

Hedge Funds bleiben die Rendite schuldig

Mit dem Anlagentrend gewinnen Hedge Funds wieder an Attraktivität. Doch trotz des förderlichen Börsenumfelds vermögen sie nicht zu brillieren.

PETER ROHNER

Es ist ein kleiner Trost für frustrierte Privatanleger. Auch die cleversten Investoren können dieses Jahr kaum Erfolge ausweisen. Die Rede ist von Hedge Funds und deren Manager, die als besonders weitsichtig gelten. Bill Ackman etwa hat wegen der Wette auf das Pharmaunternehmen Valeant fast 20% verloren. Der Pure Alpha Fund von Bridgewater, der grösste Hedge Fund weltweit, hat laut Medienberichten im ersten Quartal fast 7% eingebüsst. Das sind herausgepickte Einzelfälle, aber sie sprechen für die Schwierigkeiten der ganzen 3-Bio.-\$-Branche.

Gemessen am nach Vermögen gewichteten Index von Hedge Fund Research (HFR) lagen sie Ende Mai 1,5% im Minus. Wenn es so weiter geht, droht das zweite Verlustjahr in Folge. Mit einem ETF auf den S&P500 hätte man dieses Jahr selbst ohne Dividenden 3,5% gewonnen. Das schlechtere Abschneiden ist kein Ausreisser: Seit dem Krisenjahr 2008 haben Hedge Funds Jahr für Jahr weniger Rendite abgeliefert als der Aktienmarkt (vgl. Grafik). Vorbei sind die Zeiten, als Gurus wie George Soros über Jahre Renditen von 30% erzielten.

Hedge Funds sind relativ unregulierte Anlagefonds, die ein absolutes Renditeziel verfolgen und die Wetten auch mit grossem Hebel und mit Leerverkäufen umsetzen. Die Manager werden dafür bezahlt, dass sie Marktrisiken reduzieren und sich gegen grössere Verluste absichern. Dass sie in einer Hausse dem Aktienmarkt hinterherhinken, liegt deshalb in der Natur der Sache. Enttäuschend ist dagegen, dass sie auch in anspruchsvollen Börsenjahren wie 2011, 2015 und 2016 das Nachsehen haben. Dabei ist noch nicht berücksichtigt, dass Indizes die tatsächliche Performance der Branche überschätzen, weil die schlechten Fonds geschlossen werden und aus der Indexberechnung herausfallen. Survivorship-Bias wird die Verzerrung genannt. «Zwischen der kolportierten und tatsächlichen Rendite liegen Welten», sagt Pirmin Hotz, unabhängiger Vermögensverwalter aus Baar.

Gebühren fressen Rendite

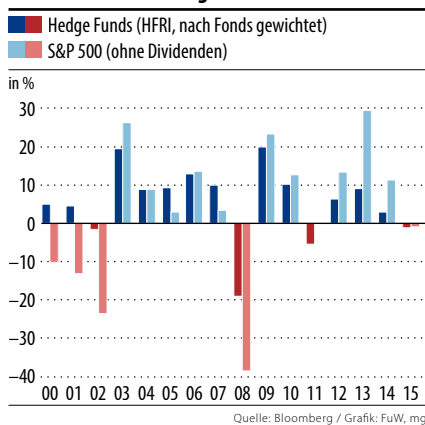
Hedge-Funds-Befürworter führen ins Feld, die Performance müsse risikoadjustiert betrachtet werden. «In den letzten Jahren haben Hedge Funds etwa den Ertrag des Aktienmarkts erzielt, jedoch mit viel geringerer Volatilität», sagt Philippe Ferreira, Strategie für alternative



Auch die Stars der Branche haben Mühe: Bei George Soros (o. l.) sind jährliche Renditen von 30% Vergangenheit. Bill Ackmans (u. l.) Hedge Fund hat wegen der Valeant-Wette dieses Jahr fast 20% verloren. John Paulson (o. r.) wartet seit dem «Big Short» auf den US-Immobilienmarkt 2007 auf ein Erfolgserlebnis. Auch Ray Dalios (u. r.) Pure Alpha Fund hat im ersten Quartal rund 7% verloren.

