

Alternative Anlagen

Es hat nicht geschneit. Deshalb das Skifahren aufgeben?

Ist gleich dem Winter, der immer kürzer wird und weniger Schnee bringt, auch das Alpha der Hedge-Fund-Manager im Verschwinden begriffen?

Lohnt es sich, diesen Anlagetyp weiter zu beachten?

IN KÜRZE

Die Hauptursachen für den Alpha-Rückgang sind teilweise auf das Branchenwachstum, die Fondsgrösse sowie die steigende Zahl der Fondsverwalter zurückzuführen. Langfristig wird es den Hedge Funds immer gelingen, mit einem stolzen Alpha zu überzeugen.

Der Klimawandel wirkt sich auf den Wintersport aus. Die Saisons sind kürzer, zum Überleben brauchen die Stationen Kunstschnee. Die einträgliche Festtagszeit fällt für das Vergnügen im Schnee immer öfter aus. Geben deshalb die Menschen das Skifahren auf?

Dieses Phänomen lässt sich mit der aktiven Fondsverwaltung vergleichen. Wie das Skifahren wegen zeitweisen Schneemangels müsste man wegen eines vorübergehenden Ausfalls des Alphas, des Mehrwerts durch aktives Management, diesen Anlagetyp, insbesondere die Hedgefonds, aufgeben. Fragt sich, ob man dann in den kommenden Jahren ohne Hedgefonds immer noch die notwendige Performance zu erzielen vermag.

Immer schwieriger, sich von der Menge abzuheben

Es stimmt zwar, dass der von Fondsmanagern erzeugte Mehrwert abnimmt. Doch kann man das Gleiche von vielen Bereichen sagen.

Michael Mauboussin, ein Experte für den Einfluss von Glück und Können im Finanzbereich und beim Sport, unterstreicht, wie schwierig es heute für einen Profisportler ist, sich von der Masse zu unterscheiden. Die Zeiten bei der Laubhornabfahrt haben sich von 3'23"2 im Jahr 1954 auf 2'24"23 im Jahr 1997 verkürzt. Das ist eine Verbesserung um fast eine Minute. Zudem ist der Abstand zwischen dem Sieger und der Bronzemedaille zwischen 1967 und 2015 von 85 auf 14 Hundertstel gesunken.

Im Finanzbereich gibt es eine ähnliche Entwicklung. Laut Berechnungen der Universität Maryland lieferten, vor 1990 14 Prozent der «Long-only»-Fonds auf amerikanische Aktien Alpha, gegen-

über weniger als einem Prozent im Jahr 2006.

Die Hauptursachen für diesen Alpha-Rückgang sind teilweise auf das Branchenwachstum, die Fondsgrösse sowie die steigende Zahl der Fondsverwalter zurückzuführen. Der Markt für Anlagefonds in den USA ist zwischen 1995 und 2012 von 3 Trillionen USD auf 15 Trillionen USD angewachsen. Die Hedgefund-Branche selbst hat sich von einigen Milliarden Anfang der 90er Jahre auf fast 3 Trillionen USD im Jahr 2015 entwickelt. Mit einer wachsenden Zahl von Anlegern, die hinter dem gleichen Mehrwert her sind, steigt auch die Zahl der Jäger, die leer ausgehen.

Das Alpha nimmt zudem mit dem Umfang der verwalteten Anlagen ab. Peter Lynch, eine der Legenden der aktiven Fondsverwaltung, hatte einen derartigen Erfolg, dass sich die Grösse seines Fonds verzweihundertfünfzigfache und 10 Mrd. USD erreichte. Doch hat dieses Wachstum leider auch das Alpha des Verwalters abgewürgt, das von 2 Prozent pro Monat auf magere 0.2 Prozent zurückging.

Und schliesslich stieg auch die Zahl der Fondsverwalter. 1987 verfügten 15 500 Personen über eine CFA-Zertifizierung, heute sind es fast 120 000. Und während der Aktienmarkt in den Achtzigerjahren von Privatanlegern dominiert war, wird er heute vorrangig von institutionellen Anlegern beeinflusst. Dabei wird es aufgrund der Ähnlichkeit der institutionellen Anleger immer schwieriger, sich zu unterscheiden.

Ist das Alpha am Ende?

Das Umfeld hat sich weiterentwickelt und ist komplizierter geworden. Ist es dennoch weiterhin möglich, auf lange



Olivier de Denon
CEFA Director, Business
Development, Fundana

Sicht Mehrwert zu erzeugen? Die Antwort lautet nein. Die statistischen Daten des Dach-Hedge-Funds im Beispiel (siehe Grafik) machen dies deutlich: Dieser Fonds hat nämlich über das letzte Jahrzehnt netto ein Alpha von 68 Prozent generiert.

Darüber hinaus ist zu erkennen, dass die Generierung von Alpha über die Zeit nicht konstant verläuft. Es gibt vielmehr Zyklen, die von Finanzkrisen wie 2008 oder 2011 unterbrochen werden. Zwar zerstört eine Krise stets einen Teil des generierten Alphas. Gleichzeitig jedoch erzeugt jede Krise Chancen für den folgenden Zyklus.

Des Weiteren gilt: Der Analysezeitraum kann das Ergebnis verfälschen. Beispielsweise könnte eine Analyse, die sich nur auf das Jahr 2008 oder 2011 bezieht, auf ein Verschwinden des Alpha schliessen lassen. Doch muss man bloss den Analysehorizont erweitern, um festzustellen, dass diese Schlussfolgerung voreilig ist. Daher darf die Alpha-Generierung nicht über ein einziges Kalenderjahr analysiert werden: Es muss ein ganzer Zyklus einbezogen werden.

Die Identifizierung dieser zyklischen Alpha-Generierung geht auch mit einer Änderung bei der Auswahl der Fondsmanager einher. Angesichts der immer häufigeren Markteinbrüche, der heftigen Sektorrotationen oder Sektorstrukturän-

derungen ist es unumgänglich geworden, Fondsmanager zu finden, die flexibel bleiben und fähig sind, in turbulenten Phasen in die Offensive zu gehen. Dementsprechend sind Fondsmanager vorzuziehen, die eine vernünftige Masse verwalten sowie eine durchschnittliche Bilanz, einen niedrigen Hebel, ein liquides Portfolio sowie ein mässiges Nettoengagement aufweisen.

Sehr grosse Fonds haben heute Schwierigkeiten, einen akzeptablen Ertrag aufrechtzuerhalten. So haben im Jahr 2015 einige von ihnen das Handtuch geworfen, zum Beispiel Bluecrest, Fortress Macro, Blackrock Macro, Bain Absolute Return.

Das Fazit: So unvernünftig wie es ist, wegen Schneemangels das Skifahren endgültig aufzugeben, ist es ein Fehlschluss, Hedge Funds nach einer weniger erfolgreichen Periode endgültig aus dem Portfolio zu verbannen. Denn langfristig wird es den Hedge Funds immer gelingen, mit einem stolzen Alpha zu überzeugen. |

