

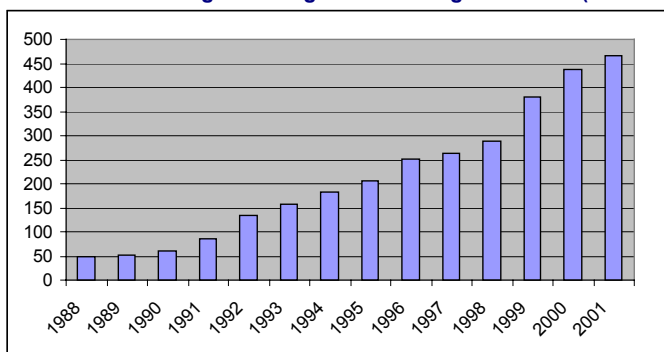
Hedge Fonds - eine vielversprechende Anlagealternative

- **Hedge Fonds sind eine Anlagekategorie, die immer populärer wird. Diese oft wenig transparenten Anlagevehikel haben sich in den letzten Jahren durch wesentlich bessere Renditen und ein geringeres Risiko als Aktienanlagen ausgezeichnet. Je nach Marktumfeld weisen die unterschiedlichen Anlagestile der verschiedenen Typen von Hedge Fonds eine stark abweichende Performance aus. Für Privatanleger empfehlen sich sog. Fund of Hedge Fonds, die mehrere, unterschiedliche Hedge Fonds zusammenfassen. Diese Fund of Hedge Fonds können auch mit einer Kapitalgarantie ausgestattet werden, die dem Anleger nach einem gewissen Zeitraum die Rückzahlung des eingesetzten Kapitals garantiert.**

Performance aus der Wundertüte

Hedge Fonds zählen gegenwärtig zu den volumenmässig am schnellsten wachsenden Anlagen. Verunsichert durch fallende Aktienkurse suchen Investoren nach Alternativen zu Aktienengagements, zumal auch die festverzinslichen Anlagen auf dem aktuell rekordtiefen Zinsniveau keine berauschenden Renditen erwarten lassen. Der Ausdruck Hedge Fonds ist insofern falsch gewählt, als sich unter dieser Anlagekategorie eine Vielzahl unterschiedlicher Anlagestile zusammenfassen lassen, die entgegen dem Namen vielfach keinen Hedge bzw. keine (reine) Absicherungsstrategie beinhalten. Gemeinsam ist diesen Anlagevehikeln, dass mit unterschiedlichsten Anlagestrategien versucht wird, marktneutral, d.h. unabhängig von der Richtung der Aktien- oder Obligationenkurse eine positive Rendite zu erzielen.

Tab. 1: Entwicklung des Hedge Fonds Anlagevolumens (in Mia. \$)



Quelle: Van Hedge Inc./Indocam

Rechtlich handelt es sich bei den meisten Hedge Fonds um sog. Offshore-Fonds oder Partnerschaften, die nicht den strengen Anlagevorschriften der gängigen Anlagefonds unterliegen und in der Wahl ihrer Anlagestrategien meist völlige Freiheit geniessen. Verwaltet werden diese Hedge Fonds meist von kleinen Teams von Anlagespezialisten, die in der Regel ihre Sporen in grossen Wertschriftenhäusern abverdient und meist auch ihr eigenes Geld in diese Anlagevehikel investiert haben. Da sich die Manager von Hedge Fonds nur beschränkt in die Karten blicken lassen wollen, besteht für Anleger meist nicht die gleiche Transparenz wie bei den herkömmlichen Anlagefonds. Für Aussenstehende ist es deshalb vielfach nur schwer ersichtlich, wie genau diese Hedge Fonds ihre im Vergleich zu Aktienanlagen durchaus sehenswerte Performance erzielen.

Unterschiedlichste Anlagestile

Die unterschiedlichsten Anlagestile der Hedge Fonds lassen sich grob in drei Unterkategorien einteilen:

Eine erste Gruppe stellen die sog. „Relative Value“ Anlagen dar, die in der Regel geringe Risiken aufweisen, da sie vor allem Marktineffizienzen auszunutzen suchen. Als wichtige Beispiele lassen sich die Hedge Fonds aufführen, die als „Convertible Arbitrage“ bezeichnet werden, da sie häufig in

Wandelanleihen einer Unternehmung investieren und die Aktien des gleichen Unternehmens leer verkaufen um von Preisineffizienzen zu profitieren. Andere auf „Fixed Income Arbitrage“ ausgerichtete Hedge Fonds versuchen Ineffizienzen des Obligationenmarktes auszunutzen, indem sie etwa Unregelmässigkeiten der Preissetzung von Obligationen unterschiedlicher Laufzeiten desselben Schuldners zur Arbitrage nutzen.

