

Hedge Funds:

Schalmeienklänge versus schonungslose Fakten

Thomas Hauser

Hedge Funds versprechen «attraktive unkorrelierte Renditen», die die Diversifikation eines klassischen Portfolios verbessern sollen. Doch halten die Versprechen einer genauen Prüfung stand?

Hedge Funds werden gerne mit dem Argument beworben, eine «Quelle echter Diversifikation» zu sein. Insbesondere nach der schlechten Erfahrung mit Mischportfolios aus Aktien und Obligationen im Jahr 2022 seien Hedge Funds interessant, da sie unkorrelierte Renditen liefern und ein traditionelles Portfolio besser diversifizieren sollen. Lassen Sie uns diese Punkte einzeln durchgehen.

Das Jahr 2022 war wirklich ein übles Zusammenreffen von negativem Aktienjahr und – wegen steigender Zinsen – dem schlechtesten Jahr von Franken-Obligationen. So resultierte beim Pictet mit einem Aktienanteil von 40% (Pictet BVG 40, Indexfamilie 2000) eine Rendite von –14,8% und mit einem Aktienanteil von 60% eine solche von –15,7%. 2022 war zwar nicht ganz so schlecht wie das Jahr 2008 in der Finanzkrise mit –17,3% respektive –26,6%, aber es war für viele Investoren dennoch äusserst schmerzhaft.

Hedge Funds liefern magere Renditen

Für den langfristigen Anlageerfolg ist aber nicht das einzelne Jahr massgebend, sondern das langfristige Zusammenspiel der verschiedenen Vermögenswerte. Lassen Sie uns also als erstes einen Blick auf die Rendite und das Risiko verschiedener Anlageklassen werfen:

Es sticht ins Auge, dass über die Periode von knapp zwanzig Jahren bei Hedge Funds im Durchschnitt eine negative Rendite von –0,8% pro Jahr resultiert, mit Währungsabsicherung gegenüber dem Franken sind es –0,1%. Dies ist sogar weniger als die geringe Rendite von jährlich 1,7% mit Franken-Obligationen, dennoch haben Hedge Funds deutlich höhere Risiken. Neben den höheren Schwankungsrisiken (Volatilität) ist auch das schlechteste Jahr mit –28,2% schlechter als jenes bei Anleihen mit –12,1%. Zudem ist die Zahl der negativen Jahre in dieser Zwanzig-Jahres-Periode bei den Hedge Funds doppelt so hoch.

Die Hedge Funds verlieren demzufolge in massiver Weise hinsichtlich Rendite gegen Aktien und bezüglich Risiken gegen Anleihen. Liegen deren Vorteile allenfalls im Portfolio-Kontext?

Im klassischen Mischportfolio wird das Risiko dominiert vom Aktienanteil und von allfälligen Immobilien-Investitionen. Will man diese Risiken diversifizieren, braucht es Anlagen, die sich anders verhalten, d.h. nicht gleichzeitig steigen oder fallen. Dies wird mit der Korrelation gemessen – bei 1 schwanken die Anlagen perfekt parallel, bei 0 völlig unabhängig voneinander. Hedge Funds haben eine durchschnittliche Korrelation von 0,7 zu Aktien und Immobilien, das ist deutlich mehr als die Korrelation von Obligationen von 0,33. Obligationen sind demzufolge im Mittel der Jahre ein wichtiger und besserer Diversifikator – im Jahr 2022 hat es allerdings nicht funktioniert, wie wir oben gesehen haben.

Rendite in Franken über knapp zwanzig Jahre (Januar 2007 bis Juni 2026)

Anlagekategorie	Aktien Ausland	Aktien Schweiz	Franken- anleihen	Immobilien Schweiz	Hedge Funds	Hedge Funds (währungs- gesichert)	Private Equity	Gold
Index	MSCI Welt	SPI	SBI	KGAST, WUPIX-A/F	HFRX Global	HFRX Global (CHF hedged)	LPX Direct Listed PE	ZKB Gold
Rendite p.a.	6,4%	5,6%	1,7%	6,1%	–0,8%	–0,1%	–0,7%	7,7%
Volatilität p.a.	17,8%	16,1%	4,4%	5,2%	9,3%	8%	25,5%	17%
Schlechtestes Jahr	–43,7%	–34%	–12,1%	–3,7%	–28,2%	–24,2%	–66,5%	–30,1%
Bestes Jahr	28%	30,6%	7,4%	16,5%	13,5%	12,7%	43,1%	43,5%
Anzahl negative Jahre	4	6	5	3	10	7	8	7

