

Auf dem Weg zu neuen Anwendungsgebieten

Branchenentwicklung fördert neues Rollenverständnis von Funds of Hedge Funds – Aufspüren innovativer Strategien als Aufgabe

Von Richard C. Müller

Den Investoren in Funds of Hedge Funds steht eine zunehmende Vielzahl von Produkten zur Auswahl. Der Blick in die einschlägige Datenbank von HFR zeigt, dass von 10 000 periodisch rapportierenden Funds rund ein Viertel Funds of Hedge Funds sind. Dabei hat nicht nur die Zahl der Produkte massiv zugenommen, sondern auch die vermehrte Spezialisierung und Fokussierung auf bestimmte Bereiche und Anlagethemen.

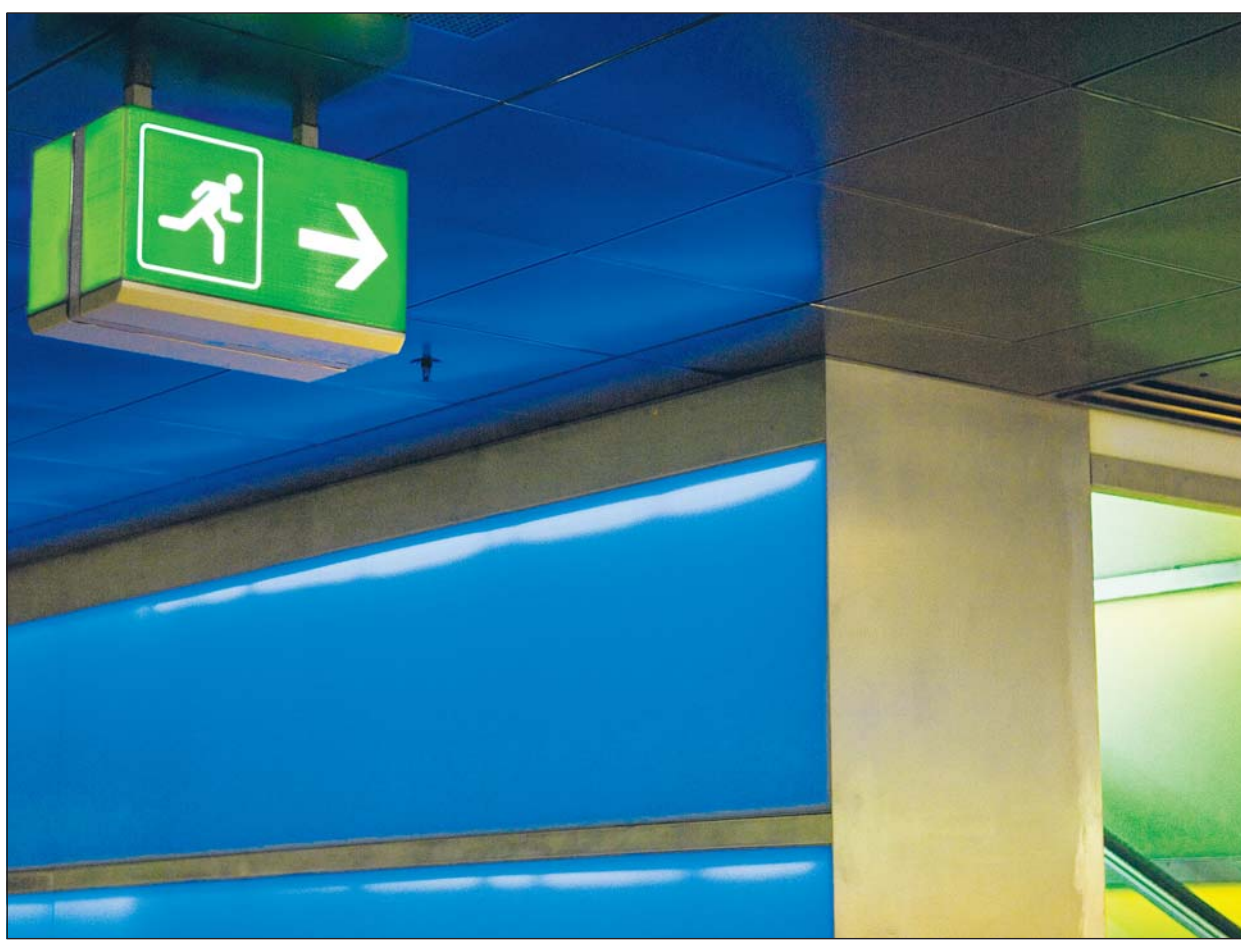
Investoren haben ihrerseits Kenntnisse gewonnen. Solche, die über mehrere Jahre Erfahrung mit der Anlageklasse Hedge Funds gesammelt haben, beurteilen ihre Funds-of-Hedge-Funds-Programme zunehmend kritisch, besonders den davon erhofften Mehrwert und die zusätzlichen Verwaltungsgebühren. Inzwischen haben sich Mischformen herausgebildet, bei denen Anbieter Zugang zu verschiedenen Hedge Funds auf einer Plattform offerieren oder verschiedene Strategien direkt verbinden (Multi-Strategiefonds).

