

Funds of Hedge Funds in institutionellen Portfolios

Unterschiedliche Einsatzmöglichkeiten für Pensionskassen – Anlageklasse oder aktive Ergänzung – Strukturiertes Vorgehen ein Muss

Von Andreas Reichlin

Der Begriff Hedge Funds fasst eine sehr heterogene Gruppe von Investitionsansätzen und -ideen zusammen. Der grosse Freiheitsgrad in Auswahl und Einsatz von Anlageinstrumenten und -techniken resultiert in unterschiedlichen Rendite-Risiko-Charakteristiken. Eine Pensionskasse, die sich für den Einsatz von Hedge Funds entscheidet, muss sich deshalb bewusst sein, was sie mit den Anlagen erreichen will. Sie braucht eine eigentliche Hedge-Funds-Strategie.

Die meisten Pensionskassen, die heute in Hedge Funds investieren, integrieren sie als eigene Anlagekategorie in die Investitionsstrategie. Neben einer stabilen, positiven, absoluten Rendite wird eine tiefe Korrelation zu den traditionellen Anlagekategorien wie Aktien und Obligationen angestrebt. Als Produkt werden meistens Multistrategie-Funds-of-Hedge-Funds (FoHF) eingesetzt. Sie weisen sowohl nach Stil wie auch nach Managern eine breite Diversifikation auf. Die strategische und taktische Ausrichtung des Produkts ist vollständig Sache des Fund-of-Hedge-Funds-Managers. Sie wird in Abhängigkeit vom Renditeziel (etwa Dollarlibor plus 4%) und vom Risikobudget (zum Beispiel Volatilität unter 10%) festgelegt.

Ein Anfang

Dieser Ansatz ist für Pensionskassen einfach zu implementieren und stellt das typische Einstiegsinvestment dar. Allerdings ist er mit folgenden Nachteilen verbunden: Der Multistrategie-FoHF verfolgt primär das Ziel, die geforderte absolute Rendite zu erwirtschaften. Da auch für Hedge Funds gilt, dass eine höhere Rendite nur durch das Eingehen höherer Risiken erzielt werden kann, muss der FoHF einen (Gross-)Teil seines Portfolios in Strategien investieren, die von den Marktentwicklungen abhängen (etwa Strategien wie Aktien Long-Short, Emerging Markets oder Kreditstrategien). Die erhofften Vorteile der Diversifikation auf Gesamtportfolioebene verringern sich. Die Ergebnisse einer Vielzahl von FoHF während der Sommermonate zeigen dies deutlich.

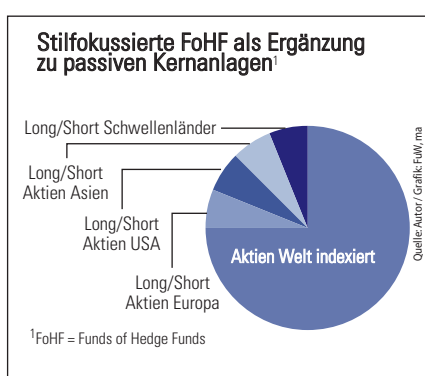
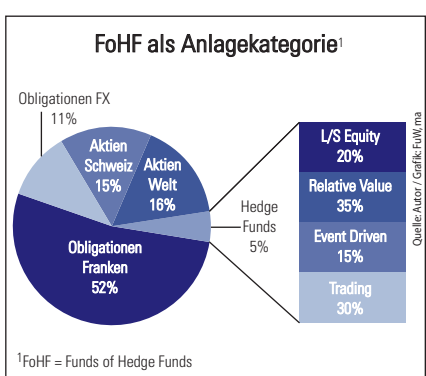
Eine Rendite entsprechend der allgemeinen Marktentwicklung kann zudem kostengünstiger über passive Anlagefonds, Indexprodukte oder ETF (Exchange Traded Funds, börsengehandelte Indexfonds) erworben werden. Einzig für das erfolgreiche Timing der Märkte sollte eine Pensionskasse bereit sein, eine zusätzliche Gebühr zu bezahlen. Weiter berücksichtigt die Anlagestrategie des Multistrategie-FoHF die Anlagestrategie der Pensionskasse nicht. Also ist es möglich, dass sich auf Gesamtportfolioebene die Risiken kumulieren (zum Beispiel



	Manager A Aktienportfolio	Benchmark- Gewichtung	Manager A Aktive Positionierung ¹
Aktie A	15%	25%	-10%
Aktie B	25%	25%	0%
Aktie C	25%	25%	0%
Aktie D	35%	25%	10%

¹ Differenz Benchmark und Gewichtung im Portfolio

Quelle: Autor



Aktienrisiken) und/oder die Entscheidung sich zu neutralisieren.

Ersatz traditioneller Mandate

Als Bestandteil eines traditionellen Mandats werden passive Positionen zur Indexreplikation und aktive Positionen zur Schaffung von Mehrwert relativ zur Benchmark gehalten. Durch die aktive Positionierung entstehen Unter- und Übergewichte zum Vergleichsindex. Somit ist es möglich, das Alpha, die aktive Mehrwertgenerierung, vom Beta, dem strategischen Marktrisiko, zu trennen (vgl. Tabelle). Die aktive Positionierung entspricht den Strategien von Hedge Funds. Entsprechend können beispielsweise in den klassischen Anlagekategorien Aktien und Obligationen traditionelle, aktiv bewirtschaftete Vermögensverwaltungsmandate durch eine Kombination aus passiven Indexprodukten und stilfokussierten Funds of Hedge Funds ersetzt werden.