Quelle: Bloomberg, www.hfr.com

Gold weist geringe Korrelation zu Aktien auf

Auch Gold hat zu den anderen Realwerten mit 0,25 eine geringe Korrelation und gemäss Tabelle auch eine attraktive Rendite. Gold bietet sich demzufolge als Beimischung ebenfalls an. Es sei an dieser Stelle aber erwähnt, dass Gold zwei ausgesprochen gute Jahrzehnte hatte, die jährliche Rendite über mehrere Dekaden betrachtet aber im Durchschnitt nur halb so hoch ausfiel! Es ist also Vorsicht geboten bei zu optimistischen Schlüssen für dessen Portfolio-Beimischung.

Wie sieht das Ganze nun in einer konkreten Vermögensaufteilung aus? Dazu werden zwei Portfolios berechnet, eines mit 40% Aktienanteil (Portfolio A) und eines mit 50% Aktien (Portfolio B, vgl. folgende Tabelle). Zuerst fällt auf, dass das Portfolio A etwa die gleiche Volatilität aufweist wie währungsgesicherte Hedge Funds, die annualisierte Rendite liegt hingegen beim Portfolio A um 4,5 Prozentpunkte höher (+4,4% versus -0,1%). Auch die anderen Performancemasse wie das schlechteste respektive beste Jahr und die Anzahl negativer Jahre sind beim Portfolio A besser.

Das Portfolio B hat sodann die gleiche Volatilität wie nicht währungsgesicherte Hedge Funds; seine jährliche Durchschnittsrendite übertrifft jene von Hedge Funds jedoch um massive 5,7 Prozentpunkte (+4,9% versus -0,8%). Auch in diesem Fall sind die anderen Performancemasse des Portfolios B überlegen. Die klassischen Mischportfolios obsiegen bei diesem Vergleich in allen Aspekten gegenüber Hedge Funds.

Hedge Funds verbessern Portfolio nicht

Prüft man nun, ob eine Beimischung von 10% Hedge Funds zum Portfolio B die Diversifikation verbessert – also eine Allokation von 10% Hedge Funds und 90% des Portfolios B –, so muss man feststellen, dass dieses Marketing-Versprechen nicht gehalten werden kann: Während die Rendite um mehr als einen halben Prozentpunkt von 4,9 auf 4,3% per annum sinkt, bleibt die Volatilität fast unverändert. Darüber hinaus wird die Rendite im schlechtesten Jahr um einen Prozentpunkt verschlechtert und die Zahl negativer Anlagejahre steigt.

Zieht man zwecks Diversifikation eine andere Alternative Anlage – Private Equity – als Portfoliobeimischung heran, so führt auch dies zu keiner Verbesserung, ganz im Gegenteil! Einzig die Beimischung von Gold hilft über diese fast zwanzigjährige Periode. Der oben erwähnte Vorbehalt bezüglich der Rendite von Gold in einem sehr langfristigen Kontext bleibt aber bestehen.

Weshalb verfangen Hedge Funds?

So stellt sich noch die Frage, weshalb sich trotz dieser Faktenlage das Marketing zugunsten von Hedge Funds dennoch zu lohnen scheint. Nehmen wir eine Stiftung mit einem Vermögen von 50 Mio. Fr. Wenn diese ein traditionelles, aktives Mischmandat vergibt, dürften die Verwaltungskosten bei rund 0,3% liegen. Nach zwanzig Jahren wächst das Vermögen nach Kosten auf rund 122 Mio. Fr.

Rendite-Risiko-Eigenschaften von Portfolios

Portfoliotyp	Klassische Portfolios		Portfolios mit Beimischung Alternativer Anlagen		
	Portfolio A: 40% Aktien*	Portfolio B: 50% Aktien**	90% Portfolio B, 10% Hedge Funds	90% Portfolio B, 10% Private Equity	90% Portfolio B, 10% Gold
Rendite p.a.	4,4%	4,9%	4,3%	4,5%	5,3%
Volatilität p.a.	7,9%	9,3%	9,2%	10,7%	8,9%
Schlechtestes Jahr	-13,6%	-17,9%	-18,9%	-22,8%	-16,4%
Bestes Jahr	15,1%	17,7%	16,6%	19,2%	17,6%
Anzahl negative Jahre	3	4	5	5	3

