



## Keine Flocken im Winter: Sollten wir die Hedgefonds fallen lassen?

CÉDRIC KOHLER, FUNDANA

*Verschwindet das Alpha der Hedgefonds-Manager wie der Schnee in unseren immer kürzeren Wintern? Ist diese Art von Anlagen überhaupt noch interessant?*

**W**eniger Schnee in Aussicht: Der Klimawandel wirkt sich eindeutig auf unsere Skisaisons aus. Die weissen Wochen sind kürzer, die für das Überleben der Skigebiete unentbehrlichen Schneekanonen am Rande der Pisten haben Hochkonjunktur und weisse Weihnachtsferien werden zunehmend seltener. Aber hören wir deshalb auf Ski zu fahren? Die Menschenmassen, die sich an sonnigen Wochenenden auf den Pisten tummeln, beweisen das Gegenteil!

Ski und Finanzen sind nur eine Kantenbreite voneinander entfernt, und die Analogie trifft besonders auf die aktive Anlageverwaltung zu. Sollte diese Art von Anlagen aufgegeben werden, weil der Mehrwert der Manager, also ihr Alpha rückläufig ist? Sind insbesondere Hedgefonds noch die beste Art, um in den kommenden Jahren Performance zu erzielen?

### SCHWIERIG, SICH VON DER MASSE ABZUHEBEN

Wenn es stimmt, dass der Mehrwert der aktiven Manager abnimmt, gilt der gleiche Befund für viele Bereiche. Als Spezialist dafür, welchen Einfluss Glück und Talent in der Finanz- und Sportwelt haben, erinnert uns Michael Mauboussin daran, wie schwer es heute für einen Profisportler ist, sich von der Masse abzuheben. So hat sich die Laufzeit der Lauberhornabfahrt von 3'23"2 im Jahr 1954 auf 2'24"23 im Jahr 1997 verkürzt – was einer Verbesserung um fast eine Minute entspricht! Der Abstand zwischen Gold- und Bronzemedailengewinner ist zwischen 1967 und 2015 von 85 auf 14 Hundertstel geschrumpft!

*[ Da immer mehr Anleger hinter demselben Mehrwert nachjagen, steigt auch die Zahl der Jäger stark, die leer ausgehen... ]*

In der Finanzwelt gab es eine ähnliche Entwicklung. Die Universität Maryland hat errechnet, dass vor 1990 14 % aller amerikanischen „Long Only“-Aktienfonds Alpha erzielten. Bis 2006 war dieser Anteil auf unter 1 % gefallen. Dieser Rückgang erklärt sich zum Teil mit dem Wachstum der Branche, den grösseren Fonds sowie dem höheren Entwicklungsstand der Marktakteure.

So sind die Anlagen am Investmentfondsmarkt in den USA zwischen 1995 und 2012 von 3 auf 15 Billionen Dollar gestiegen, und die Hedgefonds-Branche ist von einigen Milliarden Dollar Anfang der 1990er Jahre auf nahezu

3 Billionen Dollar im Jahr 2015 gewachsen. Da immer mehr Anleger hinter demselben Mehrwert nachjagen, steigt auch die Zahl der Jäger stark, die leer ausgehen...

Die Höhe des verwalteten Vermögens beeinflusst das Alpha beträchtlich. Peter Lynch, eine der Legenden der aktiven Verwaltung, hatte einen so grossen Erfolg, dass der Wert seines Fonds um das 250-Fache stieg und sich auf 10 Milliarden Dollar kumulierte. Durch dieses Wachstum ist jedoch das Alpha des Managers stark gesunken, nämlich von 2,0% pro Monat auf nur noch 0,2%!

Letztlich haben sich auch die Finanzakteure immer weiterentwickelt. 1987 gab es nur 15 500 Personen mit CFA-Zertifizierung (Chartered Financial Analyst), während es heute fast 120 000 sind, die diesen Titel beanspruchen. Selbst der Aktienmarkt, der in den 1980er Jahren überwiegend von Privatanlegern beherrscht wurde, wird heute hauptsächlich von institutionellen Investoren beeinflusst. Die Homogenität dieser institutionellen Investoren schränkt gleichzeitig die Möglichkeiten ein, sich zu differenzieren.

**MUSS DAS ALPHA BEERDIGT WERDEN?** Das Umfeld hat sich weiterentwickelt, es ist komplizierter geworden, das ist eine Tatsache. Ist es trotzdem noch möglich, langfristig Mehrwert zu generieren? Die Antwort ist zweifellos positiv, wie aus den unten aufgeführten statistischen Daten eines Fonds von Hedgefonds hervorgeht. Dieses Anlagevehikel hat innerhalb des letzten Jahrzehnts Alpha in der Höhe von 68% generiert, und zwar netto, nach Abzug der Kosten.

