

Was Hedge-Funds können – und was nicht

Die Diversifikation als herausragende Eigenschaft

Von Manuel Ammann*

Eine langfristige systematische Überrendite einer Anlageklasse gegenüber anderen Anlagen ist unrealistisch. Das gilt auch für Hedge-Funds, deren eigentliche bestechende Eigenschaft die zusätzliche Diversifikation eines Portefeuilles ist. Dennoch können Hedge-Funds als Beimischung in einem Portfolio auch zu einer höheren Rendite gegenüber einem klassischen, traditionellen Portefeuille beitragen. (Red.)

Die Börsenbaisse vom Jahr 2000 bis 2002 hat viele Anleger dazu bewogen, der traditionellen Portfolio-Zusammensetzung aus Aktien, Obligationen, Immobilien und liquiden Mitteln den Rücken zu kehren und nach alternativen Anlagemöglichkeiten Ausschau zu halten. Der Hedge-Funds-Boom der vergangenen Jahre zeigt, dass viele Investoren besonders in diese Anlageform grosse Hoffnungen setzen. Erwartet werden überdurchschnittliche Renditen, geringe Risiken, gute Diversifikations-Eigenschaften und natürlich keine negativen Renditen, sondern sichere, «absolute» Renditen.

Illusion der dauerhaften Überlegenheit

Wer mit solchen Erwartungen in Hedge-Funds – oder auch in jede andere Anlage – investiert, wird unweigerlich enttäuscht werden. Solche Anlagen können zwar an bestimmten Orten zu bestimmten Zeiten existieren, aber sie haben keinen Bestand. Sobald nämlich eine überdurchschnittliche Investition als solche erkannt ist, werden sich neue Investoren mit zusätzlichem Kapital in dieser Anlage engagieren – und zwar so lange – und einige oft auch noch etwas länger –, bis die Rendite der Anlage nicht mehr überdurchschnittlich ist. Dauerhaft überdurchschnittlich rentierende Anlagen finden sich nur auf unzugänglichen oder korrupten Märkten. Die überdurchschnittlichen Renditen sind in diesen Fällen jedoch nur Insidern zugänglich.

Bei der heutigen Grösse des internationalen Hedge-Funds-Marktes, dem Entwicklungsstand der Finanzmärkte der westlichen Welt und der Aufmerksamkeit, welche Hedge-Funds bei Anlegern gegenwärtig geniessen, kann davon ausgegangen werden, dass sich diese alternative Anlagekategorie nicht mehr im beschriebenen frühen Stadium befindet, in dem erst wenige Investoren aktiv geworden sind und relativ wenig Kapital vielen aussergewöhnlichen Rendite-Gelegenheiten gegenübersteht. Daraus zu schliessen, dass sie als Investment nicht mehr in Frage kommt, wäre trotzdem verfehlt. Man verzichtet ja auch nicht auf Anlagen in Novartis-Aktien, weil die Firma Novartis und die Möglichkeit, in ihre Aktien zu investieren, allgemein bekannt sind. Man ist sich aber bewusst, dass die Novartis-Titel kaum phantastische Renditen mit geringem Risiko generieren werden, obwohl sich der Pharmakonzern auch weiterhin sehr bemühen wird, mit immer wieder neuen und innovativen Produkten Geld zu verdienen.

Auch wenn Hedge-Funds versuchen werden, immer wieder neue Gelegenheiten aufzuspüren, um ein «Alpha», also eine Mehrrendite auf risiko-adjustierter Basis, zu erwirtschaften, und dies einigen unter ihnen zumindest zeitweise auch gelingen wird, so erscheint es ratsam, nicht in erster Linie wegen der Hoffnung auf «Alpha» in Hedge-Funds zu investieren. Es ist nämlich fraglich, ob es der Branche als Ganzes gelingen wird, nach Kosten und Gebühren für die Anleger eine systematische Überperformance zu erzeugen. Stu-

dien aus der Vergangenheit ergeben ein zweideutiges Bild. Je nach verwendeten Daten kann tatsächlich ein «Alpha» identifiziert werden. Es ist allerdings oft nicht statistisch signifikant. Meist verbergen sich auch noch Risikoprämien hinter den vermeintlichen «Alphas». Zudem besteht eine empirische Evidenz, dass die Überperformance, so sie nachweisbar ist, tendenziell nicht in der unmittelbaren Vergangenheit erreicht wurde, als viel Geld in die Branche floss, sondern hauptsächlich aus den neunziger Jahren stammt.