Professionelle Vermögensverwalter oder Pensionskassen investieren vermehrt kombiniert sowohl direkt in einzelne Fonds als auch in Funds of Hedge Funds. Direktanlagen werden dann eingegangen, wenn ein vermeintlich geringerer Selektions- und Beaufsichtigungsaufwand sowie geringeres Risiko angenommen werden können. Dies ist vornehmlich bei grösseren, etablierten Hedge Funds mit mehrjährigem Leistungsausweis in den bekannteren Anlagestrategien der Fall. Dass aber auch etablierte Hedge Funds nicht vor grossen Verlusten verschont bleiben, zeigen jüngste Beispiele. Obwohl bekannte Funds of Hedge Funds in untergegangene Fonds investiert waren, erfährt ihr Ansatz in diesen Zeiten meist einen Aufschwung, da sich Investoren von der zusätzlichen Aufsicht weitere Sicherheit und Delegation der Verantwortlichkeit erhoffen.

Nur Mehrwert lohnt

Institutionelle Investoren halten in denjenigen Bereichen an Funds of Hedge Funds fest, wo ein Mehrwert in Selektion, Know-how-Transfer, Anlagekapazität oder Risikomanagement geschaffen wird. Das ist etwa in den neuartigen, innovativen Hedge-Funds-Strategien und Märkten der Fall. Ein Teil der Hedge-Funds-Branche unterliegt stetem Wandel und einem dauernden Erneuerungsprozess. Das erklärt sich teilweise dadurch, dass sich unter dem Stichwort «flüchtiges Alpha» generell Gewinnchancen dort reduzieren, wo eine Vielzahl professioneller Marktteilnehmer mit gleichen Informationen in liquiden Märkten agiert.

Wo Informationsineffizienzen und Liquiditätsempässe bestehen oder spezielles Know-how gefragt ist, lassen sich grössere Gewinne abführen. Dabei entstehen immer wieder neue Bereiche, in denen Hedge Funds als Marktteilnehmer auftreten. Das Gebiet innovativer Hedge-Funds-Strategien befindet sich deshalb konstant im Fluss. Nur wer systematisch Ausschau hält, neue Märkte und Strategien konsequent erfasst, untersucht und über das analytische Rüstzeug sowie die



Ressourcen verfügt, kann erfolgreich in diesen Bereichen investieren.

Spezialisierte Funds of Hedge Funds bieten sich an, die Beinarbeit für institutionelle Investoren in den Feldern zu übernehmen, wo sich aus Mangel an Fokus oder Ressourcen keine Zeit findet, das notwendige Spezialwissen zu erwerben, um sich direkt zu engagieren. Neuere Themen umfassen etwa den Stromhandel, die Verbriefung von Versicherungsrisiken (Insurance-linked Securities) oder Fracht- und Schifffahrtskontrakte. Sie bieten Diversifikationseffekte und geringe bis gar keine Korrelation zu traditionellen Anlagen. Daher sind sie für Investoren grundsätzlich interessant.

