

# Zurück in die Normalität

Hedge Funds könnten 2013 ein erfolgreiches Jahr hinlegen, falls die Politik nicht wieder wichtig wird

ALEXANDER TRENTIN  
UND PETER ROHNER

Nicht nur für Privatanleger war das vergangene Jahr eine Herausforderung. Auch viele Hedge Funds kamen mit ihren Strategien im politisch getriebenen Marktumfeld nicht zurecht. Gemessen am HFR Global Hedge Fund Index betrug die Rendite aller Hedge Funds zusammen lediglich 3,5%, 10 Prozentpunkte weniger als die Jahresrendite des Weltaktienmarktindex.

«Besonders Hedge-Fund-Manager, die auf die wichtigen Währungen und Staatsanleihen setzten, hatten Schwierigkeiten», erklärt Anthony Lawler, Portfoliomanager beim Vermögensverwalter GAM. Lawler optimiert in Fonds und Portfolios die Zusammenstellung verschiedener Hedge Funds. «Die sogenannten Macro Funds, die auf Bewegungen bei Währungen und Zinsen setzen, konnten nicht auf die Fundamentaldaten zählen», meint der Portfoliomanager: «Währungen wurden durch politische Interventionen oder die Angst vor solchen Interventionen bewegt.» Deshalb hätten Macro-Manager 2012 kaum auf oder gegen eine Eskalierung der Eurokrise gesetzt, denn «bei politischen Abhängigkeiten ist es sehr schwer, überzeugte Trades einzugehen».

«Die Strategien im Bereich Macro und Systematic Trading sind zum Teil auch Opfer ihres eigenen Erfolgs geworden», meint Alex Ineichen, Hedge-Funds-Spezialist und Gründer von Ineichen Research & Management. Sie seien nach 2008 mit Geldern überhäuft worden, weil sie die Finanzkrise überdurchschnittlich gut überstanden hätten. «Diese grossen Geldsummen führten dazu, dass die bestehenden Anlageopportunitäten auf mehrere Marktteilnehmer und Kapital aufgeteilt wurden und somit die Renditen fielen.»

## Währungen im Kommen

Viele Macro-Manager hätten erst Ende des Jahres eine positive Performance erreicht, als sich eine lockerere Geldpolitik in Japan anbahnte: «Am häufigsten haben sie auf eine Abwertung des Yens gesetzt», hält Lawler fest. Er begründet das neue Interesse an Währungspositionen: «Viele haben sich zuvor mit Wetten gegen den Yen die Finger verbrannt. Daher waren wir positiv überrascht, dass es doch einige gewagt haben.»

Der erwartete globale Abwertungsdruck biete Chancen für währungsfokussierte Fonds: «Wir bevorzugen Manager, die auf ein tiefes Research, über Zinsdifferenzen und Leistungsbilanzen hinaus, aufbauen sowie ihr Risiko etwa durch den Einsatz von Optionen im Griff haben.»