Anlagen bei Lyxor Asset Management, einer Tochter von Société Générale. Langfristig sieht die Bilanz auch unter Berücksichtigung des Risikos wenig berauschend aus. Ein schwankungsarmes Portfolio aus 60% Aktien und 40% US-Staatsanleihen hat seit 2008 einen durchschnittlichen Hedge Fund um Längen geschlagen.

Performance von Hedge Funds und Aktien



Mögliche Gründe für die schlechte Kursentwicklung werden viele genannt. «Das tiefe Zinsniveau ist sicher ein Problem», sagt Peter Meier, Professor an der Zürcher Hochschule für Angewandte Wissenschaften (ZHAW). «Hedge Funds können grosse Cashpositionen aufbauen, wenn es sinnvoll erscheint», erklärt Meier. Aber dort ist die Rendite null oder negativ.

Die Gebühren sind ebenfalls ein Performancekiller. Sie fallen bei den niedrigen Bruttorenditen besonders ins Gewicht. Auch wenn ein Umdenken in der Branche stattfindet, sind sie immer noch deutlich höher als bei normalen Anlagefonds. Früher galt das Gebührenmodell Two-Twenty. Es stand für 2% Verwaltungsgebühr und 20% Performancegebühr, mit der die Manager am Erfolg des Fonds teilnahmen. «Heute steht das Verhältnis im Mittel bei 1,7% zu 17%», sagt Ferreira. Der Basler Finanzprofessor Erwin Heri schätzt, dass für den Anleger zwischen 2 und 5% Kosten pro Jahr anfallen. Für Vermögensverwalter Hotz haben die Probleme der

Hedge Funds nicht zuletzt damit zu tun, dass sich die Manager bezüglich Prognosefähigkeit überschätzen. «Die neuen Informationstechnologien sorgen dafür, dass die Finanzmärkte heute sehr rasch und effizient reagieren.» Praktisch alle Informationen seien für alle gleichzeitig verfügbar und sofort in den Kursen enthalten. Es gibt kaum mehr Ineffizienzen, die clevere Investoren ausnützen können.

Die Guten ins Töpfchen

Der Index bildet den Gesamtmarkt ab. Natürlich gibt es zahlreiche Fonds, die über Jahre ansprechende Renditen erwirtschaften. Auch sind derzeit gewisse Stilrichtungen erfolgreicher als andere (vgl. unten). Die Schwierigkeit ist aber, die guten Manager und die richtigen Strategien zu wählen. «Professionelle Investoren mit eigenem Know-how können das», sagt Meier. Für Privatanleger seien jedoch Dachfonds, die die Selektion übernehmen, die einzige Alternative. Dadurch fallen zwar

Wissen, was Soros & Co. kaufen

Wer wissen will, welche US-Aktien bei George Soros, Bill Ackman oder anderen Grossinvestoren gerade hoch im Kurs sind, findet die Daten auf der Website der US-Börsenaufsicht. Gemäss Paragraph 13F des US-Börsengesetzes müssen grössere Investoren (ab 100 Mio. \$) jedes Quartal ihre Aktienpositionen offenlegen (das gilt auch für die Schweizerische Nationalbank). Sie sind über die Datenbank Edgar der US-Börsenaufsicht SEC zugänglich. Unter der Internetadresse www.sec.gov/edgar/searchedgar/companysearch.html muss man den exakten Namen des Fonds oder der Gesellschaft eingeben und die Dokumente zum Formular 13F-HR auswählen. Im Dokument infotable.html sind sämtliche Positionen inklusive des aktuellen Gegenwerts aufgelistet. Per Ende Mai hielt Bill Ackmans Pershing Square Capital Management 22 Mio. Aktien des Pharmakonzerns Valeant im Wert von 567 Mio. \$. Im Februar waren es 16 Mio. im Wert von 1686 Mio. \$. Das zeigt, dass Ackman in der Schwäche seine Valeant-Position ausgebaut hat. Bei Soros Fund Management fallen im Mai die 20 Mio. Barrick-Gold-Titel auf (ca. 263 Mio. \$), die neu in Portfolio auftauchen. Die Short-Positionen – also Aktien, die geliehen und leer verkauft werden – werden im 13F-Formular nicht ausgewiesen.

die Gebühren doppelt an, doch in der Regel bekämen die sogenannten Funds-of-Funds bei den Managern Rabatt.

