

Alternatives Beta

Hedge Funds ja, aber nicht zu jedem Preis

Wir erinnern uns: Die eigene Gewinn- und Verlustrechnung nimmt der Investor als asymmetrische Rechnung wahr. Das Risiko einer Anlage ist für den Anleger weder ein absolutes Volatilitätsmass noch eine relative Tracking-Error-Schätzung (s. PRIVATE 2/2008: «Gewinn- und Verlustrechnung sind keine symmetrischen Rechnungen»). Seit etwa Mai 2007 verlieren die Aktienmärkte, und Anleger sehen sich gegenwärtig mit Verlustgrössen konfrontiert, die traditionelle Risikomessungen nicht oder nur ungenügend vorhersagen konnten. Die maximale Verlustgrösse und die Wahrscheinlichkeit der Realisierung bedingen das eigentliche Risiko einer Investition.



*Von Alfonso Papa CEFA/CAIA
Leiter ING Asset Management B.V.
The Hague, Zurich Branch*

Keine Woche vergeht, in der wir nicht mit negativen Schlagzeilen konfrontiert werden. Die Aktienmärkte prognostizieren eine ernstzunehmende Rezession. Fallende Gewinnprognosen limitieren das Ertragspotential, während die tiefen Bewertungen auf ein begrenztes Verlustpotential hoffen las-

sen. Solange keine Stabilisierung der Ertragsaussichten erkennbar ist, werden die Aktienmärkte hoch volatil bleiben und sich hauptsächlich seitwärts bewegen. Die Geschehnisse an den festverzinslichen Märkten lassen keine positiven Prognosen zu, und im alternativen Bereich verlieren hochgejubelte Namen ihren Glanz und werden zu schwarzen Schafen in der Branche.

An den Märkten findet eine wahrhaftige «Säuberung» statt. Unhaltbare

Geschäftsmodelle, in der Finanzwelt wie in der Realwirtschaft, werden in rezessiven Phasen aufgedeckt und fallen wie Kartenhäuser in sich zusammen. Wenn wir der Krise positive Aspekte abgewinnen können, dann die Tatsache, dass fundamental solide Unternehmen, Geschäftsmodelle und Anlagestrategien gestärkt aus den Turbulenzen hervorgehen werden.

Allerdings werden nur zu oft unterschiedliche Anlagetechniken und Strategien in denselben Topf geworfen. Dabei sind Finanzmärkte alles andere als homogen, und insbesondere alternative Anlagen stellen eine Ansammlung unzähliger Strategien und Investitionsvehikel dar. Um es mit aller Deutlichkeit festzuhalten: «Hedge Funds» oder gar «Alternative Anlagen» sind keine Anlageklasse. Sicherlich lassen sich Ähnlichkeiten zum Beispiel zwischen einem Long/short-Aktienfonds und einem Convertible Arbitrage Fonds finden. Ausser dass beide zu den nicht-traditionellen Strategien gehören, weisen sie aber in den Anlagetechniken und den dafür vorausgesetzten Fähigkeiten eines Fondsmanagements nur geringe Gemeinsamkeiten auf. Dennoch lassen sich an Sammelindizes, wie beispielsweise dem Credit Suisse/Tremont Hedge Fund Index, aufzeigen, welche Vorteile eine Beimischung alternativer Anlagen zu traditionellen Investitionen bringen kann. (Der Credit Suisse/Tremont Hedge Fund Index ist der erste kapitalisierungsgewichtete Hedge-Fund-Index der Branche. Im Gegensatz zur Gleichgewichtung erlaubt die Kapitalisierungsgewichtung eine genauere Darstellung eines Investments im Anlageuniversum Hedge Funds. Für weitergehende Informationen verweisen wir auf die Publikationen des Index Providers.)