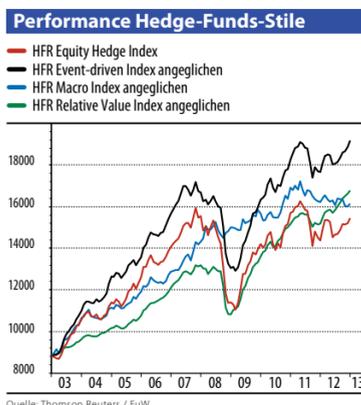
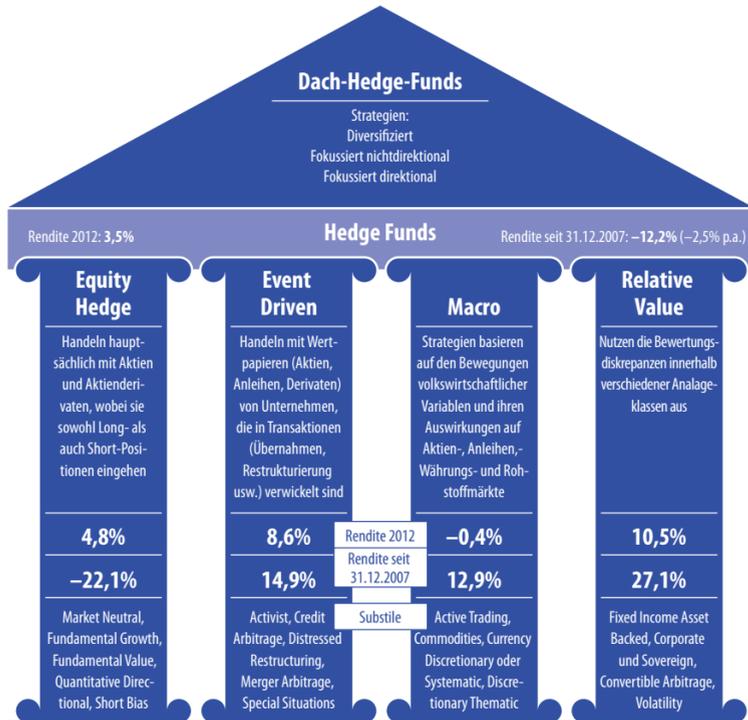
Der dominierende makroökonomische Faktor für das letzte Jahr seien Daten zum US-Häusermarkt gewesen. «Fonds, die erkannt haben, dass das Fed die Häuserpreise so gut wie garantiert, sind sehr gut gefahren», sagt Lawler. Die Relative-Value-Strategien bei festverzinslichen Anlagen (vgl. Infografik) sind deshalb 2012 die erfolgreichsten gewesen. «Netto profitieren solche Strategien, wenn die Zinsaufschläge schrumpfen», sagt Ineichen. Da dann die Anleihen an Wert gewinnen.

## Normalisierung mit Risiko

Die Hedge Funds setzen nach der vorläufigen Umschiffung der US-Fiskalklippe auf riskante Anlagen. Doch das bedeutet nicht unbedingt ein höheres Exposure – Beta – zu den Aktienmärkten, erklärt der Portfoliomanager: «Man kann auch von Bewegungen auf den Kreditmärkten profitieren», z. B. bei verbrieften Hypothekenanlagen oder strukturierten Finanzierungsinstrumenten.

Für dieses Jahr erwartet Lawler eine weitere Normalisierung der Märkte – also eine geringere Abhängigkeit von der politischen Bewegten Risikostimmung der Anleger, die das Jahr 2012 so dominiert hat. Die im historischen Vergleich sehr hohe Korrelation der Anlageklassen werde zurückgehen (vgl. Grafik). Davon profitierten wieder die Relative-Value-Fonds, etwa mit Long-Short-Positionen in Aktien. Fundamentaldaten würden nun wichtiger.

Das Beispiel Apple zeigt aber, dass Hedge Funds auch bei der Aktienauswahl fahrlässig sein können. Unter den von GAM



beobachteten Fonds waren Mitte 2012 die Aktien des Konzerns die meistgehaltenen Einzeltitel. Lawler: «Manche US-Manager haben bis zu 5% ihrer Anlagen in Apple gehalten» – und hätten beim einsetzenden Kursrutsch nicht früh genug verkauft.

Auch hätten manche – eigentlich ausgezeichnete – Manager bei der Aktienrally zu lange auf den Einstieg gewartet, erklärt der Hedge-Funds-Experte. Nun seien ei-

nige bereits misstrauisch: «Der Aktienmarkt erwartet eine wirtschaftliche Erholung, obwohl sie noch nicht sicher ist.»

Für den Januar zeichne sich vorläufig ein erfreuliches Resultat ab, berichtet Lawler. Im vergangenen Jahr konnten zwei diversifizierte GAM-Hedge-Fund-Portfolios um die 8% Performance erreichen. Für dieses Jahr glaubt Lawler, dass es etwas mehr sein könnte.