Neue Märkte für Hedge Funds entstehen, indem Finanzintermediäre als Handelspartner auftreten und zugelassen werden sowie handelbare Finanzinstrumente angeboten werden. Dies ist etwa der Fall, wenn sich Märkte zunehmend segmentieren und neue, spezialisierte Handelsstrategien aufkommen. Der Handel mit verbrieften Versicherungsrisiken ist ein solches Beispiel. Oder es wird ein vollkommen neuer Markt geschaffen, wie der Handel mit Emissionsrechten.

Innovative Hedge Funds treten auch in den traditionellen Gebieten der Finanzmärkte auf, in denen Handelsmöglichkeiten durch neue Finanzinstrumente entwickelt (z. B. Terminkontrakte im Liegenschaftsbereich) oder neue Handelsstrategien angewendet werden (z. B. Volatilitätsarbitragestrategien). Neue Märkte entstehen ebenfalls, wenn Handelsbarrieren abgebaut und neue Investitionsmöglichkeiten geschaffen werden. Dies umfasst etwa den Wegfall der Inländerbevorzugung, Devisen- oder Leerverkaufrestriktionen, das Entstehen von Handelsplattformen, den Schutz von Eigentums-

rechten sowie die regulatorische Überwachung. Damit kann die Anwendung herkömmlicher Handelsstrategien in neuen geografischen Märkten ein weites Spielfeld von Hedge Funds sein. Die Matrix (vgl. Grafik) zeigt eine schematische Übersicht über eine Auswahl von innovativen Hedge-Fund-Strategien und ihre Eignung für Funds of Hedge Funds.

Nicht alles Neue ist geeignet

In einzelnen neuen Märkten ist die Anzahl spezialisierter Hedge Funds teils limitiert. Zudem können das geringe Marktvolumen und die verfügbaren Instrumente die Anlagekapazität der Funds beschränken. Die frühe und sorgfältige Auswahl von Hedge Funds in diesen neuartigen Bereichen ist deshalb erfolgsentscheidend. Nicht alles Neuartige ist ein attraktives Investment. Im Gegenteil:

Oftmals eignen sich neue Märkte anfänglich nicht für risikobedachte Investoren. Denn die Prämie für das vermeintlich höhere Risiko durch die Allokation in einen Hedge Fund, der eine neuartige Strategie verfolgt, muss stimmen.

Dabei ist nicht nur das Renditeniveau ausschlaggebend. Attraktiv ist auch die zumeist sehr geringe Korrelation mit traditionellen Anlageklassen, aber auch anderen herkömmlichen alternativen Investments. Das Renditeprofil eines Fund, der zum Beispiel in ein Bündel von Lebensversicherungspolice investiert, korreliert nicht oder nur gering mit dem generellen Verlauf der Aktienmärkte. Teilweise werden aber neue Anlagebereiche falsch eingeschätzt: Der Emissionshandel etwa hat sich nicht wie anfänglich vermutet als Handelsmarkt für Emissionsrechte etablieren können. Erfolgreiche Investoren beteiligen sich vorerst an der

		Märkte / Regionen					
		Alt			Neu		
Strategien / Instrumente	Alt	Existierendes Hedge-Funds-Universum					
			Asia (ex-Japan)	Africa	Middle East/Northern Africa		
		Latin America	Eastern Europe	Caribbean			
	Neu	Traded Real Estate	Insurance-linked Securities	Water / Utilities	Weather Trading	Electricity Trading	Emissions Trading
		Finance and Lending	Freight and Shipping	Timber and Farmland	Alternative Energy	Environmental Credits	Intellectual Property Rights
		Microfinance	Collectables	Commodity Project Financing	Seafood Futures	Racehorse Bloodstock	Soccer Player Rights

Quelle: 47°N Capital Management / Grafik: F&W, d

Legend: ■ Geeignet für Funds of Hedge Funds ■ Beschränkt geeignet für Funds of Hedge Funds

Finanzierung von Projekten zur Emissionsreduktion.

