

## Hedge-Funds als Stützen der Schweizer Volkswirtschaft

**Z. B.** Hedge-Funds leisten zur Schweizer Finanz- und Volkswirtschaft inzwischen einen substanziellen Beitrag. An einem Medienanlass der Subgruppe Alternative Anlagen des Schweizerischen Anlagefondsverbandes wurde mitgeteilt, dass mit geschätzten Erträgen von bis zu 5 Mrd. Fr. die Branche gut 1% des Bruttoinlandsprodukts erwirtschaftet und das Wachstum von jährlich rund 20% überdurchschnittlich sei. Dass Hedge-Funds für den Finanzplatz immer wichtiger werden, weil Investoren die Produkte zunehmend akzeptierten, konstatierte auch Philippe Cottier, Gründer des Hedge-Funds-Anbieters Harcourt. Das sei der höheren Transparenz, einer verbesserten Regulierung, der grösseren Zahl von Börsengängen, aber auch der wachsenden Unterstützung durch die Behörden zu verdanken.

Den Löwenanteil an den Resultaten lieferten Dach-Hedge-Funds (FoHF). Mit einem Marktanteil von 31% sei die Schweiz hier die Nummer eins der Welt, zusammen mit den USA. Fünf der sieben grössten FoHF seien hierzulande angesiedelt. Grosses Potenzial bestehe dagegen bei den Single-Hedge-Funds (SHF). Mit verwalteten Vermögen von 20 Mrd. Fr. betrage der Marktanteil nur 1%. Cottier verwies aber darauf, dass sich die Schweiz immer mehr als kleines, aber qualitativ hochwertiges Zentrum für SHF etablierte. Einen Zwischenstand zur Finanzkrise und zum besseren Abschneiden von Hedge-Funds gegenüber den Banken lieferte Serge Cadelli, COO von RMF. Hedge-Funds hätten sich nicht klüger, aber anders als Banken verhalten. Ein Grund seien Unterschiede beim Einsatz von Fremdkapital. Grossen Einfluss habe zudem, dass sich Banken meist in öffentlichem Besitz befänden, unter grösserer Beobachtung stünden, stärker reguliert und breiter tätig seien. Unterschiede gebe es auch bei den Anreizen. Diese würden bei Banken primär auf Optionen fussen, bei Hedge-Funds aber darauf, dass die Manager meist einen Grossteil des privaten Vermögens in ihre Fonds investierten.

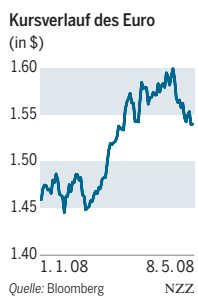
## Gestoppter Rekordlauf des Euro

Analytiker erwarten frühestens im September EZB-Zinssenkung

cei. Frankfurt, 8. Mai

Die Spannungen am Interbankenmarkt, auf dem sich die Finanzinstitute gegenseitig Geld leihen, haben in den vergangenen Tagen kaum nachgelassen. Sie seien eine Folge davon, dass viele Institutionen, also nicht nur Banken, eine im historischen Vergleich «abnormale Vorliebe» für Liquidität hätten, sagte der Präsident der Europäischen Zentralbank (EZB), Jean-Claude Trichet, am Donnerstag im Anschluss an die Ratssitzung in Athen. Während die Finanzmarktkrise die Quartalsresultate der Banken stark beeinträchtigt hat, beobachtet Trichet in anderen Branchen solide Unternehmensgewinne. Das scheinen zunehmend auch die Anleger am Aktienmarkt so zu sehen. Zwar ging der DAX am Donnerstag bei 7072 Punkten praktisch unverändert aus dem Handel. Er hat sich in den letzten Wochen aber deutlich vom Jahrestief abgesetzt, das Mitte März bei 6182 erreicht worden war. Freilich ist damit erst die Hälfte der Aufholjagd geschafft, hatte das Börsenbarometer für die deutschen Blue Chips Anfang 2008 doch bei fast 8000 Punkten gelegen.