## Für Privatanleger nur Spesen

**Wer als Privatanleger in Hedge Funds investieren will, steht vor mehreren Problemen:** Erstens gibt es weltweit über 7000 Hedge-Fund-Manager, die alle versprechen, in guten wie in schlechten Zeiten eine überdurchschnittliche Rendite zu erzielen. Die wirklich guten zu finden, ist bei der Fülle nicht einfach. Zweitens sind die Fonds in der Regel nur qualifizierten Investoren zugänglich. Dazu zählen institutionelle Anleger und vermögende Privatpersonen.

**Abhilfe geschaffen haben hier die Dach-Hedge-Funds, für die die Schweiz einer der wichtigsten Märkte ist.** Die sogenannten Funds of Funds investieren in Hedge Funds weltweit. Die von Experten durchgeführte Selektion und eine strikte Due Diligence (genaue Überprüfung) sollen dafür sorgen, dass nur die besten Manager und keine Betrüger wie der Finanzier Bernie Madoff ausgewählt werden. Die meisten Dachfonds verteilen die Gelder auf Manager

mit möglichst unterschiedlichen Stilen, um eine grosse Diversifikation zu erlangen.

**Die Dachfonds sind zwar meist gut diversifiziert und für alle zugänglich, ihre Renditen aber lassen zu wünschen übrig.** Gemäss Datenportal Hedgegate der Zürcher Hochschule für Angewandte Wissenschaften (ZHAW) betrug die jährliche Rendite der Schweizer Dachfonds in Franken über die vergangenen drei Jahre -1,6%. Nur ein paar wenige schafften eine jährliche Rendite von mehr als 3%. Auch 2012 erwirtschafteten viele Dachfonds nach Gebühren keinen Ertrag. Die erfolgreichsten in der Periode Januar bis und mit November 2012 sind in der unteren Tabelle aufgeführt.

Überraschend ist die schlechte Performance von Dach-Hedge-Funds nicht. Zum einen hatten 2012 viele Hedge Funds Mühe, zum anderen fallen bei der Dachstruktur gleich zweimal Gebühren an, was in mageren Jahren besonders schwer wiegt. **PR**

### Die besten Schweizer Dach-Hedge-Funds 2012<sup>1</sup>

Name	ISIN	Lancierung	Performance in %			Rating <sup>2</sup>	Strategie
			Jan. - Nov. 12	3 J. (p.a.)			
Galileo Pacific Fund	GB0007362972	28.2.1997	14,3	-0,3	C	direktional	
Polygon Capital CHF Class	VGG8802V2306	30.9.1995	8,7	2,6	B	diversifiziert	
GAM Global Multi-Alpha	CH0012737752	28.2.2002	7,2	0,0	C	diversifiziert	
BSI-Multimanager Directional Fund	CH0043945481	01.8.2008	5,9	0,0	C	diversifiziert	
UBS (CH) Global Alpha Strategies	CH0018784717	30.6.2004	5,4	1,7	A	diversifiziert	
CS PST (Lux) Gl. Equities Long Short R	LU0173091025	31.1.2008	5,4	-1,0	D	direktional	
Reichmuth Himalaja	CH0017403509	31.12.2003	5,4	1,0	C	diversifiziert	
E. de Rothschild Prifund Alpha Div.	LU0190711035	30.4.2004	4,4	1,0	B	diversifiziert	
Swiss Capital Turnaround Fund Class C	IE00B0DBV402	01.11.2005	4,4	1,4	C	nicht-direktional	
ISPartners Div. Fund - Argon Fund	GB0080BV3503	31.8.2004	4,3	1,9	B	diversifiziert	
E. de Rothschild Prifund Alpha Eur. Cl.	LU0276850301	30.11.2006	3,6	0,1	C	direktional	
Hedgegate Swiss FoHF Index (CHF)			1,0	-1,6			

