

Hedge Funds: Herausforderungen für Anleger und Manager

Der deutsche Gesetzgeber gibt dem hiesigen Kapitalmarkt mit dem Investmentmodernisierungsgesetz ein neues, innovatives Gewand. Von den Investoren verlangt die Öffnung des Kapitalmarkts ein Umdenken und eine Neuorientierung, aber auch für die Hedge-Fund-Administratoren bedeutet dieses Regelwerk neue Herausforderungen.



Von Dr. Peter J. Mathis
Stellvertretendes Vorstandsmitglied
DekaBank, Frankfurt

Durch die Verabschiedung des Investmentmodernisierungsgesetzes im vergangenen Jahr können seit Jahresanfang 2004 jetzt auch in Deutschland Hedge Funds aufgelegt werden. Während Single Hedge Funds ihren Anlagenschwerpunkt auf nur eine Strategie, wie beispielsweise Long/Short Equity, beschränken, können Anleger mit Dachfondslösungen ihren Investitionsradius auf unterschiedliche Strategien ausweiten. Diese Multi-Strategie-Dach-Hedge-Funds haben den Vorteil, dass sie unterschiedliche Anlagestrategien miteinander kombinieren und so flexibel agieren können.

Durch die Liberalisierung des Investmentrechts in Deutschland sollte der Standort Deutschland für Investoren auf der einen und für Hedge-Fund-Manager auf der anderen Seite attraktiver gemacht werden. Insbesondere im Management von Dach-Hedge-Funds ist dabei stark auf Strukturen

abgestellt worden, die notwendige und weltweit einmalige Transparenzanforderungen herstellen sollen. Um den Transparenzansprüchen des deutschen Gesetzgebers gerecht zu werden, war eine favorisierte Möglichkeit, die Anlagen von Dach-Hedge-Funds auf sogenannte «Managed-Account-Plattformen» zu beschränken. Diese starke Fokussierung auf spezielle Plattformen sorgte jedoch dafür, dass sich das Interesse an frei investierbaren «Single-Hedge-Funds» nicht so entwickelte, wie es sich viele Experten noch Anfang 2004 vorstellten. Die Konsequenz: Der Druck auf die entsprechenden Administratoren dieser Investments beginnt erst jetzt langsam anzusteigen, um die Investitionen in Infrastrukturen, um beispielsweise das Steuer-Reporting (nach deutschem Recht) zu ermöglichen, mit grösserer Intensität als bisher zu verfolgen.

Interesse an transparenten Zielfonds nimmt zu

Neue Dach-Hedge-Fund-Produkte, die grundsätzlich in das gesamte Universum von Hedge Funds investieren, können in dieser Situation als Katalysatoren auftreten und erhöhen so den Druck auf Single-Hedge-Funds, um die hierzulande geforderte Transparenz zu erhalten. In jüngster Vergangenheit haben verschiedene Administratoren vor dem Hintergrund derartiger Dach-Hedge-Fund-Konzepte ihre Anstrengungen vervielfacht und zeigen sich selbstbewusst: Sie streben an, noch in diesem Jahr für eine grössere Anzahl ihrer Hedge Funds die deutschen Anforderungen zu erfüllen. Die für Deutschland neuen Anlageformen stellen jedoch nicht nur die Administratoren, sondern auch die Investoren vor neue Herausforderungen. Denn die über lange Zeit so erfolgreich im traditionellen Asset Management verwen-

deten Methoden und Denkansätze erweisen sich zunehmend als nicht ausreichend. Die Komplexität der Kapitalmärkte nimmt somit auch auf anderen Feldern deutlich zu.

