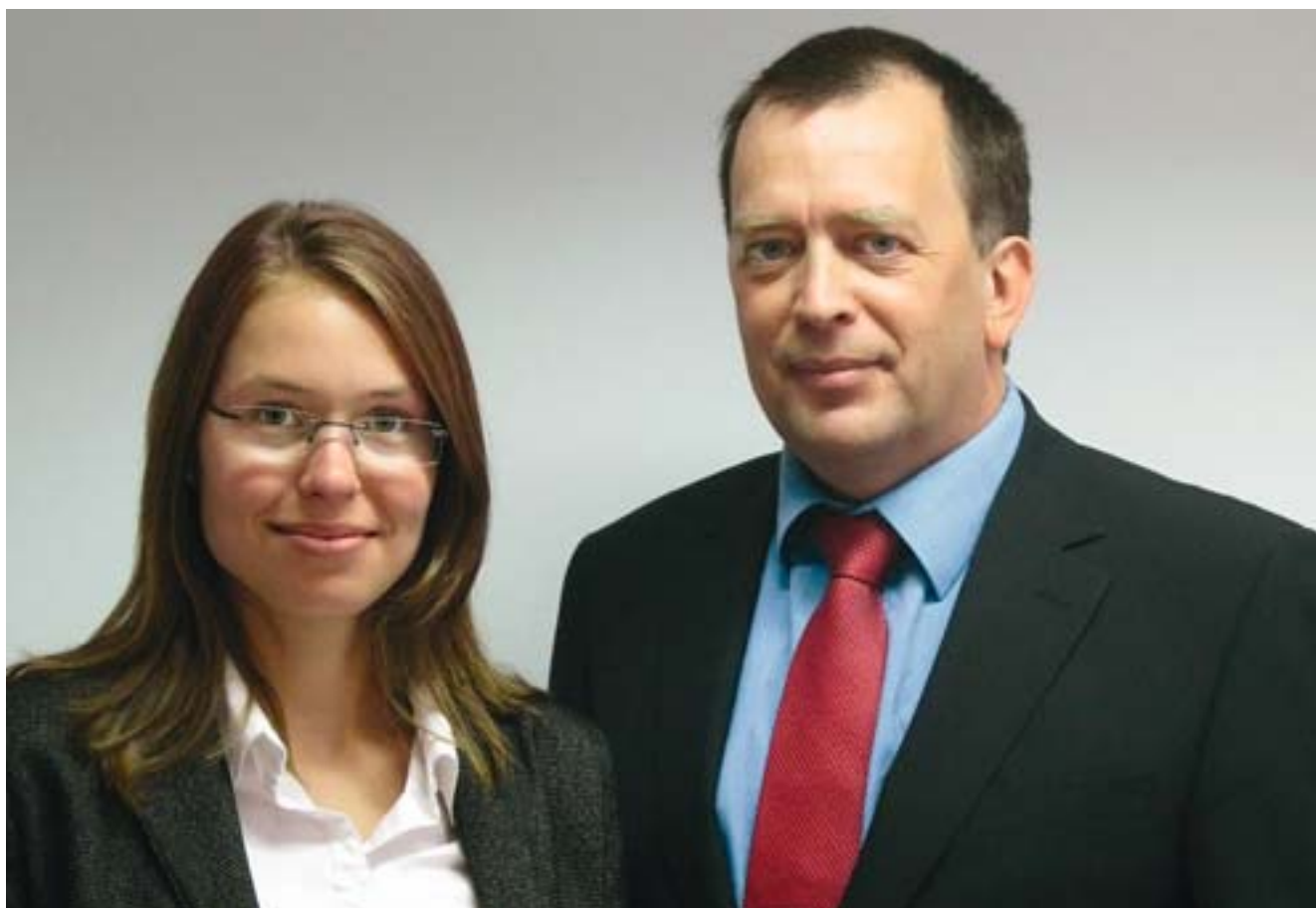


Gibt es kostengünstige Alternativen zu klassischen Funds of Hedge Funds?

Hedge Funds etablieren sich neben klassischen Anlagen in Aktien oder Obligationen zunehmend als unabhängige Renditequelle. Ihre Heterogenität und unterschiedliche Qualität erfordert jedoch die Diversifikation über verschiedene Manager und Strategien. Diese Diversifikation wird von Funds of Hedge Funds angestrebt. Neue akademische Studien zeigen, dass die Gebühren der Funds of Hedge Funds den potentiellen Nutzen der Strategie- und Managerdiversifikation eliminieren. Wegelin & Co. Privatbankiers begegnen diesem Problem mit einem diversifizierten Multi-Strategie-Hedge-Fund-Portfolio ohne zusätzliche Gebührenstruktur.