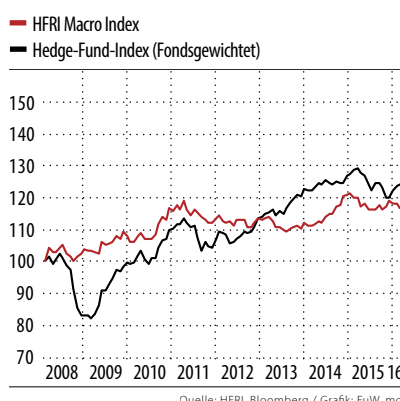
In den USA, wo Pensionskassen traditionell stärker in Hedge Funds engagiert sind als in Europa, häufen sich wegen der schlechten Performance die Rücknahmen. So liquidierte jüngst die Pensionskasse der New Yorker Beamten ihr Hedge-Funds-Portfolio von 1,4 Mrd. \$. Anders in Europa: Dort finden vor allem reguliertere, Ucits-konforme Hedge Funds unter neuen Namen wie Absolute Return und Alternative Ucits Anklang. Allein im ersten Quartal sind laut Lyxor 8 Mrd. € in diese Fonds geflossen, während traditionelle Anlagen Abflüsse verzeichnen. Auch Schweizer Pensionskassen haben laut CS-Index in den letzten zwei Jahren die Hedge-Funds-Quote von 2 auf 2,6% erhöht. Die ausgewiesenen Renditen dürften jedoch kaum der Grund des Interesses sein. Vielmehr sieht es nach dem Versuch aus, Negativzinsen und teuren Aktienmärkten auszuweichen.

Welche Strategien Hedge Funds verfolgen und wie sie die letzten Jahre gemeistert haben

Global Macro

Beschreibung: Fast ein Drittel der von Hedge Funds verwalteten Vermögen entfällt auf sogenannte Makro-Strategien. Diese Fonds versuchen, die grossen makroökonomischen Entwicklungen früh zu erkennen und setzen ihre Wetten mit allen verfügbaren Instrumenten um. Zu den Makro-Strategien werden auch Rohstoff- und Währungs-Hedge Funds gezählt.

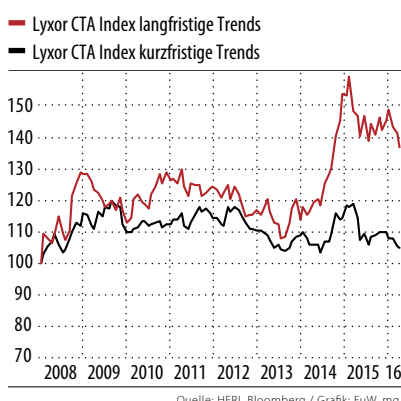
Beispiele: Anfang der Neunzigerjahre wettete der Quantum Fund von George Soros mit Erfolg auf eine Abwertung des britischen Pfunds. Einen mutigen, konträren Makro-Trade ging auch John Paulson ein. Er wettete rechtzeitig gegen den US-Immobilienmarkt und verdiente daran im Jahr 2007 3,7 Mrd. \$.



CTA

Beschreibung: Dieses Akronym steht für Commodity Trading Advisor und wird als Synonym für Managed Futures verwendet. Ihr präferiertes Anlageinstrument sind Terminkontrakte. Ziel ist es, Trends zu erkennen und systematisch auszunutzen. Lyxor unterscheidet zwischen solchen, die langfristigen Trends folgen, und solchen, die auf kurze Bewegungen setzen.

