

Funds of Hedge Funds – Gibt es eine Alternative?



Von Dr. Christian Raubach (rechts)
Geschäftsführender Teilhaber
Wegelin & Co. Privatbankiers
St. Gallen

und Manuel Krieger (links)
Portfoliomanager
Wegelin & Co. Privatbankiers
St. Gallen

Hedge Funds bieten Diversifikationsmöglichkeiten

Als in den 1950er Jahren die ersten Hedge Funds lanciert wurden, hatten nur wenige Anleger die Möglichkeit, in diese zu investieren. Erst in den späten 1990er Jahren erreichten Hedge Funds ein breiteres Publikum. Da sie eine geringe Korrelation mit den Aktienmärkten aufweisen, bieten Hedge Funds attraktive Diversifikationsmöglichkeiten. Ihre absichernde Wirkung zeigte sich insbesondere in den Bärenmärkten von 2000 bis 2003.

Doch Hedge Funds weisen auch einige Nachteile auf. Oft wird von Hedge-Fund-Managern verschwiegen, mit welchen Risiken sie ihre Renditen erwirtschaften. Den Anlegern bleibt nichts anderes übrig, als in intransparenten Strukturen zu investieren oder auf diese Anlageform ganz zu verzichten. Zudem sind die erforderlichen Mindesteinlagen bei Hedge Funds oft so hoch, dass sich ein durchschnittlicher Privatinvestor kein diversifiziertes Portfolio zusammenstellen kann. Doch die jüngsten Marktturbulenzen und Fälle wie LTCM haben gezeigt, dass die Investition in einen einzigen Hedge Fund (Single Hedge Fund) ein hohes Klumpenrisiko darstellt.

Funds of Hedge Funds (FoHF) versuchen, die oben genannten Probleme zu entschärfen. Ein Fondsmanager übernimmt die Selektion der Hedge Funds für den Anleger. Es liegt in seiner Verantwortung, die eingegangenen

Risiken abzuschätzen und ein optimal diversifiziertes Portfolio zusammenzustellen.

Funds of Hedge Funds rentieren ungenügend

Aufgrund der besseren Datenverfügbarkeit von Hedge-Fund-Renditen setzt sich die Finanzwissenschaft momentan verstärkt mit der Frage auseinander, ob FoHF einen Mehrwert liefern. Die Antwort ist leider nein. Gleich mehrere aktuelle wissenschaftliche Studien zeigen, dass FoHF durch ihre Gebührenstruktur von typischerweise 1% Verwaltungsgebühr und 10% erfolgsabhängiger Gebühr deutlich schlechter rentieren als Single Hedge Funds (vgl. Black, K., 2006: «The changing performance and risks of funds of funds in the modern period», pp. 99–105; Kat, H. and Palaro, H., 2006: «Replication and evaluation of funds of hedge funds returns», pp. 45–55). Je nach Rendite

entstehen für FoHF zusätzliche Kosten zwischen 1 und 3%. In Grafik 1 ist der Renditenachteil von FoHF gegenüber Single Hedge Funds dargestellt.

Hedge-Fund-Renditen und Risiken sind komplex

Warum ist es für FoHF-Manager so schwierig, die besten Hedge Funds zu identifizieren? Eine mögliche Antwort liegt in der komplexen Zusammensetzung von Hedge-Fund-Renditen und -Risiken.

Die Rendite eines Hedge Funds kann in einer Bullenmarktphase durch Leverage (Kreditaufnahme) gesteigert werden. In diesem Fall werden die Hedge-Fund-Investitionen im Aktienmarkt durch zusätzlich geliehenes Geld erhöht. Da die erzielte Rendite in solchen Marktphasen meist deutlich höher ist als die Fremdkapitalkosten, profitiert der Hedge-Fund-Manager überproportional von steigenden Kursen. Fallen die Aktienkurse, verliert der Hedge Fund überproportional. Dieses Beispiel zeigt, wie schwierig sich der Mehrwert (das sogenannte Alpha) sowie das eingegangene Marktrisiko (das sogenannte Beta) in einem Hedge Fund bestimmen lassen.

