



Den **Charakteristika** gerecht werden

Bei der Analyse von Hedgefonds wird meist noch auf das klassische Mean-Variance-Framework zurückgegriffen. Dabei werden jedoch einige für Hedgefonds typische Charakteristika nicht berücksichtigt.

Reinhold Hafner / Bernhard Brunner

DIE EINFÜHRUNG VON HEDGEFONDS in Deutschland am 1. Januar 2004 wurde mit viel Vorschusslorbeeren bedacht. Die Bilanz nach mehr als einem Jahr fällt indes eher ernüchternd aus. James Dilworth, Leiter Fondsmanagement bei Goldman Sachs Deutschland, schätzte Anfang letzten Jahres das Absatzpotenzial von Hedgefonds in Deutschland bezogen auf die nächsten fünf bis zehn Jahre auf zirka 100 Milliarden Euro. Die Schätzungen anderer Institutionen bewegten sich in ähnlichen Größenordnungen. Inzwischen ist klar, dass die hoch gesteckten Ziele nicht erreicht wurden. Dafür gibt es eine Reihe von Gründen. Mangelnde Transparenz zum Beispiel, hohe Gebühren und verschiedene rechtliche Unsicherheiten. Mit ein Hauptgrund für die Zurückhaltung vieler Investoren ist jedoch die Unsicherheit über den konkreten Nutzen dieser alternativen Asset-Klasse in der strategischen Asset Allocation.

Es geht also um die Frage, ob Hedgefonds in Bezug auf das Gesamtportfolio einen positiven Wertbeitrag liefern oder nicht. Damit verbunden ist weiter auch die Frage nach der optimalen Allokationsquote. Aufgrund der unterschiedlichen Charakteristika von Hedgefonds und traditionellen Anlageformen lassen sich konventionelle Asset Allocation Tools nur sehr bedingt zur Klärung dieser Fragen einsetzen. Wir stellen daher in diesem Artikel ein alternatives Analyse-Framework vor, das in der Lage ist, die wesentlichen Eigenschaften von Hedgefonds abzubilden.

Ein Hedgefonds ist üblicherweise eine Kapital- oder Personengesellschaft, die Anlagegelder verwaltet und dabei bezüglich der eingesetzten Finanzinstrumente, der Märkte, auf denen gehandelt wird, und des Einsatzes von Fremdkapital weitgehend frei ist. Die Fondsmanager sind in der Regel mit eigenem Geld im Fonds investiert und verfügen zumeist über langjährige Pra-

xiserfahrung. Das gemeinsame Ziel von Hedgefonds ist die Erzielung absolut positiver Renditen (Absolute Returns) – und dies unabhängig davon, wie sich Aktien- und Rentenmärkte gerade entwickeln. Dies führt dazu, dass Hedgefonds generell eine geringe Korrelation zu traditionellen Asset-Klassen besitzen. Die daraus resultierenden Diversifikationsvorteile lassen Hedgefonds gerade im Portfoliokontext besonders attraktiv erscheinen.

Mehr als die Hälfte der Hedgefonds weltweit erzielen eine Outperformance

In der Beurteilung der Performance eines Hedgefonds stellt sich die Frage nach einem geeigneten Vergleichsmaßstab. Üblicherweise wird hier die risikolose Verzinsung, also die Geldmarkrendite herangezogen. Nach diesem Maßstab zu urteilen, erzielen weit mehr als die Hälfte der weltweit über 7.000 Hedgefonds eine Outperformance, das heißt, ein positives Alpha. Im Unterschied dazu schafft es die Mehrzahl der traditionellen Asset Manager nicht, ihre Benchmark, zum Beispiel einen marktbreiten Aktienindex, zu schlagen. Wie lässt sich dieser Performance-Unterschied erklären?