Betrüger und Hasardeure fernhalten

Wenn also im Durchschnitt keine Überperformance resultiert, wäre es dann nicht möglich, mit geschickter Selektion der besten Fonds diese überdurchschnittliche Performance zu erreichen? Wie bei klassischen Anlagefonds gilt leider auch bei Hedge-Funds, dass es selbst für professionelle Analytiker kaum möglich ist, systematisch die Fonds mit der besten künftigen Performance auszuwählen. Aussichtsreicher und wichtiger ist es, durch eine gewissenhafte Analyse die schlechtesten Performer sowie die Hasardeure und Betrüger der Branche vom eigenen Portfolio fernzuhalten.

Auch bei realistischen Performance-Erwartungen gibt es Gründe, die für eine Investition in Hedge-Funds sprechen. So haben diese Produkte das Potenzial, dem Investor zusätzliche Diversifikation zu ermöglichen, wobei das Ausmass der Diversifikation von der Anlagestrategie des Fonds abhängt. Natürlich darf man auch in Bezug auf die Diversifikation keine Wunder erwarten, denn Hedge-Funds sind erfahrungsgemäss nicht immun gegenüber Bewegungen auf den Finanzmärkten.

Alternative systematische Risikoarten

Eine weitere Motivation für die Investition in Hedge-Funds ist der Aufbau von Positionen in alternativen systematischen Risikoarten. Durch ihre grossen Freiheiten haben Hedge-Funds die Möglichkeit, verschiedenste Risiken ins Portfolio aufzunehmen – auch solche, welche in traditionellen Aktien-Obligationen-Portfolios nicht oder kaum vorhanden sind. Ein paar gängige Beispiele dafür sind Gegenpartei-, Volatilitäts- und Liquiditätsrisiken. Ein Teil dieser Risiken ist systematischer Art und erlaubt es, Risikoprämien zu erwirtschaften. Neben der besseren Diversifikation der unsystematischen Risiken können sich Investoren damit zusätzliche Renditequellen erschliessen. Inwieweit es einem bestimmten Hedge-Funds gelingt, diese Vorteile zu erzielen, hängt von seiner Anlagestrategie ab.

Soll ein Portfolio aktiv verwaltet werden, kann es durchaus sinnvoll sein, Hedge-Funds dazu einzusetzen. Anstatt das ganze Portfolio traditionell «halbaktiv» zu bewirtschaften, das heisst aktiv, aber mit engen Grenzen im Hinblick auf Abweichungen von der Benchmark, ist es unter Umständen vorteilhaft, einen grossen Teil des Portfolios (z. B. 90%) kostengünstig passiv anzulegen, aber

einen kleinen Teil sehr stark aktiv bewirtschaften zu lassen, beispielsweise durch Investitionen in Hedge-Funds. Aufgrund der grossen Freiheiten von Hedge-Funds bei der Allokation und Hebelwirkung ist es möglich, mit einem geringen Anteil die Portfolio-Allokation deutlich zu verschieben. Das Portfolio, obwohl grösstenteils passiv, ist dann in Bezug auf allokativer Freiheit einem traditionell aktiv bewirtschafteten Portfolio ebenbürtig oder gar überlegen. Wenn durch die Hedge-Funds-Investition zusätzlich noch Risikoprämien aus nichttraditionellen systematischen Risiken erschlossen werden können, ist ein Performancevorteil gegenüber einem klassisch aktiv bewirtschafteten Portfolio nicht unrealistisch.

* Manuel Ammann ist ordentlicher Professor für Finanzen an der Universität St. Gallen und Direktor des Schweizerischen Instituts für Banken und Finanzen.