

## Alternative Anlagen

# Funds of Hedge Funds als sinnvolle Portfoliokomponenten

Das Anlageuniversum der Hedge Funds und Funds of Hedge Funds oder Dach-Hedge-Funds stellt für viele Anleger nach wie vor eine «Black Box» dar. Hedge Funds werden als hochspekulative, intransparente und teure Anlagevehikel betrachtet. Zudem berichtet die Presse häufig von Negativbeispielen und Risiken oder destabilisierenden Effekten, die von Hedge Funds ausgehen können, und weniger von den Anlagemöglichkeiten. Dennoch lohnt es sich, die Anlagemöglichkeiten genau zu prüfen, diese im Zusammenhang mit der Anlagestrategie zu beurteilen und sich ergebende Vorteile zu nutzen.



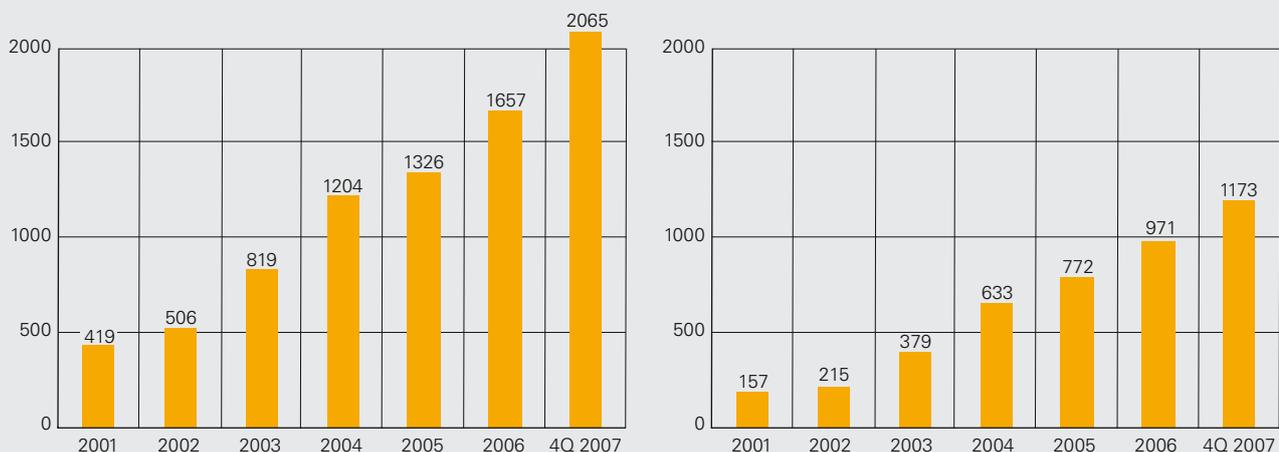
Von **Dieter Musielak**  
Chief Investment Officer  
Centrum Bank, Vaduz

Um Hedge Funds beurteilen zu können, ist es wichtig, das Universum der einzelnen Strategien bzw. der einzel-

nen Single Manager zu betrachten. Als Begründer der Hedge Funds gilt Alfred Winslow Jones. Bereits 1949 setzte er die Long-short-Strategie ein, um unabhängig von der Börsenentwicklung möglichst hohe Erträge erwirtschaften zu können. Jones verkaufte Aktien leer (Short-Positionen), um sie später auf niedrigerem Kursniveau wieder zurückzukaufen. Mit dem Erlös aus den Leerverkäufen kaufte er andere Aktien, bei welchen er einen Kursanstieg erwartete. Damit waren zwei typische Merkmale für einen Hedge Fund erfüllt: Die Möglichkeit für Leerverkäufe von Anlageinstrumenten und die Möglichkeit der Fremdfinanzierung (Leverage- oder Hebeleffekt) erlauben es, eine höhere Eigenkapitalrendite zu erwirtschaften.