Die Kombination von traditionellen Assetklassen, wie beispielsweise Aktien oder Renten, mit Hedge Funds erzwingt eine detaillierte Analyse, bei der die bisherigen Regeln nicht einfach nutzbar sind. Für Investoren, die bis dato primär in Aktien oder Renten investierten, bedeutet eine erste Anlage in Hedge Funds, dass ungewohnte Phänomene auftreten können. Das beginnt bei den stark eingeschränkt verfügbaren Datenhistorien. Wenn man diese verwenden möchte, ist vor der Verwendung in der Regel eine recht aufwendige Korrektur erforderlich. So können viele Datenlieferanten lediglich einen Zeitraum von zehn Jahren abdecken, auf monatlicher Basis. Im Gegensatz dazu gibt es beispielsweise für Aktien einen Fundus von täglichen Daten über mehr als 40 Jahre zurück. So kann das Verhalten in den unterschiedlichsten Marktphasen und Konjunkturzyklen analysiert werden.

Renditeüber- und Risikounterschätzung

Weiter zu beachten sind bei historischen Daten Effekte wie der Survivorship Bias, der zum Beispiel dadurch entsteht, dass die Historie nur die aktuell noch existierenden Fonds beinhaltet und die zwischenzeitlich – zumeist wegen schlechter Performance – geschlossenen Fonds nicht berücksichtigt werden. Andere Einflüsse, wie die Autokorrelation in den Zeitreihen einzelner Hedge Funds, kommen hinzu. Der Ursprung dieser Autokorrelation, also der Abhängigkeit von zeitlich aufeinanderfolgenden Preisen eines Hedge Funds, liegt insbesondere in illiquiden Positionen der Fonds be-

gründet. Beide genannten Effekte führen zu Verzerrungen und unweigerlich zu einer Überschätzung der Rendite und einer Unterschätzung des Risikos.

In der traditionellen Portfoliotheorie wird oft die Sharpe Ratio, das Verhältnis zwischen Rendite über der Geldmarktverzinsung und Risiko (gemessen durch die Volatilität) als ein Mass für die Qualität eines Fonds herangezogen. Je grösser die Rendite und je kleiner das Risiko, um so besser ist ein Fonds. Angewandt auf die Rohdaten können sich aufgrund der genannten Verzerrungseffekte für Hedge Funds unrealistisch hohe Werte ergeben.

Volatilität: Bei Hedge Funds kein Risikomass

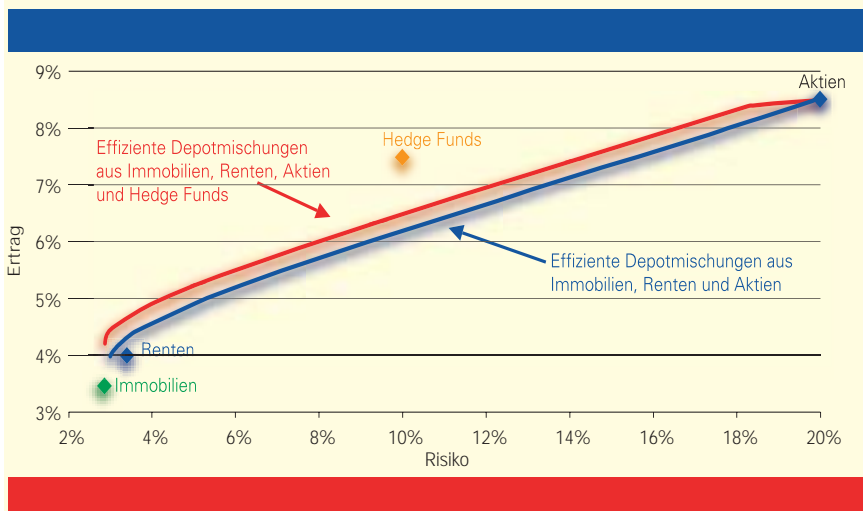
Grundsätzlich erscheint die traditionelle Messung des Risikos eines Fonds anhand der Volatilität, also der statistischen Schwankungsbreite der Ergebnisse, für Hedge Funds nicht ausreichend. Bei traditionellen Investments wie Aktien und Renten, bei denen die Renditen zumindest annähernd normalverteilt sind, ist die vollständige Beschreibung der Renditeverteilung durch die Angabe des Mittelwertes und der Volatilität gegeben. Wenn sich jedoch die Renditeverteilung signifikant von einer Normalverteilung unterscheidet, reichen die Volatilität und der Mittelwert zur Bestimmung der Verteilung nicht mehr aus. Weitere Kennzahlen müssen zur Beschreibung der Renditeverteilung bei Hedge Funds herangezogen werden. So können sich beispielsweise Abweichungen gegenüber der Normalverteilung im Grad der Asymmetrien äussern. Eine weitere Kennzahl beschreibt wiederum die Wahrscheinlichkeit für Extremereignisse: die Kurtosis. Diese Kennzahl ist besonders für langfristig orientierte Investoren von hoher Bedeutung. So deutet ein grosser Wert auf eine im Vergleich zu traditionellen Anlageformen erhöhte Wahrscheinlichkeit für hohe Verluste oder hohe Gewinne hin.