Im Wesentlichen gibt es vier Argumente, die geeignet sind, den Mehrwert von Hedgefonds gegenüber traditionellen aktiven Fonds zu erklären:

- Hedgefonds unterliegen keinen Leerverkaufsbeschränkungen. Zusätzlich ist der Einsatz von Leverage (Kreditfinanzierung) möglich,
- Hedgefonds unterliegen nicht der Beschränkung, nur Benchmark-Titel kaufen zu können,
- Hedgefonds sind nicht beschränkt auf einen Investmentstil und

Bestimmung der strategischen Asset Allocation

Eine typische Analyse zur Bestimmung der strategischen Asset Allocation mit dem Hedgefonds-Analyse-Framework von Risklab Germany umfasst folgende Schritte:

- **Mapping:** Auswahl einer geeigneten Indexfamilie zur Abbildung des Hedgefonds-Universums (zum Beispiel Hedgefonds Research (HFR) oder Credit Suisse First Boston (CSFB)). Mapping der traditionellen Asset-Klassen auf marktgängige Indizes.
- **Datenkorrektur:** Korrektur der Hedgefonds-Daten um Verzerrungen, zum Beispiel um die „Survivorship Bias“.
- **Modellkalibrierung:** Schätzung der Modellparameter aus empirischen Daten mittels geeigneter ökonomischer Verfahren.
- **Simulation:** Monte-Carlo-Simulation möglicher Entwicklungspfade von Portfolios bestehend aus traditionellen Asset-Klassen und Hedgefonds-Indizes.
- **Portfolioanalyse:** Analyse und Charakterisierung der Risiko-/Return-Eigenschaften von Portfolios mit unterschiedlichen Hedgefonds-Zumischungen.
- **Optimierung:** Ermittlung der optimalen Asset Allokation und damit der optimalen Hedgefonds-Quote.

■ Hedgefonds können neben dem Marktrisiko noch weitere Risikofaktoren „spielen“, wie zum Beispiel Volatilitätsrisiken oder Kreditrisiken.

Kurz und vereinfacht gesagt, lässt sich die Attraktivität von Hedgefonds durch die Tatsache begründen, dass Hedgefonds-Managern mehr Anlagemöglichkeiten zur Verfügung stehen als traditionellen „Long-Only-Managern“ und die dadurch implizierte „Flexibilitätsoption“ in der Regel einen positiven Wert aufweist.

In der Praxis wird bei der Analyse von Hedgefonds oftmals noch auf das klassische „Mean-Variance Framework“ zurückgegriffen. Dieser – für traditionelle Asset-Klassen entwickelte – Analyserahmen beurteilt Anlagen auf Basis ihrer erwarteten Renditen und Volatilitäten. Nicht berücksichtigt werden bei dieser Analyseverfahren hingegen die für Hedgefonds typischen Charakteristika (siehe Kasten rechts) wie positive Autokorrelation und nicht normalverteilte Renditen.

Risklab Germany hat ein alternatives Framework zur Analyse von Hedgefonds entwickelt, das den hier genannten Eigenschaften weitgehend gerecht wird. Kern dieses Frameworks ist ein Szenariogenerator, der neben traditionellen Asset-Klassen auch Hedgefonds beziehungsweise Hedgefonds-Indizes simulieren kann. Ein wichtiges Einsatzgebiet des Frameworks ist die strategische Asset Allocation. Die Analyse erfolgt hier zumeist auf Index- beziehungsweise Benchmark-Ebene (siehe Kasten „Bestimmung der strategischen Asset Allocation“ auf Seite 45).

Vorteile von Hedgefonds lassen sich nur auf individueller Basis konkretisieren.

Aussagen über die Vorteile von Hedgefonds im Portfoliokontext und der optimalen Allokation sind stets investorspezifisch und lassen sich nur auf individueller Basis konkretisieren. Geht man von einem typischen institutionellen europäischen Investor mit einem traditionellen ausgeglichenen Aktien-/Renten-Portfolio aus, so lassen sich innerhalb des Analyse-Framework dennoch einige grundsätzlichen Aussagen festhalten:

■ Hedgefonds liefern einen positiven Wertbeitrag und sollten in der strategischen Asset Allocation entsprechend berücksichtigt werden.