<sup>1</sup>Liste umfasst nur Franken-Fonds, die zum öffentlichen Vertrieb in der Schweiz zugelassen sind und seit mindestens vier Jahren existieren  
<sup>2</sup>Ratings von Hedgegate reichen von A (Bestnote) bis E und basieren auf Alpha (marktunabh. Rendite), kond. Value at Risk und Vierjahresrenditen  
Quelle: Hedgegate

# «Nettorendite zählt»

ALEXANDER INEICHEN Hedge-Fund-Experte und Gründer von IR&M

Auf dem Gebiet der Hedge-Fund-Analyse ist Alexander Ineichen, Gründer von Ineichen Research & Management, eine bekannte Grösse. Seine Erfahrung sammelte er in der langjährigen Analystentätigkeit bei der UBS, zuletzt als Leiter des Research für die Hedge-Fund-Plattform. Ineichen hat zahlreiche Forschungsartikel zum Thema Hedge Fund publiziert und ist Autor der Bücher «Absolute Returns» und «Asymmetric Returns».

*Herr Ineichen, trotz enttäuschender Performance steigt das Volumen der von Hedge Funds verwalteten Vermögen weiter an. Weshalb?*

Ein jüngerer Trend ist die Rückkehr der Privatanleger, die sich nach der Finanzkrise und der Madoff-Affäre fast vollends verabschiedet hatten. Es begann damit, dass vor allem in den USA die Verpackung änderte. Alternative Strategien wurden in ein traditionelles Konstrukt gepackt. Die Marketingschlagworte wie Alpha oder Absolute Returns sind allerdings die gleichen. In Europa gibt es einen vergleichbaren Trend, indem Hedge-Fund-Strategien im UCITS-Format angeboten werden.

*Wie steht es um die Gebühren? Gilt die alte Regel 2/20 noch, also 2% Verwaltungsgebühr und 20% der Performance?*

Im Durchschnitt sind die Gebühren gefallen, auf etwa 1,4% Verwaltungsgebühr und 19% Performancegebühr. Aber die Berechnung wird immer schwieriger, da sich die Grenzen zu normalen Anlagefonds immer stärker verwischen.

*Gibt es keine klare Definition?*

Juristisch ist ein Hedge Fund ein Fonds, der den Sitz in einem Offshore-Finanzplatz hat und wenig reguliert ist. Ökonomisch ist es typischerweise ein Fonds, der ein aktives Risikomanagement betreibt, bei dem es gilt, Vermögenswerte vor Verlusten zu schützen. Ökonomisch gesehen ist sogar Berkshire Hathaway ein Hedge Fund. Viele von Warren Buffetts Strategien findet man auch bei Hedge Funds.

*Dann wäre also Absolute Returns eine bessere Bezeichnung?*

Absolut. Allerdings wurde auch dieser Begriff für Marketingzwecke missbraucht. Der Begriff eignet sich trotz Missbrauch immer noch sehr gut als Abgrenzung zur traditionellen Vermögensverwaltungsubindustrie, die versucht, einen Benchmark zu schlagen. Das Augenmerk des Risikomanagements ist da auf den Unterschied zwischen Portfolio und Benchmark gerichtet. Beim Absolute>Returns-Ansatz liegt der Fokus auf den absoluten Risiken. Sie werden aktiv den sich verändernden Opportunitäten angepasst.

*Sind Hedge Funds nicht bloss eine Blackbox, bei denen das einzig sichere die hohen Gebühren sind?*

Für einen Fisch ist ein Tisch etwas sehr komplexes. Zugegeben, es gibt komplexe und weniger komplexe Strategien. Was für einen Uneingeweihten eine Blackbox ist,

*Bei der Analyse von historischen Renditen muss in der Beobachtung immer ein Unfall vorkommen.*

ist allerdings nicht unbedingt eine Blackbox per se. Zudem kann dieses Argument auf alle komplexen Industrien angewandt werden. Wer so denkt, dürfte auch nicht in Aktien von Banken, Versicherungen oder der Pharmabranche investieren, ohne zu wissen, was genau in deren Bilanzen und Erfolgsrechnungen vorgeht, oder Kenntnisse zu den laufenden Projekten der Forschung und Entwicklung zu haben.