Der EZB-Entscheid, den Leitzins bei 4% zu belassen, wirkte sich am Donnerstag nur wenig auf den Devisenmarkt aus. Am Morgen hatte der Euro bei \$ 1.53 notiert, am Abend dann wieder etwas stärker bei \$ 1.54. Dabei könnte eine Rolle gespielt haben, dass diejenigen Auguren auf dem falschen Bein erwischt wurden, die von Trichet erwartet hatten, er würde die Tür für eine baldige Zinssenkung öffnen. Das Gros der Bankökonomien rechnet immer noch damit, dass die EZB frühestens im September den Leitzins reduzieren wird, weil sich im zweiten Semester das Wirtschaftswachstum eintrüben werde. Erleichtert



dürfte die EZB darüber sein, dass der Rekordlauf des Euro gegenüber dem «Greenback» vor etwa zwei Wochen zu einem Halt kam. Zwar sind Wechselkurse für die EZB keine Zielgrösse, doch sind ihr übermässige Kursbewegungen ein Greuel, weil diese es den Akteuren erschweren, sich darauf einzustellen. Vom Tiefstkurs von \$ 1.60 je Euro ist die amerikanische Währung jedenfalls einiges entfernt. Etwas erholt hat sich der Dollar auch gegenüber dem Franken. Die erstmals Mitte März erreichte Parität ist wieder aus dem Blick gerückt: So notierte der Dollar am Donnerstag bei Fr. 1.05. Anfang Jahr hatte die amerikanische Währung allerdings noch Fr. 1.13 gekostet.

Weiterer Bericht im Wirtschaftsteil

### Rohwaren

## Erdölpreis auf neuem Höchst

Fdr. Vancouver, 8. Mai

Die Ölpreise haben ihre Rekordfahrt am Donnerstagabend fortgesetzt. Der Preis für ein Barrel (159 Liter) der US-Sorte West Texas Intermediate (WTI) zur Lieferung im Juni schloss bei \$ 124.52, also \$ 0.99 höher als bei Handelsschluss am Vortag. Ein Barrel der Nordseesorte Brent verteuerte sich auf \$ 123.92. Die Opec liess erneut verlauten, die Marktversorgung sei mehr als ausreichend und der jüngste Preisanstieg sei vorab die Folge des schwachen US-Dollars. Das Londoner Goldfixing kletterte auf 877 \$/Unze, und an der Comex stieg der Junikontrakt für das gelbe Metall mit \$ 885.20 auf den höchsten Stand der Woche. Der StreetTracks Gold Trust verzeichnete wieder Zulauf, was auf weitere Avancen deuten könnte. In Chicago verzeichnete «rough rice» eine neuerliche Verteuerung, was vorab mit der Naturkatastrophe in Burma begründet wurde.

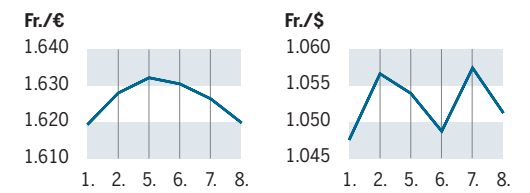
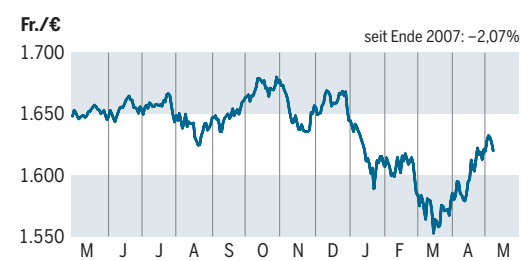
Weitere Marktberichte Seite 32 und 33