Von Dr. Oliver Malitius
 Leiter Quantitative Strategien
 Bonds & Currencies
 Wegelin & Co. Privatbankiers
 St. Gallen

und Nadja Bleuler
 Fondsmanagerin
 Wegelin & Co. Privatbankiers
 St. Gallen

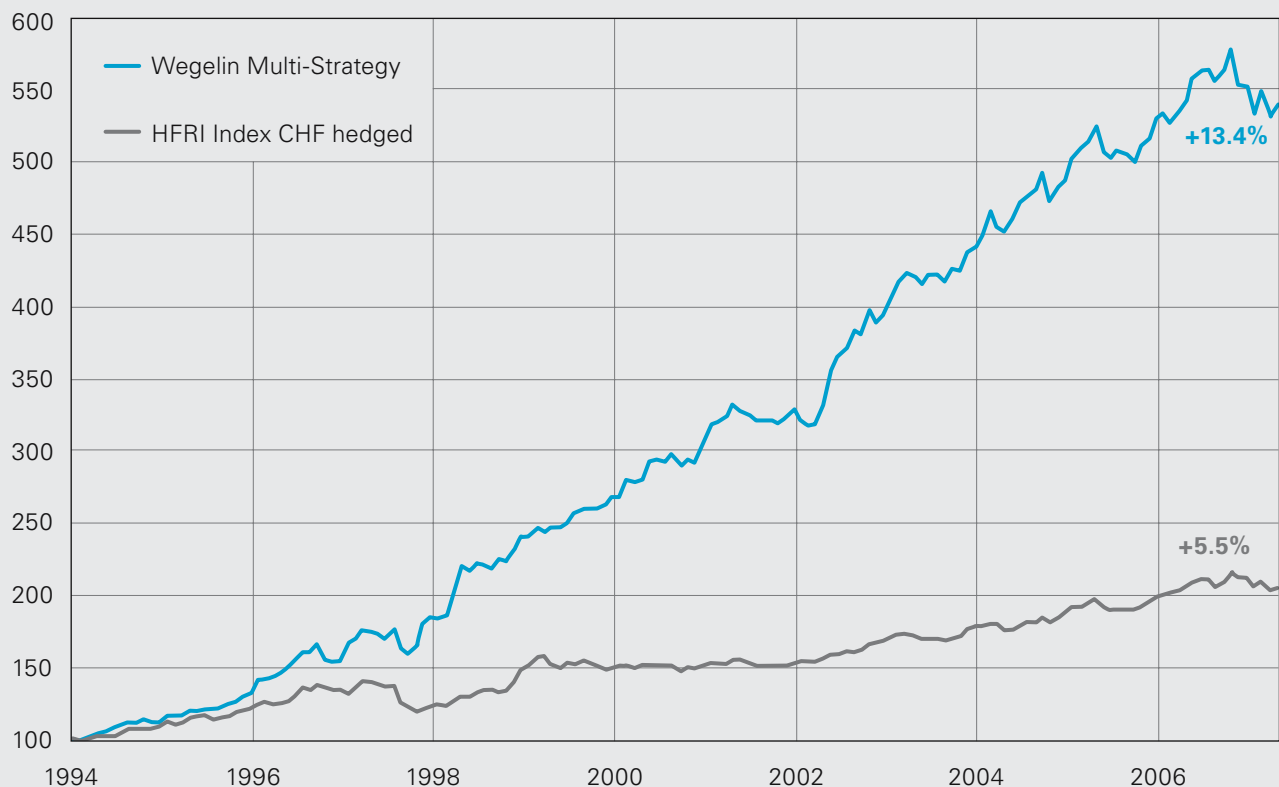
Unterperformance der Funds of Hedge Funds durch zusätzliche Gebühren

Sowohl in der Praxis der Vermögensverwaltung als auch in der empirischen Forschung¹⁾ hat sich jüngst die Ansicht durchgesetzt, dass die Diversifikationseffekte klassischer Funds of Hedge Funds ihre Kosten nicht kompensieren. So weist der HFR Hedge Funds Index

seit 1995 im Durchschnitt aller Strategien eine jährliche Rendite von 11,9% in US-Dollars aus. Die Funds of Hedge Funds erzielten im selben Zeitraum, gemessen am HFR Funds of Hedge Funds Index (HFRI FoHF), aber nur eine Rendite von 8,5%. Der Renditeunterschied von mehr als 3% lässt sich hauptsächlich durch die doppelte Gebührenstruktur der Funds of Hedge

Wegelin Multi-Strategie-Portfolio schlägt HFR FoHF

Nettorenditen in Euro, Stand 30.4.2008



Performance abzüglich Kosten bis Ende April 2008. Januar 1995 bis Ende Februar 2008 zeigt Backtestingzahlen. Die Performance basiert auf einem gewichteten Fonds-Portfolio von Wegelin Hedge Funds. Die individuellen Gründungsdaten der einzelnen Fonds sind 2003, 2004, 2006 und 2007. Quelle: Wegelin & Co., Bloomberg

Funds erklären: Zu den Gebühren der einzelnen Hedge Funds (2% fixe Gebühren + 20% Performance Fee) addieren sich die Gebühren des Dachfonds (normalerweise 1% fixe Gebühren + 10% Performance Fee). Daraus resultieren Gesamtgebühren von 3% fixen Gebühren und 30% Performance Fee. Zudem wird die Performance Fee in der Regel auf die gesamte Bruttorendite erhoben. Bei einer Bruttorendite von 15% können beispielsweise bis 6,5 Prozentpunkte pro Jahr abgezogen werden.

