

Erfolgreiche Selektion von alternativen Fonds

Die Berenberg Bank (Schweiz) AG nutzt die Möglichkeiten der alternativen Fonds seit über 15 Jahren. Mit mittlerweile 35% Anteil von alternativen Fonds in der neutralen Asset Allocation spielen diese Produkte eine übergeordnete Rolle. Grund für diese Entwicklung ist die durchweg positive Erfahrung der Kunden mit diesen Produkten über diesen Zeitraum seit 1992. Um die Enttäuschungen, die viele andere Anleger in dieser Produktgruppe erlebt haben, zu vermeiden, ist ein stringenter, auf die eigenen Anlageziele angepasster Selektions- und Portfoliokonstruktionsprozess nötig. Dieser Handlungsablauf soll hier im folgenden beleuchtet werden.



Von **Julien Zornig**
Fund Management
Berenberg Bank (Schweiz) AG

Definition einer undefinierten Branche

Eine grosse Herausforderung im Umgang mit alternativen Investments ist deren Definition. Handelt es sich um eine separate Anlageklasse (wie die meisten Depotauszüge vermuten lassen) oder um ein Derivat traditioneller

Anlageklassen? Sind sie Absicherung existierender Anlageklassen oder deren Erweiterung? Allen weiteren Ausführungen voran sollte ein gemeinsames Verständnis von alternativen Fonds (oder Hedge Funds¹⁾) vorliegen (s. Kästchen).

Alle weiteren Definitionsversuche bezüglich des Rendite/Risiko-Profiles scheitern an der Heterogenität der Industrie, die mittlerweile mehr als 15'000 Produkte umfassen soll. Allerdings weichen auch die drei im Kästchen aufgeführten Merkmale immer weiter auf, da die Grenze zwischen dem klassischen alternativen Fonds und der traditionellen Fondsindustrie immer mehr verschwimmen. Die Definition sollte aber für die Dauer der Lektüre dieses Artikels noch Gültigkeit behalten.

Wie kommt man nun zu einem Portfolio, das klar definierten, individuellen Ansprüchen erfolgreich Rechnung trägt? Wir stellen im folgenden die Einzelschritte der Portfoliokonstruktion bei der Berenberg Bank (Schweiz) AG vor und verweisen zur Veranschaulichung auf die Grafik «Selektion und Investmentprozess».

Die «richtige» Selektion

Das Universum der alternativen Fonds ist dermassen heterogen, dass eine Vielzahl von Anagemöglichkeiten mit völlig unterschiedlichem Profil zur Verfügung steht. Die Dispersion der Erträge von alternativen Fonds ist vielleicht die grösste, die in Kapitalmarktprodukten zu finden ist.

Während Anleihenfonds mit gleichem Anlageuniversum (z.B. European Government Bonds) oft nur wenige Basispunkte zwischen dem besten und dem schlechtesten Quartal variieren, können alternative Fonds in genau den gleichen Bereichen zwischen Totalverlust und Vervielfachung des Kapitals liegen. Genau diese Streuung verdeutlicht, dass die Klasse der alternativen Fonds sowohl die grössten Gefahren als auch die grössten Chancen für den Investor bietet. Totalverluste in Aktien (Enron, Worldcom etc.) und Anleihen (Russland, Parmalat etc.) scheinen viele Anleger nicht davon abzuhalten, weiter diese Anlageklassen zu berücksichtigen. Bei alternativen Fonds sollte man eine ähnlich differenzierte Betrachtung anstellen und bei der Portfoliokonstruktion unbedingt einen kompetenten Kooperationspartner zu Rate ziehen.

Um sich ein überschaubares Feld möglicher Manager zu erarbeiten, reicht die Formulierung verschiedener Filter²⁾ für Kriterien wie beispielsweise *Grösse* (Mitarbeiter, Assets), *Historie* (Leistungsnachweis, «Track Record»), *Strategie* (Anlagetechniken, Instrumente) und *Prozesse* (Kompetenzen, Abläufe, Systeme). Nach Applikation

des Filters reduziert sich das geschätzte Universum von 15'000 auf wenige hundert Fonds. Wenn diese Gruppe identifiziert wurde, beginnt der eigentliche Investmentprozess. Diese beobachtete Teilmenge wird laufend untersucht und anhand dreier Bewertungsdimensionen auf eine Anlagemöglichkeit hin überprüft. Dabei handelt es sich um die Analyse unter *quantitativen*, *qualitativen* und *operativen* Aspekten. Während der Filter klar definierte Knockout-Kriterien umfasst, sollten im Rahmen der Bewertungsdimensionen bestimmte Teile auch dynamisch an das aktuelle Marktumfeld angepasst werden.

