

Investieren in Hedge funds: Warum alternative Anlagen in jedes institutionelle Portfolio gehören (Teil 7)

In einem schwierigen Marktumfeld stabile Erträge erzielen

Von Urs Spörri

Die jüngste Untersuchung eines führenden europäischen Pensionskassenberaters hat erstaunliche Resultate zu Tage gefördert. Befragt wurden 284 grosse europäische Vorsorgeinstitutionen. 78% der befragten Einrichtungen lassen ihre Vermögen teilweise durch externe Manager verwalten. Von ihnen halten wiederum 18% der Pensionskassen alternative Anlagen.

Aus den Antworten lässt sich zudem schliessen, dass dieser Anteil in den kommenden drei Jahren auf 38% steigen wird. Im Schnitt beträgt die Allokation eines Portfolios mit alternativen Anlagen derzeit 1%. Dieser Anteil dürfte bis ins Jahr 2003 auf rund 5% erhöht werden. Gemäss der Studie nehmen Schweizer Institutionen auf dem Gebiet der nichttraditionellen Anlagen in Europa eine absolute Vorreiterrolle ein.

Tiefe Korrelation

Die Verwalter alternativer Anlagen operieren in einem ganz anderen Umfeld als ihre Kollegen auf der traditionellen Seite (vgl. Kasten). Sie geniessen viel mehr Freiheiten, und ihr Ziel ist es nicht, einen Index zu schlagen, sondern einen absoluten Ertrag – beispielsweise 10 bis 13% p.a. – zu erwirtschaften. Werden die Ertragsfaktoren (Performance attribution) der zwei verschiedenen Stile bildlich dargestellt, ist zu erkennen, dass Hedge funds nach links verschoben, die traditionellen Pensionskassen bzw. Anlagefonds dagegen nach rechts verschoben sind (vgl. Grafik 1).

Weiter zeigt die Abbildung, dass die Wertentwicklung für annähernd 16% der Hedge funds lediglich zu 20% vom Markt abhängig ist. Die Erträge von 16% der traditionellen Anlageformen werden dagegen zu 65% von den Märkten bestimmt. Diese Unabhängigkeit von der Marktsituation, das heisst die tiefe Korrelation gegenüber traditionellen Anlagen, ist einer der grössten Vorzüge von Hedge funds.

Sinnvolle Kombination

In den bisher erschienenen Artikeln sind die Autoren detailliert auf einzelne Hedge-fund-Strategien eingegangen. Ausser der genauen Kenntnis über die einzelnen Fonds und ihrer Manager ist es wichtig, die unterschiedlichen Ertragscharakteristiken (Return drivers) zu kennen. Zusammenfassend lässt sich sagen, dass Equity-Strategien hohe Erträge aufweisen, jedoch stärker mit den Aktienmärkten korrelieren als andere Stile. Relative Value-Strategien repräsentieren den konservativsten Ansatz, haben stabile, attraktive Erträge und eine tiefe Korrelation.

Der Event-driven-Stil zeichnet sich durch ähnlich stabile Erträge wie der Relative-value-Ansatz aus, die Korrelation mit traditionellen Anlagen ist aber etwas höher. Die Erträge des Global-macro-Ansatzes sind volatil und schwer voraussehbar; gegenüber traditionellen Anlagen hat diese Strategie eine mittlere Korrelation. Die Wertentwicklung von Managed futures (CTA) ist volatil, hat aber fast keine Korrelation zu den Aktienmärkten. Dieser Stil eignet sich ideal, um ein Portfolio zu diversifizieren.

Zwei Ansätze

Im Rahmen der Konstruktion eines Hedge-fund-Portfolios gilt es in Bezug auf die Gewichtung der einzelnen Stile folgende Punkte zu berücksichtigen : Um einen hohen Ertrag zu erzielen, müssen Equity-hedge-Strategien und Managed futures übergewichtet werden. Event driven und Global macro funds sollten dagegen eher untergewichtet bleiben. Damit das Risiko und die Korrelation vermindert werden, empfiehlt sich, Relative value und Managed futures im Portfolio überzugewichten. Equity hedge und Macro funds sollten wiederum eher untergewichtet bleiben.