*Zusammensetzung: 40% Aktien (je hälftig Schweiz und Ausland), 45% Frankenanleihen, 15% Immobilien Schweiz

**Zusammensetzung: 50% Aktien (je hälftig Schweiz und Ausland), 35% Frankenanleihen, 15% Immobilien Schweiz

Werden dem traditionellen Mischportfolio 10% Hedge Funds mittels Fund-of-Funds-Spezialmandat beigelegt, stellt sich die Frage, was dieses Spezialmandat kostet. Der Kostensatz für Hedge Funds dürfte mindestens beim Zehnfachen der traditionellen Anlagen liegen; die Plausibilisierung mittels KI-Abfrage bestätigt dies: «Die ökonomisch relevante Gesamtbelastung eines Hedge Funds liegt daher häufig nicht bei 2%, sondern – abhängig von der erzielten Performance – eher bei 3 bis 5% p.a. oder mehr.»

Die Kosten der unterliegenden Funds sollten in der Hedge-Funds-Rendite gemäss erster Tabelle berücksichtigt sein, so dass nur die Fund-of-Funds-Kostenebene zu berücksichtigen ist. Hierfür werden 1,5% unterstellt. Das Endvermögen kommt bei rund 113 Mio. Fr. zu liegen – 9 Mio. Fr. weniger als beim Traditionellen Portfolio! Von dieser Differenz fliessen 1,2 Mio. Fr. zum Fund-of-Funds-Anbieter, der Rest resultiert aus der Minderperformance, welche teils auch auf die hohen Kosten für die Subfonds zurückzuführen ist.

Das Fund-of-Funds-Spezialmandat schrumpft wegen der schlechten Performance und den Kosten von anfänglich 5 Mio. auf 3,2 Mio. Fr. Ende der Laufzeit, so dass das Mandat nicht mehr wie anfänglich 10% des Gesamtvermögens ausmacht, sondern nur noch knapp 3%. Erfolgt ein jährliches Rebalancing, so dass das Fund-of-Funds-Spezialmandat stets 10% der Gesamtanlagen der Stiftung ausmacht, wird laufend Geld vom gut performenden in den schwächer abscheidenden Vermögensteil umgelagert.

Das verschlechtert die Situation am Ende der Periode zusätzlich: Das Endvermögen beträgt dann nur noch 107 Mio. Fr. und der Kostengesamtbetrag für die Fund-of-Funds-Ebene verdoppelt sich nahezu auf 2,2 Mio. Fr. In diesem Fall hat die Stiftung knapp 15 Mio. Fr. – respektive 12% – weniger Endvermögen als bei der Umsetzung mittels traditioneller Anlagen.

Warum wird investiert?

Die Motivation der Anbieter für Marketing ist nun klar: Auch kleine Allokationen versprechen hohe Einnahmemöglichkeiten. Was ist aber der Antrieb auf der Investorenseite? Für Neuinvestitionen ist es vielleicht der Glaube an hohe Renditeversprechen oder falsch verstandene Diversifikation. Wenn bereits eine Hedge-Funds-Allokation besteht, hat kaum jemand der Beteiligten Anreiz für das Erarbeiten einer transparenten Rendite-Historie nach Kosten.

Warum? Zum einen dürften im institutionellen Umfeld in der Periode von zwanzig Jahren die Anlageverantwortlichen drei bis vier Mal gewechselt haben. Zum anderen muss in Falle unbefriedigender Anlageergebnisse jemand die Verantwortung übernehmen. Es sei an die weise Aussage von Molière erinnert: «Wir sind nicht nur verantwortlich für das, was wir tun, sondern auch für das, was wir nicht tun.»

THOMAS HAUSER ist geschäftsführender Partner bei der Dr. Pirmin Hotz Vermögensverwaltungen AG. Zuvor arbeitete er u.a. als Senior Investment Consultant und Teamleiter bei PPC-metrics sowie im Finanzmarkt- und Volkswirtschafts-Research der Credit Suisse in Zürich. Nach dem Studium an der Universität Basel mit Vertiefungsrichtung Finanzmarkttheorie und Ökonometrie sowie einem Nachdiplomstudium an der Universität Lausanne (Abschluss als MSc in Banking and Finance) erwarb er an der Universität Basel seinen Dokortitel auf dem Gebiet der strategischen Asset Allocation.