Das erzeugte Alpha ist im Laufe der Zeit nicht konstant, es ist den Zyklen unterworfen, die durch die Krisen in den Jahren 2008 und 2011 unterbrochenen wurden. Einerseits hat jede dieser Krisen einen Teil des generierten Alpha abbröckeln lassen, andererseits schufen sie aber auch die Chancen für den nächsten Zyklus.

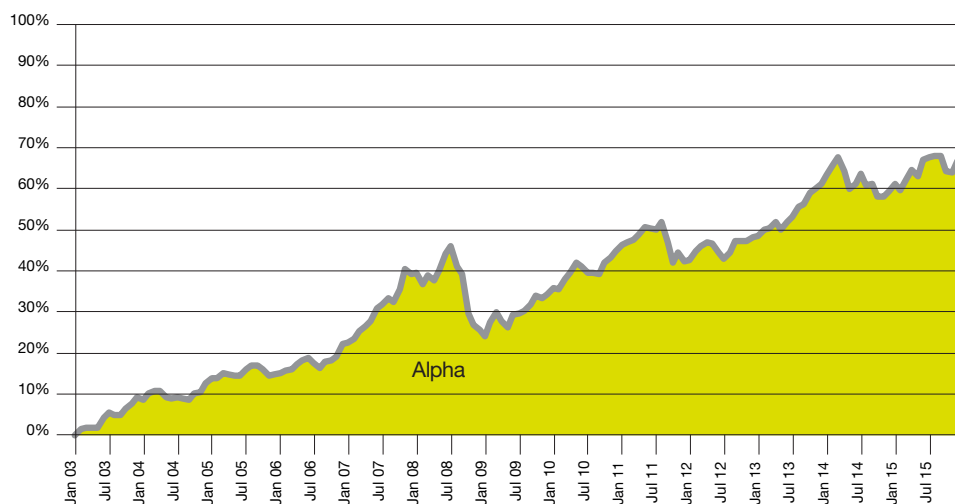
Deshalb ist es wichtig zu betonen, dass der betrachtete Analysezeitraum die Schlussfolgerung stark verfälschen kann. Betrachtete man lediglich das Jahr 2008 oder

2011, würde man leicht auf ein Verschwinden des Alpha schliessen. Man braucht jedoch nur den Zeithorizont zu erweitern, um den Fehler zu entdecken. Das erzeugte Alpha darf nicht nur über ein Kalenderjahr analysiert werden, es muss vielmehr über einen ganzen Konjunkturzyklus hinweg betrachtet werden.

Dieses Zykluskonzept der Alpha-Generierung beeinflusst auch die Managerwahl. Aufgrund der immer häufigeren Markterschütterungen, der starken sektoriellen Schwankungen und der strukturellen Veränderungen in den Sektoren (Gesundheitswesen/TMT) ist es heute zwingend, die Manager zu finden, die flexibel bleiben können und fähig sind, in turbulenten Zeiten in die Offensive zu gehen. Man zieht daher Manager vor, deren verwaltetes Vermögen sich im vernünftigen Rahmen hält, die eine bescheidene Bilanz, einen geringen Hebel, ein liquides Portfolio sowie eine mittlere Nettoexposition ausweisen. Die Grösse ist in der Tat zu einem sehr wichtigen Kriterium geworden. Den sehr grossen Fonds fällt es heute schwer, eine akzeptable Rendite zu erzielen. Im Jahr 2015 haben übrigens viele von ihnen das Handtuch geworfen. Das gilt insbesondere für Bluecrest, Fortress Macro, Blackrock Macro und Bain Absolute Return.

*« Einerseits hat jede dieser Krisen einen Teil des generierten Alpha abbröckeln lassen, andererseits schufen sie aber auch die Chancen für den nächsten Zyklus »*

Deshalb, und um auf unsere anfängliche Analogie zurückzukommen, ist es sicher nicht rationell, das Skifahren aufzugeben, weil es in einer Saison weniger Schnee gibt. Ebenso ist es eine schlechte Entscheidung, nach einem weniger guten Zeitraum nicht mehr in Hedgefonds zu investieren, weil – wie wir gesehen haben – Alpha langfristig und mit besonders aktiven Managern generiert wird, z. B. mit Hedgefonds-Managern.



#### CÉDRIC KOHLER

Cédric Kohler kam im August 2011 als Head of Advisory zu Fundana SA. Vor Fundana war er bei Lombard Odier Darier Hentsch & Cie als Head of Hedge Fund Advisory und Head of Funds of Hedge Funds tätig. Von 2004 bis 2007 war er Global Head of Firm-wide Risk bei Citadel Investment Group in Chicago. Vor dieser Tätigkeit war er als Managing Director bei Merrill Lynch in New York beschäftigt, wo er den Posten des Margin & Risk Global Head innehatte. Er begann seine Karriere bei UBS in New York, London und Zürich. Cédric Kohler verfügt über einen Master in Wirtschaft und Finanzen der Warwick University und einen Bachelor in Volks- und Betriebswirtschaft der HEC.