

Mythos und Realität der Hedge-Funds-Renditen

Wissenschaftliche Erkenntnisse über die Welt alternativer Anlagen

ra. Was steckt tatsächlich hinter der angeblich so guten Performance von Hedge-Funds, wie sie von den Marketing-Talenten der Branche auf allerlei Veranstaltungen immer wieder gerne angepriesen wird? Zur Beantwortung dieser Frage steuerte jüngst Prof. Manuel Ammann von der Hochschule St. Gallen auf einer von der Zürcher Hochschule Winterthur organisierten Hedge-Funds-Fachtagung interessante Erkenntnisse der Wissenschaft bei. Laut Ammann lässt sich der bereits häufig zu beobachtende Rückgang der Hedge-Funds-Renditen belegen. Während diese alternativen Vehikel von Anfang 1994 bis Mitte 1999 Renditen von 9,0% (gleich gewichtet) bzw. 8,3% (kapitalgewichtet) abwarfen, sanken die Ergebnisse im Zeitraum Mitte 1999 bis Mitte 2005 auf 7,9% (gleich gewichtet) bzw. 6,6% (kapitalgewichtet). Dies sind ordentliche Erträge, die im Rahmen der Erwartungen sind. Hedge-Funds liegen in Boom-Phasen unter der Rendite der Aktien-, aber über derjenigen der Bond-Märkte und erweisen sich in Abschwüngen als robust gegen Kursverluste. Dach-Hedge-Funds wiesen eine ähnliche Rendite auf, die aber im Rahmen der zusätzlichen Kosten dezimiert wird und nach der oben vorgenommenen Einteilung grob zwischen 8,2% und 6,3% beträgt.

Es stellte sich heraus, dass bei den Single-Hedge-Funds die kleinen Vehikel tendenziell besser rentieren als die grossen, was Branchenkenner darauf zurückführen, dass kleine Fonds häufig von neu im Markt agierenden Managern geleitet werden, die noch hungrig sind, während die alten Hasen mit der Zeit eher träge werden. Dagegen scheint bei Funds-of-Hedge-Funds die schiere Grösse kein Nachteil zu sein, sondern die Gewinne fallen tendenziell sogar besser aus.

Bei all diesen Erkenntnissen ist laut Prof. Ammann jedoch darauf zu achten, dass die Renditen von Hedge-Funds gewissen Verzerrungen unterliegen, die je nach Studie dazu führen, dass die Gewinne von Einzel-Fonds zwischen 0,9% und 5,7% und von Dach-Fonds zwischen 0,4% und 1,8% überschätzt werden. Zu diesen Verzerrungen kommt es, weil teilweise nur die Renditen von noch aktiven Fonds berücksichtigt werden, wohingegen jene der untergegangenen herausfallen («Survivorship Bias» – ist vor allem bei kleineren Hedge-Funds relevant). Ferner treten Verzerrungen auf, weil vergangene Gewinne nur von erfolgreichen Fonds nachgeliefert werden und die nicht erfolgreichen gar nicht erst ihre miserablen Ergebnisse preisgeben («Backfill Bias») und weil nur die wenigsten Vehikel in allen Datenbanken («Selection Bias») enthalten sind. Des Weiteren war die Daten-Qualität vor 1994 relativ schlecht, und nach 1994 sind nur wenige Datenpunkte für fallende Märkte vorhanden.

In seinem Vortrag wies Ammann ausserdem darauf hin, dass der Alpha-Anteil der Hedge-Funds-Renditen oft überschätzt wird. Unter Alpha wird die im Vergleich mit den eingegangenen Risiken erzielte Mehrrendite verstanden, die ein Hedge-Funds-Manager aufgrund seines Könnens liefert. Der Löwenanteil der Renditen setzt sich aus drei Elementen zusammen: der Verzinsung, der Prämie für klassische systematische Risiken (Marktrisiko von Aktien, Anleihen usw.) sowie der Prämie für alternative Risiken (u. a. Liquiditäts-, Volatilitäts- und Kreditrisiko).

Aufgrund der Tatsache, dass ein Grossteil der Performance auf Beta-Renditen (also Markt-

Renditen) zurückgeht, könnten kritische Beobachter der Branche anmerken, dass die Investoren tendenziell Alpha-Gebühren (durchschnittlich 2% Verwaltungsgebühr und 20% Performance-Gebühr bei Einzel-Hedge-Funds sowie 1% bzw. 5% bei Dachfonds) für Beta-Renditen bezahlen. Problematisch ist zudem, dass es – wie unter den Anlagefonds-Managern – auch unter den Hedge-Funds-Managern kaum Personen gibt, die mittel- und längerfristig eine dauerhafte Mehrrendite (Persistenz) erzielen. Gerade eine Persistenz der Performance wäre aber für Anleger wichtig, da sie durch Sperrfristen an einer schnellen Umschichtung gehindert werden.