Zudem selektieren FoHF-Manager oft Hedge Funds mit relativ kurzen Renditehistorien, die in den letzten 1 bis 2 Jahren Überrenditen erzielt haben. Wie sich diese Hedge Funds in

Extremsituationen, beispielsweise dem Crash von 1987, verhalten, ist im voraus nur schwer abzuschätzen. Um darüber genaue Aussagen treffen zu können, bedarf es langer Datenreihen, welche jedoch oftmals nicht vorhanden sind. Noch schwieriger zu beurteilen ist die Leistung des Managers, wenn nicht nur Aktienmarktrisiken, sondern auch alternative oder exotische Risiken eingegangen werden. Dies soll anhand von zwei Beispielen illustriert werden: Carry Trading oder Volatilitäts-Arbitrage-Strategien ermöglichen langfristig eine positive Rendite. Diese Gewinne können aber innerhalb weniger Tage wieder verlorengehen. Ähnliches gilt für die jüngst in die Schlagzeilen geratenen Risiken von Subprime Mortgages. Sie wurden so lange von Hedge Funds eingegangen, bis eine Liquiditätskrise durch starke Abwertungen zu hohen Verlusten führte.

Erprobte Aktienstrategien liefern günstiges Alpha

Bei klassischen Aktienfonds ist die Ausgangslage für eine fundierte Analyse und Bewertung der Fondsmanager deutlich besser. Daten existieren für lange Zeitperioden; auch sind diese Fonds transparenter. Verfügt ein Aktienfonds über eine lange Renditehistorie von 5 bis 15 Jahren und hat er über diesen Zeitraum systematisch seinen Benchmark geschlagen, besteht

eine höhere Wahrscheinlichkeit, dass er auch in Zukunft eine Überrendite erzielen wird.

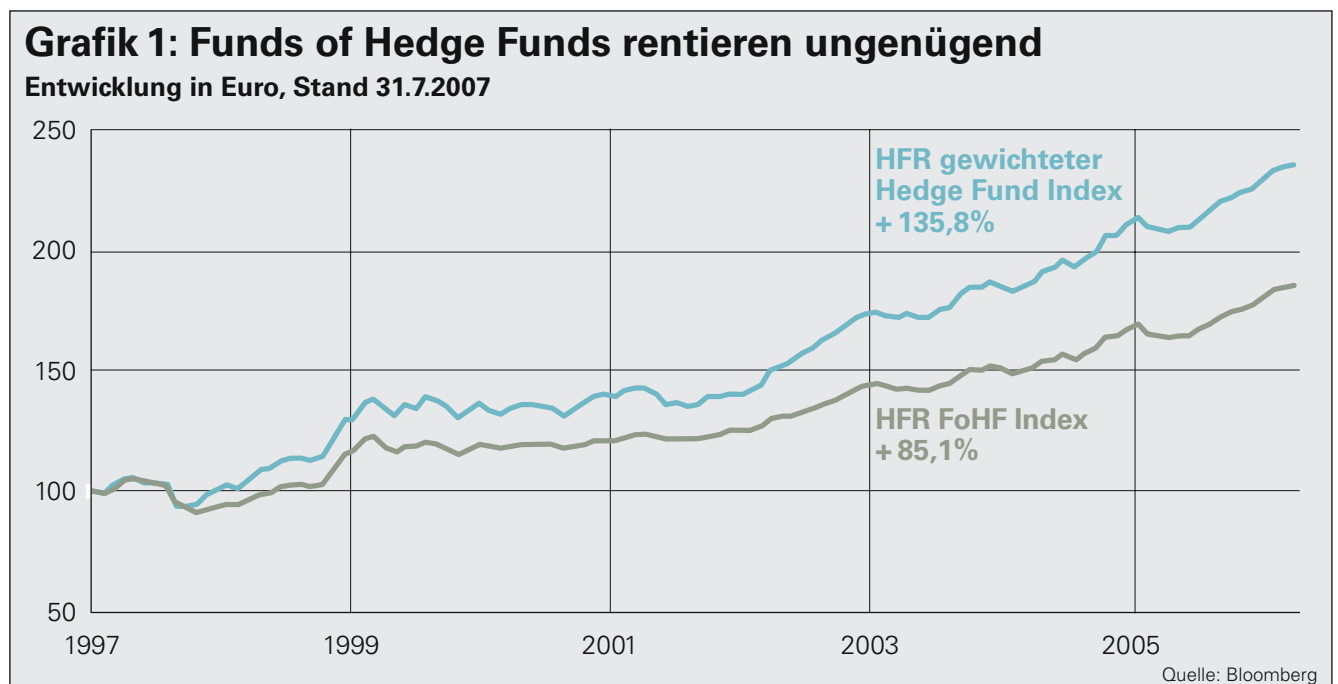
Des Weiteren ist es bei Aktienfonds erheblich einfacher, die langfristige Leistung der Manager zu messen, da eine Fülle von Daten auch über ihr Verhalten in Extremsituationen vorliegt. Treffen eine langjährige positive Renditehistorie und eine klar strukturierte und ökonomisch fundierte Anlagestrategie zusammen, so ist eine Überrendite nicht mehr zufällig. Zusätzlich zu diesen Vorteilen weisen Aktienfonds geringere Kosten auf: Während der Standard bei Hedge Funds bei 2% Verwaltungsgebühr und 20% erfolgsabhängiger Gebühr liegt, fallen bei einem Aktienfonds durchschnittlich nur 1 bis 2% Verwaltungsgebühr an.