Etwas jüngere Strategien, wie die Global-Macro-Strategie, wurden von George Soros und Jim Rogers mit ihrem Quantum Hedge Fund entwickelt. Mit neuen Finanzinstrumenten konnten auch Bereiche wie Devisen, Zin-

**Assets under Management: Hedge Funds (links) und Funds of Funds (rechts) in Mrd. US\$**



Quelle: Barclayhedge

sen, Rohstoffe und Indizes eingesetzt werden. Bei Global-Macro-Strategien versuchen die Manager, wirtschaftlich, politisch oder gesellschaftlich bedingte Veränderungen zu antizipieren und dies durch eine entsprechende Positionierung gewinnbringend zu nutzen.

**Ziele und Eigenschaften**

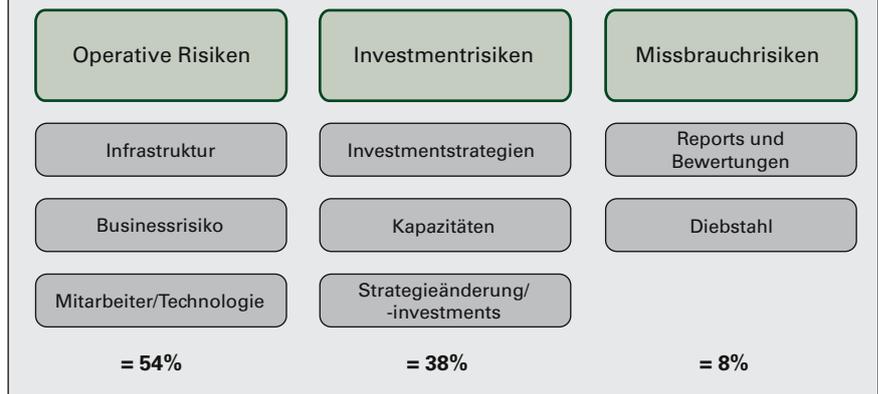
Hedge Funds streben positive, absolute Renditen an – und dies möglichst unabhängig vom Marktumfeld. Gegenüber den traditionellen «Long-only»-Anlagefonds zeichnen sich Hedge Funds durch die folgenden Ziele und Eigenschaften aus:

- Ziel: Erwirtschaftung einer absoluten, positiven Rendite (unabhängig vom Markt bzw. Benchmark)
- Short-Positionen möglich (Leerverkäufe)
- Möglichkeit des Einsatzes eines Hebels (Leverage)
- Geringe Korrelation mit traditionellen Anlageklassen
- Auf individuellen Fähigkeiten basierend (Alpha)
- Geringere Regulierung (Offshore-Domizile)
- Heterogenität

**Dynamisches Wachstum**

Sowohl Single Manager Hedge Funds als auch Funds of Hedge Funds bzw. Dachfonds verzeichneten in den letzten Jahren ein sehr dynamisches Wachstum der verwalteten Vermögen. Das

**Risikoquellen von Single Manager Hedge Funds**



Anlagevolumen der Hedge-Funds-Industrie wird aktuell auf rund 2 Billionen US\$ geschätzt. Funds of Hedge Funds verwalten derzeit rund 1,2 Billionen (s. Grafik «Assets under Management»). Die Anzahl der Hedge Funds lag 2007 bei knapp über 10'000. Im Unterschied zu Single Manager Hedge Funds investieren Funds of Funds nicht direkt in die verschiedenen Anlageklassen wie Aktien, Obligationen oder andere Wertschriften usw., sondern in verschiedene Hedge Funds bzw. Zielfonds.

