

Hedge Funds als Anlage für vermögende Privatanleger: ein Multi-Manager-Ansatz

Beim Aufbau eines gut diversifizierten Portfolios sollten Hedge Funds von vornherein mitberücksichtigt werden und selbstverständlich einen Platz neben herkömmlichen Anlageklassen wie Aktien, Anleihen und Geldmarktinstrumenten einnehmen. Dieser Grundsatz gilt nicht zuletzt auch für vermögende Privatanleger.



Von Daniel Durrer
Head of Intermediary Clients
(Switzerland, Austria, Liechtenstein)
GAM Anlagefonds AG, Zürich

Kaum einem Portfoliomanager dürften die Auswirkungen schwankender Aktienmärkte auf die Wertentwicklung ihrer Kundenportfolios in den letzten Jahren entgangen sein. Eine mitunter schmerzliche Erfahrung, durch die man durchaus zu der Einschätzung gelangen kann, dass Portfoliogewinne nicht von Dauer sind.

Für mehr Stabilität stehen Anleihen. Ihre Renditen aber können in den seltensten Fällen mit den inzwischen gestiegenen Erwartungen der Anleger Schritt halten. Hedge Funds jedoch haben in der Vergangenheit mit Aktien vergleichbare Renditen erzielt, ihre Volatilität aber gleich eher derjenigen von Anleihen. Noch wichtiger ist aus

Sicht der modernen Portfoliotheorie, dass ihre Renditen in der Regel weder mit den Anleihen- noch mit den Aktienmärkten korrelieren. Dass in den Bärenjahren zwischen 2000 und 2003 das Interesse an Produkten deutlich gestiegen ist, die, wie Hedge Funds, absolute Renditen anstreben, verwundert deshalb kaum. Vor allem Funds of Hedge Funds haben den Sprung in den breiten Markt geschafft. Das zeigt der Prozentsatz des von Funds-of-Funds-Managern verwalteten Hedge-Funds-Vermögens, der aktuell bei rund 40% des gesamten in Hedge Funds investierten Vermögens liegt.

Fund-of-Funds-Ansatz oder Multi-Manager-Strategie

Zugang zu talentierten Fondsmanagern bietet der Fund-of-Funds-Ansatz, auch Multi-Manager-Ansatz genannt. Hierbei werden die weltweit talentiertesten Fondsmanager – von denen viele für eine Direktanlage nicht zur Verfügung stehen – nach strengen Kriterien ausgewählt und in einem Portfolio zusammengefasst. Vergleicht man die Kosten einer Anlage über Fonds mit denen, die beim direkten Kauf und Verkauf einzelner Wertpapiere anfallen, haben Fonds in jedem Fall die Nase vorn.

Ein weiterer Vorteil eines in Fonds investierenden Portfolios ist der Zugang, den es privaten Anlegern zu einer deutlich grösseren Bandbreite an Anlageklassen ausser Aktien, Anleihen und Geldmarktanlagen bietet. In alternative Anlageinstrumente investierende Fonds korrelieren kaum mit den Trends an den herkömmlichen Ak-

tien- und Anleihenmärkten. Ihre Beimischung in ein Kundenportfolio kann daher die Renditeschwankungen des Portfolios verringern und gleichzeitig den Ertrag oder die absolute Rendite steigern.

Hedge Funds als wichtige Bestandteile von Kundenportfolios

Wie aber können Hedge Funds sinnvoll in das Portfolio eines Privatanlegers eingebunden werden? Schliesslich setzt sich das Hedge-Funds-Universum aus einer Vielzahl von Strategien und Unterstrategien zusammen. Sinnvoll ist die Bündelung von Strategien mit ähnlichen Risiko-/Ertragsmerkmalen, denn das erleichtert die Zuteilung der Vermögenswerte, die Asset Allocation.

Vor der Aufnahme von Hedge Funds in die Portfolios privater Kunden müssen jedoch zunächst die Risikovorgaben und Performanceziele für jede Anlageklasse bestimmt werden.

In den Portfolios privater Anleger sind in der Regel die herkömmlichen Anlageklassen, wie Aktien, Anleihen und Geldmarktinstrumente, vertreten. Bei der Asset Allocation gilt es deshalb, die Interaktion zwischen diesen Anlageklassen und alternativen Investments zu berücksichtigen. Kombiniert man die Bandbreite der wahrscheinlichen Performance jedes Anlagesegments innerhalb des Portfolios mit der erwarteten Mindest- oder Höchstgewichtung, so ergibt sich hieraus die Bandbreite der erwarteten Beiträge jedes Portfoliosegments und damit schliesslich die erwartete Gesamtertragsrendite des Portfolios.