Aktienfonds können jedoch besonders in Bärenmärkten starke Rückschläge erleiden. Viele Anleger sind nicht bereit, solche Marktrisiken zu tragen, und suchen nach Strategien mit geringerer Volatilität. Die Frage ist nun, ob man das Alpha verschiedener Fondsmanager aus dem Long-only-Bereich in eine Hedge-Funds-Strategie einbetten kann.

Wegelin

Alternative Alpha®-Strategie

Wegelin & Co. entwickelte für den Anleger zu diesem Zweck eine innovative und kostengünstige Alternative zu



Vergleich Wegelin Alternative Alpha[®] mit Funds of Hedge Funds

	Alternative Alpha [®]	Funds of Hedge Funds
Korrelation	Tiefe bis mittlere Korrelation mit Aktienmarkt	Tiefe bis mittlere Korrelation mit Aktienmarkt
Rendite und Gebühren	Tiefe Gebühren und dadurch bessere Renditen	Sehr hohe Gebühren und dadurch tiefere Renditen
Transparenz	Hohe Transparenz	Mangel an Transparenz
Liquidität	Wöchentlich Keine Lockups	Monatlich oder quartalsweise Mit Lockups

FoHF – die sogenannte *Wegelin Alternative Alpha[®]-Strategie*. Mit 10 bis 20 sorgfältig ausgewählten Aktienfonds wird ein Long-only-Portfolio zusammengestellt. Zu den Selektionskriterien gehören langjährige Überrenditen und ein gut strukturierter, ökonomisch fundierter Anlageprozess. Zusätzlich zu diesem Long-only-Portfolio werden Short-Positionen in den jeweiligen Benchmark-Indizes der Aktienfonds eingegangen. Dadurch kann das Marktrisiko (Beta) weitgehend eliminiert werden. Fallen nun in einem Bärenmarkt die Aktienkurse, verliert die Strategie einerseits über die Aktienfonds (Beta), gewinnt aber andererseits durch die Short-Positionen in den Aktienindizes. Da das Portfolio somit zu einem hohen Grad gegen Markt-

schwankungen immunisiert ist, wird die Rendite der Strategie hauptsächlich dadurch generiert, dass die ausgewählten Fonds besser rentieren als ihre Benchmarks beziehungsweise einen positiven Mehrwert generieren.

