

«...und tschüss»

# Interessante Personaldynamik in der Hedge-Fund-Industrie



Von Prof. Dr. Erwin W. Heri  
Professor für Finanztheorie  
an der Universität Basel und  
VR-Präsident Valartis Group

Die Finanzmarktdynamik der letzten Jahre hinterlässt in vielen Portfolios nachhaltige Spuren. Positiver und negativer Art. Nicht zuletzt die Hedge-Fund-Industrie leidet unter dem vermeintlich richtungslosen Hin und Her der globalen Märkte, und viel Glamour, der v.a. zu Beginn der Nuller-Jahre über die entsprechenden Stars geschüttet wurde, ist inzwischen wie Schnee an der Frühlingssonne zusammengesmolzen. Vielleicht ist halt

die alte Mär des effizienten Marktes, der es immer schwieriger macht, die anderen Marktteilnehmer «out zu smarten» je mehr solcher Teilnehmer es gibt, eben doch nicht so abwegig. Und wenn einmal alle Anleger gleichzeitig der neusten Information nachrennen um deren Informationsgehalt für gewieft Transaktionen auszunützen, dann ist die Wahrscheinlichkeit gross, dass der Preis die neue Information bereits reflektiert und sich die Kursentwicklung in der kurzen Frist halt doch etwa gleich zufällig verhält wie der Eingang neuer Information – eben wie ein Zufallspfad. Für die Hedge-Fund-Branche wäre diese Erkenntnis, wenn sie denn richtig wäre, deswegen besonders ernüchternd, weil deren Protagonisten ja seinerzeit versprochen hatten, dass sie gute und sicher positive Renditen in jedem Marktumfeld bewerkstelligen könnten. Und entsprechend fürstlich liessen sie sich entlohnen, da eine gute Leistung ja auch fürstlich zu entlohnen wäre.

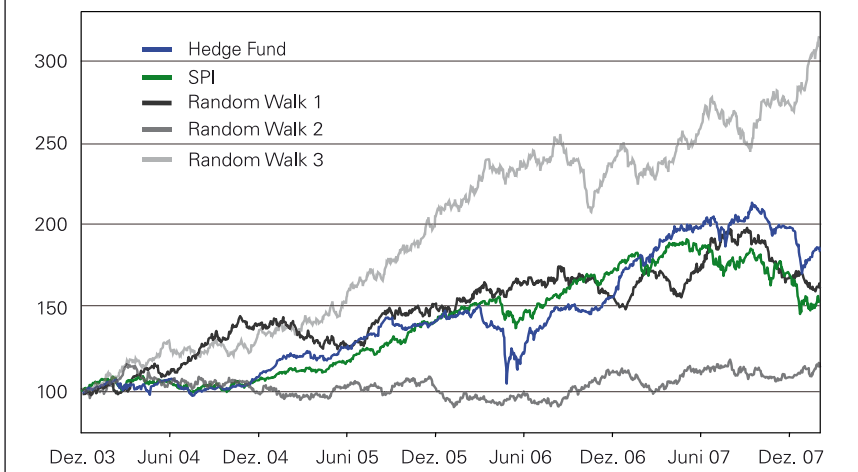
Einzig die Zahlen hinkten und hinken in vielen Fällen den Versprechungen hinterher. Je länger je mehr hat dies die internationale Investorengemeinde mit Ernüchterung zu realisieren begonnen. Für die Einkommen der Hedge-Fund-Manager war dies weniger ein Problem – wenn man einmal von den gelegentlich schwierigen Ge-

sprächen mit den Investoren absieht –, da das Kommissionsmodell der entsprechenden Produkte einerseits auf einer (im Regelfall auch nicht bescheidenen) fixen Fee und andererseits auf einer Performance-Komponente basierte, die bei guter Rendite nicht selten gewaltig «einschenkte». Sollte es richtig sein, dass wegen der oben beschriebenen Prozesse die Renditen an den Märkten oder jedenfalls des verwalteten Portfolios mehr zufällig wären als irgendetwas Anderes, dann wäre die Konsequenz eines solchen Kommissionsmodells ein gutes, wenn auch nicht exorbitantes Einkommen im Falle schlechter Märkte (oder Ergebnisse) und ein Einkommensschub bei zufällig guter Rendite.

Obwohl Zyniker, bin ich natürlich weit davon entfernt zu behaupten, Business Modelle im Hedge-Fund-Bereich würden nur auf dieser einseitigen Einkommens-Options-Überlegung beruhen. Aber vielleicht ist es doch interessant, ein paar Berechnungen durchzuführen, welche die Bedeutung des Zufalls für kurzfristige Anlageergebnisse aufzeigen.

