



HEDGE FUNDS

Absolute Renditen – tatsächlich?

Der Begriff "Absolute Returns" wurde, von Finanzbranche und Politik gleichermaßen malträtiert, belächelt und falsch angewendet. Ein paar Erklärungen können deshalb nicht schaden...

ALEXANDER INEICHEN*



Die Grundidee des Ansatzes ist es, eine langfristige Kapitalansammlung zu generieren. Der Begriff steht für eine Investmentphilosophie, die in scharfem Gegensatz zur Finanz-Orthodoxie und zur Doktrin der relativen Rendite steht¹ – und genau das ist das gute daran..

Der Schlüssel zum Himmelreich: aktives Risikomanagement

Extrem vereinfacht besteht "Absolute Returns" darin, Geld zu verdienen wenn es gut läuft, und nicht alles wieder zu verlieren wenn der Wind dreht. Es geht also um die langfristige Kapitalansammlung. Diese Definition bezieht sich zum Beispiel auf von Hedge Funds angewendete Absolute>Returns-Strategien und auf strukturierte Produkte oder Kapitalschutz-Strategien, bei denen der maximale Verlust durch Risikomanagementinstrumente und -methoden begrenzt wird.

Der Ausdruck "asymmetrische Renditen" bezeichnet die Umsetzung der Absolute>Returns-Investmentphilosophie². Der Begriff wurde u.a. von Kahneman und Tversky (1979) geprägt und bekräftigt die Präferenz für positive Renditen gegenüber negative. "Asymmetrisch" deutet also auf die Bevorzugung von zahlreichen und erheblichen positiven Erträgen hin, gepaart mit der Bestrebung, negative Erträge – insbesondere beträchtliche negative Erträge – zu vermeiden. Der Grundgedanke ist also, dass schwere Verluste der finanziellen und geistigen Gesundheit schaden, weil sie die Kapitalanhäufungsrate beeinträchtigen. Um einen Verlust von 50% wettzumachen bedarf es in der Tat eines Ertrages von 100%.

Unterschiede zwischen den Absolute Return und Relative Return-Modellen

	Relative-Return-Modelle		Absolute-Return-Modell
	(Indexing)	(Benchmarking)	
Renditeziel	Relative Renditen		Absolute Renditen
<i>Grundgedanke</i>	<i>Index replizieren</i>	<i>Index schlagen</i>	<i>Investmentchance ausnutzen</i>
Risikomanagement	Tracking-Risiko		Gesamtrisiko
<i>Grundgedanke</i>	<i>Index replizieren</i>	<i>Index schlagen</i>	<i>Kapital schützen</i>

Quelle: Ineichen (2011)

Fehlgebrauch der "Absolute Returns"-Etikette

Tabelle 1 ist ein Versuch der Unterscheidung zwischen relativer und absoluter Renditen. Es ist zu beachten, dass ein umgetaufter Long-Only-Fonds, der nun die "Absolute Returns"-Etikette trägt, nicht unbedingt ein Absolute>Returns-Vehikel ist. Ein jederzeit vollständig investierter TAA-Programm (Taktische Asset Allocation) erfüllt ebenso wenig die Voraussetzungen für ein solches Vehikel: Anleger, seid gewarnt – mit diesem Begriff wurde schon manches Unheil angerichtet.

Das Renditeziel eines Relative>Returns-Managers wird von einem Referenzindex bestimmt. Ein Indexfonds versucht, eine Benchmark kostengünstig zu replizieren, während ein Benchmark-orientierter Manager bestrebt ist, diese zu schlagen. In beiden Fällen wird das Renditeziel im Verhältnis zu einem Index definiert, daher der Begriff "Relative Returns". Wenn ein Relative>Returns-Manager 50% des Vermögens seiner Anleger verliert während der Referenzindex um 52% fällt, kann das schon als positive Bilanz gewertet werden (nebenbei bemerkt: bei seinem eigenen Geld, bevorzugt er mit aller Wahrscheinlichkeit den Absolute>Returns-Ansatz...). Als die Aktienmärkte aber tatsächlich um

50% fielen, stellten zahlreiche Anleger das Relative>Returns-Prinzip in Frage – und das war im vergangenen Jahrzehnt schon zweimal der Fall. Hedge Funds, ihrerseits, streben nicht an, einen Index zu schlagen. Ihr Ziel ist es, absolute Renditen zu erzielen indem einerseits Investmentchancen wahrgenommen werden, und andererseits versucht wird, Vermögenswerte zu schützen, sollte sich die Investmentchance als Investmentrisiko entpuppen.