Beimischung alternativer Anlagen

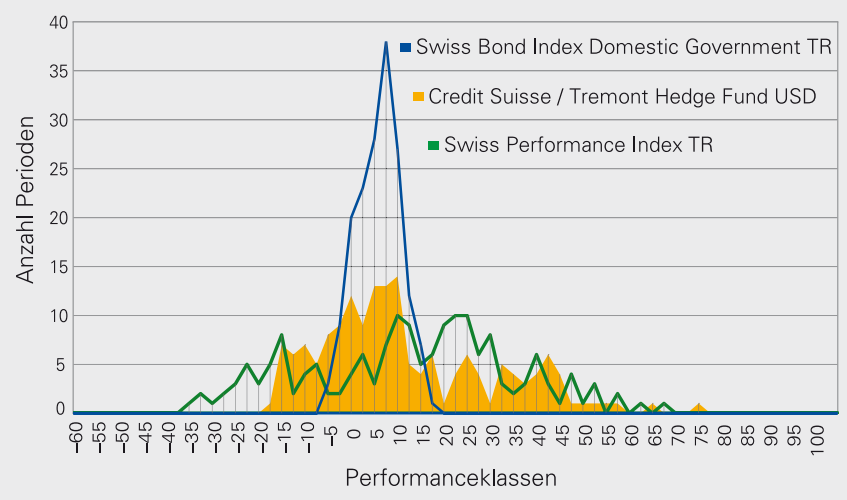
Grafik 1 zeigt Analyseergebnisse monatlich rollierender 1-Jahres-Perioden gerechnet in Schweizer Franken. Auch wenn die Überlappung der Perioden unweigerlich die für statistische Analysen geforderte Unabhängigkeit der Messperioden verletzt (und somit Schätzungen der Volatilität und anderer Verteilungsmasse als unsinnig erscheinen lässt), liegen die Vorteile rollierender Betrachtungen dennoch auf der Hand. Jede einzelne Periode kann als Erfahrung eines Investors gesehen werden, der zu einem beliebigen Zeitpunkt zwischen dem 31.12.1993 und dem 30.11.2007 eine Investition mit einem Zeithorizont von einem Jahr getätigt hat. Nicht-überlappende Perioden dagegen teilen Zeitreihen zwar in unabhängige Perioden auf, haben aber mit der eigentlichen Erfahrung des Investors wenig zu tun. Zudem können sie blind für Marktentwicklungen sein, die übergreifend zwischen zwei unabhängigen Perioden stattfinden.

Wie auch immer: Die Analyse zeigt mögliche Ertragsergebnisse, erzielt durch eine jeweils 100%ige Investition in den Schweizer Aktienmarkt, den hochqualitativen Schweizer Staatsanleihenmarkt und ein breit diversifiziertes Hedge-Fund-Portfolio, repräsentiert durch den kapitalisierungsgewichteten Credit Suisse/Tremont Hedge Fund Index. Uns interessiert nicht die Volatilität der Ergebnisse, sondern vielmehr die effektive Verteilung der 1-Jahres-Renditen. Dazu werden die Ergebnisse in Ertragsklassen eingeteilt und deren Häufigkeit gemessen. Wie erwartet bewegen sich die Ergebnisse einer Anlage im Anleihenmarkt in der engsten Bandbreite. Jedoch sind die negativen Ertragsergebnisse weitaus häufiger und gravierender als eine übliche Volatilitätsmessung (basierend auf unabhängigen Monatsdaten) vermuten lässt. Der annualisierte durchschnittliche Ertrag würde mit 4,37% und einer Volatilität von 3,72% ausfallen.

Das Aktienportfolio zeigt die dramatischsten Verluste auf. Die stark negativen Ergebnisse sind nicht nur den jüngsten Perioden anzurechnen. So hätte eine Investition über 1 Jahr, beginnend am 31.3.2002, zum maximalen Verlust von gut -37% geführt. Auffal-

Grafik 1: Hedge Funds, Aktien und Bonds

Rollende 1-Jahres-Perioden in CHF, 31.12.1993 – 30.11.2008



lend bei den Hedge Funds ist, dass sich die Ergebnisse mit positiven und stark positiven Aktienmärkten messen können. In negativen Marktphasen ziehen sie sich den stärksten Verlusten und konzentrieren sich im Performancebereich zwischen -5 und +10%.

Die Beimischung alternativer Anlagen kann demnach das Risiko-/Ertrags-Verhältnis eines Anlageportfolios verbessern. Grafik 2 ist in 2 Bereiche unterteilt. Beginnend mit einem zu 100% in den Swiss Performance Index TR investierten Portfolio, werden in 5%-Schritten Anteile am Hedge-Fund-Index beigemischt und die Ergebnisse mittels rollierender 1-Jahres-Perioden wie oben beschrieben gemessen. Die Qualitätsverbesserung des Portfolios lässt sich wie folgt ablesen: Der durchschnittliche Ertrag und die maximale Renditeergebnisse bleiben praktisch unverändert, dabei reduziert sich jedoch das Verlustrisiko deutlich. Während beim 100%-Aktienportfolio Verluste von -15% und mehr in 18% der Fälle auftreten, treten beim gemischten Portfolio mit 50% Anteil am Hedge-Fund-Index Verluste von mehr als -15% nur noch in 10% der Fälle auf. Die Beimischung von Hedge Funds kann negative Ergebnisse nicht vermeiden, jedoch reduziert sich die mögliche Schadensgrösse deutlich.