### Aktienmärkte



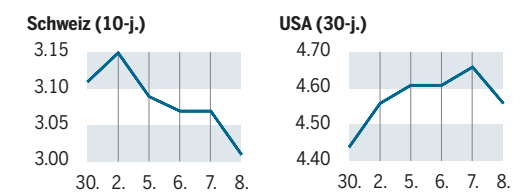
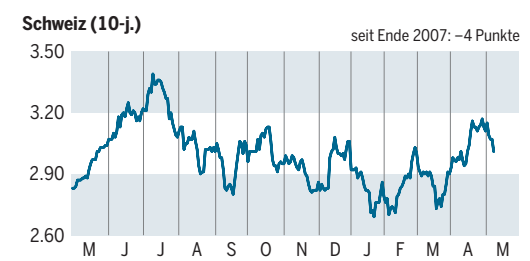
|                           | Vortag   | Schluss         | Veränderung |
|---------------------------|----------|-----------------|-------------|
| <b>Schweiz</b>            |          |                 |             |
| SMI                       | 7639.16  | <b>7586.15</b>  | -0.69%      |
| SPI                       | 6408.37  | <b>6372.35</b>  | -0.56%      |
| <b>Vereinigte Staaten</b> |          |                 |             |
| Dow Jones                 | 12814.35 | <b>12866.78</b> | 0.41%       |
| S&P 500                   | 1392.57  | <b>1397.68</b>  | 0.37%       |
| Nasdaq                    | 2438.49  | <b>2451.24</b>  | 0.52%       |
| <b>Europa</b>             |          |                 |             |
| Stoxx 50                  | 3286.50  | <b>3275.63</b>  | -0.33%      |
| Euro-Stoxx 50             | 3871.78  | <b>3855.86</b>  | -0.41%      |
| Stoxx Gesamt              | 329.35   | <b>329.28</b>   | -0.02%      |
| <b>Grossbritannien</b>    |          |                 |             |
| FTSE 100                  | 6261.00  | <b>6270.80</b>  | 0.16%       |
| <b>Deutschland</b>        |          |                 |             |
| DAX Xetra                 | 7076.25  | <b>7071.90</b>  | -0.06%      |
| <b>Frankreich</b>         |          |                 |             |
| CAC 40                    | 5075.31  | <b>5055.58</b>  | -0.39%      |
| <b>Japan</b>              |          |                 |             |
| Nikkei 225                | 14102.48 | <b>13943.26</b> | -1.13%      |

### Devisenmärkte



| Kurse 18.45 Uhr      | Vortag  | Schluss        | Veränderung |
|----------------------|---------|----------------|-------------|
| <b>Euro</b>          |         |                |             |
| in Franken           | 1.6266  | <b>1.6200</b>  | -0.66 Rp.   |
| in Dollar            | 1.5383  | <b>1.5414</b>  | 0.31 Cent   |
| in Yen               | 161.89  | <b>160.03</b>  | -1.86 Yen   |
| <b>Dollar</b>        |         |                |             |
| in Franken           | 1.0575  | <b>1.0513</b>  | -0.62 Rp.   |
| in Yen               | 105.25  | <b>103.85</b>  | -1.40 Yen   |
| <b>Pfund</b>         |         |                |             |
| in Franken           | 2.0644  | <b>2.0558</b>  | -0.86 Rp.   |
| <b>Yen (100)</b>     |         |                |             |
| in Franken           | 1.0048  | <b>1.0120</b>  | 0.72 Rp.    |
| <b>Franken (100)</b> |         |                |             |
| in Euro              | 61.4715 | <b>61.7189</b> | 24.74 Cent  |
| in Dollar            | 94.5492 | <b>95.1520</b> | 60.28 Cent  |

### Geld- und Kapitalmärkte



| Jahresende 2007                          | Vortag | Schluss |              |
|--|--------|---------|--------------|
| <b>Geldmarkt (3 Monate)</b>              |        |         |              |
| Franken-Libor                            | 2.76%  | 2.80%   | <b>2.79%</b> |
| Euribor                                  | 4.68%  | 4.86%   | <b>4.86%</b> |
| Dollar-Libor                             | 4.70%  | 2.73%   | <b>2.72%</b> |
| Yen-Libor                                | 0.90%  | 0.92%   | <b>0.91%</b> |
| <b>Kapitalmarkt (Benchmark-Anleihen)</b> |        |         |              |
| Schweiz (10-j.)                          | 3.05%  | 3.07%   | <b>3.01%</b> |
| Deutschland (10-j.)                      | 4.31%  | 4.17%   | <b>4.12%</b> |
| Grossbritannien (10-j.)                  | 4.51%  | 4.77%   | <b>4.63%</b> |
| USA (10-j.)                              | 4.02%  | 3.90%   | <b>3.85%</b> |
| Japan (10-j.)                            | 1.51%  | 1.62%   | <b>1.65%</b> |