Das Risiko definieren

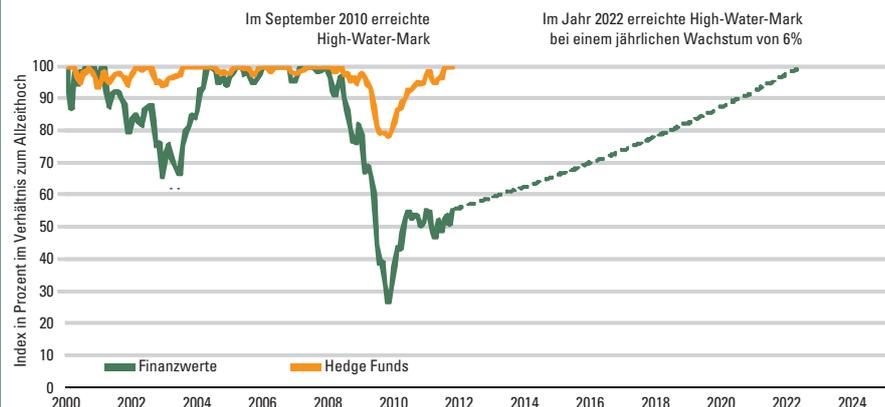
Benjamin Graham wurde mal wie folgt zitiert: "Das Wesen der Anlageverwaltung ist die Verwaltung von Risiken, nicht die Verwaltung von Renditen." Anleger können keine "Renditen verwalten", weil dieser Begriff nicht existiert. Das Risiko kann hingegen verwaltet werden. Deshalb gibt es hinsichtlich der Risikodefinition und –verwaltung ein grundlegender Unterschied zwischen den zwei Modellen in Tabelle 1. Wird das Risiko als Tracking-Risiko definiert bedeutet dies, dass die risikoneutrale Position des Managers der Index ist und dass die Risiken den Abweichungen vom besagten Index entsprechen. Ein benchmark-orientierter Long-Only-Aktienfondsmanager, der beispielsweise auf Cash umschichtet (um eine risikolose Renditerate

*CFA, CAIA, FRM, GRÜNDER DER INEICHEN RESEARCH AND MANAGEMENT AG, 6. JANUAR 2011



Finanzwerte vs. Hedge Funds

Jan 2000 – Dez. 2010 mit einer geschätzten CAGR von 6%



Die gestrichelte Linie zeigt die geschätzte Erholung bei einer angenommenen kumulierten jährlichen Wachstumsrate (CAGR) von 6%

Finanzwerte: S&P 500 Global 1200 Financials; Hedge Funds: HFRI Fund Weighted Composite Index

Quelle: Ineichen Research & Management, Bloomberg

zu erreichen³), erhöht das Risiko, weil dadurch die Wahrscheinlichkeit steigt, hinter der Performance des Index zurückzubleiben. In einem Kontext der absoluten Renditen ist die Cashposition risikoneutral. Die Umstellung von einer Aktien-Longposition auf Cash bedeutet hier eine Risikosenkung, weil die Verlustwahrscheinlichkeit abnimmt. Die gleiche Transaktion – von Aktien auf Cash umzuschichten – kann also je nach Risikodefinition eine Erhöhung oder eine Verminderung des Risikos bedeuten. Einfach ausgedrückt gibt es beim Absolute>Returns-Ansatz einen Investmentprozess für Hausseperioden (Renditestreben durch Eingehen von Risiken) und einen für Baiseseiten (Plan B falls etwas schief geht, sich die Umstände ändern usw.). Der Absolute>Returns-Gedanke bedeutet somit, nicht nur über den Einstieg in eine riskante Position nachzudenken, sondern auch über den Ausstieg. Der Schutz des Kapitals ist Teil des Wertangebots. Absolute>Returns-Strategien können demnach als Gegenteil von Long-only Buy-and-Hold-Strategien betrachtet werden.