Die RMF Investment Group benutzt für den Aufbau eines Portfolios von Hedge funds sowohl den Top-down- als auch den Bottom-up-Ansatz. Mit der ersten Methode wird anhand verschiedener quantitativer Modelle die strategische Portefeuillestruktur bestimmt. Das Resultat ist ein optimiertes Portfolio, das in der Vergangenheit über mehrere Jahre die besten risikoadjustierten Erträge erzielt hat.

Was die taktische Struktur betrifft, wird mit einem qualitativen Ansatz versucht, die Ertragsaussichten der verschiedenen Stile für die kommenden sechs bis zwölf Monate vorauszusagen und mit einem eigenen Modell zu gewichten. Der Bottom-up-Teil ist schliesslich nichts anderes als die Auswahl der verschiedenen Hedge funds nach genau festgelegten qualitativen und quantitativen Kriterien. Die Erfahrungen in den vergangenen Jahren haben gezeigt, dass die Asset allocation (Top-down-Strategie) vor allem das Risiko minimiert und die Sharpe ratio erhöht (Die Sharp ratio ist eine Kennziffer, die die Performance und das Risiko einer Aktie oder eines Portefeuilles in einer Zahl zusammenfasst. Eine hohe Sharp ratio bedeutet, dass mit einem geringen Risiko eine gute Wertentwicklung erzielt wurde). Die sorgfältige Auswahl der Manager (Bottom-up-Strategie) hat demgegenüber vor allem einen Einfluss auf die Erträge und trägt zu deren Verbesserung bei.

Attraktive Wertentwicklung

Ein Investor erwartet von seinem Hedge-fund-Portfolio besonders in einem schwierigen Marktumfeld stabile Erträge. Die Grafik 2 zeigt die Erträge des RMF Four Seasons Fund in den Monaten mit den grössten Verlusten des MSCI-Weltaktien-Index über die vergangenen drei Jahre. Anhand des einfachen Diagramms lässt sich zeigen, dass die erwähnten Eigenschaften und Charakteristiken von Hedge funds auch in so genannten Stressperioden zum Tragen kommen.

Insgesamt weisen Hedge funds langfristig attraktive, risikoadjustierte Erträge auf und ein optimiertes, diversifiziertes Hedge-fund-Portfolio hat ein tiefes Risiko (Standardabweichung). Nichttraditionelle Anlagen haben ausserdem eine tiefe Korrelation gegenüber traditionellen Portfolios. Sie eignen sich deshalb ideal, um die Risiken eines traditionellen Portfolios zu diversifizieren und die Erträge zu steigern.

Die Frage ist heute nicht mehr, ob Investoren Hedge funds brauchen, sondern, wie lange institutionelle Anleger auf Hedge funds als strategische Portfoliobeimischung noch verzichten können.

Traditionelle versus Alternative

Das Wachstum nicht-traditioneller Anlagen wird in den nächsten Jahren zunehmen. Warum sind alternative Anlagen im Vergleich zu traditionellen Investitionen attraktiv? Hauptgrund sind die anderen Charakteristiken dieser Investitionsform.

Die Merkmale von Pensionskassen und Anlagefonds als Vertreter traditioneller Investitionen sind:

- Die Anlagepolitik und -instrumente sind durch gesetzliche Vorschriften limitiert (BVV, EBK).
- Die Investitionsstrategie beschränkt sich auf einen long-only-Ansatz mit einem mittelfristiger Anlagehorizont.
- Die Erträge hängen von der Anlage-kategorie und von den Märkten ab.
- Die Korrelation mit anderen, traditio-nellen Investments ist hoch.
- Die Ertragsziele sind relativ (zu ei-nem Benchmark).

Die Merkmale von Hedge funds als nicht-traditionelle Anlagen sind:

- Die Anlagepolitik und -instrumente sind keinen Einschränkungen unterworfen.
- Die Anlagestrategien sind verschie-den und flexibel.
- Die Erträge hängen von den Fähig-keiten (skills) der Manager ab.
- Die Korrelation mit traditionellen Anlagen ist tief.
- Die Ertragsziele sind absolut (kein Benchmark).

Grafiken und Tabellen zum Artikel:

http://www.finanzinfo.ch/upload/archiv/dossiers/artikel/dossier_pdfs/15-grafiken/15-7-S39-G1.pdf