

Investieren in Hedge funds: Marktineffizienzen werden kleiner – Global macro funds als Opfer des eigenen Erfolgs? (Teil 2)

Globale Makrostrategien sind kein Freipass zur Spekulation

Von Markus Schellenberg

Die teilweise kontroversen Hedge-fund-Strategien werden dann interessant, wenn Fiaskos einzelner Manager oder besonders gute Ertragsentwicklungen zu vermeiden sind. Der Mythos von undurchschaubaren, zwiespältigen und spekulativen Strategien soll durch die Realität widerlegt werden. Nachhaltig erfolgreiche Hedge-fund-Manager zeichnen sich durch besondere Fähigkeiten (Skills) aus, setzen identifizierte Marktineffizienzen rasch und ohne Beschränkungen um (opportunistisch) und investieren meist ihr gesamtes Privatvermögen (kapitalistisch) zu den gleichen Bedingungen wie die Anleger.

Globale Makrostrategien basieren typischerweise auf makroökonomischen Top-down-Analysen. Investiert werden kann in alle denkbaren Finanzinstrumente. Makrostrategen versuchen, grosse Trendbrüche im Zins-, Währungs-, Obligationen- und Aktienbereich vorherzusehen und diese schnell und unkompliziert umzusetzen. Sie weisen generell eine hohe Rendite, aber auch eine hohe Schwankungsbreite der Erträge auf. Häufig werden dabei derivative Finanzinstrumente eingesetzt und Fremdkapital verwendet. Das bekannteste Beispiel dürfte die Transaktion von George Soros sein, der im Herbst 1992 10 Mrd. £ leer verkauft hatte und, nachdem das Pfund aus der Währungsschlange ausgeschieden war, einen Gewinn von 1 Mrd. £ realisierte.

Neueinschätzung

Die Geburtsstunde des ersten Global macro fund lässt sich aber nicht leicht nachvollziehen. Die meisten dieser Anlagevehikel entstanden als traditionelle Hedge funds, die in Aktien long und short investierten. Mit der Verfügbarkeit innovativer Finanzinstrumente in den Achtzigerjahren entstanden neue Investitionsmöglichkeiten. Dank Futures und Optionen in den Bereichen Zinsen, Währungen und Aktien konnten Investitionsideen rasch und unkompliziert umgesetzt werden. Global-macro-Strategen interessieren sich für historische Unter- oder Überbewertungen auf weltweiter Basis. Ausser Mut, Visionen und wissenschaftlich quantitativen Methoden sind offene Augen und Ohren sowie der Zugang zu Fremdkapital (Leverage) die entscheidenden Erfolgskriterien in diesem Bereich.

Die berühmtesten Vehikel waren während mehrerer Jahrzehnte der Jaguar Fund von Julian Robertson und die Quantum funds von George Soros. Verschiedene wegweisende Faktoren und Ereignisse führten vor kurzem zur Schliessung (Robertson) und Restrukturierung (Soros) dieser Funds. Die respektable Grösse von mehr als 20 Mrd.\$ und ein verändertes Marktumfeld haben in den vergangenen Jahren zu markant tieferen Erträgen und Anfang 2000 zu grossen Verlusten geführt. Soros und Robertson sind Opfer ihres eigenen Erfolgs geworden: Erstens mussten sie wegen des Fondsvolumens von ihrer Kernkompetenz abweichen und sich vermehrt mit klassischen Managementaufgaben befassen. Zweitens erhöhte die Grösse nicht nur die Verpflichtungen und Verantwortlichkeiten, im gleichen Ausmass sank die Flexibilität.

Michael Steinhardt, der vor vier Jahren seine Investoren auszahlte, definierte Flexibilität stets als Schlüsselement des Erfolgs. Makroökonomische Fehleinschätzungen (z. B. die Euroerstarkung) und mehrheitlich fremdfinanzierte Transaktionen in Technologiewerten führten zu einer fundamentalen Neueinschätzung der Global macro funds. RMF Investment Group reduzierte das Robertson-Engagements im vergangenen Herbst aus qualitativen Gründen substanziell: Junge und talentierte Fondsmanager trennten sich nach kurzer Zeit

von Robertson, um eigene Hedge funds zu gründen. Und obwohl Robertson rund 200 Angestellte beschäftigte, entschied er letztlich über jeden Investitionsentscheid selber. Dazu kommt, dass die Strategie seines Fonds mehr und mehr inkonsistent wurde: vom Stock picking zu Global macro und umgekehrt.

Breites Anlagespektrum

Gelegenheiten und Chancen im Global-macro-Segment wird es aber weiter geben. Handlungsfreiheit, Flexibilität, Spezialisierung und klassische Managementfähigkeiten sind die Herausforderungen für die nächsten Jahre. Tendenziell werden die Marktineffizienzen weiter abnehmen. Die Volatilität scheint eher zu steigen, und die Banken sind zurückhaltender in der Kreditvergabe (Leverage). Diese neuen Marktbedingungen erhöhen die Anforderungen an Global-macro-Manager: Spezialisierte Macro funds (Währungen, Emerging markets, Commodities) und die Überwachung des Fremdkapitaleinsatzes – die exzessive Form davon ist unbestrittenermassen Hauptgrund für Verluste von Hedge funds im Fall rückläufiger bzw. volatiler Märkte – sind die grossen Herausforderungen der nächsten Jahre. Grössere Global macro funds üben auch Zurückhaltung in der Öffentlichkeit, konzentrieren sich auf die Kernkompetenzen, umgeben sich mit hoch qualifizierten Managern und delegieren.

Hedge funds weisen immer spezifische Risiken auf, weshalb ein breiteres Spektrum als bei traditionellen Anlagen nötig ist. Darum sollte auch innerhalb der Stilrichtungen auf verschiedene Manager gesetzt und geografisch diversifiziert werden. Selbstverständlich müssen sich die Strategien unterscheiden. Viel wichtiger sind aber genügend qualifizierte Ressourcen für eine detaillierte Auswahl und eine permanente Überwachung der Manager. Unter Berücksichtigung dieser Kriterien werden nachhaltige und nicht korrelierende Erträge erzielt.

Das Portfolio ergänzen

- Tendenziell nimmt die Bedeutung von Global Macro Funds ab: Einerseits wandeln sich die Märkte von «Makro» zu «Mikro», Nordamerika dominiert, in Europa herrscht Frieden und die Währungen sind in drei grossen Blöcken konsolidiert. Andererseits durchlaufen wir einen raschen technologischen Wandel, der den Venture-Kapitalisten (Mikro) neue Horizonte eröffnet.
- Nach den grossen und fremdfinanzierten Wetten auf Zinsen, Währungen und Aktien sind weniger risikoreiche Strategien mit stabileren Erträgen gefragt.
- Trotz spekulativem Charakter sind sorgfältig diversifizierte Global Macro Funds weniger volatil als der MSCI- Welt-Index.
- Global Macro Funds eignen sich auf Grund der guten absoluten Renditen für den Privatinvestor als Portefeuillebeimischung.
- Institutionelle Anleger werden sich wegen der schwierigen Prognostizierbarkeit und Intransparenz weiter zurückhaltend gegenüber Global Macro Funds verhalten

Grafiken und Tabellen zu diesem Artikel:

http://www.finanzinfo.ch/upload/archiv/dossiers/artikel/dossier_pdfs/15-grafiken/15-2-S30-G1.pdf