

Comeback der Hedge Funds im neuen Kleid



Von Dr. Magne Orgland (links)
Geschäftsführender Teilhaber
Wegelin & Co. Privatbankiers und
Leiter Wegelin Asset Management
St. Gallen

und Paul Gerhard Schulz (rechts)
Portfolio Manager
Wegelin Asset Management
St. Gallen

Als im Jahr 1950 Alfred Winslow Jones die grundlegende Idee des Hedge Funds verwirklichte, stand die Risikoreduktion im Vordergrund. In den vergangenen Jahren etablierten sich Hedge Funds dann als Anlagen, die – bei geringen Korrelationen zu den Aktien-

märkten – auf positive absolute Rendite in allen Marktphasen abzielten.

Die Krise 2008: Versagen des Absolute Returns und Reputationsschäden

2008 brachte jedoch einen Paradigmenwechsel für die gesamte Branche: Durchschnittliche Wertverluste von 20 bis 30% und positive Korrelationen mit den Aktienmärkten enttäuschten die Anleger. Hinzu kamen die Totalverluste renommierter Fonds wie Carlyle Capital Corporation, die im US-Kreditmarkt engagiert waren. Der Betrugsfall Madoff fügte schliesslich im Dezember sowohl den Hedge Funds als auch den Funds of Hedge Funds einen kaum

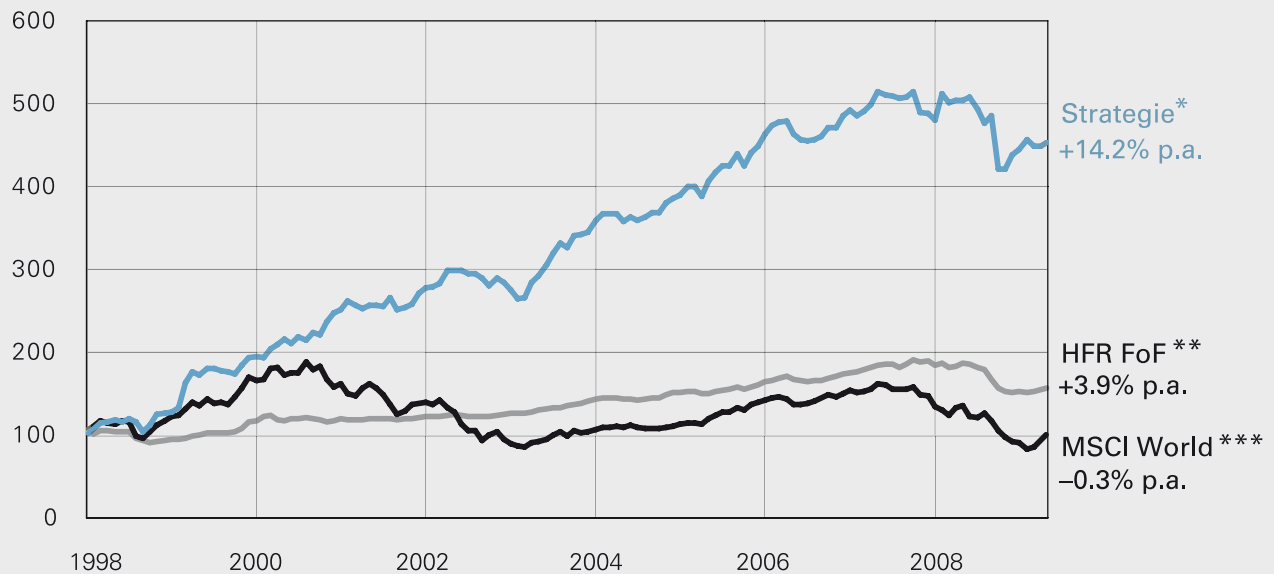
reparablen Reputationsschaden zu. Die Folge waren rekordhohe Mittelabflüsse, die mehrere Anbieter zwangen, die Rücknahmen einzustellen oder sogenannte «Side Pockets» für illiquide gewordene Anlagen zu bilden. Totalverluste, Betrugereien und Skandale: Die Hiobsbotschaften scheinen kein Ende zu nehmen. Ist damit die Hedge-Fund-Branche tot?

Neue Anforderungen an Hedge Funds

Für einen Grossteil der Branche sind die Zukunftsperspektiven sicher schwieriger geworden. Für die Branche als Ganzes, ebenso sicher, nicht. Erstens ist «hedgen» als Absicherung oder zur

Wegelin Alpha Managers Dynamic Strategie schlägt HFR FoF

Nettorenditen in Euro



* Nettorendite Dezember 1997 bis Mai 2009 nach Transaktionskosten und Vermögensverwaltungsgebühren.
 Januar 1998 bis Juli 2007 basierend auf Back-Testing-Daten, seit Juli 2007: repräsentatives, effektiv investiertes Portfolio.
 ** HFR Fund of Fund Index Hedged (Bloomberg Ticker: HFR1 FOF).
 *** MSCI World Net Total Return Index (Bloomberg Ticker: NDDUWI).