Das Ziel der *quantitativen* Analyse ist die Erkenntnis, ob der beobachtete Manager existierende Positionen ergänzt, ersetzt oder eventuell kopiert. Die dafür verwendeten Korrelations- und Betaanalysen werden zugleich auch auf Marktdaten angewendet, um den Ursprung der Rendite zu identifizieren³⁾. Hier müssen zwei häufige Eigenarten der allgemeinen Fondsin- dustrie berücksichtigt werden:

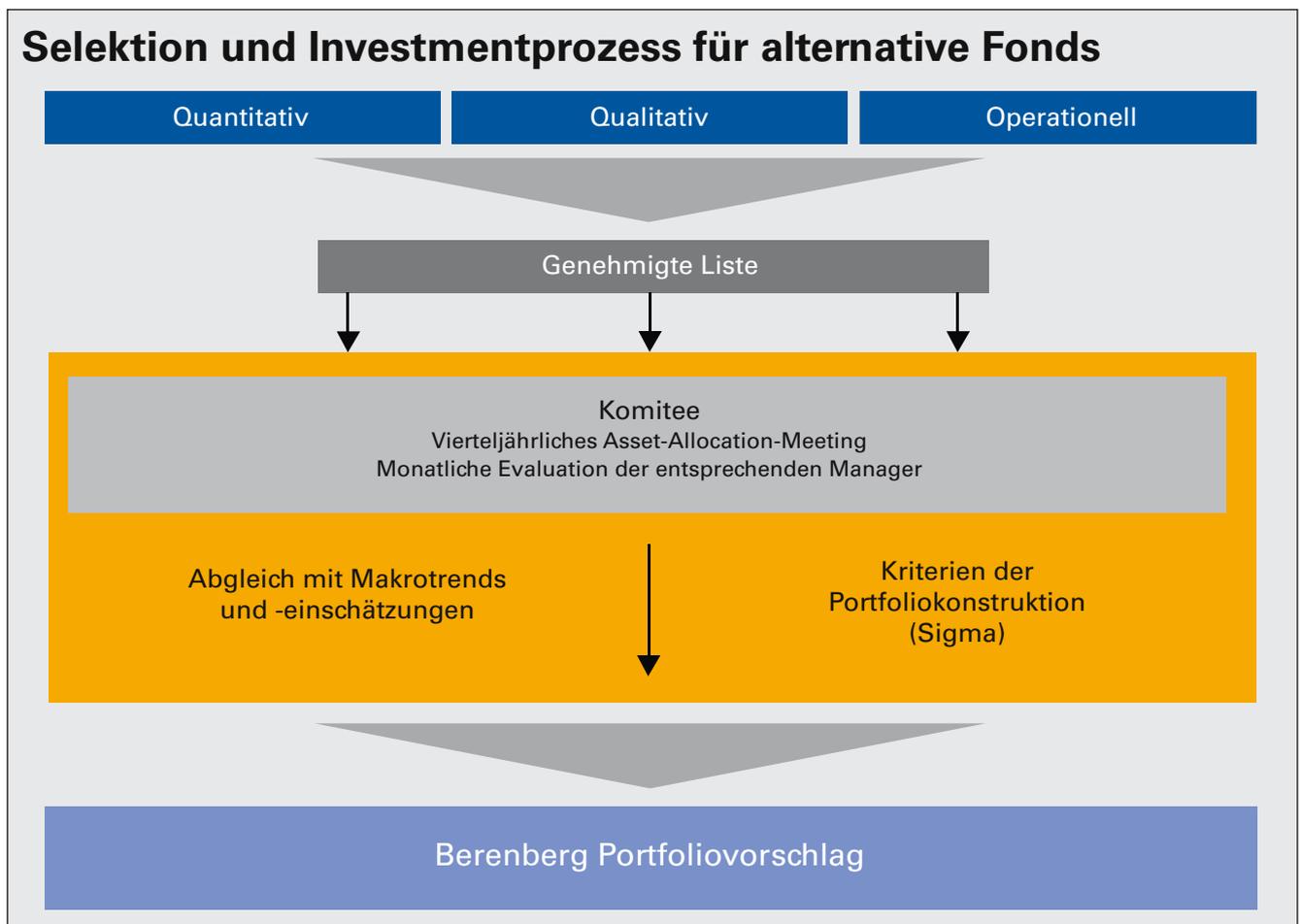
Was ist ein alternativer Fonds?