Renditeprognosen dienen als Richtgrösse

Nicht nur die historischen Ergebnisse sind jedoch Gegenstand der Analyse. Um Aussagen über Ertragserwartungen zu treffen, muss der den Ertrag er-

Asset Allocation mit Hedge Funds

Integration eines normalverteilten Hedge-Fund-Portfolios



Beschränkung der Assetklassen Immobilien (max. 20%) und Hedge Funds (max. 10%) in den jeweiligen Optimierungen.

zeugende Prozess betrachtet werden. Die Faktoren, die die Performance treiben, werden einfacherweise in Alpha (unabhängige Faktoren) und Beta (systematische Faktoren) aufgeteilt. Wenn man ein Portfolio generiert, das alle returnerzeugenden systematischen Faktoren (Betas) in gleichem Masse enthält wie der in Frage stehende Fonds – der ist die Benchmark – dann beschreibt das Alpha die Fähigkeit des Managers, darüber hinaus einen zusätzlichen Ertrag zu generieren.

Leider sind jedoch nicht bei jeder Hedge-Fund-Strategie die zugrundeliegenden, den Ertrag treibenden Faktoren genau festzustellen. Es können durchaus Situationen auftreten, in denen die Performance einzig den Fähigkeiten des Hedge-Fund-Managers zugeschrieben wird, wo sie tatsächlich aber vom Exposure zu einem systematischen Risiko herrührt.

Aufgrund der Komplexität der Eigenschaften, die mit einem Investment in Hedge Funds verbunden sind, bedarf es also einer deutlich detaillierteren Analyse, die im allgemeinen über das traditionelle Mass hinausgehen wird. Unwidersprochen ist, dass Hedge Funds sinnvolle Investments sind, die den Investoren die Möglichkeit bieten, zu diversifizieren. So sorgt beispielsweise eine 15%ige Beimischung von Hedge Funds in einem ansonsten ak-

tienlastigen Depot für eine deutliche Verringerung der Volatilität des Portfolios und einen Anstieg der erwarteten Renditen. Die Diversifikation ist jedoch nicht kostenlos: Der Preis dafür liegt generell in einer veränderten Ergebnisverteilung.

Fazit

Nun ist seit dem Startschuss für Hedge Funds in Deutschland die Performance vieler Produkte bisher unter den sicherlich auch zu hohen Erwartungen zurückgeblieben. Dies sorgt bei vielen Anlegern für berechtigte Vorsicht. Diese Vorsicht ist es jedoch, die Garant dafür ist, dass die Hedge-Fund-Branche sich mittel- bis langfristig auch in Deutschland etablieren wird. Denn seriöse Hedge-Fund-Anbieter können kein Interesse an einem schnellen und unkontrollierten Hedge-Fund-Boom haben. Deswegen ist ein überhasteter Einstieg in Hedge Funds weder für die Branche noch für die Anleger vernünftig. Welche Folgen ein ausser Kontrolle geratener Boom haben kann, konnte in den Jahren 2000 bis 2003 am Aktienmarkt beobachtet werden. Die Verängstigung nach dem Platzen der Blase führte dazu, dass sich viele Anleger vollständig aus Aktien zurückgezogen haben. Doch genau wie Aktien haben auch Hedge Funds ihren festen Platz in einem diversifizierten Depot. ■