## Eine Frage entzweit – sind Hedge-Funds für Anleger sinnvoll oder nicht?

In dem am 24. April erschienenen Artikel stellte Thomas Hauser die Rendite- und Risikoeigenschaften von Hedge-Funds in Frage und führte aus, dass Anleger diese

Produkte nicht im Portfolio brauchen. Dem widerspricht Peter Meier im folgenden Text. Hauser verwende Argumentationsketten, die teilweise falsch seien und

im Widerspruch zu bisherigen Erkenntnissen stünden. Hauser kontert die Replik in seiner Duplik ebenfalls mit wissenschaftlichen Erkenntnissen. (Red.)

## Die Nutzung von Dachfonds führt zu besseren Rendite-Risiko-Eigenschaften

Von Peter Meier\*

Hedge-Funds rentierten in den letzten zwanzig Jahren weltweit besser als Aktien. Indizes für Dach-Hedge-Funds messen die Gesamttrenditen nach Abzug aller Gebühren und weiteren Kosten, die den Fonds auf verschiedenen Ebenen belastet werden. Die Messproblematik, die von Thomas Hauser gegen Hedge-Funds im Allgemeinen vorgebracht wird, ist grundsätzlich richtig, er selbst verwendet aber bei der Analyse einen Dach-Hedge-Funds-Index, der diesen Mängeln kaum ausgesetzt ist. Damit benutzt er auch einen Index, der um alle Kosten bereinigt ist und die reale Rendite für den Endinvestor misst. Hausers Skepsis gegenüber aktivem Portfoliomanagement, einem wichtigen Charakteristikum von Hedge-Funds, ist in der Summe zwar richtig, verkennt aber, dass Hedge-Funds für die Manager attraktiveres Einkommen bieten und deshalb auch talentiertere Manager anziehen vermögen.

### Import des Dollar-Risikos

Bei der Ermittlung des Wertschwankungsrisikos von Hedge-Funds arbeitet Hauser zunächst mit theoretischen Renditen, die von Dollar in Franken umgerechnet werden. Auf diese Weise «importiert» er das Dollarrisiko für einen Schweizer Investor und kommt zu unrealistisch hohen Volatilitäten. Schweizer Hedge-Fund-Investoren betrachten das Währungsrisiko entweder separat, oder sie kaufen bei Dach-Hedge-Funds die Anteile in Franken, und Letztere sind bei allen Anbietern meistens vollständig gegen Wertschwankungen abgesichert.

Weiter kritisiert Hauser Hedge-Funds, weil sie entgegen ihren postulierten Eigenschaften nicht immer positive Renditen erzielen. Er zeigt, dass auch Hedge-Funds in Krisenzeiten Verluste aufwiesen, und folgert daraus, dass sie keine abso-

luten Rendite-Eigenschaften haben. Damit schützt er aber das Kind mit dem Bade aus. Im Vergleich zu den Aktien gelang es den Hedge-Funds insgesamt hervorragend, Verluste während Baiseseperioden abzufedern. Seit dem Jahr 1994 gab es, gemessen an Dach-Hedge-Funds-Indizes, keine Kalenderjahre mehr mit negativen Renditen. Vor allem auch über die Crash-Jahre 2000 bis 2002 erbrachten die Hedge-Funds immerhin noch positive Jahresrenditen.

Selbstverständlich ist der Anleger mit Bundesobligationen stets auf der sichereren Seite, verzichtet aber auch auf eine höhere Risikoprämie. Gerade in der Kreditkrise zeigen sich aber auch Tücken bei bestens bewerteten Schuldpapieren, die wegen der Dominoeffekte auf den Kapitalmärkten zum Teil hohe Abschreibungen verzeichnen. Richtig ist die Feststellung Hausers, dass das Risiko von Hedge-Funds unterschätzt wird, wenn die Volatilität als einziger Massstab dafür stehen soll. Das Wesen von Hedge-Funds besteht aber gerade in der Diversität der Risiken, und dadurch entstehen zusätzliche, neue Rendite- und Diversifikationsmöglichkeiten. Hedge-Funds haben insgesamt die gegenwärtige Kreditkrise recht gut überstanden, und einige profitierten sogar mit

leer verkauften Kreditrisiken von rückläufigen Bewertungen an den internationalen Börsen.