Es ist zu beachten, dass "Anlegerschutz" nicht dasselbe ist wie "Anlageschutz". Der Anleger wird durch Regulierungen, Transparenz und einer Marktreferenz geschützt. Beim Relative>Returns-Ansatz werden die Mittel jedoch nicht angelegt, um während schwierigen Zeiten geschützt zu sein. In diesem Fall sieht das Mandat implizit oder explizit vor, dass das Kapital vollständig den Marktschwankungen ausgesetzt ist – also der Volatilität des Referenzindex. Eine solches Risiko galt – zumindest bis 2000 – als vertretbar, weil einerseits die Funktion der Vermögenserhaltung beim Anleger selbst lag und andererseits aufgrund gewisser starker Überzeugungen hinsichtlich der Renditeerwartungen, der Vorteile der Diversifizierung und der Investmentprozesse während der langen Aktienhausse. Das vergangene Jahrzehnt hat viele Denkweisen, die sich während der längsten Hausseperiode der Geschichte in den 80er und 90er-Jahren in den Köpfen der Anleger verankert hatten, gedämpft – um es gelinde zu sagen.

Ein klares Ziel

Absolute>Returns-Anleger streben, wie oben erwähnt, eine positive und langfristige Ansammlung von Kapital an ("positive compounding of capital"). "Risiko" – also die Eventualität einer negativen Kapitalansammlung ("negative compounding of capital") – ist demnach das genaue Gegenteil davon. Wesentlich beim Risikomanagement sind anders gesagt nicht das Tracking-Risiko oder die Volatilität, sondern die Verluste – genauer gesagt die Vermeidung, bzw. Minimierung dieser Verluste. Anhaltende und/oder schwerwiegende Verluste neutralisieren die Vermögensansammlungsrate.

Der Graph "Finanzwerte vs. Hedge Funds" zeigt die prozentuale Entwicklung von zwei Indizes im Verhältnis zu ihren Allzeithochs. Sichtbar werden somit sowohl das Ausmass der Verluste wie auch die Zeit, die nötig ist, um sie wieder wettzumachen. Der ungehedgte Anlagestil (Relative>Returns-Doktrin), den die grüne Linie darstellt, wies von Januar 2000 bis Dezember 2010 eine Rendite von 1.0% pro Jahr auf. Der gehedgte Anlagestil (Absolute>Returns-Philosophie) hingegen 6.5% pro Jahr (orangene Linie). Das ist ein markanter Unterschied. Läuft alles gut und beträgt die Rendite 6%, wird der ungehedgte Anlagestil seine High-Watermark im Jahr 2020 erreichen. Er hätte dann jedoch 13 Jahre lang rote Zahlen geschrieben – ähnlich wie der japanische Aktienmarkt, der inzwischen im 22. Flautenjahr steht. Derek Bok, ehemaliger Dekan der Harvard University, hat einmal gesagt: "Wenn Sie Bildung für teuer halten, probieren Sie es doch mal mit Ignoranz." Anhand von Chart "Finanzwerte vs. Hedge Funds" könnte dies folgendermassen umformuliert werden: "Wenn Sie

Hedge Funds für riskant halten, probieren Sie es doch mal mit Aktien."

Fazit

"Absolute Returns" und "Hedge Funds" haben während der Finanzkrise nicht nur enttäuscht. Sie wurden ebenfalls als Begriffe falsch angewendet und so lächerlich gemacht. Schliesslich waren die Renditen 2008 alles andere als "absolut" und die Fonds nicht perfekt "gehedged". Hier wird eine andere Meinung vertreten: Der Begriff "Absolute Returns" ist korrekt, wenn er sich auf einen geeigneten aktiven Risikomanagement-Prozess bezieht (nicht zu verwechseln mit dem Prozess der Risikomessung). Der Begriff steht für eine Anlagephilosophie, die darauf abzielt, langfristig Kapital anzusammeln und gleichzeitig finanzielle Zwischenfälle zu bewältigen sowie Verluste – vor allem grosse Verluste – zu kontrollieren. ■

¹ Vgl. zum Beispiel Ineichen (2003)

² Der Begriff "asymmetrische Renditen" gegenüber "absolute Renditen" wurde von Ineichen eingeführt (2002).

³ Man könnte behaupten, dass eine risikolose Rate nicht existiert.

Literatur

- Ineichen, Alexander (2001) "The Search for Alpha Continues – Do Fund of Hedge Funds Managers Add Value?" Global Equity Research, UBS Warburg, September.
- Ineichen, Alexander (2002) "Asymmetric Returns", Global Equity Research, UBS Warburg, September.
- Ineichen, Alexander (2003) "Absolute Returns – Risk and Opportunities of Hedge Fund Investing", New York: John Wiley & Sons.
- Kahneman, Daniel, und Amos Tversky (1979) "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk", *Econometrica*, Vol. 47 (2), S. 263–291.