Quelle: Wegelin-Analyse / Bloomberg

Risikoreduktion nach wie vor sinnvoll, und, wie die Marktentwicklung zeigt, auch notwendig. Zweitens haben die Hedge Funds 2008 trotz zweistelligen Verlusten besser rentiert als Aktien und damit ihre Funktion als Diversifikationsinstrumente erfüllt. Auch im langfristigen Performancevergleich haben Hedge Funds gut abgeschnitten. Statt einen illusorischen «absolute Return» zu propagieren, sollten Hedge Funds nur das versprechen, was sie auch historisch im Durchschnitt geliefert haben: eine aktienähnliche Rendite mit deutlich geringeren Wertschwankungen als der Aktienmarkt. Und drittens ist die Hedge-Fund-Branche bereits dabei, sich neu zu erfinden, damit sie den neuen, erhöhten Anforderungen der Anleger gerecht wird. Wohin geht die Reise?

Folgende neue Anforderungen stellen sich den Hedge Funds:

1. Hohe Transparenz- und Regulierungsstandards: Die Ucits-III-Regeln (Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities) für Anlagefonds mit Distribution innerhalb der EU bieten derzeit einen der weltweit höchsten Regulierungsstan-

dards. Da sie von vielen Hedge Funds erfüllt werden können, haben bereits mehrere Anbieter mit den Umzugsvorbereitungen von Offshore-Destinationen nach Luxemburg begonnen. Dieser Trend wird zu einer wesentlich verbesserten Transparenz und Regulierung der europäischen Hedge-Fund-Branche führen. Nicht in Luxemburg domizilierte Fonds werden zukünftig mit einem Standortnachteil zu kämpfen haben.

2. Begrenzter Einsatz von Leverage: LTCM, Carlyle Capital Corporation oder Bear Stearns Structured Credit sind Beispiele dafür, dass der Einsatz von hohem Leverage das grösste Risiko für einen Totalausfall darstellt. Strategien wie z.B. Long/Short Equity arbeiten mit deutlich weniger Leverage und sind dem Totalausfallrisiko dementsprechend in geringerem Masse ausgesetzt. Produkte mit geringerem Leverage dürften deshalb zu Recht von den Anlegern bevorzugt werden.

3. Faire Gebühren: Spätestens nach der Krise stellt sich die Frage, ob Gebührenstrukturen mit kumulierten Kosten von 5 bis 7% pro Jahr wie bei

Funds of Hedge Funds oder die gängigen 2+20-Modelle bei Single-Hedge-Funds noch zeitgemäss sind. Dies gilt insbesondere für Preismodelle mit 20% Performancegebühren, die auf den absoluten Wertzuwachs erhoben werden. In Zukunft werden sich die Managementgebühren von Fonds bei 1 bis 1,5% einpendeln. Die Performancegebühren sollten erst beim Übertreffen einer «Hurdle Rate» wie beispielsweise Libor und der «High-Water-Mark» anfallen. Die teuren Funds of Hedge Funds werden von Multi-Strategie-Produkten verdrängt werden, die ohne doppelte Gebührenstrukturen angeboten werden.

4. Verbesserte Liquidität: Während bisher «Lock-ups» von bis zu einem Jahr und monatliche Liquidität Branchenstandard waren, haben sich die Ansprüche der Anleger erhöht. Assoziiert man geringe Liquidität mit Risiko und erhöhten Opportunitätskosten in einem volatilen Marktumfeld, so wird die neue Generation der Ucits-III-regulierten Hedge Funds mit täglicher oder zumindest wöchentlicher Liquidität den veränderten Anlegervorstellungen besser gerecht werden.

Wegelin Alpha Managers Dynamic Strategie Risiko/Rendite-Übersicht (in Euro)

	Wegelin-Strategie	MSCI World Index	HFR FoF Index
Performance p.a.	+14.2%	-0.3%	+3.9%
Volatilität p.a.	12.6%	17.1%	6.5%
Downside Volatilität p.a.	8.7%	12.8%	5.7%
Sharpe Ratio	0.86	neg.	0.09
Durchschnittlicher monatlicher Gewinn	3.0%	3.5%	1.3%
Durchschnittlicher monatlicher Verlust	-2.1%	-4.3%	-1.5%
Positive Monate	64%	56%	64%
Maximaler Drawdown	-18.2%	-56.1%	-21.1%

Wegelin-Strategie: Nettorendite Dezember 1997 bis Mai 2009 nach Transaktionskosten und Vermögensverwaltungsgebühren. Januar 1998 bis Juli 2007 basierend auf Back-Testing-Daten, seit Juli 2007: repräsentatives, effektiv investiertes Portfolio.

