

# Warum Anleger Hedge-Funds nicht brauchen

## Keine Verbesserung von Risiko-Rendite-Eigenschaften bei gemischten Portfolios

Von Thomas Hauser\*

In den Medien wimmelt es von wohlwollenden Berichten über Hedge-Funds. Bisweilen wird euphorisch angepriesen, dass diese Produkte bei der Diversifikation unverzichtbar seien und bei genügender Gewichtung die Portfolioerrendite deutlich verbesserten. Nachfolgend werden derlei Postulate aus Sicht eines Schweizer Anlegers kritisch hinterfragt.

Der Boom der Hedge-Funds setzte hierzulande mit der langen Baisse in den Jahren 2000 bis 2003 ein, weil diese Instrumente unabhängig von der Marktentwicklung eine positive Rendite propagierten. Es gibt aber nur zwei Wege, um stets eine positive Rendite zu erzielen: Absicherung der Risiken oder aktives Management. Im Falle der Absicherung ist das absolute Renditeziel durch die Höhe der Kapitalmarktzinsen begrenzt. Ein darüber liegendes Renditeziel kann nur erreicht werden, wenn Manager aktive Wetten erfolgreich umsetzen. Aktives Management gleicht jedoch insgesamt einem Nullsummenspiel. Folglich können nicht alle aktiv verwalteten Portfolios über die Zeit eine stets positive Rendite liefern. Oder gelingt es Hedge-Funds, bei den eingegangenen Wetten immer auf der richtigen Seite zu stehen?

### Messprobleme bei der Rendite

Um dieser Frage nachzugehen, wird ein Index verwendet, welcher nach Anlagestil diversifizierte Fund-of-Hedge-Funds abbildet (HFRI Diversified FoF). Die Daten stehen ab dem Jahr 1990 zur Verfügung. Zum Vergleich wird ein traditionelles Portfolio aus je 50% Aktien und Bonds beigezogen. Im Aktienteil wird die Hälfte, bei den Obligationen werden rund zwei Drittel im Schweizer Markt investiert. Zudem wird ein Portfolio berechnet, welches sich zu 30% aus Hedge-Funds

und zu 70% aus dem traditionellen Mischportfolio zusammensetzt. Alle drei Portfolios werden mit und ohne Währungssicherung berechnet.

Die Analyse zeigt, dass nicht währungsgesicherte Hedge-Funds nicht attraktiv sind: Über die vergangenen knapp 18 Jahre betrug die Franken-Rendite eines Fund-of-Hedge-Funds-Portfolios 7,3%, das Risiko 12,8%. Das Mischportfolio schnitt mit einer mittleren Jahresrendite von 7,6% und einer Volatilität von 8,8% besser ab. Das Beimischen von nicht währungsgesicherten Hedge-Funds verbesserte die Rendite-Risiko-Eigenschaften des Mischportfolios nicht.

Wie verändern sich die Ergebnisse nun, wenn das Währungsrisiko abgesichert wird? Erstens unterscheiden sich die drei Portfolios hinsichtlich Rendite kaum; allerdings ist zu beachten, dass es sich um Zahlen vor Kosten handelt. Hinsichtlich der für den Anleger relevanten Netto-Performance dürften Unterschiede zutage treten, denn die Gebühren für Fund-of-Hedge-Funds liegen in der Regel rund einen Prozentpunkt über den Kosten für traditionelle Mischmandate. Bei einem massgeblichen Anteil an Hedge-Funds kann sich folglich nach Kosten ein beachtlicher Rendite-Nachteil ergeben. Zusätzlich zu diesem Kostenargument ist darauf hinzuweisen, dass die ausgewiesenen Renditen von Hedge-Funds aufgrund verschiedener Messprobleme – etwa Survivorship-, Backfilling- und Selection-Bias – tendenziell stets zu gut dargestellt werden.

### Keine besondere Krisenresistenz

Zweitens bestehen in Bezug auf das Risiko Unterschiede. Das Risiko des Mischportfolios von 6,9% lässt sich durch Zugabe von Hedge-Funds auf 5,7% reduzieren. Ebenso wird der Verlust in der längsten Schwächephase («Maximum Draw Down») um rund einen Viertel kleiner. Hingegen führt das Beimischen von Hedge-Funds zu einer Verschlechterung bei der geringsten Monatsrendite: Statt  $-7,4\%$  sind es  $-7,6\%$ . Dies deutet darauf hin, dass gerade bei Schocks die Wertentwicklung von traditionellen und alternativen Anlagen oft parallel läuft. So verlor auf währungsgesicherter Basis das Mischportfolio in der Mexikokrise von Januar 1994 bis März 1995 genau 2,4%. Mit der Zugabe von Hedge-Funds betrug der Verlust jedoch 3,7%, weil damals währungsgesicherte Hedge-Funds 6,8% verloren. In derselben Periode legten Frankenobligationen 2,4% zu.