### Sinnvolle Allokation von 50 Prozent

Hauser folgert, dass die Ergänzung traditioneller Aktien- und Obligationenportfolios mit Hedge-Funds «teure Portfolio-Kosmetik» ist. Die Argumente dazu widersprechen allen wissenschaftlichen Befunden. Wegen portfoliotheoretischer Berechnungen führen Dach-Hedge-Funds zu klar besseren Rendite-Risiko-Eigenschaften für die meisten Anleger. Mathematische Optimierungen fordern Allokations-Empfehlungen von 50% und mehr zugunsten von Hedge-Funds. Dies entspricht allerdings kaum dem gefühlten Sicherheitsbedürfnis – auch im Hinblick auf Reputationsrisiken – vieler Anleger, weil es erst seit zwanzig Jahren wissenschaftlich messbare Ergebnisse für Hedge-Fund-Investments gibt und die Industrie eine rasante Dynamik aufweist, welche bei vielen Investoren Skepsis hervorruft. Auch die Such- und Evaluationskosten für Dach-Hedge-Funds sind in der Schweiz dank einem hochentwickelten und von Schweizer Behörden beaufsichtigten Angebot sowie einer unabhängigen, frei zugänglichen Datenbank gering.

## Die Jagd nach einer Mehrrendite widerspricht der Wissenschaft

Von Thomas Hauser\*

Die wohl wichtigsten finanzwissenschaftlichen Meilensteine der letzten Jahrzehnte sind die Portfoliotheorie von Markowitz und das Konzept informationseffizienter Märkte von Fama. Die Erkenntnis, dass die Kursentwicklung liquider Anlagen nicht prognostizierbar ist, gilt heute mehr denn je. Die Jagd von Hedge-Funds nach Mehrrenditen widerspricht deshalb dieser wissenschaftlich erhärteten Logik fundamental.

### Wichtiger Survivorship Bias

Die von Peter Meier angeführte Argumentation der Portfoliooptimierung greift ebenfalls zu kurz. Zentrale Faktoren bei der Optimierung sind die Rendite und die Risikomasse. Renditen von Hedge-Funds sind aufgrund ihrer Intransparenz schwierig nachvollziehbar. In höherem Masse gilt dies sogar für Risikoeigenschaften wie Volatilität und Korrelation. Diese sind aufgrund der Illiquidität beziehungsweise wegen der (willkürlich?) geschätzten Nettoinventarwerte grosser Teile dieser Anlagensegmente irreführend. Die Zusammenbrüche der Hedge-Funds Amaranth und Car-

lyle zeigen, dass gute Resultate über Nacht zur Makulatur werden können. Diese Fonds kollabierten nicht zuletzt wegen ihrer hohen Fremdfinanzierung. Wer würde schon nach den Erfahrungen aus der Subprime-Krise in ein Portfolio mit einem Hebel von 15 bis 30 investieren? Meier marginalisiert den Survivorship Bias. Weil die Hedge-Funds-Manager ihre Performance letztlich freiwillig den Index-Anbietern melden, verschwindet jährlich eine gewisse Zahl erfolgloser Hedge-Funds vom Markt, ohne dass deren kollabierende Rendite den Index-Anbietern gemeldet wird. Professor Rolf Banz schätzt, dass die effektive Performance von Hedge-Funds im Vergleich mit den Renditen von Hedge-Fund-Indizes um über 3% nach unten zu korrigieren ist.

### Vorsprung traditioneller Anlagen

Die Aussage von Meier, Hedge-Funds würden aufgrund ihrer attraktiven Entschädigung talentiertere Manager anziehen, ist gewagt. Es gibt sowohl im traditionellen wie auch im alternativen Segment einige Talente. Aufgrund der Transparenz und der wesentlich tieferen Gebühren werden aber Verfechter traditioneller Anlagen auf Dauer mehr auf der hohen Kante haben.

\* 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 |