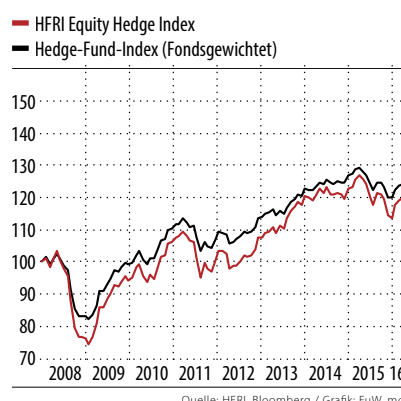
Beispiele: Zu den grossen CTA-Managern gehört der britische Hedge Fund Winton Capital Management. Sein Handelsprogramm liefert Signale, um über verschiedene Anlageklassen Trends zu erfassen und auszunutzen. Auch die quantitativen Strategien der zur Man-Gruppe gehörenden AHL laufen unter der Kategorie CTA.



Aktienstrategien

Beschreibung: In diese Kategorie (auch Equity Hedge genannt) fallen Fonds, die mit dem Kauf und Leerverkauf (Short) von Aktien und Derivaten an der Börse spekulieren. Es gibt solche, die vorwiegend auf steigende Aktienkurse setzen (Long Bias), und solche, die von fallenden Märkten profitieren (Short Bias). Marktneutrale Strategien mit vielen «Pair Trades» werden auch zur Kategorie Relative Value gezählt (vgl. Text rechts).

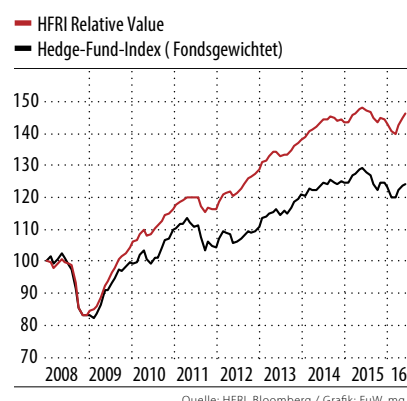
Beispiele: Carl Icahn ist mit Anlagen im Wert von 30 Mrd. \$ einer der grössten und bekanntesten Long-Short-Equity-Manager. Ein typischer Pair Trade wäre der Kauf von Peugeot-Aktien bei gleichzeitigem Leerverkauf von Volkswagen-Valoren.



Relative Value

Beschreibung: Diese Strategie nutzt Bewertungsdiscrepanzen innerhalb verschiedener Anlageklassen. Unter Fixed-Income-Arbitrage werden Strategien zusammengefasst, die auf dem Zins- und Kreditmarkt agieren. Wenn ein Manager Wandelanleihen kauft und einen Teil des Aktienrisikos absichert, betreibt er Coverable Arbitrage. Statistical Arbitrage ist eine weitere Variante von Relative Value.

Beispiele: Long-Term Capital Management (LTCM) wettete in den Neunzigerjahren gehebelt auf konvergierende Zinsen in Europa. Doch in der Russlandkrise 1998 liefen die Bondrenditen wieder auseinander und es resultierten so grosse Verluste, dass der Fonds aufgelöst werden musste.



Event Driven

Beschreibung: Diese Manager handeln mit Wertpapieren (Aktien, Anleihen, Derivaten) von Unternehmen, die in Transaktionen (Übernahme, Restrukturierung usw.) involviert sind. Zur Kategorie Event Driven zählen auch Strategien wie Merger und Risk Arbitrage, Distressed Restructuring oder Special Situations. Aktivistische Hedge Funds, die grosse Aktienpakete kaufen und auf die Strategie des Unternehmens Einfluss nehmen, gehören ebenfalls in diese Gruppe.

Beispiele: Daniel Loeb (Third Point) und John Paulson betreiben solche Strategien. Investoren zogen wegen der schlechten Performance 2015 im ersten Quartal über 8 Mrd. \$ aus Event-Driven-Fonds ab. Doch dieses Jahr ist es eine der besten Strategien.