Hier setzt Wegelin & Co. an: Die Privatbank bietet ein diversifiziertes Multi-Strategie-Hedge-Fund-Portfolio ohne zusätzliche Gebührenstruktur an. Die Kosten der eingesetzten Fonds belaufen sich im Durchschnitt auf 1% fixe Gebühren und 20% Performance Fee. Die Performance Fee wird nur auf die Rendite über dem Libor erhoben. So belaufen sich die durchschnittli-

chen Kosten für den Investor bei einer Bruttorendite von 15% jährlich nur noch auf rund 2,8 Prozentpunkte, was die Kostenbelastung im Vergleich zu traditionellen Dachfonds um mehr als 3,5 Prozentpunkte pro Jahr reduziert.

Ein weiterer Vorteil des Multi-Strategie-Portfolios liegt in seiner Transparenz: Die Funktionsweise sowie die Gewichtung der einzelnen Sub-Strategien wird offengelegt. Zudem weist das Multi-Strategie-Portfolio im Vergleich zu Funds of Hedge Funds eine erhöhte Liquidität aus, da Investitionen und Rücknahmen wöchentlich möglich sind. Bei klassischen Funds of Hedge Funds ist dies meist nur monatlich oder quartalsweise möglich.

Das Wegelin Multi-Strategie-Portfolio

Das Multi-Strategie-Portfolio von Wegelin & Co. Privatbankiers setzt sich aus eigenen alternativen Anlagen zusam-

men. Das Portfolio beinhaltet alle typischen Hedge-Fund-Strategien (Long/Short, Relative-Value-Arbitrage, Market Neutral und Systematic Trend), investiert in mehrere Anlageklassen und ist über verschiedene Strategien und Risikomanagementsysteme diversifiziert. Damit ist der Wegelin Multi-Strategie-Ansatz bezüglich Diversifikation mit Multi-Manager Funds of Hedge Funds vergleichbar. Aktuell investiert das Multi-Strategie-Portfolio in sieben verschiedene Strategien:

- Die Strategie *Active Indexing*[®] *Market Neutral* basiert auf der neuesten akademischen Forschung der Universität Stanford und identifiziert systematisch attraktive und unattraktive Aktienmärkte und globale Branchen. Die Strategie geht Long- und Short-Positionen in den 5 bis 7 attraktivsten respektive unattraktivsten Märkten und globalen Branchen des MSCI-Univer-

sums ein. Das Netto-Exposure der Strategie zum Aktienmarkt liegt bei null, da die Long- und Short-Positionen gleich gross sind. Dies bedeutet, dass die Abhängigkeit (Beta) vom Aktienmarkt weitgehend eliminiert wird. Die Strategie bietet Investoren somit eine neuartige Alphaquelle und Zugang zu einem breit diversifizierten Portfolio von potentiell 800 bis 1000 Aktien. Die Strategie wird somit nicht von den typischen Value-, Growth- und Small-Cap-Stilen dominiert. Die Umsetzung erfolgt mittels kostengünstiger Indexinstrumente.

- Die Strategie *Active Indexing® Emerging Markets Market Neutral* verfolgt denselben Investmentansatz, wobei das Anlageuniversum die Aktienmärkte von Schwellenländern umfasst. Die Strategie investiert in die attraktivsten 8 bis 10 Emerging Markets, wobei die Indizes der unattraktivsten Märkte oder der MSCI Emerging Markets Free Index leer verkauft werden.

- Die *Active Indexing® Dynamic Long/Short* Strategie generiert Alpha, indem sie global in 6 bis 9 der attraktivsten entwickelten Aktienmärkte und Sektoren sowie in 3 bis 4 der attraktivsten Emerging Markets investiert. Gleichzeitig werden 5 bis 7 der unattraktivsten entwickelten Aktienmärkte und Sektoren leer verkauft. Im Unterschied zu den marktneutralen Strategien wird zusätzlich aktiv das «Beta»-Exposure gesteuert. Ein eigenentwickeltes Modell für taktische Asset Allocation (TAA) beurteilt anhand von verschiedenen quantitativen Kriterien das Umfeld für den Aktienmarkt. Zeigen die Indikatoren ein günstiges Umfeld an, wird das Netto-Long-Exposure gesteuert und dadurch zusätzlich «Markt-Beta» hinzugefügt. Zeigt das TAA-Modell ein ungünstiges Umfeld an, wird die Strategie marktneutral ausgerichtet.

