

Eine Frage des Timings

Die anhaltende Baisse an den Aktienmärkten hat das Interesse an „alternativen Investments“, die sich von den Abwärtstrends an den Börsen abkoppeln können, stark steigen lassen. Vorsicht ist dennoch geboten.

Auf den Punkt gebracht

- *Der HI Varengold CTA Hedge platzierte sich 2008 an der Spitze der Dach-Hedgefonds.*
 - *Der Fonds wird als der erste deutsche Dachfonds mit Fokus auf Managed Futures bezeichnet.*
- *Typisch für Managed-Futures-Strategien: Das höchste Gewicht haben langfristige Trendfolgeansätze.*

In PERFORMANCE (Ausgabe Februar) wurden Publikumsfonds vorgestellt, die eine marktneutrale Strategie umsetzen: Der JP Morgan Highbridge Statistical Market Neutral Fund und der Robeco All Weather Global Equities, die zu der steigenden Zahl von Publikumsfonds gehören, die Privatanlegern Hedgefondsstrategien direkt zugänglich machen.

Der freizügige Rahmen der UCITS III-Richtlinie erlaubt es, einzelne Hedgefondsstrategien auf Publikumsfonds zu portieren. Damit ist ein alternativer Zugangsweg zu Hedgefondsstrategien entstanden, für die der deutsche Gesetzgeber eigentlich das Instrument der Dach-Hedgefonds vorgesehen hatte. Durch die Dachfonds-Konstruktion wird eine breite Streuung über verschiedene Strategien geradezu erzwungen, womit dem Sicherheitsbedürfnis der Anleger entsprochen werden sollte. Doch der große Erfolg blieb den Dach-Hedgefonds bislang versagt.

Die Zahl der Dach-Hedgefonds nach deutschem Recht erreicht kaum 20 und ihr gemeinsames Volumen inzwischen weniger als eine halbe Milliarde Euro; Tendenz: fallend. So wird die DWS ihren 2004 gestarteten Hedge Invest Dynamic in Kürze schließen. Der Fonds brachte es zuletzt nur auf knapp sechs Millionen Euro Volumen. Schon der Start 2003 und 2004 war für die „Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken“ holprig verlaufen. Ab Frühjahr 2003 setzten die Aktienmärkte zu

einer vierjährigen Hausse an, die klassischen Aktienfonds deutlich bessere Ergebnisse bescherte als den „alternativen Neulingen“. Bis einschließlich 2007 waren die Renditen der Dach-Hedgefonds zwar von wenigen Ausnahmen abgesehen Jahr für Jahr positiv. Sie blieben aber fast immer unter sechs Prozent p. a.

Zu wenig, angesichts hoher zweistelliger Wertsteigerungen bei Aktienfonds mussten Dach-Hedgefonds als schlechtere Wahl erscheinen, zumal auch eine Diskussion um die vermeintlich hohen Kosten von Dachfonds geführt wurde. Dies traf angesichts von erfolgsabhängigen Performance-Fees auf Dach- und Zielfondsebene die Hedgefonds besonders hart.

Indexfonds mit hohen Verlusten

Marktführer Sauren erlitt mit seinem zeitweilig über eine Milliarde schweren Hedgefonds eine Wertminderung von 13,5 Prozent, was die Anleger mit hohen Mittelabflüssen quittierten. Mit Verlusten zwischen 12,1 und 17,2 Prozent schnitten der jüngere Sauren Global Hedgefonds Opportunities, der Deka HedgeSelect und die beiden „Hedge Multi Strategies“-Fonds von Oppenheim im vergangenen Jahr ähnlich ab. Bei den internationalen Hedgefonds-Indizes und den entsprechenden