*Aber wie sind die hohen Gebühren zu rechtfertigen?*

Es wird unterschätzt, dass Hedge Funds etwas mit Risikomanagement zu tun haben. In den letzten vier Jahren hat ein Anlagestil, bei dem viele der Marktrisiken abgesichert werden, Geld gekostet, das heisst die Performance verringert. Bei der Analyse von historischen Renditen sollte jedoch immer ein Unfall in die Periode mit-

einbezogen werden. Ein Investment von 100\$ Anfang 2000 in ein globales Aktienportfolio, bei dem die Dividenden reinvestiert wurden, stand Ende 2012 bei 127\$. Eine gleiche Investition in ein durchschnittliches Hedge-Fund-Portfolio stand Ende 2012 bei 206\$. Für den risikobewussten Anleger ist das ein grosser Unterschied. Ausserdem sind es vor allem Analysten, Berater und Politiker, die die Gebühren als Negativum thematisieren. Für Investoren zählt die Performance nach Abzug der Gebühren. In den guten Jahren freut er sich über die 20% absolute Nettorendite und in den schwachen Jahren ärgert er sich über die relative Underperformance der Nettorendite.

*Was zeichnet gutes Risikomanagement aus?*

Ein guter Risikomanager hat Respekt vor den Dingen, die er nicht kennt, und ist offen und undogmatisch. Die akademisierte Finanzindustrie hat die Annahmen der Modernen Portfoliotheorie, dass zum Bei-



Cashflow statt Cash, rät Alexander Ineichen.

spiel die Volatilität ein Mass für das Risiko sei, zum Dogma gemacht. Das führte zu einer zu grossen Modellgläubigkeit und zu Scheingenauigkeit.

*Was ist denn Risiko für Sie?*

Risiko kann man als die Gefahr des Totalausfalls definieren, bei einem Unternehmen ist es der Konkurs, beim Menschen der Tod. Das ist ein ganz anderer Ansatz als die orthodoxe Betrachtung von Risiko als historische Schwankung des Preises.

*Ist weniger Vertrauen in die Daten und die historischen Korrelationen die Lösung?*

Die Datenanalyse der Historie ist ein Teil des Risikomanagements. Aber auch eine lange Historie ist nicht alles. Sozialwissenschaften sind keine Naturwissenschaften. Ein guter Risikomanager muss die Risikotreiber der Anlagen verstehen und das bestehende Umfeld beurteilen können. Das schlimmste was einem Risikomanager passieren kann, ist der Gedanke, alles im Griff zu haben.

*Wie beurteilen Sie die Märkte und das aktuelle Umfeld?*

Wir leben im Zeitalter der Finanzrepression mit zum Teil negativen Realzinsen und manipulierten Zinskurven. Das Eis, auf dem wir uns bewegen, wird immer dünner. Niemand weiss, wie lange die Manipulationen durch die Zentralbanken noch andauern werden beziehungsweise dauern können. Die Verschuldung einiger Industrienationen hat noch nie dagewesene Dimensionen angenommen. Mit den Interventionen wird Zeit gewonnen, um die grossen Probleme zu lösen. Bisher sind für das Problem der Staatsverschuldung, die Einheitswährung oder für das Too-Big-to-Fail-Problem noch keine Lösung gefunden worden.

*Was leiten Sie daraus für Anlageempfehlungen ab?*

Cashflow statt Cash: Im Umfeld der Finanzrepression verarmt man mit Bargeld. Jetzt sind Anlagen mit einem Cashflow interessant. Zum Beispiel Aktien mit Dividenden oder Immobilien oder Infrastrukturprojekte, deren Cashflow nicht staatsabhängig ist. Aktien sind nicht teuer bewertet, und es gäbe noch potenzielle freiwillige Käufer. Anders als Staatsanleihen, die teuer sind, und nur noch von den Zentralbanken gekauft werden oder von den Banken, weil sie gezwungen werden.