- *Active Indexing® Emerging Markets Dynamic Long/Short* verfolgt den gleichen Investmentansatz, wobei sich das Anlageuniversum auf Emerging Markets beschränkt. Die Strategie investiert in die 8 bis 12 attraktivsten Märkte und nimmt gleichzeitig eine Short-

Position im MSCI Emerging Markets Free Index ein. Das Netto-Long-Exposure wird auch hier über das TAA-Modell gesteuert.

- Die Strategie *Alternative Alpha* basiert auf einem Fondsansatz. Sie investiert in eine diversifizierte Gruppe von langfristig erfolgreichen Long-only-Aktienfonds und verkauft gleichzeitig deren Referenzindex leer. Somit berücksichtigt die Strategie die Fähigkeiten global tätiger Fondsmanager, während die dazugehörigen Marktrisiken weitgehend eliminiert werden. Zusätzlich wird mit Hilfe des TAA-Modells das Netto-Long-Exposure gesteuert.

- Ebenfalls gestützt auf ein quantitatives Modell profitiert die Strategie *Active Trend Selection* von Trends in einem breiten Universum von 350 unterschiedlichen Märkten. Dabei investiert sie je nach Marktsituation in die 10 attraktivsten Anlagekategorien und Märkte. Die Umsetzung erfolgt mittels kostengünstiger Indexinstrumente.

- Die Strategie *Citi Wegelin Active Currencies* ist ein Multi-Strategie-Gefäss, das in Zusammenarbeit mit Citigroup entwickelt wurde. Es basiert auf sechs unkorrelierten quantitativen Strategien: der Ausnutzung von Zinsdifferenzen («Carry»), der mittelfristigen Entwicklung der Wechselkurse («Trend»), dem Potential aufstrebender Märkte mit hohen Zinsdifferenzen und Wachstumspotential («Emerging Markets») sowie dem Einfluss makroökonomischer Daten auf Wechselkursbewegungen («Economic Factor Model»). Zwei weitere Strategien profitieren von der Volatilität der Wechselkurse und werden mit Optionen umgesetzt («Sell- und Buy-Volatility»). Die Renditen von Active Currencies sind zu den klassischen Anlagen gering korreliert und bieten daher eine hohe Diversifikation.

Erfolgreicher Wegelin Multi-Strategie-Ansatz

Der Wegelin Multi-Strategie-Ansatz kann auf mehrere attraktive Sub-Strategien zurückgreifen und profitiert deshalb von einer besonders hohen

Diversifikation. Die doppelte Gebührenstruktur wird vermieden. Wie aus der Grafik «Wegelin Multi-Strategie-Portfolio schlägt HFR FoHF» ersichtlich ist, zeigt das Backtesting (Wegelin & Co. kann bei einzelnen Strategien auf Erfahrungen seit 2001 zurückgreifen) vielversprechende Ergebnisse: Zwischen Dezember 1994 und März 2008 hätte das Portfolio eine durchschnittliche jährliche Rendite von 13,4% in Franken erzielt und damit die Rendite des Vergleichsindex HFRI FoHF von 5,5% (abgesichert in Franken) bei weitem übertroffen. Diese Überperformance wird nicht über eine übermässige zusätzliche Volatilität erkaufte. Das Sharpe Ratio des Portfolios beträgt 1,37²⁾ (im Vergleich zum Referenzindex HFRI FoHF mit 0,65).

Als Fazit lässt sich festhalten, dass eine diversifizierte Investition in Hedge Funds sinnvoll ist, klassische Funds of Hedge Funds jedoch selten ihre Gebühren rechtfertigen können. Daraus kann abgeleitet werden, dass der innovative Multi-Strategie-Ansatz den klassischen Funds of Hedge Funds überlegen ist.

1) Fung W. und Hsieh D., 2004: Hedge Fund Benchmarks: A Risk-Based Approach, *Financial Analysts Journal*, 60, p. 65-80.

Ang A., Rhodes-Kropf M. and Zhao R., 2005: Do Funds of Funds Deserve Their Fees-on-Fees? Working Paper, Columbia University New York.

Hübner N. and Papageorgiou N. et al, 2006: Simple Hedge Fund Strategies as an Alternative to Funds of Funds: Evidence from Large-Cap Funds, Université de Liège.

2) Berechnet mit Performancedaten von Januar 1995 bis April 2008. Bis Ende Februar 2008 handelt es sich um Backtestingzahlen, ab März 2008 wurden die effektiven Performancedaten verwendet.