Eine zweite Gruppe von Anlagestilen lässt sich unter dem Begriff „Event driven“ zusammenfassen. Dazu zählen beispielsweise Hedge Fonds, die von Kursunterschieden im Vorfeld von Unternehmenszusammenschlüssen zu profitieren suchen. Eine weitere Kategorie sind sog. „distressed securities“ Strategien; Hedge Fonds, die in Aktien und Anleihen von Unternehmen investieren, die in Schieflage geraten sind bzw. in den USA Chapter 11 unterstellt wurden.

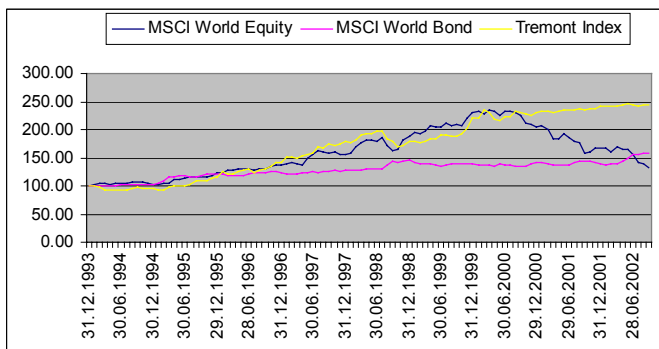
Als „Opportunistic“ wird eine dritte Gruppe von Anlagestilen bezeichnet. Dazu zählen Hedge Fonds Strategien, die auf makroökonomischen Überlegungen („Makro“) beruhen, wie beispielsweise die Spekulation von George Soros gegen das britische Pfund, als sich 1992 abzeichnete, dass die Währungsrelationen im Europäischen Währungssystem von den Notenbanken nicht mehr verteidigt werden konnten. Ebenfalls zu dieser Kategorie gehören die „Short Sellers“, welche ausschliesslich von fallenden Aktienpreisen zu profitieren suchen, ebenso wie die „Long/Short“-Strategien, die unterbewertete Aktien kaufen, während sie als überbewertet erachtete Aktien verkaufen.

Meist einer eigenen Kategorie werden die „Managed Futures“ Manager zugerechnet. Diese Hedge Fonds investieren aufgrund von quantitativen Modellen (sog. Trendfolgemodellen) gleichzeitig in eine grosse Zahl auf- und abwärtsstrender Märkte. Diese Art von Hedge Fonds weist i.d.R. in hochvolatilen Märkten wie auch in eigentlichen Crash-Phasen an den Aktienmärkten eine besonders gute Performance aus.

Hohe Performance bei geringen Schwankungen

Vergleicht man die Performance von Aktien, Hedge Fonds und Obligationen über die letzten 9 Jahre, lässt sich feststellen, dass sich während der „Goldenen Neunziger Jahre“ Aktien und Hedge Fonds (Tremont Hedge Fund Index) weitgehend im Gleichschritt bewegt haben (siehe Graphik). Einen grösseren Performance-Einbruch erlitten Hedge Fonds lediglich im Gefolge der Emerging Market Krise 1998, als der Vorzeige-Fonds LTCM durch eine grossangelegte Rettungsaktion vor dem Zusammenbruch bewahrt werden musste. Auch während dem massiven Taucher der Aktienanlagen seit März 2000 konnten die Hedge Fonds als Gesamtgruppe eine moderat positive Performance erzielen. Allerdings hat das Jahr 2002 gezeigt, dass auch für Hedge Fonds die Bäume nicht in den Himmel wachsen.

Performancevergleich Aktien, Hedge Fonds u. Obligationen



Quelle: Bloomberg

So hat der Tremont Index, welcher den Performance-Durchschnitt einer grossen Zahl repräsentativer Hedge Fonds abbildet, bis zum Oktober dieses Jahres lediglich eine Rendite von knapp 1% erzielt, während sich entgegen dem langjährigen Trend im Jahre 2002 für einmal die Obligationen als Performance-Spitzenreiter entpuppt haben.

Kennzahlen unterschiedlicher Anlagestile

Sektorindizes	Ertrag	durchschn.	Volatilität **	Sharpe Ratio***
	2002 YTD	Ertrag p.a.		
Tremont Hedge Fund Index	0.85%	10.59%	8.94%	0.68
Convertible Arbitrage	0.41%	9.99%	4.87%	1.12
Dedicated Short Bias	20.56%	1.05%	18.32%	-0.19
Emerging Markets	5.56%	4.83%	18.64%	0.02
Equity Market Neutral	6.21%	11.14%	3.20%	2.06
Event-Driven	-3.30%	10.25%	6.29%	0.91
Fixed Income Arbitrage	4.93%	6.71%	4.10%	0.53
Global Macro	12.31%	14.12%	12.77%	0.75
Long/Short Equity	-2.89%	11.66%	11.57%	0.62
Managed Futures Active	14.56%	6.05%	11.90%	0.13
MSCI World Equity		5,7%	0.14	0,07

* Index Daten seit Januar 1994

** monatliche Standardabweichung annualisiert

***kalkuliert mit rollender 90-Tage T-Bill Rate

Quelle: Tremont Advisors, Inc.