Viele Hedge Funds sind aufgrund regulatorischer und steuerlicher Vorteile in sogenannten Offshore-Zentren domiziliert. Gemäss Alternative Asset Center waren im Jahr 2006 55% aller Hedge Funds an einem Offshore-Platz registriert, am häufigsten mit 63% auf den Cayman Islands, gefolgt von den British Virgin Islands (13%) und den Bermudas (11%). Häufigstes Onshore-

Domizil sind die USA mit rund 48%, gefolgt von Irland mit 7%. Um Fondsprodukte auf breiterer Basis an institutionelle und private Kunden vertreiben zu können, gewinnen europäische Onshore-Zentren wie Dublin und Luxemburg mit einem breiten Angebot an Serviceprovidern und Dienstleistungen für Anbieter tendenziell an Bedeutung. Anders als bei der Registrierung verhält es sich mit dem Domizil des Fondsmanagers: Fast zwei Drittel aller Manager sind in den USA domiziliert. In den letzten Jahren hat sich jedoch der relative Anteil von Managern in Europa und Asien kontinuierlich erhöht.

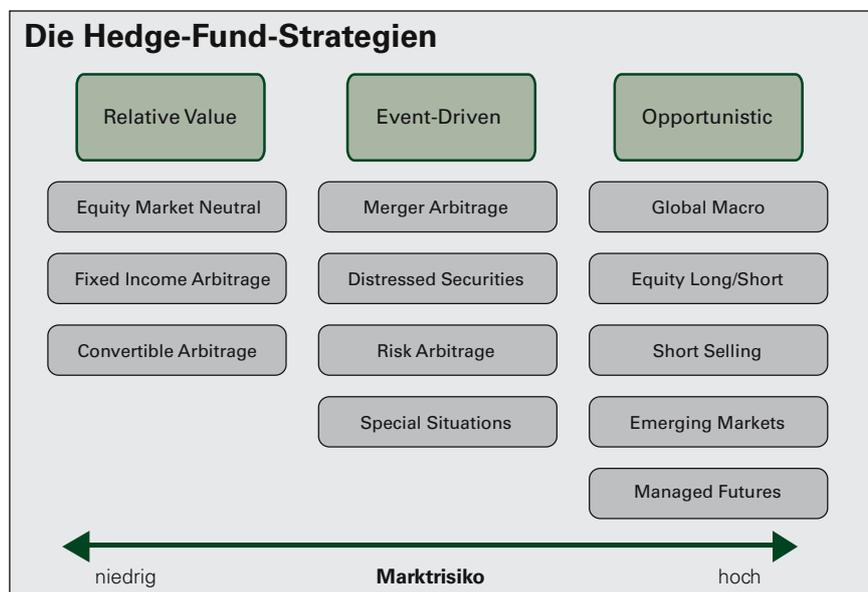
**Hedge-Fund-Stile**

Aufgrund der laufenden Weiterentwicklung der verschiedenen Strategien, deren Risiko/Ertrags-Profilen und Korrelationseigenschaften gegenüber traditionellen Anlagen hilft als Überblick die Einteilung in verschiedene Hauptstrategietypen oder Hedge-Fund-Stile. Die Hauptkategorien werden oft wie folgt zusammengefasst:

- Long-short-Strategien
- Global-Macro-Strategien
- Marktneutrale Strategien (Relative-Value- bzw. Arbitrage-Strategien)
- Event-driven-Strategien (ereignisorientierte Strategien)
- Multi-Manager-Strategien

In Relation zum eingegangenen Marktrisiko können die Grundstrategien vereinfacht auch in Relative Value, Event driven und opportunistisch (auch direktional) klassifiziert werden.

Anlagen in einzelne Hedge Funds (Single Manager) können zweifelsfrei



sehr hohe Risiken bergen. Spektakuläre Krisenfälle wie «LTCM» im Jahr 1998 und «Amaranth» 2006 verdeutlichen dies. Entsprechend verlangt eine sorgfältige Selektion eines einzelnen Managers eine systematische und professionelle Analyse, einen umfassenden Due-Diligence-Prozess, Verständnis des Investmentprozesses und eine laufende quantitative und qualitative Überwachung des Managers. Aufgrund der zentralen Bedeutung eines professionellen Anlageprozesses und Risikomanagements haben nachhaltig erfolgreich operierende Fonds sehr effiziente und disziplinierte Risikomanagementprozesse entwickelt. Im Vergleich dazu sehen die relativen Risikoparameter traditioneller Anlagefonds oftmals antiquiert aus. Deshalb sind Hedge-Fund-Manager eher Risikomanager als Portfoliomanager.

