



Im Spannungsfeld von Rendite und Risiko

Hedge Funds

Der Einsatz von Hedge Funds of Funds erlaubt es, das Rendite-/Risikoprofil von klassischen Portfolios effizient zu steuern oder sogar eine Erhöhung des Renditepotenzials zu erzielen.

Die Eigenschaften von Hedge Funds und die Einteilung nach den unterschiedlichen Stilen und deren Effekte auf ein Hedge-Funds-Portfolio wurde bereits in früheren Ausgaben des BANCO erläutert¹. Diese ganz spezifischen Eigenschaften können in klassischen Portfolios gezielt eingesetzt werden, um eine Anlagestrategie effizienter durchzusetzen. Im Vordergrund stehen vor allem zwei Grundstrategien: Die Erhöhung der Diversifikation und damit eine Verringerung der Risiken bzw. der Volatilität oder die Steigerung des Performancepotenzials bei gleichbleibendem Gesamtrisiko.

Ansatz 1

Weniger Risiko dank Diversifikation

Für die meisten Portfoliomanager steht bei der Verwendung von Hedge Funds of Funds die Diversifikation im Vordergrund. Angestrebt wird in erster Linie eine Glättung der Kursausschläge bzw. eine Verminderung der Volatilität.

Der Diversifikationseffekt ist umso größer, je kleiner die Korrelation der Hedge Funds of Funds zum bestehenden Portfolio ist.

Theoretisch könnten zwei Wertpapiere miteinander kombiniert werden, die beide sehr hohe Volatilitäten aufweisen, aber gleichzeitig eine maximale negative Korrelation von minus 1 zueinander aufweisen. Das daraus resultierende Portfolio dieser zwei Wertpapiere hätte eine Volatilität von Null, wäre also risikolos. Im Fall der Hedge Funds of Funds verhält es sich natürlich weitaus weniger extrem. Die Korrelationen im Vergleich zu Aktien- und Obligationenindizes (siehe Tabelle 1) zeigen Werte von 0.5 bis 0.7 zu Aktien (je nach Hedge Fund Index und seiner Gewichtung) und annähernd Null zu den Obligationen bester

Qualität. Ein Diversifikationseffekt, der durch die Korrelation geprägt ist, kann aber sicher erzielt werden.

Ein weiterer Effekt, der den Diversifikationsansatz unterstützt und also die Volatilität des gesamten Portfolios zusätzlich reduziert, ist die tiefe Volatilität der Hedge Funds (Tabelle 1). Die Volatilität, ausgedrückt mit der Standardabweichung², ist wesentlich kleiner bei Hedge Funds als bei Aktienindizes.

Umsetzung des Diversifikationsansatzes

Dem Portfolio wird ein ganz bestimmter Anteil alternativer Anlagen beigegeben, die meist wiederum einen Anteil an Private Equity, Commodities und Hedge-Fund-Produkten beinhaltet. Beim Hedge Fund-Anteil muss grundsätzlich beachtet werden, dass die Zusammenstellung der einzelnen Stile tatsächlich einen Diversifikationseffekt zum Gesamtportfolio erbringt. Beispielsweise sollte der Anteil an long/short-Equity-Managern (höhere Korrelation zu Aktien (0.6) als Market-Neutral-Strategien (0.16)) eher kleiner sein, wenn das Gesamtportfolio bereits eine sehr hohe Aktienquote besitzt.

Ein modularer Aufbau von unterschied-

lichen Hedge-Funds-Stilen, angepasst und optimiert auf die Aktien/Obligationen Allokation und das Rendite-/Risiko-profil des Gesamtportfolios ist entscheidend, um den höchst möglichen Diversifikationseffekt und damit eine sichtbare Reduktion der Volatilität zu erhalten. Multi-Strategy-Produkte eignen sich weniger, da sie die spezifischen Anforderungen des Gesamtportfolios nicht zwingend treffen.

Ansatz 2

Mehr Rendite dank Spezialitäten

Die zweite typische Strategie, die der Einsatz von Hedge funds bietet, gilt der Performanceoptimierung. Ziel dieses Ansatzes ist es, mehr «Alpha» zu generieren, das heißt es soll eine höhere Performance erreicht werden als es der jeweilige Markt mit dem Einsatz klassischer Investmentvehikel erbringt. So kann ein «stock picker», ein «market timer» oder ein Sektorspezialist unter Umständen Renditen erwirtschaften, die über der Performance der jeweiligen klassischen Benchmark liegen. Dies hängt von seinem Wissen und seinem Talent ab. Oft wird von «skill based investing» gesprochen. Kann der

Tabelle 1

Korrelationen, Performance und Risikozahlen von Hedge-Fund-Indizes zu Aktien- und Obligationenindizes

Korrelation und Renditen/Risiko Profile, Periode: Aug.1994 bis Juli 2002

	1	2	3	4	5	6	7	8	annual. Perform.	Volatilität	Sharpe Ratio
1 Allvest Hedge Funds Index	1								15.75%	7.36%	1.45
2 Allvest Sub-Index: Funds of Funds	0.94	1							18.20%	9.54%	1.37
3 CSFB/Tremont Hedge Funds Index	0.79	0.68	1						12.56%	9.03%	0.83
4 HENNESSEE H.F. INDEX	0.96	0.91	0.78	1					10.57%	7.76%	0.71
5 MSCI World Index (USD) Price Index	0.72	0.64	0.51	0.72	1				3.60%	14.49%	-0.1
6 NASDAQ	0.83	0.82	0.56	0.8	0.78	1			7.92%	30.50%	0.09
7 S&P 500 DRI	0.68	0.59	0.49	0.68	0.94	0.78	1		10.85%	15.95%	0.36
8 Salomon Broad Invnt Grade Bonds (Ttl Rtn)	-0.01	-0.01	0.14	-0.06	-0.02	-0.03	0.08	1	7.67%	3.65%	0.71