Die Gewichtung jeder Hedge-Funds-Strategiegruppe muss fein abgestimmt werden und richtet sich danach, ob das Marktumfeld für diese spezielle Strategie günstig ist oder nicht. Denn bei der Bestimmung der tatsächlichen Allokation muss stets zwischen Risiko und Ertrag abgewogen werden. Erfolgreiche Trading-Manager können mitunter eine lange Erfolgsbilanz mit positiven Erträgen und einer niedrigen Korrelation gegenüber Aktien aufweisen. Auf den ersten Blick würde dies eine Zuteilung des gesamten Kapitals zu dieser Strategiegruppe nahelegen. Die grosse Bandbreite und die spezifische Arbeitsweise von Trading- und Relative-Value-Managern lassen diese Idee aber wenig ratsam erscheinen. Denn selbst Manager, von denen wir überzeugt sind, können von Marktschwüngen auf dem falschen Fuss erwischt werden. Und ausserdem gibt es Phasen, in denen andere Anlageklassen einfach besser abschneiden.

Herausforderungen bei der Managerselektion

Die meisten Equity-Long/Short-Manager legen den Schwerpunkt in der Regel auf Long-Positionen. Das bedeutet nichts anderes, als dass die Zuteilung in Equity-Long/Short-Strategien im Rahmen privater Kundenportfolios komplementär sein und mit dem Ausblick für den Aktienmarkt übereinstimmen muss.

Innerhalb des Equity-Long/Short-Universums gibt es eine grosse Bandbreite an Managern. Sie unterscheiden sich nicht nur hinsichtlich der Marktdeckung und des Anlagestils, sondern auch im Hinblick auf ihren Hintergrund und ihre Risikoeinstellung. Deshalb weist die Zuteilung in die Strategie Equity-Long/Short die grössten Unterschiede auf und stellt Hedge-Funds-Anbieter bei der Aus-

Hedge funds for wealthy private investors: a multi-manager approach

In the past hedge funds generated returns comparable to equities while their volatility was closer to that of bonds. Even more important from the modern portfolio theory perspective is the fact that their returns usually correlate neither with those on the bond markets nor with those on the equity markets. Since the year 2000, with interest in absolute-return products increasing rapidly, funds of hedge funds in particular have established themselves on the broad investors market.

A fund-of-funds or multi-manager approach opens the door to the most talented fund managers which are selected according to stringent criteria and assembled in a portfolio. Comparing the costs of such a fund of funds to corresponding direct investments, a fund is much cheaper. Another advantage of a fund-of-funds portfolio is the access to a much wider range of asset classes it offers to private investors. Adding such a portfolio to a mixed securities portfolio may lower the portfolio's overall volatility while increasing its absolute return potential.

Before adding hedge funds to a private client portfolio, risk and performance goals for each asset class must be determined. As most portfolios contain equities, bonds and money market instruments, the interaction between these asset classes and alternative investments must be taken into account in asset allocation. The weighting of each hedge fund strategy group must be finely tuned and depends on the current market environment for each individual group. Risk and return must always be well balanced.

Asset allocation cannot be determined once and for all when a portfolio is first constructed. Defining a rigid formula for allocating a specific proportion of a portfolio to certain asset classes would make it impossible to adjust the portfolio later on to changing market conditions. However changing markets require a dynamic asset allocation. Clearly hedge funds should be considered in the construction of every well diversified portfolio and always play role alongside traditional asset classes like equities, bonds and money market instruments.

wahl der besten Manager vor die grössten Herausforderungen. Die erfahrensten Manager wollen in der Regel freie Hand in puncto Zeitpunkt und Art der Anlage in risikobehaftete Investments. Vor einer Anlage in diese Manager sollte man daher wissen, welcher Teil des Ertrags eines Managers auf das richtige Timing zurückzuführen ist und wie effizient der Manager bei der Wahl des richtigen Zeitpunkts war. Das gilt insbesondere in Phasen mit starken Schwankungen, denn dann kann sich ein Manager mit geringer Risikotoleranz, der rasch eingreift, um Verluste zu begrenzen, als die richtige Wahl erweisen. Anders hingegen in weniger volatilen Phasen. Dann kann ein Manager, der grössere Risiken ein-

zugehen gewillt ist, die bessere Entscheidung sein.

Schlussfolgerung

Bei der Asset Allocation handelt es sich um keine einmalige Entscheidung. Denn eine feste Formel, welcher Anlageklasse man wieviel des Vermögens zuteilt, lässt keinen Spielraum für sich ändernde Märkte.

Beim Aufbau eines gut diversifizierten Portfolios sollten Hedge Funds von vornherein mitberücksichtigt werden und selbstverständlich einen Platz neben herkömmlichen Anlageklassen wie Aktien, Anleihen und Geldmarktinstrumente einnehmen. Mit einer dynamischen Zuteilung auf diese Anlageklassen, bei der ihr Anteil je nach Wirtschaftslage und Anlagebedingungen erhöht oder verringert wird, können Trends angemessen berücksichtigt werden. Eine solche Strategie trägt auch dem Umstand Rechnung, dass sich weder Trends an den Märkten noch bei einzelnen Anlageklassen langfristig zuverlässig vorhersagen lassen. •

Hedge Funds haben in der Vergangenheit mit Aktien vergleichbare Renditen erzielt, ihre Volatilität aber gleich eher derjenigen von Anleihen. Noch wichtiger ist aus Sicht der modernen Portfoliotheorie, dass ihre Renditen in der Regel weder mit den Anleihen- noch mit den Aktienmärkten korrelieren.