Im Rahmen der Richtlinie für Vermögensverwaltungsaufträge der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVg) wird aufgrund der Risiken der Anlage in einen einzelnen Hedge Fund bzw. Manager empfohlen, dass Funds of Funds oder Multi-Manager-Funds eingesetzt werden, nicht Single-Manager-Vehikel. Um der SBVg-Richtlinie zu entsprechen, müssen somit bestimmte Parameter beachtet werden. Insbesondere durch ausreichende Diversifikation sollen die Auswirkungen eines möglicherweise grösseren Verlustes bei einem einzelnen Manager begrenzt werden.

Die Ursachen der Risiken bei Einzelmanagern liegen nicht nur im Bereich der Anlagen, Anlagestrategien oder der Marktentwicklung. Häufiger liegen die Risiken in den operativen Bereichen. Im Fall des Multi-Strategie-Fonds «Amaranth» kam es aufgrund einer Strategieveränderung mit übermässigem Exposure im Erdgasmarkt und einem gleichzeitig ungenügenden Risikomanagement zum Zusammenbruch.

**Optimierung des Risiko/Ertrags-Profiles**

Im Rahmen eines Gesamtportfolios und einer umfassenden Anlagestrategie ermöglicht der sorgfältige und abgestimmte Einsatz von Funds of Hedge Funds eine Optimierung des Risiko/Ertrags-Profiles, d.h. eine Performancesteigerung bei gleichzeitiger Reduktion der Volatilität. Die Portfoliodiversifikation wird erhöht, die Portfoliorisiken werden aufgrund attraktiver Korrelationseigenschaften deutlich reduziert.

Die Grafik «Rendite und Risiko der Hedge-Fund-Hauptstrategien» zeigt Renditeniveaus und Volatilitäten der wichtigsten Hedge-Fund-Strategien im Vergleich zu globalen Aktien und einer risikolosen Anlage über die letzten 10 Jahre. Die Betrachtung erfolgt aus Vergleichszwecken in US-Dollars. Die verschiedenen Hedge-Fund-Hauptstrategieindizes wie Equity long/short,

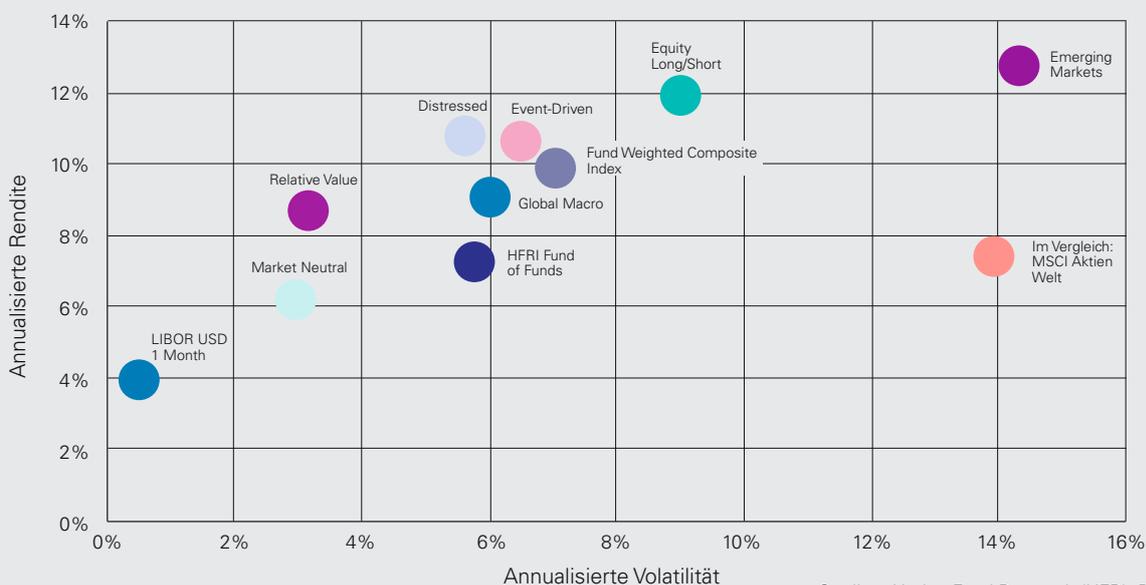
Event-driven, Market-neutral usw. erreichten im Durchschnitt ansprechende Renditen bei, im Vergleich zu Aktien, deutlich geringeren Risikoniveaus.