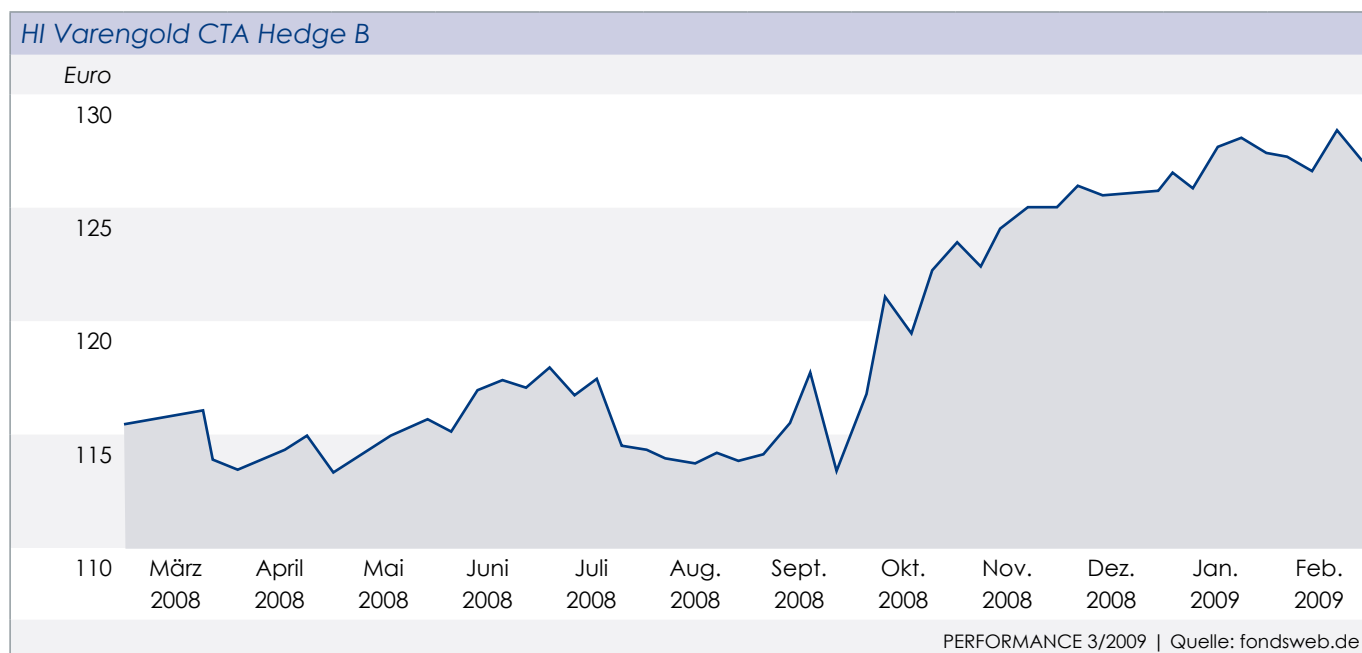


Indexfonds fielen die Verluste 2008 sogar rund doppelt so hoch aus. So verzeichnete beispielsweise der MSCI Hedge Invest Lyxor Tracker ein Minus von 28,0 Prozent. Offensichtlich sind die meisten Hedgefondsstrategien mit den konventionellen Asset-Klassen doch positiv korreliert. Umso interessanter sind die wenigen Ausnahmen, bei deren Analyse man zu dem Ergebnis kommt, dass gerade der Verzicht auf breite Risikostreuung über möglichst alle Hedgefonds-Strategien für das bessere Abschneiden verantwortlich ist.

Der erst Anfang 2006 aufgelegte HI Varengold CTA Hedge platzierte sich 2008 mit einem Plus von 16,3 Prozent an der Spitze der Dach-Hedgefonds. Zwar setzen auch die Hamburger Dachfondsmanager von Varengold nicht auf eine einzige Strategie, sondern auf acht bis 15 ausgesuchte Zielfonds mit unterschiedlichen Ansätzen. Gemeinsam ist ihnen aber, dass ausschließlich mit Future-Kontrakten gearbeitet wird, also mit börsegehandelten Termingeschäften.

Fokus auf Managed Futures

Den HI Varengold CTA Hedge bezeichnet die Fondsgesellschaft als den ersten deutschen Dachfonds mit Fokus auf Managed Futures. Diese Spezialisierung bedeutet keine Beschränkung auf eine einzige Asset-Klasse, denn hochliquide Terminkontrakte werden an den Terminbörsen nicht nur auf Aktienindizes, sondern



auch auf Zinsen bzw. Anleihen und Rohstoffe gehandelt. Tatsächlich belegen die Statistiken, dass Managed-Futures-Strategien die geringste Korrelation zu klassischen Assets aufweisen und damit meist dann besonders erfolgreich waren, wenn es an den Börsen bergab ging. Diese langfristige Beobachtung wurde durch das Jahr 2008 wieder bestätigt: Nahezu alle Indizes für Hedgefondsstrategien weisen Verluste aus. Neben den Strategien mit einem „long bias“ in Aktien wurden auch Hedgefonds, die an den Rentenmärkten operieren, Opfer der Turbulenzen: Die vermeintlich risikoarme „Convertible Arbitrage“ führt die Verliererliste an, die „Fixed Income Arbitrage“ folgt nicht weit dahinter. Auch Strategien, die geradezu von außergewöhnlichen (Krisen-)Situationen an den Kapitalmärkten leben, wie „Distressed Securities“ oder „Event Driven“, gerieten 2008 mehrheitlich in die Verlustzone und dürften erst bei einer „Normalisierung“ des Börsengeschehens zu den Profiteuren gehören, à la Varengold. Die Beschränkung auf solche Zielfonds, die ausschließlich mit Future-Kontrakten arbeiten bietet zudem für die Investierbarkeit durch einen Dach-Hedgefonds große Vorteile. Eine Managed-Futures-Strategie lässt sich nahezu beliebig skalieren und einfach auf Managed Accounts spiegeln. Diesen Umstand hat Lyxor Asset Management genutzt, um zahlreiche außereuropäische Managed-Futures-Hedgefonds auf eine eigene Managed-Account-Plattform in die EU zu

holen. Erfolgreiche Future-Manager spiegeln ihre Strategien auf Konten bei Lyxor AM. Aus der Blackbox eines Offshore-Hedgefonds wird damit ein transparenter Zielfonds, der für einen deutschen Dachfonds investierbar ist. Zu den positiven Nebeneffekten dieser Konstruktion gehört die häufigere Preistellung für Hedgefondsanteile, die beim HI Varengold CTA Hedge wöchentlich erfolgt.