MSCI World Index: MSCI World Net Total Return Index (Bloomberg Ticker: NDDUWI).

HFR FoF Index: HFR Fund of Fund Index Hedged (Bloomberg Ticker: HFRI FOF).

Quelle: Wegelin-Analyse / Bloomberg

Hedge-Fund-Konzept mit aktienähnlicher Rendite

Bereits vor der aktuellen Finanzkrise war Wegelin & Co. mit den gängigen Fund-of-Hedge-Funds-Konzepten unzufrieden und entwickelte eine liquide und kostengünstigere Alternativstrategie, in die erstmals per Ende Juli 2007 investiert wurde. Sie entspricht den bereits erwähnten Kriterien und wird voraussichtlich Ende August 2009 in Luxemburg als Ucits-III-Fonds aufgelegt. Die Strategie basiert auf der sorgfältigen Zusammenstellung eines Long-only-Portfolios aus 10 bis 20 transparenten und liquiden Aktienfonds und Beteiligungsgesellschaften.

Zentrale Selektionskriterien sind langjährige Überrenditen und ein gut strukturierter, ökonomisch fundierter Anlageprozess. Zusätzlich zu diesem Long-only-Portfolio werden Short-Positionen in den jeweiligen Benchmark-Indizes der Aktienfonds eingegangen. Dadurch kann das Marktrisiko (Beta) weitgehend eliminiert werden. Fallen nun in einem Bärenmarkt die Aktienkurse, verliert die Strategie einerseits über das Marktexposure der Aktienfonds (Beta), gewinnt aber andererseits durch die Short-Positionen in den Aktienindizes. Da das Portfolio somit in hohem Masse gegen Marktschwankungen immunisiert ist, wird die Rendite der Strategie hauptsächlich dadurch generiert, dass die ausgewählten Fonds besser rentieren als ihre Benchmarks. Der Grad der Absicherung durch Short-Positionen wird über ein von Wegelin & Co. entwickeltes Modell zur taktischen Asset Allocation bestimmt, das auf verschiedenen ökonomischen Indikatoren beruht. Die Wegelin Alpha Managers Dynamic Strategie strebt aktienmarktähnliche Renditen bei geringerem Verlustrisiko an und bietet zudem eine vernünftige Gebührenstruktur.

Die Wegelin Alpha Managers Dynamic Strategie erzielte im Jahr 2008 eine Rendite von -10,4% in Euro nach fondsüblichen Kosten, während der Fund-of-Hedge-Funds-Index -20,2% verlor und der MSCI World sogar einen Rückgang von -37,6% verzeichnete. Im laufenden Jahr (per Ende Mai) legte die Strategie 3,9% zu - 2% stärker als der Fund-of-Hedge-Funds-Index -, blieb jedoch um 1% hinter dem MSCI World zurück.

Die Grafik und die Tabelle verdeutlichen die Rendite/Risiko-Eigenschaften der Wegelin Alpha Managers Dynamic Strategie. Im Vergleich zum MSCI World und zum HFR FoF Index erzielte sie eine höhere Rendite (dies

gilt auch für die Phase seit Auflegung des Portfolios). Zudem weist die Strategie im Vergleich zum Aktienmarkt sowohl eine deutlich tiefere Volatilität als auch einen wesentlich geringeren maximalen Preistrückgang auf. Die Wegelin Alpha Managers Dynamic Strategie erfüllte somit nicht nur die neuen Anforderungen an Hedge Funds bezüglich Liquidität, Transparenz und Gebühren, sondern bisher auch die Rendite- und Risikoerwartungen.

Totgesagte leben länger

Die Wegelin Alpha Managers Dynamic Strategie strebt eine aktienmarktähnliche Rendite von 7 bis 10% pro Jahr an, wobei das Verlustrisiko gegenüber einer direkten Anlage am Aktienmarkt begrenzt werden soll. Die Strategie wird sich somit insbesondere für Anleger eignen, die einerseits vom Renditepotential globaler Aktienmärkte profitieren möchten, andererseits aber ein teilweises «Hedgen» ihres Aktienmarktengagements wünschen.

Hedge Funds sind seit der Krise 2008 in Verruf geraten. Werden jedoch die neuen Anforderungen bezüglich Liquidität, Transparenz und Gebühren umgesetzt, spricht vieles für deren vermehrten Einsatz im Portfolio.

www.wegelin.ch ●