Bevor in Hedge Funds mit innovativen Strategien investiert wird, gilt es die zugrundeliegenden Märkte zu verstehen, ihre Werttreiber, die Teilnehmer, die Instrumente und die Marktgrösse. Weiterfragen gelten der Investierbarkeit, also der Preisgestaltung, der Liquidität der Instrumente, dem regulatorischen Rahmen und der Handelbarkeit. Erst wenn das Verständnis für den entsprechenden Markt entwickelt wurde, können darin agierende Hedge Funds evaluiert werden. Aus der Sicht eines Fund of Hedge Funds ist es relevant, dass neue Märkte über eine ausreichende Tiefe verfügen und sich genügend Hedge Funds darin bewegen, die professionelle Anlageprozesse anwenden und die zeitnahe Rücknahme der Anteile gewährleisten (damit der Fund of Funds seinen Rücknahmeverpflichtungen nachkommen kann). Eine zusätzliche Herausforderung bieten die Datenpunkte für die aussagekräftige statistische Analyse. Ihre Anzahl ist wegen des geringen Alters der Hedge Funds in neuartigen Strategien beschränkt.

Funds of Funds nicht überholt

Funds of Hedge Funds behalten ihre Berechtigung, wenn sie Anlegern Zugang zu neuen, innovativen Märkten verschaffen. Sie sind für alle Investoren nützlich, die sich dosiert und diversifiziert in neuen Hedge-Funds-Feldern exponieren wollen. Die Anbieter ihrerseits sollten bereit sein, die notwendige Transparenz zu liefern und den Wissenstransfer sicherzustellen, damit sich Anleger mit den zugrundeliegenden Märkten und Strategien vertraut machen können.

In den letzten Jahren sind themenspezifische Funds of Hedge Funds lanciert worden, die einzelne Innovationsbereiche abdecken. Die Erfahrung zeigt, dass sich ein zu eng abgestecktes Thema nachteilig auswirkt, weil es sich teilweise um enge Märkte mit einer beschränkten Anzahl von Hedge Funds handelt. Vorzuziehen sind daher Produkte, die verschiedene Anlagethemen vereinen. Die Kombination verschiedenartiger innovativer Hedge Funds zeigt in der Analyse überlegene Korrelationswerte, sowohl im Verhältnis der Funds zueinander wie auch im Verhältnis zu anderen Funds of Hedge Funds oder dem Gesamtmarkt. Sie eignen sich daher als Erweiterung der Allokation, die weitere Diversifikationseffekte bringt.

Wer bereits glaubt, dass das Modell Funds of Hedge Funds überholt ist, erkennt dessen Vorteile gerade in einem schwierigen Marktumfeld, wie vereinfachter Zugang (geringerer Minimalbetrag als einzelne Hedge Funds), unmittelbare Diversifikation und tiefere Volatilität (durch Anlage in mehreren Fonds) sowie Beaufsichtigung und Anlagekapazität. Bei der Verschaffung des Zugangs zu innovativen Hedge Funds spielen Funds of Funds eine zusätzliche Rolle, die über diese herkömmlichen Vorteile hinausgeht.

Dr. Richard C. Müller ist Partner von 47° North Capital Management, einem spezialisierten Funds-of-Hedge-Funds-Anbieter.

Business oder First Class ?

Seit mehr als zehn Jahren sind wir in der Analyse und Auswahl der besten Hedge Funds sowie in der Verwaltung alternativer Portfolios für unsere Kunden engagiert.

3A

3A SA (Alternative Asset Advisors)
Mitglied der SYZ & CO Gruppe: Genf | Zürich | Lugano | Locarno www.3-a.ch
Die SYZ & CO Gruppe besteht aus mehreren Gesellschaften, unter anderem Bank SYZ & CO AG und 3A SA.