Vergleicht man in der obigen Tabelle die Performance der einzelnen Anlagestile für 2002 mit dem 10-jährigen Durchschnitt, fällt auf, dass im laufenden Jahr entgegen dem Langfristtrend aus naheliegenden Gründen die „Short Seller“ die grösste Performance erzielt haben. Aber auch „Global Macro“ und „Managed Futures“ weisen schöne zweistellige Renditen auf. Offenbar hängt die Performance der einzelnen Anlagestile stark vom jeweiligen Marktumfeld ab. Da „Long/Short Equities“ als eine der am meisten verbreiteten Anlagestile meist höhere Long- als Short-Positionen haben, schneiden sie naturgemäss in schlechten Aktienjahren unterdurchschnittlich ab. Aus der Tabelle lässt sich auch ablesen, dass eigentliche Arbitrage-Strategien mit den geringsten Risiken (Volatilität) verbunden sind, da sie unabhängig von Markterwartungen Ineffizienzen an den Kapitalmärkten auszunutzen suchen. Ähnlich wie der Auswahl einzelner Aktien im Rahmen einer Aktienanlage eine grosse Bedeutung zukommen kann, kommt bei Hedge Fonds der Auswahl der einzelnen Manager eine ausschlaggebende Rolle zu, da die besten Manager die in der Tabelle aufgeführte

Performance der Sektorindizes mit schöner Regelmässigkeiten übertreffen.

Hedge Fonds als Portfoliobeimischung

Da die Kursentwicklung von Hedge Fonds mit Aktien und Obligationen eine geringe Korrelation aufweist, lassen sich wegen dieses fehlenden Gleichlaufes die Risiken eines Portfolios durch die Beimischung von Hedge Fonds deutlich reduzieren. Dabei sind es insbesondere die eigentlich marktneutralen Anlagestile, wie etwa Convertible Arbitrage, Distressed Securities und Managed Futures, die zu einer besseren Diversifikation und einer Risikoreduktion beitragen. Sinnvoll kann es auch sein, insbesondere Aktienmärkte mit hoher Volatilität (Technologie-, Biotechnologie oder Emerging Markets) durch „Long/Short Equities“ abzudecken, da eine Reihe dieser Hedge Fonds über einen längeren Zeithorizont ansehnliche Renditen bei deutlich geringeren Kursschwankungen erzielen als reine Aktienfonds mit gleichem Anlage-schwerpunkt.

Fund of Hedge-Funds mit und ohne Kapitalgarantie

Insbesondere Privatanleger sollten nicht in einzelne Hedge Fonds, sondern in einen Korb mit aufeinander abgestimmten Hedge Fonds unterschiedlicher Manager und/oder unterschiedlicher Anlagestile investieren. Diese sog. **Fund of Hedge Funds** weisen deutlich tiefere Risiken auf und können immer wieder vorkommende Kurstaucher einzelner Hedge Fonds abfedern. Anleger, denen es wegen der notwendigerweise eingeschränkten Transparenz der Hedge Fonds nicht ganz wohl ist, empfehlen sich Fund of Hedge Funds, die mit einer zusätzlichen Kapitalgarantie verbunden sind und dem Anleger am Ende der Laufzeit in jedem Falle die Rückzahlung des eingesetzten Kapitals garantieren.

Kommt der nächste Bubble bei den Hedge Fonds?

Mit einem geschätzten weltweiten Anlagevolumen von über 500 Mia. \$ sind Hedge Fonds immer noch eine im Vergleich zu Aktien- und Obligationenanlagen, die ein Gesamtvolumen von 20'000 bis 30'000 Mia. \$ auf sich vereinen, eine wenig verbreitete Anlagekategorie. Angesichts der anhaltend hohen Nachfrage nach dieser Anlagekategorie, werden immer wieder Befürchtungen laut, dass die nächste Kursblase bei den Hedge Fonds zu befürchten ist. Aufgrund der Funktionsweise der unterschiedlichen Anlagestile können Pleiten einzelner Hedge Fonds zwar auch weiterhin nicht ausgeschlossen werden, ein eigentlicher Crash scheint bei dieser Anlagekategorie dagegen wenig wahrscheinlich. Viel eher ist zu erwarten, dass die durchschnittliche Performance der Hedge Fonds weiter unter Druck gerät, wenn immer mehr Geld in diese Anlagevehikel fliesst. Da die Zahl guter Manager und auch die attraktiven Arbitragemöglichkeiten beschränkt sind, fliesst immer mehr Geld in Hedge Fonds minderer Qualität, sodass es zwangsweise zu im Durchschnitt sinkenden Renditen kommt. Wie bei anderen Anlagen gilt deshalb gerade auch bei Hedge Fonds, dass die vergangene Performance keine Garantie für die zukünftige Performance darstellt.

5. Dezember 2002 / MR