

# Braucht es Hedge Funds?



**Von Prof. Dr. Erwin W. Heri**  
Dozent an den Universitäten  
Basel und Genf  
Chairman Valartis Group AG

Mit dem Untergang einiger grösserer Hedge Funds und der ebenfalls nicht gerade berauschenden Performance traditioneller Anlageklassen seit Anfang Jahr hat die Bedeutung alternativer Anlageklassen in diversifizierten Portfolios wieder einmal zu heftigen Diskussionen Anlass gegeben. Dass sich die Diskussion dabei vorwiegend um die Hedge Funds dreht und nicht generell um alternative Anlageklassen, ist schade, liegt aber vor allem daran, dass es den Protagonisten dieser Industrie immer wieder gelingt, eine Art «Nimbus des Zaubenhaften» über den entsprechenden Produkten schweben zu lassen.

Die auftauchenden Argumente sind immer wieder die gleichen. Die eine Seite (z.B. T. Hauser, NZZ vom 24.4.08) spricht von falschen Performancevorstellungen wegen inadäquater Daten, illusorischer Krisenresistenz und viel zu teuren Produktangeboten, die letztlich nur den Produktanbieter (nicht aber den Investor) reicher machen.

Provozierte Repliken (z.B. P. Meier, NZZ vom 9.5.08) enden auch immer ähnlich. Die Performancekritik kann in der Regel nicht widerlegt werden. Dass die Kosten sehr hoch sind, ist ein Faktum

– wird aber der Exklusivität zugeschrieben (eine Plastiktasche von Louis Vuitton ist schliesslich auch teurer als eine Plastiktasche aus der Migros, wird aber trotzdem [oder deswegen] gekauft). Und im übrigen würden wissenschaftliche Untersuchungen zeigen, dass die Beimischung von Hedge Funds die Risiko/Ertrags-Eigenschaften von diversifizierten Portfolios zu verbessern vermögen.

Als intensiver Beobachter dieser Industrie – Analytiker, Investor und Produktanbieter – finde ich es schade, dass immer wieder auf den gleichen Argumenten herumgepocht wird. Hedge Funds sind intransparent. Das ist Teil des Business Models. Dies gilt im übrigen für einen relevanten Teil traditioneller Fonds auch. Die Performancezahlen, die im allgemeinen herumgeboten werden, sind mit ausgesprochener Vorsicht zu geniessen, und die Performancevariationen innerhalb der unterschiedlichen Hedge-Fund-Kategorien sind so ausgeprägt, dass man sie geradezu als eigene Risikoquelle zu spezifizieren hat (Malkiel/Saha, Financial Analysts Journal, Vol. 61, 2005). Und schliesslich machen viele der genannten Datenprobleme einen Grossteil der Optimierungsübungen zur Spezifikation von Portfoliogewichten für Hedge Funds zur Makulatur, bevor sie noch begonnen haben.

Vielleicht ist das aber alles nicht der Punkt. Faktum ist, dass es an den globalen Finanzmärkten Risikoprämien gibt, die von rein traditionellen Anlageportfolios heute nicht abgeschöpft werden. In einem solchen Portfolio werden Aktien trotz der immensen kurzfristigen Ausschläge deswegen gehalten, weil sie gegenüber den weniger volatilen Anlagen (Obligationen und Geldmarkt) längerfristig besser rentieren, mithin eher eine Risikoprämie bezahlen. Während langer Zeit war man der Meinung, dass die Aktienprämie (die längerfristig im Bereich zwischen 3 und 5% p.a. liegt) die einzige Prämie sei, die sich an den Finanzmärkten abschöpfen liesse. Diese Sicht ist heute widerlegt. An den globalen Finanz- und Produktmärkten gibt es eine grosse Anzahl solcher (alternativer) Risikoprämien, die sich für Finanzinve-

storen auf unterschiedlichste Art und Weise abschöpfen lassen. Natürlich sind auch hier die Definitionen etwas arbiträr. Aber sie beginnen beispielsweise bei Prämien, wenn man in Private Equity oder Emerging Markets investiert, Prämien im Small-&Mid-Cap-Bereich, Liquiditätsprämien, Prämien im Kreditgeschäft, Prämien für Komplexität, Prämien im Commodity-Bereich etc.

Eine der Leistungen der Protagonisten im Bereich alternativer Anlagen war und ist, dass sie solche (alternativen) Risikoprämien einem breiteren Anlegerpublikum zugänglich gemacht haben. Sie haben früh gemerkt, dass solche Anlagen teilweise eine tiefe Korrelation zu den traditionellen Anlagen aufweisen (oder zumindest aufgewiesen haben) und in dem Sinn eine Verbesserung der traditionellen Risiko/Ertrags-Strukturen herbeigeführt haben. Der Vorteil einer Anlage in solche Konstrukte liegt also nicht unbedingt im Zugang zu irgendwelchen vermeintlichen Stars, die so freundlich sind, uns ihre Zauberkünste in komplexen Handelsstrategien mit noch komplexeren Produkten zur Verfügung zu stellen – an solchem lässt sich nämlich gütlich zweifeln. Der wahre Könnler ist der, dem es gelingt, echte alternative Risikoprämien abzuschöpfen und diese dem Investor zugänglich zu machen. Dazu braucht es aber keine Geheimnismisurerei und keine Intransparenz. Braucht es dazu Hedge Funds? Vielleicht. Zumindest dann, wenn man die entsprechenden Prämien auch noch mit Leverage (Fremdkapital) spielen will, denn – zumindest bis vor kurzem – fiel es vielen Hedge Funds leichter als vielen Privatinvestoren, ihre Anlagen mit Fremdkapital aufzupumpen. Inzwischen sind allerdings einige kreditgebende Banken wieder etwas normaler geworden.

Und die Superstars, die das Gras wachsen hören? Die gibt es vielleicht schon. Einige sind allerdings bereits desillusioniert worden. Andere profitieren immer noch mit zum Teil genialem Marketing von der Gier der Anleger oder der Hoffnung auf den «quick buck».

[www.erwinheri.ch](http://www.erwinheri.ch) ●