

Franz-Joseph Busse, Julia Nothhaft

Der Hedgefonds-Effekt

FinanzBuch Verlag

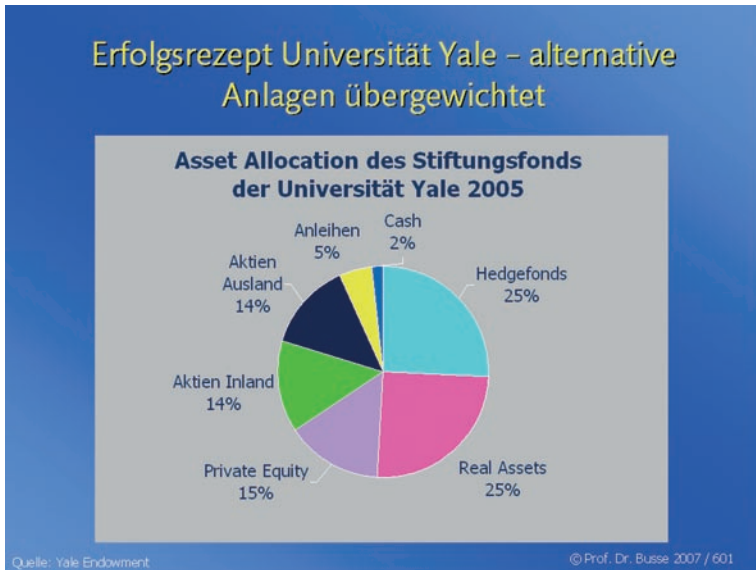
Hedgefonds-Investments- Assetklasse mit lukrativen Rendite- chancen und überschaubaren Risiken?

Noch vor wenigen Jahren war die Hedgefonds-Industrie eine Domäne für sogenannte UHNWIs (Ultra High Net Worth Individuals), also für die absolut oberste Schicht der vermögenden Privatkunden.

Mittlerweile ist die Bedeutung der Hedgefonds-Investments nahezu exponentiell angewachsen - und zwar nicht nur hinsichtlich ihres Volumens, sondern auch hinsichtlich der Vielfalt ihrer Produkte.

Berühmt geworden sind Hedgefonds letztlich durch die erfolgreichen Beimischungsstrategien der großen amerikanischen Stiftungsfonds der Eliteuniversitäten Yale, Harvard und Stanford. So erzielte David Swensen, der Chief Investment Officer des Stiftungsfonds der Yale Universität mit dem von ihm gemanagten Fonds im vergangenen Jahr einen Wertzuwachs von 22,9 Prozent, vor Stanford mit 19,4 Prozent und Harvard mit 16,7 Prozent. Die durchschnittliche Rendite in Yale lag in den letzten 10 Jahren bei 17 Prozent pro Jahr.

Diese überdurchschnittlichen Anlageerfolge wurden unter anderem auch durch die Beimischung von Hedgefonds erreicht. So ist zum Beispiel im Gesamtvolumen des Yale Stiftungsfonds ein Hedgefondsanteil von bis zu 25 Prozent enthalten.



Die meisten Experten erwarten bei den Hedgefonds auch in den nächsten Jahren attraktive Renditen und betrachten die Beimischung dieser Fonds in der Vermögensverwaltung als äußerst sinnvoll. Damit erweitert sich der Kundenkreis für die Hedgefonds-Industrie gewaltig. Der Hedgefonds-Effekt im Kundenportfolio und die Produktweiterentwicklung innerhalb der Assetklasse machen dieses Anlagemedium nun auch für breite Privatkundenschichten attraktiv.

Eine kürzlich erschienene Kundenbefragung zeigt jedoch, dass das Wissen der Anleger in Bezug auf die Assetklasse Hedgefonds sehr gering ist und somit bei den Investoren ein erheblicher Erklärungsbedarf besteht.¹

Hinzu kommt, dass die Hedgefonds-Industrie zu den am stärksten wachsenden Bereichen des Finanzsektors gehört. Damit wächst auch ihr Einfluss auf die Finanzmärkte. Das wiederum kann sich auf die Stabilität dieser Märkte auswirken. Eine Folge ist der Ruf nach mehr Regulierung der bisher weitgehend unregulierten Branche und ein hohes Medieninteresse, wie die Diskussion auf dem sogenannten G8-Gipfel in Heiligendamm (2007) gezeigt hat.