Ein alternativer Fonds ist ein privat organisiertes Offshore-Investment-vehikel (*«Offshore-Registrierung»*), in dem gelistete und ungelistete Titel und Derivate steueroptimiert long und short gehandelt werden können. Dabei steht die Erzielung von marktunabhängigen, absoluten Renditen im Vordergrund (*«Benchmarkunabhängigkeit»*), bei deren Erreichung die Manager am Gewinn beteiligt werden (*«performance-abhängige Kompensation»*).

- *«Pro-forma»-Daten*: Häufig rechnen sich Manager die Daten ihrer Strategie zurück. So kann eine Strategie rückwärtsgerichtet optimiert werden. In vielen schmerzhaften Fällen ändert sich das Renditeprofil, sobald die erste reelle Einheit Kapital investiert wurde. In einigen Fällen werden auch an existierende Historien Pro-forma-Daten angehängt, um beispielsweise die graphische Darstellung zu verschönern.
- *«Survival of the Fittest»*: Um das bekannte *«Pro-forma»-Problem* zu umgehen, werden häufig verschiedene Portfolios mit leicht veränderten Profilen durch den Einsatz von

geringem Kapital ins Leben gerufen. Nach z.B. einem Jahr können dann offizielle und geprüfte Renditezahlen benutzt werden. Die erfolgreichsten Strategien werden dann vermarktet, die schlechteren Ansätze eingestampft. Diese *«Phantomfonds»* zehren oft noch Jahre von dieser künstlichen Startphase im Hinblick auf annualisierte Rendite oder Risiko.

Die *qualitativen* Daten umfassen Fähigkeitsbewertungen, Kommunikationsqualität und damit nicht zuletzt auch Vertrauen. Jedem Manager ist es gestattet, seinen Lebenslauf zu seinen



eigenen Gunsten zu gestalten. Allerdings neigen viele neue Manager dazu, sich in ihrem Vorleben eine Menge Kompetenzen und Verantwortungen zuzuschreiben, die sie vielleicht nur teilweise innehaben. Die Prüfung dieser Informationen bedarf eines grossen Netzwerks, das wir über Jahre aufgebaut haben. Darüber hinaus fordern wir grösstmögliche Transparenz der investierten Positionen. Jede Art von nachgelagertem Risikomanagement ist zwingend abhängig von der Verfügbarkeit relevanter Daten. Diese beiden ersten Dimensionen sollen einen Ertragsmehrwert sicherstellen.

Die *operative* Prüfung hat das «Setup» des Fonds im Fokus, um die Qualität der Tradingsysteme, Kompetenzaufteilung, organisatorische Qualität, Preisstellung der Underlyings, Registrierung (FSA, SEC o.ä.), Gebührenstruktur und Kooperationspartner (Administrator, Prime Broker etc.) zu bewerten. Darüber hinaus muss die «Lending Facility» bewertet werden, also der Zugang zu Kapital auch in Zeiten restriktiver Kreditvergabe. Grundsätzlich sollten alternative Fonds nicht von ihren Prime Brokern und Banken abhängig sein. Diese dritte Dimension hat die Verhinderung von Verlusten zum Ziel, die sich nicht direkt aus dem Anlageverhalten ergeben und zumeist die grösste Gefahr für das Portfolio darstellen. Beinahe alle unfreiwilligen Schliessungen von alternativen Fonds sind mit Problemen in eben diesem operationellen Bereich zu erklären.

Das Ergebnis dieser Analysen ist dann eine Gruppe von Managern, die sich für ein Investment qualifizieren. Aus dieser «Approved List» können nun verschiedene Portfolios mit unterschiedlichen Profilen erstellt werden.

Portfoliokonstruktion

Die Identifikation der nach eigenen Zielen optimalen Manager bietet nun in der Regel eine Vielzahl von Kombinations- und Gewichtungsmöglichkeiten an. Liquiditätseigenschaften der alternativen Fonds erschweren allerdings die sehr dynamische Umschichtung nach Vorbild vieler Asset-Management-Ansätze von Banken. Allokationsentscheidungen müssen zwangsläufig langfristiger Natur sein.