Aus der Vergangenheit lernen

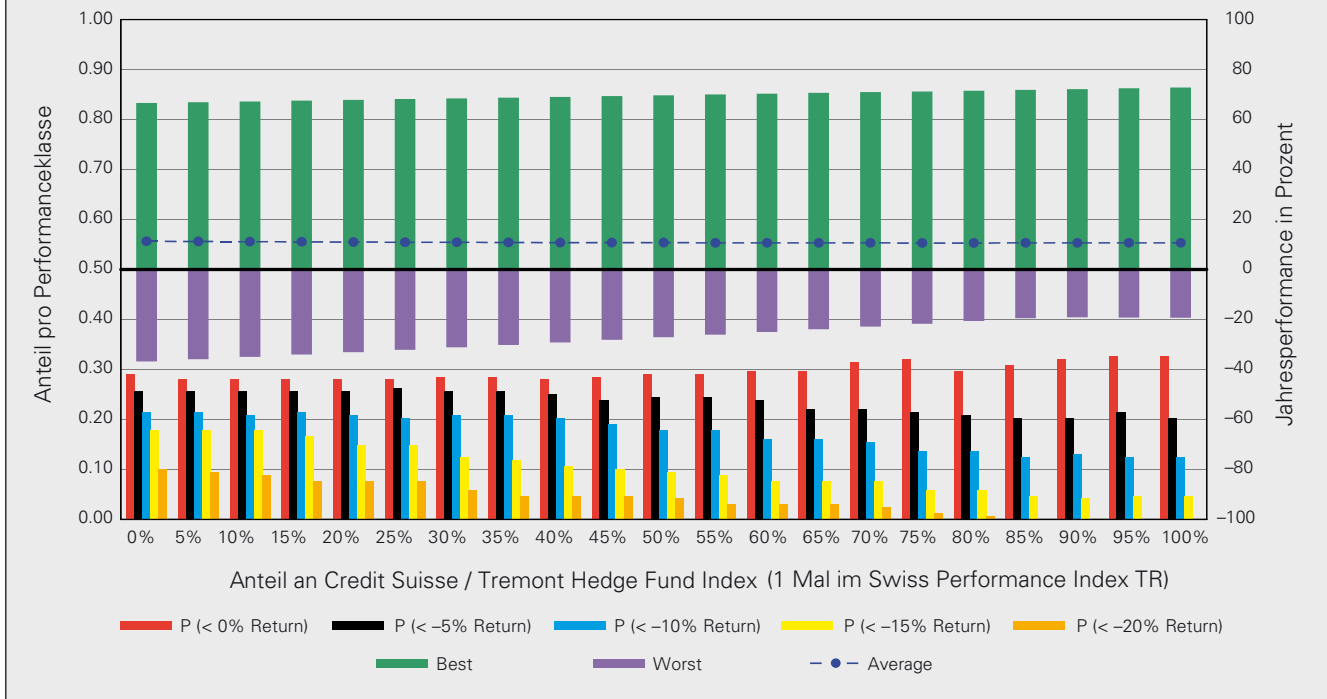
Selbstverständlich sind die Ergebnisse rein vergangenheitsbezogene Messungen und lassen keine direkten Progno-

sen für zukünftige Entwicklungen zu, zumal bestimmte Marktverhältnisse zu diesen Ergebnissen geführt haben. Ob und wie sich Marktgegebenheiten wiederholen bzw. entwickeln werden, wird die Zukunft zeigen. Allerdings kann der Anleger aus der Vergangenheit lernen. Für Hedge-Fund-Anlagen halten wir fest: Erstens: Anlagestrategien und -instrumente, insbesondere Hedge-Fund-Strategien, müssen differenziert betrachtet werden. Die Heterogenität der Strategien und angebotenen Produkte ist selbst für den erfahrenen Spezialisten kaum fassbar. Zweitens: Reine Performancezahlen haben nur bedingte Aussagekraft. Entscheidend sind die Gründe, welche zu den Ergebnissen führten und welche Faktoren zukünftige Entwicklungen bestimmen werden. Drittens: Solide und langfristig orientierte Geschäftsmodelle sind in der Realwirtschaft und bei Anlagestrategien in der Finanzwelt über kurz oder lang überlegen.