¹ Vgl. Hedgefonds-Investments im Private Banking, in: Die Bank, Heft 1, 2007, S. 38ff

Dieses Buch erklärt, welchen Effekt Hedgefonds in den Kundenportfolios haben können. Im Gegensatz zu den wissenschaftlichen Analysen der vergangenen Jahre, die die Wirkungen der Hedgefonds auf monostrukturierte Depots mit ausschließlich Aktien- und Rentenanteilen gezeigt haben, soll der Hedgefonds-Effekt nun an einem Multi-Asset-Portfolio, erläutert werden. Dieses Portfolio besteht aus Aktien, Renten, Schiffsbeteiligungen, Immobilieninvestments, Private Equity Beteiligungen, Venture Capital Beteiligungen und Lebensversicherungs-Sekundärmarkt-beteiligungen.

Der Hedgefonds-Effekt zeigt sich in der Beimischungskonsequenz im Gegensatz zu den klassischen Depotstrukturen. Damit sieht der Kapitalanleger, welchen Nutzen er aus seiner Entscheidung zieht, wenn er unter anderem in Hedgefonds investiert.

Will man die grundsätzlichen Zusammenhänge in einem aus mehreren Assetklassen zusammengesetzten Portfolio untersuchen, so ergeben sich zunächst Probleme dabei, die einzelnen Assetklassen miteinander zu vergleichen. Ein weiteres Problem ist die mangelnde Verfügbarkeit der Performancedaten.

Betrachtet man die Anlageklasse Hedgefonds, so wird deutlich, dass es aufgrund der vielen unterschiedlichen Indexdaten nahezu unmöglich ist, einen eigenständigen Index zu bilden, der marktrepräsentativ ist. Das zeigen auch Anmerkungen in bisher publizierten wissenschaftlichen Studien.

Insofern muss man bei allem, was im Rahmen dieser Analyse ausgeführt, berechnet und konstruiert wird, beachten, dass die wissenschaftliche Entwicklung im Bereich der Hedgefonds-Investments-Assetklasse erst am Anfang einer langfristigen Studienreihe steht. Diese Analyse, deren Ergebnis der Bau eines eigenständigen Hedgefonds-Index ist, ist aufgrund der Analyselaufzeit und der eingesetzten „Manpower“ zunächst als eine Second-Best-Lösung und eine Feasibility-Studie zu sehen.

Eine effiziente Lösung könnte darin bestehen, die Grundgesamtheit der derzeit etwa 9.400 Hedgefonds in allen Einzelheiten zu untersuchen und daraus wissenschaftliche Ableitungen zu finden.

Diese Vorgehensweise wurde bei den anderen Assetklassen gewählt. Dabei untersuchte unser Team für die Assetklassen

- Schiffsfonds
- Immobilienfonds Europa
- Immobilienfonds USA
- Private Equity/Venture Capital Fonds
- Lebensversicherungs-Sekundärmarktfonds

bisher circa 7.000 Einzelfonds. Damit kann man in diesem Bereich der Assetklassen von einer hohen Marktrepräsentativität der Ergebnisse ausgehen.

Aufgrund der in dieser Analyse dargestellten Unterschiede in den Indexzahlen, der gesamten Hedgefonds-Reporting-Problematik sowie der mathematischen Probleme ist der aus bereits bestehenden Sub- und Dachindizes entstandene Dachindex der Assetklasse Hedgefonds (FundExx Hedge®) der gleichen Kritik ausgesetzt, wie die bereits bestehenden Indizes. Der Vorteil, der sich aus einem eigenständigen Dachindex ergibt, besteht jedoch darin, dass man durch die Einbeziehung diverser Marktindexdaten eine höhere Marktrepräsentativität erreichen kann als dies bei einem Einzelindex der Fall ist. Ein weiterer Vorteil ist die Einheitlichkeit und damit die Vergleichbarkeit der gebildeten Indexzeitreihen für die Berechnung des Hedgefonds-Effekts. Die gesamten Indexzeitreihen aller Assetklassen berechneten wir dabei für einen einheitlichen Zeithorizont von 16 Jahren.

Unser Team, das aus Professoren der Fachrichtungen Statistik, Finanzmathematik und Bankbetriebslehre, sowie aus Diplomanden und Doktoranden bestand, recherchierte und arbeitete mit der gebührenden Sorgfalt. Dennoch sind wir immer für Anregungen, Ergänzungen und Erweiterungen dankbar. Die Berechnungen des Hedgefonds-Effekts für das Multi-Asset-Portfolio führten wir mit der von unserem Expertenteam entwickelten Software „Asset Optimizer“ durch (www.assetoptimizer.de).