Das optimale Portfolio leitet sich von den Investmentzielen des Anlegers ab. Das Portfolio muss also auf die vorliegenden Risiken des Anlegers hin überprüft werden. Ein Anleger mit reinem Anleihenportfolio wird zur Optimierung seines Portfolios sicherlich andere Produkte brauchen als ein Anleger mit reinem Aktienportfolio. Die Portfoliodaten der vergangenen Jahre sollten nun mit den Daten der selektierten Manager abgeglichen werden, um eine Ausgangsposition für die Allokation zu schaffen⁴⁾. Auch hier muss die Formulierung der Portfolioziele so exakt wie möglich vorliegen, um diesen entsprechen zu können.

Dieses optimierte Portfolio hat nun den Geburtsfehler, dass es auf historischen Daten beruht. Deswegen hat Berenberg an dieser Stelle ein weiteres Regulativ eingebaut, nämlich den Abgleich des optimierten Portfolios mit dem erarbeiteten Makrobild. Viele Investoren neigen dazu, gute Historien statt guter Aussichten zu kaufen. Wir haben für uns akzeptiert, dass verschiedene Strategien in verschiedenen Situationen besser oder schlechter funktionieren. Die grosse Herausforderung ist es nun, die Handlungsempfehlungen einer traditionellen Anlageindustrie für eine alternative Anlageindustrie nutzbar zu machen. Das statistisch optimierte Portfolio kann an dieser Stelle übersteuert werden, bis eine Konsistenz mit dem Makrobild hergestellt ist.

Die Berenberg Bank (Schweiz) AG hat eine quartalsweise Angleichung des Portfolios zur Regel gemacht, behält sich allerdings die Möglichkeit einer monatlichen Angleichung über das Cash Management vor. Auf diese Weise kann verhindert werden, dass Market Timing zu einem Faktor von Investmententscheidungen wird. Nach Abschluss eines Quartals also wird im Alternative-Fund-Komitee das Portfolio gegebenenfalls angepasst. Dabei werden die folgenden Faktoren laufend überprüft:

- *Überkreuzkorrelationen der Manager*
- *«Style Drift» von Managern*
- *Verlusterklärung⁵⁾ von allfälligen Verlusten*

- *Einhaltung von Gewichtungsgrenzen bei einzelnen Strategien, Managern, Märkten etc.*
- *Abgleichung der investierten Strategien mit Makrobild (3- bis 6-Monats-View)*
- *Zielwertabgleichung effektiver Performancekennzahlen⁶⁾*

Wenn nicht wirklich krasse Veränderungen zuungunsten der Investoren bei den Zielfonds vorliegen, sollte man die Investments nicht mit hoher Frequenz ändern. Die Implementierung einer neuen Strategie kann auf ihre Wirkung auf das Gesamtportfolio meist erst nach einer Dauer von mehreren Monaten hin überprüft werden. Denn schliesslich bleibt auch nach erfolgreicher qualitativer, quantitativer und operationeller Prüfung immer ein gewisses Marktrisiko.

Die Berenberg Bank (Schweiz) AG hat durch Umsetzung dieses stringenten Prozesses ihre Anlageziele über viele Jahre erfolgreich umgesetzt und traditionelle Anlageklassen deutlich geschlagen.

- 1) Der Begriff Hedge Fund ist eine ziemlich irreführende Kreation. In Ermangelung eines offiziellen Namens fassen wir die Industrie unter Alternative Funds oder alternative Fonds zusammen.
- 2) Diese Filter variieren je nach Marktteilnehmer und teilen sich in freiwillige (z.B. Rendite- und Risikoziele) und unfreiwillige Restriktionen (z.B. gesetzliche Anforderungen) auf.
- 3) Viele Manager der letzten Jahre konnten in einem Umfeld positiver Märkte gute Zahlen produzieren, die aber zum Grossteil durch «Markt-Beta» zustande gekommen sind. In Korrekturphasen sind aber komplexere Fähigkeiten nötig.
- 4) Hier scheiden sich die Geister etwas. Daten aus ferner Vergangenheit mögen an Relevanz eingebüsst haben. Es empfiehlt sich, die Analyse auf verschiedene Zeiträume zu beziehen.
- 5) Jedes Investment kann einen kurzfristigen Verlust bringen. Alle Verluste müssen allerdings erklärbar sein und dem Wesen der angewendeten Strategie entsprechen. Strategiefremde Verluste sollten die sofortige Liquidierung der Position zur Folge haben.
- 6) Darüber hinaus werden neue mögliche Investments von vier Komitee-Mitgliedern geprüft und gleichberechtigt von einem Mitglied jeweils unter qualitativen, quantitativen, operationellen und Makroaspekten vorgestellt und abgestimmt.