Teilt man Hedge-Fund-Strategien in Untergruppen auf und misst die statistischen Grössen der Verteilung, werden einem die Unterschiede deutlich vor Augen geführt. So verfügt zum Beispiel der Credit Suisse/Tremont Hedge Fund Event Driven Index über eine ähnliche Sharpe Ratio wie der Swiss Bond Index Domestic Government TR Index und kann sich in den Durchschnittswerten und in der Volatilität mit dem umfassenden Hedge-Fund-Index messen. Jedoch zeigt die Messung des dritten und vierten

Grafik 2: Qualitätsverbesserung durch Beimischung alternativer Anlagen

Rollende 1-Jahres-Perioden in CHF, 31.12.1993 – 30.11.2008



Momentums der Verteilung deutlich, dass die Ergebnisse derartiger Strategien wesentlich höheren Schwankungen unterworfen sind und extreme (und vor allem negative) Ergebnisse weit häufiger auftreten als die Volatilitätsmessung vermuten lässt.

Und was ist mit «teurem» Beta?

Auch wenn es auf der Hand liegt, dass eine Beimischung von Hedge Funds das Portfolioprofil verbessert, ist es insbesondere für institutionelle Investoren nicht einfach, passende Vehikel zu finden. Illiquiditäten der Vehikel (lange Kündigungszeiten), Kapazitätsgrenzen der einzelnen Hedge Funds, undurchsichtige und komplexe Struk-

turen, um nur einige Punkte zu nennen, schränken den Zugang zu Hedge Funds ein. Breit diversifizierte Funds of Hedge Funds bieten die Möglichkeit, einige dieser Punkte zu «umgehen». Allerdings sind die Konstrukte mit Vorsicht zu genießen, da je nach Fund of Hedge Funds die Anlageperformance zur Hauptsache aus Betaquellen stammt. Dagegen ist wenig einzuwenden, allerdings muss sich der Investor fragen, ob er sich «alternatives Beta» nicht günstiger einkaufen kann.

Hedge-Fund-Erträge lassen sich grob unterteilen in «echtes» Alpha + traditionelles Beta + alternatives Beta, sprich Sensitivität zu traditionellen Märkten, jedoch über alternative An-

lagetechniken (z.B. Short Exposure). Da die dominierende Komponente insbesondere bei Hedge-Fund-Indizes das «Beta» ist, muss sich der Investor fragen, ob er über genügend «Due Diligence»-Kapazität verfügt, um Alpha-Strategien und -Vehikel finden zu können, und/oder ob er sich die Hedge-Fund-Komponente in seinem Portfolio über synthetisch nachgebildetes Beta günstig einkaufen will. Für letzteres bietet der Markt noch wenige Möglichkeiten an. Allerdings tauchen vermehrt Produkte und Lösungen auf. Wir können gespannt sein, was Asset Manager in Zukunft an günstigem alternativem Beta bieten werden.

www.ingim.com

Performance und Volatilität haben nur bedingte Aussagekraft

30.11.1993 – 30.11.2008 in CHF

	Durchschnittsperformance (ann.)	Volatilität	Schiefe	Kurtosis
Libor CHF 3 Months	2.00	0.33	0.33	-0.75
Swiss Performance Index TR	6.50	16.40	-0.99	2.04
Swiss Bond Index Domestic Government TR	4.37	3.72	0.15	0.41
MSCI AC World TR	3.24	18.66	-0.82	0.81
Credit Suisse/Tremont Hedge Fund	7.33	13.71	0.19	0.40
Credit Suisse/Tremont Hedge Fund Convertible Arbitrage	4.14	12.41	-0.58	0.39
Credit Suisse/Tremont Hedge Fund Event Driven	8.28	12.34	-0.68	1.70
Credit Suisse/Tremont Hedge Fund Long/Short Equity	8.23	14.63	0.00	1.05
Credit Suisse/Tremont Hedge Fund Global Macro	10.95	15.71	0.25	1.64
Credit Suisse/Tremont Hedge Fund Managed Futures	5.65	13.82	-0.24	0.46