Die Abbildung zeigt für die Periode von Anfang 2004 bis Ende 2007 die tägliche Entwicklung des schweizerischen Aktienmarktes SPI (grün), eines Long/Short Equity-Hedge-Fund-Portfolios für Schweizer Aktien (blau) sowie 3 Simulationen für reine Zufallspfade (alle grau). Die Zufallspfade sind wie folgt entstanden: Wie für die beiden «scharfen» Portfolios (SPI und Hedge Fund) wurden die Werte für den Beginn des Jahres 2004 – das Zeitfenster ist für unsere Überlegungen notabene irrelevant – auf 100 gesetzt (indexiert). Anschliessend wurden mit einem reinen Zufallszahlengenerator Renditen (prozentuale tägliche Kursveränderungen) aus einem Zahlentopf gezogen, der die gleiche Verteilung aufwies wie die Renditen des SPI<sup>1)</sup>. Durch eine laufende Addierung der rein zufällig entstandenen Renditen zum jeweiligen «Kursstand» entsteht

## Random Walks auf dem Schweizer Aktienmarkt



## Wealth in a World of Change



The world is changing faster and more fundamentally than at any time in history.

At Kaiser Partner, we believe that with such change comes the need to change the way wealth is managed and created.

In our 'Guide for Wealth Owners' we have compiled a set of new thoughts and principles to successfully navigate wealth in these unprecedented times. To obtain a copy, or for a more connected conversation about your wealth, please get in touch via our website...

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

kaiser.partner

Responsibility in Wealth

dadurch ein reiner Zufallspfad – ein Random Walk für die jeweilige «Kursentwicklung».

In der Literatur haben grafische Vergleiche von Zufallsprozessen mit effektiven Aktienkursentwicklungen schon für viel Erheiterung gesorgt. Nicht ganz zu Recht. Wenn sich die Informationsprozesse in der Realität auch nur annähernd so abspielen, wie oben beschrieben, dann wäre eine solche Gleichartigkeit eigentlich zu erwarten. Das ist aber nicht der Punkt, auf den ich heute hinweisen will.

Der geneigte Leser möge sich auf die beiden grauen «Kurven» am oberen und unteren Ende der Grafik konzentrieren. Sie zeigen «Kursverläufe», welche der Zufall produziert hat. Während dies beim unteren Kurvenverlauf auch intuitiv einsichtig erscheint, wundert die obere Kurvenentwicklung schon. Sie zeigt, welche «hervorragende» Anlageergebnisse auch Väterchen Zufall (VäZu) produzieren kann. Notabene nicht nur, aber grösstenteils positiv, sicher unkorreliert mit der Aktienindexentwicklung und ansonsten einfach genial, mit einer p.a. Rendite von über 30% (der Aktienmarkt legte über die gleiche Zeitperiode 12% p.a. zu).

Ist VäZu Asset Management ein Vermögensverwalter dem Sie Geld anvertrauen möchten? Natürlich. Da wir im Normalfall ja der Meinung sind, dass vergangene Performance – trotz all der Warnungen, die immer wieder geschrieben stehen – per se ein Indikator für künftigen Erfolg ist, wird VäZu Asset Management in den nächsten Jahren mit Assets überschwemmt werden. Und mit der historischen Performance im Rucksack wird es ihm auch gelingen, ein aggressives Kommissionsmodell durchzusetzen. Und wenn er es nicht allzu ungeschickt anstellt, hat Väterchen Zufall damit für alle Zeit ausgesorgt.

Zynisch und böseartig? Vielleicht. Die Grafik soll aber einfach darauf hinweisen, welche wichtige Bedeutung dem Zufall in der Vermögensverwaltung zukommt – und zwar mit System, wie der beschriebene Informationsprozess deutlich macht.

Und die Lehre für den Anleger? Performance per se ist zwar nett. Die Art und Weise, wie ein Asset Manager seine Performance erwirtschaftet, ist aber für den längerfristigen Erfolg viel wichtiger als die vergangenen Zahlen.

Und die Lehre für den Portfolio Manager? Wenn er einmal begriffen

hat, welche wichtige Rolle Glück und Zufall in seinem Business spielen, wird er sich vielleicht nach einer Reihe von (zufällig?) «ausserordentlich glücklichen Jahren» die Frage stellen, ob er sich nach einem neuen Business umsehen sollte.

Vielleicht ist es nach diesen Überlegungen eben auch nicht ganz zufällig, dass sich in letzter Zeit die Abgänge der Superstars im Hedge-Fund-Bereich der letzten Dekade häufen – nicht selten nach unerwartet enttäuschenden Ergebnissen ihrer Flaggschiffe. Namen wie Gregg Coffey, Chris Rokos, John Arnold, Pierre Andurand u.a.m. lassen aufhorchen. Nicht dass die Damen und Herren etwa abgeworben worden oder im Pensionsalter wären. Gregg Coffey, einer der Superstars von Moore Capital Management und ein typischer Vertreter dieses Genres, ist gerade einmal 41 Jahre alt und will sich nun in seinem Heimatland Australien vermehrt um seine Familie kümmern.

1) Für an der Technik Interessierte: Der SPI wies für das Gesamtsample einen Mittelwert von 0.04% p.d. und eine Standardabweichung von .83% auf. Die Simulationen wurden unter Annahme einer Normalverteilung vorgenommen. Technische Einwände zu diesem Vorgehen sind durchaus bekannt, spielen für die späteren Schlussfolgerungen aber keine Rolle.

[www.erwinheri.ch](http://www.erwinheri.ch)