■ Aufgrund der spezifischen Eigenschaften von Hedgefonds (Autokorrelation, Nicht-Normalverteilung, Datenverzerrungen) sind Standard Asset Allocation Tools auf Basis der „Mean-Variance-Analyse“ nur sehr bedingt anwendbar. Die von diesen ermittelten „optimalen“ Hedgefonds-Quoten sind regelmäßig deutlich zu hoch.

■ Das Hedgefonds-Analyse-Framework führt zu realistischen Allokationen im Bereich zwischen neun und 25 Prozent, abhängig vom betrachteten Optimalitätskriterium. ■

Dr. Reinhold Hafner ist Managing Director, Dr. Bernhard Brunner ist Associate bei der Risklab Germany GmbH in München.

Typisch Hedgefonds!

Bei der statistischen Analyse von Hedgefonds-Zeitreihen und Hedgefonds-Index-Zeitreihen fallen drei Effekte auf, die man bei Renditezeitreihen traditioneller Asset-Klassen wie Aktien oder Renten nicht oder nur in stark abgeschwächter Form vorfindet:

■ **Datenverzerrungen:** Eine spezielle Charakteristik von Hedgefonds-Datenbanken ist, dass diese nur Informationen über aktuell existierende Fonds beinhalten. Hedgefonds, die Konkurs gehen, liquidiert oder fusioniert werden oder ihre freiwillige Berichterstattung aufgeben, werden bei vielen Anbietern aus der Datenbank entfernt. Dieser „Survivorship Bias“ genannte Effekt wird in erster Linie bei schlechter Performance eines Fonds ausgelöst und führt damit zu einer Überschätzung der erwarteten Rendite eines Index. Neben der Survivorship Bias spielen noch weitere Verzerrungen eine Rolle, zum Beispiel die „Instant History Bias“ oder „Backfill Bias“. Darunter versteht man den Effekt, dass neue Hedgefonds mit ihrer gesamten Historie in die Datenbank aufgenommen werden. Da sich Hedgefonds-Manager in der Regel nur bei einem positiven Track Record in eine Datenbank aufnehmen lassen, führt dies zu einer Überschätzung der tatsächlichen Performance von Hedgefonds.

■ **Autokorrelation:** Empirische Untersuchungen der Renditezeitreihen verschiedener Hedgefonds-Indizes weisen oft eine hohe positive Autokorrelation erster Ordnung auf. Als Ursachen für diesen Effekt werden meist Bewertungsprobleme wegen fehlender Liquidität der gehaltenen Instrumente genannt sowie der Anreiz für Hedgefonds-Manager zum „Glätten“ der Renditen, dem so genannten „Performance Smoothing“. Eine Vernachlässigung der Autokorrelation bei der Volatilitätsberechnung führt zu einer zum Teil dramatischen Unterschätzung der Volatilität.

■ **Nicht-Normalverteilte Renditen:** Aufgrund des Fremdkapitaleinsatzes und der Anwendung dynamischer Handelsstrategien, oft unter Verwendung von Derivaten, sind die Renditen von Hedgefonds und Hedgefonds-Indizes in der Regel nicht normalverteilt. Vielmehr weisen viele der Strategien eine ausgeprägte negative Schiefe und höhere Wölbung („Excess Kurtosis“) auf – Eigenschaften, die von Anlegern negativ gesehen werden. Beurteilt man Hedgefonds nur nach ihrer erwarteten Rendite und Volatilität, so führt dies zu Überschätzung ihres Wertbeitrages. Deshalb sollten sophisticatedere Performance- und Risikomaße zum Einsatz kommen, die den Verteilungseigenschaften von Hedgefonds besser gerecht werden.