Diese Umsetzungsvariante bietet den Vorteil, dass die Hedge-Fund-Strategie auf die Bedürfnisse der Pensionskasse ausgerichtet werden kann. Zudem fokussiert sie sich auf das Erzielen einer Mehrrendite gegenüber einer passiven Anlage. Das rechtfertigt auch eine höhere Vermögensverwaltungsgebühr. Gegenüber einem einzelnen, traditionellen aktiven Mandat besteht der Vorteil, dass durch den Multi-Manageransatz via Hedge Funds die anlagestilbedingten Zyklen der Mehrwertgenerierung des einzelnen Managers diversifiziert werden können.

Risiken im aktiven Management

Die Umsetzung der aktiven Vermögensverwaltung durch den Einsatz von Funds of Hedge Funds birgt aber nicht zu unterschätzende zusätzliche Risiken. So sind allfällige Marktrisiken, die von FoHF eingegangen werden, streng zu überwachen. Weiter setzen marktneutrale Strategien in der Regel viel Fremdkapital (Leverage) ein, um geringe Preisdifferenzen profitabel nutzen zu können. Die Ereignisse in diesem Sommer haben gezeigt, dass dieses Liquiditätsrisiko nicht zu vernachlässigen ist. Die Ungleichgewichte auf den Märkten können länger bestehen bleiben, als die eigene Liquidität und insbesondere Solvenz es erlauben, die Positionen aufrechtzuerhalten.

Zudem sind FoHF weniger transparent als traditionelle Mandate und haben eine eingeschränkte Liquidität. Sie weisen ausserdem substantiell höhere Kosten auf. Ebenfalls zu beachten ist, dass traditionelle Risikomasse wie Volatilität oder Tracking Error den asymmetrischen Risiken von Hedge Funds nicht gerecht werden. Darum bedarf es weiter gehender Risikokonzepte, die auch die höheren Momente der Renditeverteilung berücksichtigen. Der Entscheid für den Einsatz

von stilfokussierten Funds of Hedge Funds hängt schliesslich davon ab, ob die Pensionskasse grundsätzlich an die Prognosefähigkeit der Hedge-Fund-Manager glaubt. Ist dies nicht der Fall, sollte eine passive Implementierung via traditionelle Indexprodukte gewählt werden.

Neue Anlagesegmente

Hedge Funds stossen regelmässig in neue Nischen und Märkte vor. Als Beispiele können der Strom- und der Rückversicherungsmarkt genannt werden, wo Hedge Funds heute als Liquiditätsanbieter und Risikonehmer agieren. Hedge Funds erschliessen folglich Ertragsquellen, die vielen Pensionskassen nicht oder nur mit viel Aufwand zugänglich sind. Diese spezialisierten FoHF-Strategien können das bestehende Anlageuniversum erweitern und damit die Rendite-Risiko-Eigenschaften der Gesamtallokation verbessern. Der Investor muss sich jedoch bewusst sein, dass Engagements in neue, alternative Anlagesegmente mit erhöhten Umsetzungsrisiken verbunden sind. Die Positionen sind typischerweise illiquid und wegen ihrer Komplexität nur schwierig zu bewerten. Die grösseren operationellen Risiken sind in der Formulierung der Gesamtstrategie zu berücksichtigen.

Ansatz wählen

Der erfolgreiche Einsatz von Hedge Funds setzt ein strukturiertes und transparentes Vorgehen voraus. Dieses beginnt mit einer Schulung, an der sich die Entscheidungsgremien ein Grundwissen über Hedge Funds erarbeiten. Anschliessend gilt es, die mit dem Einsatz von Hedge Funds verfolgten Ziele festzulegen und die entsprechenden Anbieter sowie ihre Produkte auszuwählen. Dabei zahlen sich ein professioneller Selektionsprozess sowie eine sorgfältige rechtliche Prüfung aus. Das diesbezügliche Vorgehen unterscheidet sich für Funds of Hedge Funds nicht grundlegend von der Selektion von traditionellen Managern und basiert auf den klassischen fünf P für Produkt, Personen, Prozesse, Performance und Preis.

Zusätzlich sollte der Anbieter die operationellen Risiken der einzelnen Hedge Funds beurteilen und überwachen können (Operational Due Diligence). Schliesslich sollte das Anbieterunternehmen eine genügende Stabilität aufweisen und im Gleichschritt mit den Ressourcen wachsen. Ein Controlling-Konzept, das den Besonderheiten von Hedge Funds Rechnung trägt, ermöglicht zudem die laufende Überwachung und Beurteilung der Anlagetätigkeit sowie die frühzeitige Identifikation von Zielabweichungen.

Dr. Andreas Reichlin ist Partner von PPCmetrics, einer Beratungsfirma für institutionelle Anleger.



Take the right way, opportunities ahead!

Eight specialised single strategy funds of hedge funds to build your personalised hedge fund portfolio.

Thalia sa | Via Peri 21, CH-6901 Lugano | Tel. +41 (0)91 912 9700 | Fax +41 (0)91 912 9701
info@thaliainvest.com | www.thaliainvest.com