Dossier

Portfoliomanager neben seinem Wissen zusätzlich alternative Anlagestrategien anwenden, dann entsteht unter Umständen ein zusätzliches «Alpha» aus seinem Investmentstil: Zum Beispiel generiert ein «stock picker», der die long/short Strategie³ anwenden darf, zusätzliche Erträge, weil er sein Wissen nicht nur bei unterbewerteten Titeln ausnutzen kann, sondern ebenfalls mit überbewerteten Unternehmen durch short Positionen Erträge erwirtschaften kann. Unser Beispiel zeigt auf, dass long/short equity Strategien zur Aktienquote gezählt werden müssen, wenn im Vordergrund die Optimierung der Performance eines Portfolios steht. Bei der Umsetzung der Portfoliostrategie sollte ein Fund of Funds gewählt werden, um durch die Streuung auf verschiedene Manager eine zusätzliche Diversifizierung zu erreichen. Mit dem Fokus auf long/short Equity Strategien würde dieser Fund of Funds ebenfalls in die Aktienquote fallen. Oft wird von Ergänzungsstrategie gesprochen. Im Falle der long/short Strategie wird zudem neben dem erhofften Alpha die Volatilität gesenkt. Das «Beta» – Mass für das systematische Risiko eines

Tabelle 2
Korrelationen von Hedge Fund Sub-Indizes (Hedge-Fund-Stile) im Vergleich zu Aktien- und Obligationenindizes.
Korrelationen, Periode: Aug.1994 bis Juli 2002

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1 CSFB/Tremont Hedge Funds Index	1													
2 CSFB/Tremont--Long/Short Equity	0.76	1												
3 HENNESSEE H.F. INDEX	0.78	0.88	1											
4 Hennessee H.F. Index CONVERTIBLE ARB.	0.42	0.44	0.59	1										
5 Hennessee H.F. Index DISTRESSED ONLY	0.65	0.66	0.79	0.63	1									
6 Hennessee H.F. Index EVENT DRIVEN	0.59	0.56	0.71	0.50	0.64	1								
7 Hennessee H.F. INDEX FIXED INCOME	0.48	0.32	0.46	0.37	0.57	0.47	1							
8 Hennessee H.F. Index MACRO	0.85	0.64	0.70	0.29	0.54	0.54	0.45	1						
9 Hennessee H.F. Index MARKET NEUTRAL	0.32	0.21	0.20	0.06	0.22	0.25	0.12	0.3	1					
10 Hennessee H.F. Index MERGER ARBITRAGE	0.45	0.55	0.70	0.47	0.64	0.68	0.43	0.42	0.26	1				
11 MSCI World Index (USD) Price Index	0.51	0.65	0.72	0.36	0.5	0.53	0.28	0.49	0.15	0.55	1			
12 NASDAQ	0.56	0.79	0.80	0.46	0.53	0.48	0.17	0.40	0.12	0.5	0.78	1		
13 S&P 500 DRI	0.49	0.60	0.68	0.33	0.43	0.56	0.26	0.49	0.20	0.55	0.94	0.78	1	
14 Salomon Broad Invnt Grade Bond (TH Rtn)	0.14	0.04	-0.06	-0.01	-0.08	0.05	-0.01	0.20	0.22	-0.08	-0.02	0	0.08	1

Quelle: Altiest

Portfolios – wird dadurch kleiner. Das Rendite-/Risikoprofil des Aktienanteils wird somit stark verbessert. Nicht nur bei Aktien-, sondern auch bei Obligationenanlagen sind Strategien möglich, die zu einem höheren «Alpha» führen können. Beispielsweise möchte der Portfoliomanager sein Zinsrisiko minimieren, welches er bei tiefen Zinsraten in seinem Obligationenportfolio hat. Relative Value Strategien – und Arbitrage Strategien – weisen eine sehr tiefe Sensitivität zu Zinsschwankungen auf. Zusammengeführt in einem Fund of Funds ergibt sich daraus ein Produkt, das ein höheres «Alpha» generieren kann. Zudem wird auch hier die Volatilität des gesamten Obligationenportfolios gesenkt, womit ebenfalls ein besseres Rendite/Risiko-Profil entsteht.

- ¹ Siehe vor allem BANCO Special «Hedge Funds» (Gekonnt Investieren Nr. 1) mit der Beschreibung aller Strategien, der Problematik und den Hedge Funds spezifischen Ausdrücken.
- ² Veröffentlichungen von Studien zeigen, dass bei Hedge Funds die Standardabweichung als Mass für das Risiko nicht genügend ist, da die Hedge Funds nicht eine Gleichverteilung der Returns aufweisen, sondern Strategien oft auf Verlustbegrenzung ausgerichtet sind. Aus diesem Grund müsste das Risikomass beispielsweise durch die Standardabweichung der negativen Returns (zum Mittelwert) ausgedrückt werden.
- ³ Die Generierung von Alpha mittels Hedge Funds wurde bereits in BANCO Special «Hedge Funds» (Gekonnt Investieren Nr. 1) besprochen.

Dr. Pascal Koepfel, Portfolio Manager and Business Development, Hans-Joerg Baumann, CEO, Olivier Croonenberghs, CFA, Chief Investment Officer, Christopher Merlini, Investment Manager, Swiss Capital Alternative Investments AG

Abb. 1: Graphische Darstellung zweier unterschiedlicher Portfoliostrategien mit Verwendung von Hedge Fund of Funds.