Der Grad der Absicherung durch Short-Positionen wird über ein selbstentwickeltes Modell zur taktischen Asset Allocation bestimmt. Mit diesem Modell werden verschiedene makroökonomische Indikatoren, Angebot und Nachfrage an den Aktienmärkten sowie Risikoprämien ausgewertet.

Die obestehende Tabelle fasst die Merkmale der Strategie im Vergleich zu einem konventionellen Fund of Hedge Funds zusammen.

Seit Juli 2007 wird die *Wegelin Alternative Alpha[®]-Strategie* in einem

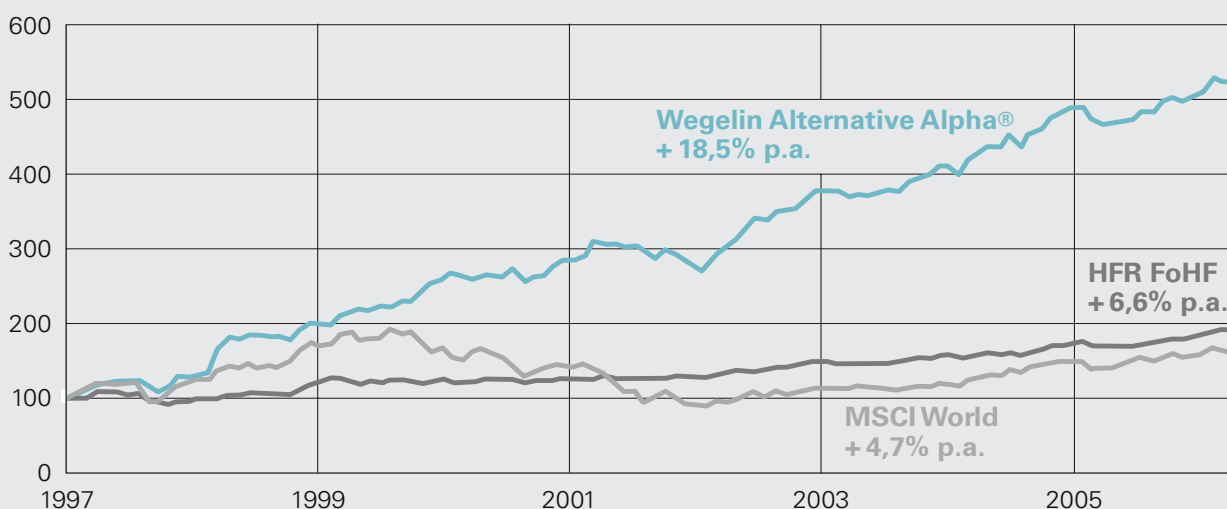
repräsentativ investierten Portfolio umgesetzt. Die Backtestingresultate der Strategie sind vielversprechend, wie Grafik 2 veranschaulicht.

Somit stellt *Wegelin Alternative Alpha[®]* für den Anleger eine innovative Alternative zu einer Investition in FoHF dar. Durch die Auswahl mehrerer Manager ist das Alpha-Risiko des Portfolios, wie bei einem Fund of Hedge Funds, breit gestreut, und ein grosser Teil des Beta-Risikos ist abgesichert. Die besonderen Vorteile gegenüber FoHF sind das unkorrelierte Alpha, die hohe Transparenz und Liquidität sowie die erheblich tieferen Kosten. Dies kommt direkt dem Anleger zugute.

Mehr zum Thema:
www.wegelin.ch ●

Grafik 2: Wegelin Alternative Alpha[®] schlägt HFR FoHF

Nettorenditen in Euro, Stand 31.7.2007



Quellen: Wegelin & Co. und Bloomberg