Heterogenität unter investierbaren Indizes deshalb die Performance von nicht-investierbaren Indizes herangezogen oder eine Performance simuliert. Dies resultiert zwangsläufig in einer Unterschätzung.

Sobald man anstelle simulierter Erträge die effektiven Renditen vergleicht, liegt die Performance der investierbaren Indizes unter dem Durchschnitt der Funds of Hedge Funds. Simulierte Pro-forma-Daten sind ent-

weder das Ergebnis eines Optimierungsprozesses (wodurch sie tendenziell zu positiv ausfallen), oder sie beeinflussen die Hedge-Fund-Selektion, da in der Regel diejenigen Fonds bevorzugt werden, die in der Vergangenheit attraktive Renditen abgeworfen haben. Es überrascht daher nicht, dass die investierbaren Indizes (wie in Abbildung 2 dargestellt) unmittelbar nach ihrer Einführung schlechter abschneiden als ihre Pendanten im nicht-investierbaren Bereich – während dies für simulierte Perioden nicht der Fall ist. Die nachfolgende Tabelle vergleicht die ausgewiesenen Erträge der investierbaren Indizes CSFB/Tremont, HFRX, MSCI und S&P mit denjenigen des EDHEC Funds of Funds Index (gegenwärtig die beste Messgrösse für die Performance der Funds of Hedge Funds): Der EDHEC Index übertrifft die vier andern Indizes über sämtliche Perioden.

Schliesslich greift auch das von einigen Anbietern angeführte Argument der Liquidität nicht. Denn damit wird gegen eine der wichtigsten Grundregeln des Risk Managements verstossen: Die den Investoren gebotene Liquidität muss zu jedem Zeitpunkt mit der Liquidität des Portfolios übereinstimmen. Was geschieht, wenn ein Fonds seinen Investoren monatliche Liquidität gewährt, aber mehrere Monate benötigt, um seine Aktiven zu einem fairen Preis zu verkaufen? So-

Grafik 2: Performance von investierbaren und nicht-investierbaren Indizes



Index	Performance	Zeitspanne
CSFB/Tremont Investable Index	4,91%	August 2003
EDHEC Fund of Funds Index	7,77%	- Juli 2004
HFRX Equally Weighted Index	7,67%	April 2003
EDHEC Fund of Funds Index	11,92%	- Juli 2004
MSCI Ivest Index	4,26%	Juli 2003
EDHEC Fund of Funds Index	7,49%	- Juli 2004
S&P Hedge Fund Index	12,61%	September 2002
EDHEC Fund of Funds Index	14,37%	- Juli 2004

bald eine grosse Anzahl Anleger von ihrem Rückgaberecht Gebrauch macht, wäre der Fund Manager gezwungen, seine Aktiven unter dem Marktwert zu verkaufen. Zugegebenermassen sind investierbare Indizes in der Regel nicht in Fonds, sondern in sogenannte «Managed Accounts» investiert (fremdverwaltete Treuhandvermögen, welche die Hedge Funds nach genau definierten Richtlinien verwalten), die tägliche Liquidität gewähren. Die Managed Accounts basieren letztendlich jedoch

auch auf einem Wertschriftenportfolio, dessen Liquidität zuweilen beträchtlich von derjenigen des Accounts abweichen kann. Mit anderen Worten ist der Anleger einem höheren Liquiditätsrisiko ausgesetzt, als er sich bewusst ist. Indexgebundene Anlageprodukte, die hohe Liquidität versprechen, sind entweder an hohe Rücknahmegebühren gekoppelt, oder sie verzögern die Rücknahme mittels sogenannter Redemption Gates (Rücknahmelimiten).

Nichts weiter als eine Illusion

Auf den Punkt bringt es Professor Schneeweiss mit seiner Aussage in der Zeitschrift «Absolute Return»: «Der Name allein macht noch keinen Index.» Mit investierbaren Indizes sind Anleger Verzerrungen bezüglich Managerselektion und Indexmanagement sowie in gewissen Fällen auch Liquiditätsrisiken ausgesetzt. Gegenwärtig schneiden die investierbaren Indizes schlechter ab als der Durchschnitt der Funds of Hedge Funds. Da die Mehrheit der im Funds-of-Funds-Universum eingeschlossenen Hedge Funds manchmal den Marktdurchschnitt schlagen und sich investierbare Indizes ähnlich verhalten, ist anzunehmen, dass auch sie die durchschnittliche Rendite gelegentlich übertreffen werden. Zu glauben, dass sie Leistungen erbringen, die andere Multi-Strategie-Fonds nicht erreichen können, wäre jedoch eine Illusion. ■