Auch in der Russland- beziehungsweise LTCM-Krise von Juli bis Oktober 1998 half das Beimischen von Hedge-Funds nicht: Während sich der Verlust des währungsgesicherten Mischportfolios auf 5,7% belief, lag er im Portfolio mit Hedge-Funds bei 8,4%. Hedge-Funds alleine büssten trotz Währungsabsicherung 14,4% an Wert ein. Schweizer Obligationen ver-

buchten indes einen Gewinn von 2,6%. Demnach besitzen in Krisenzeiten Franken-Bonds im Gegensatz zu Hedge-Funds oft gute Diversifikationseigenschaften.

Die Performancezahlen dieser Krisen belegen, dass das Generieren von stets positiven Renditen mehr Wunsch als Realität ist. Selbstverständlich lassen sich ex post immer einzelne Hedge-Fund-Stile finden, die eine Krise mit relativ geringen oder sogar keinen Verlusten überstanden haben. Da der Stilmix aber ex ante definiert werden muss, wäre das Herausgreifen einzelner Stile ebenso irreführend wie das Betrachten einzelner Aktien, die zufällig von einer bestimmten Krise wenig in Mitleidenschaft gezogen wurden.

### Teure Portfolio-Kosmetik

Zurzeit wird die Wichtigkeit des Risikomanagements durch die Subprime-Krise erneut unterstrichen. Ein adäquates Risikomanagement erfordert liquide Preise, welche die volle Marktinformation jederzeit reflektieren. Die Illiquidität gewisser Positionen in einigen Hedge-Funds verunmöglicht einerseits dem Anleger bei einem Vertrauensverlust den Rückzug seiner durch Lock-ups blockierten Beträge. Andererseits wird eine zuverlässige Bewertung erschwert. Das Schätzen von Bewertungen führt tendenziell zu einer Verstärkung der Wertentwicklung. Die berechnete Volatilität unterschätzt dann das ökonomisch relevante Schwankungsrisiko. Insofern ist davon auszugehen, dass die berechnete Volatilität von Hedge-Funds von 5,8% das effektive Risiko deutlich unterschätzt. Die Wertentwicklung in Krisen ist ein Indiz dafür. Zudem stellt sich die grundsätzliche Frage, wie ein Dachfonds die Risiken zeitgerecht steuern kann, wenn einige Subfonds für die definitive Bewertung einen Monat oder mehrere Monate benötigen.

Die empirischen Fakten über die Zweckmässigkeit von Hedge-Funds lassen sich wie folgt zusammenfassen: Erstens eignen sich währungsungesicherte Dach-Hedge-Funds aus Portfolio-Überlegungen kaum. Zweitens diversifizieren währungsgesicherte Hedge-Funds in Zeiten grosser Krisen das Gesamtportfolio unzureichend, bisweilen wird das Verlustpotenzial gar vergrössert. Drittens gibt es keine Rendite ohne entsprechendes Risiko, auch nicht durch ein noch so ausgeklügeltes und teures Finanzmanagement. Die Risiken sind nur weniger offenkundig. Daher entsteht, viertens, beim Einsatz solcher Instrumente ein erhöhter Überwachungsbedarf mit entsprechenden Kosten. Nach Abzug der Kosten geht deshalb auf lange Sicht nichts über ein gut diversifiziertes sowie auf die individuelle Risikofähigkeit und -toleranz abgestimmtes Wertschriftenportfolio aus liquiden, erstklassigen Aktien und Obligationen. Der Rest ist teure Portfolio-Kosmetik.

\* Dr. Thomas Hauser ist Partner bei Dr. Pirmin Hotz Vermögensverwaltungen in Baar.

## INHALT

Marktübersicht/Devisen	32
Aktien Schweiz	33
Aktien Europa/Eurex	34
Aktien Amerika	35
Aktien Asien und Rohwaren	36
Optionsscheine	37
Obligationen/Zinsen	38