Über den gleichen Betrachtungszeitraum zeigt der Vergleich des HFR Fund of Funds Index mit traditionellen Aktien- und Bondindizes, dass auch auf Funds-of-Funds-Ebene ansprechende Performances bei deutlich geringeren Rückschlägen erreicht wurden.

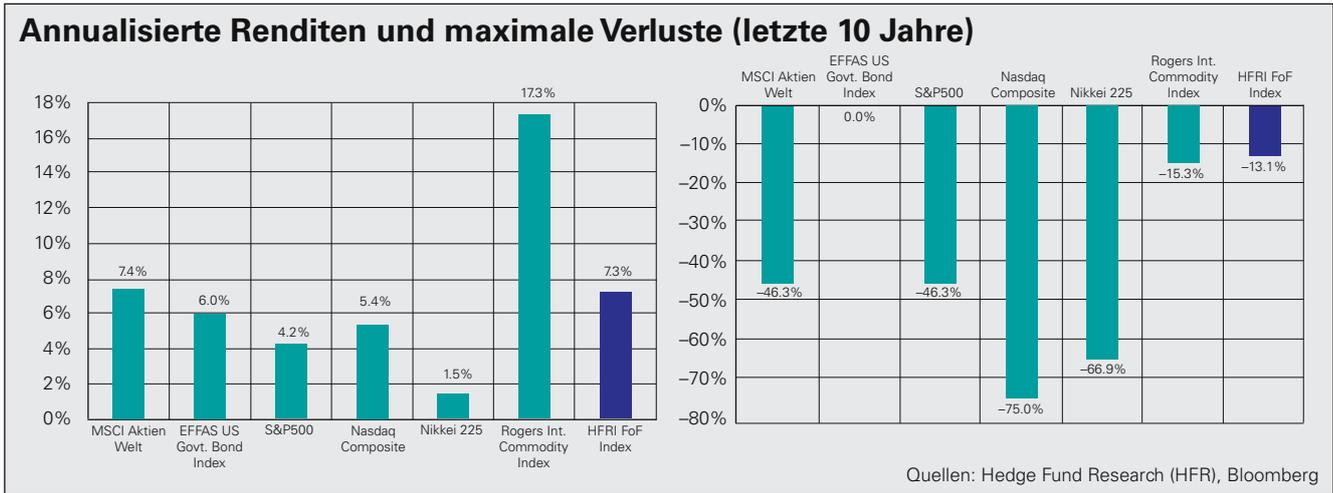
Die Anlagestrategien der grossen US-Endowments (Stiftungsvermögen der Universitäten) wie Yale, Harvard, Stanford u.a. haben über die letzten 10 bis 15 Jahre eindrücklich gezeigt, dass überdurchschnittliche Renditen bei limitierten Risiken erwirtschaftet werden können. Dabei haben die Universitätsstiftungen den Anteil an alternativen Investments und insbesondere Hedge Funds, aber auch Anlagen in Private Equity, Immobilien und Commodities über die letzten Jahre kontinuierlich erhöht. David F. Swensen, Investmentdirektor der Yale University, erreichte über die letzten 10 Jahre eine durchschnittliche jährliche Kapitalrendite von 17,2%. Im Jahr 2007 belief sich das verwaltete Vermögen auf rund 22 Mrd. US\$.