1. Ausgangspunkt und Untersuchung der Datenbasis

Die Globalisierung hat auch auf den Kapital- und Informationsmärkten starke Veränderungen bewirkt. So existiert mittlerweile eine fast unüberschaubare Vielfalt an Anlagemöglichkeiten und an Informationsquellen, die eine Entscheidung unterstützen. Die Investmentbranche ist dabei einem erheblichen Innovationsdruck ausgesetzt. Neue Herausforderungen entstehen durch den substanziellen Wandel im institutionellen Umfeld sowie durch zunehmend anspruchsvollere und die Produkte hinterfragende Anleger. Sie fordern heute eine optimierte Anlage. Die Nachfrage nach Kapitalmarktprodukten hat, in den letzten 10 Jahren, deutlich zugenommen. Einen hohen Anteil daran hat vor allem der Bedarf an privater Altersvorsorge, der durch den demografischen Wandel entstanden ist. Während sich die Anleger in den frühen Jahren des 20. Jahrhunderts bei der Geldanlage an den Ertragsersparungen orientierten, rückt heute der Risikoaspekt immer mehr in den Mittelpunkt. Dadurch gestaltet sich die Kapitalanlagestrategie komplex und vielschichtig.

So ist es mit der Geldanlage wie beim Schach. Niemand setzt allein auf die Dame, obwohl sie die stärkste Figur ist. Ob Turm, Läufer oder Bauer, jede Figur hat ihre besonderen Qualitäten und kann individuell eingesetzt werden. Erst im Rahmen einer Gesamtstrategie ermöglichen sie gemeinsam den Sieg.²



Da die Entscheidungen über die Portfolioanteile die wichtigsten Determinanten für den Portfolioerfolg darstellen, überrascht es kaum, dass die klassische Portfoliotheorie auch heute noch zu den Grundlagen vieler An-

² Vgl. Capital Nr. 25, 2002

lageentscheidungen zählt. Es gibt kaum einen Finanzdienstleistungsanbieter, der sich nicht auf die weit verbreiteten theoretischen Grundlagen für Entscheidungen in der Asset Allocation beruft.

Does Asset Allocation Policy Explain 40, 90, or 100 Percent of Performance?

Roger G. Ibbotson and Paul D. Kaplan

Disagreement over the importance of asset allocation policy stems from asking different questions. We used balanced mutual fund and pension fund data to answer the three relevant questions. We found that about 90 percent of the variability in returns of a typical fund across time is explained by policy, about 40 percent of the variation of returns among funds is explained by policy, and on average about 100 percent of the return level is explained by the policy return level.

Does asset allocation policy explain 40 percent, 90 percent, or 100 percent of performance? The answer depends on how the question is asked and what an analyst is trying to explain. According to well-known studies by Brinson and colleagues, more than 90 percent of the variability in a typical sponsor's performance over time is the result of asset allocation policy.¹ So, if one is trying to explain the variability of returns over time, asset allocation is very important.

Unfortunately, the Brinson et al. studies are often misinterpreted and the results applied to questions that the studies never intended to answer. For example, an analyst might want to know how important asset allocation is in explaining the variation of performance among funds. Because the Brinson studies did not address this question, the analyst can either look to them to find the answer nor fault them for not answering it correctly.² A different study is required.

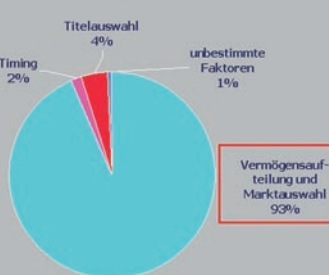
Finally, an analyst might want to know what percentage of the level of a typical fund's return is ascribable to asset allocation policy. Again, the Brinson studies do not address this question. A different study is needed.

Quelle : 5/2000 Financial Analysts Journal, Seite 26 ff. © Prof. Dr. Busse 2007 / 602


Die Mischung entscheidet über den Anlageerfolg

Zwei wissenschaftliche Studien aus den USA zeigen:

diese Faktoren entscheiden über den Anlageerfolg



Faktor	Anteil
Vermögensaufteilung und Marktauswahl	93%
Timing	29%
unbestimmte Faktoren	19%
Titelauswahl	4%



Quelle : Geld 2005, HypoVereinsbank, Seite 56; Brinson, Hood, Beebower, FAJ 2005; Vanguard, Sources of Portfolio Performance USA 2004 © Prof. Dr. Busse 2007 / 603