Endowments und institutionelle Anleger haben gegenüber dem Privatanleger sehr unterschiedliche Rahmenbedingungen, insbesondere einen viel längeren Anlagehorizont und andere Liquiditätsbedürfnisse. Hedge Funds

**Rendite und Risiko der Hedge-Fund-Hauptstrategien (letzte 10 Jahre)**



Quellen: Hedge Fund Research (HFR), Bloomberg



können normalerweise unter Einhaltung einer «Notice Period» innert weniger Wochen oder Monate veräussert werden. Private Equity Funds setzen hingegen einen Anlagehorizont von 10 bis 12 Jahren voraus und sind nicht liquide. Während bei einem Hedge Fund oder Fund of Hedge Funds, wie bei einem traditionellen Anlagefonds, das investierte Kapital vollumfänglich investiert wird, basieren die Anlagen in Private-Equity-Instrumenten auf Basis eines Commitments, d.h., das zugesagte Kapital wird je nach Investitionsbedarf des Fonds in verschiedenen Tranchen abgerufen.

**Fazit**

Der gezielte, auf die individuelle Anlagestrategie und das Portfolio abgestimmte Einsatz von Funds of Hedge Funds erfordert analog zur Einzelmanagerselektion eine detaillierte Analyse, Due Diligence und eine laufende Überwachung des Fondsmanagers. Die Überwachung sollte nicht nur quantitativ über Performance- und Risikokennzahlen erfolgen. Es müssen auch qualitative Bedingungen erfüllt werden. Wichtig ist beispielsweise eine entsprechende Transparenz bis auf Ebene der einzelnen Substrategien und Manager sowie über die Allokation und deren Veränderungen. Transparenz und laufendes Reporting setzen eine direkte Kommunikation und eine gegenseitige Vertrauensbasis voraus.

Das enorme Wachstum der Hedge-Funds- und Funds-of-Funds-Industrie und das Näherrücken von traditionellen Anlagefonds aufgrund erweiterter regulatorischer Möglichkeiten (z.B.

Absolute-Return-Fonds mit limitierten Short-Möglichkeiten, 130/30-Fonds) sowie das wachsende Anlageuniversum von Anlageprodukten wie ETFs und Zertifikaten erhöhen den Konkurrenz- und Kostendruck auf die gesamte Fondsindustrie.

Hinzu kommt die steigende relative Bedeutung institutioneller Anleger mit höheren formellen Anforderungen und Kontrollen gegenüber Hedge Funds. Für den Endanleger dürften die Vorteile dieser Entwicklung überwiegen. Nicht-traditionelle Anlageformen wie Funds of Hedge Funds sollten im Rahmen der Anlagestrategie als Anlageklasse berücksichtigt und gezielt eingesetzt werden.

Mit dem erwähnten Anlagevolumen von ca. 2 Billionen US\$ sind Hedge-Fund-Anlagen im Vergleich zu den globalen Finanzmärkten (Aktien, Obligationen, Kredite, derivative Finanzinstrumente etc.) insgesamt eine vergleichsweise kleine Anlagekatego-

rie. Gemäss Schätzungen von International Financial Services London lag beispielsweise der globale Anteil von alternativen Anlagen (Hedge Funds und Private Equity) im Vergleich zu traditionell verwalteten Anlagen von Pensionskassen, Versicherungen und Anlagefonds per Ende 2006 bei rund 2,4%. Im Verhältnis aller Vermögenswerte dürfte der Anteil der Hedge Funds auch bei Berücksichtigung des möglichen Leverage tiefer liegen.

Die Grafik «Vergleich über 10 Jahre» illustriert vereinfacht die zuvor dargestellten 10-Jahres-Perioden umbasiert in Franken. Im Vergleich zu einem «traditionellen» Portfolio mit 50% Aktien Welt und 50% Obligationen erreichte ein Portfolio mit 25% Anteil Hedge Funds (HFRI FoF Index) beinahe die doppelte jährliche Rendite, was einem Renditevorsprung von über 40% bei einer nochmals reduzierten Volatilität entspricht.

[www.centrumbank.com](http://www.centrumbank.com)