Aus dem Universum der bei Lyxor AM als Managed Account geführten Hedgefonds wählt das Varengold-Dachfondsmanagement im Rahmen des eigenen Investmentprozesses acht bis 15 Manager aus, wobei eine variable Aufteilung auf mindestens drei, maximal fünf Substrategien erfolgt. Das höchste Gewicht sollen mit mindestens 30 und maximal 65 Prozent langfristige Trendfolgeansätze haben. Dies ist die für Managed Futures typische Strategie, wobei als langfristiger Trendfolger schon gilt, wer seine Future-Positionen im Durchschnitt länger als nur ein paar Tage hält.

Anpassung von Substrategie-Gewichtungen

Um die Abhängigkeit von der langfristigen Trendfolge zu verringern, sind auch kurzfristige Trendfolger, Global-Macro- und Discretionary-Trading-Strategien im Dachfonds vertreten. Eine weitere Substrategie des HI Varengold CTA Hedge, das

so genannte „Discretionary Trading“, setzt vor allem auf die Expertise des jeweiligen Hedgefondsmanagers. Umso weniger verwundert es, dass in der sorgfältigen Auswahl der Zielfondsmanager die Hauptaufgabe des Dachfondsmanagements liegt. Dachfonds-Anbieter wie Sauren und Varengold betonen dabei den hohen Stellenwert des persönlichen Kennenlernens, das Ausloten des persönlichen Backgrounds und die fortlaufende Beobachtung der Leistungen.

Die dabei gewonnenen Grundüberzeugungen, welcher Zielfondsmanager ein Investment wert ist, ändern sich naturgemäß eher selten. Varengold hat beispielsweise in den gut drei Jahren seit Auflage des Dachfonds erst zwei Zielfondsmanager ausgetauscht. Neben der Suche nach guten Zielfondsmanagern sieht das Dachfondsmanagement einen Mehrwert in der Anpassung der Substrategie-Gewichtung. Bei Varengold behalte man dazu insbesondere die Volatilität und die „Trendigkeit“ der Märkte im Auge. Stabile übergeordnete Trends sprechen beispielsweise eher für langfristige Trendfolger, höhere Volatilitäten dagegen eher für Short-Term-Trading. Gemeinsam ist allen Dachfondsanbietern, dass sie im Risikomanagement einen Mehrwert ihrer Konstruktion sehen: Während Single-Hedgefonds für den Laien mit kaum erkennbaren Risiken behaftet seien, biete der Dachfonds nicht nur einfach eine breitere Risikostreuung über viele

Hedgefonds, sondern ein aktives Risikomanagement durch das Ausbalancieren von Zielfonds mit unterschiedlichen Ansätzen und geringer Korrelation zueinander.

Guter Kandidat

2008 war allerdings ein Jahr, in dem gerade die breite Streuung über verschiedene Ansätze wenig Erfolg brachte. Die Finanzkrise mit mehr oder weniger unterbrechungsfreien Abwärtstrends begünstigte den Managed-Futures-Ansatz, weil Hedgefonds in ihrer ganzen Breite tendenziell über einen „long bias“ und damit über eine positive Korrelation zu klassischen Assets verfügen.

Viele dieser Strategien werden bei einer Normalisierung des Börsengeschehens besser abschneiden können als Managed-Futures-Ansätze, zumal langfristige Trendfolger bei einem Trendwechsel naturgemäß zunächst einmal falsch liegen. Wer eine Lösung sucht, um wirklich die ganze Breite der Hedgefondsstrategien abzudecken, sollte sich beispielsweise die Dachfonds von Sauren ansehen. Wer ein Portfolio klassischer „Long-Investments“ mit einem nicht korrelierten Fonds sinnvoll ergänzen will, findet dafür in dem HI Varengold CTA Hedge einen guten Kandidaten.

Dirk Arning

Redaktion & Verlag
PERFORMANCE Verlag GmbH
Bajuwarenring 21
D-82041 Oberhaching
Tel.: +49 (0) 89 / 62 81 76-0
Fax: +49 (0) 89 / 62 81 76-99
info@performance-online.de
www.performance-online.de

Geschäftsführer: Dr. Albert Bruer

Chefredaktion:
Dr. Albert Bruer M. A. v.i.S.d.P. (DAB)
redaktion@performance-online.de

Autoren und redaktionelle Mitarbeiter:
Dirk Arning, Björn Drescher, Sven Krüger,
Jochen Lauter, Klaus Morgenstern,
Michael Müller, Hans Pfeifer. Einige Beiträge
in der Rubrik Märkte stammen von Markus
Gotzi, Der Fondsbrief, und Werner Rohmert,
Der Immobilienbrief.

Marketing, Vertrieb & Anzeigen
CALLAS Marketing
Dr.-Gessler-Straße 16a
93051 Regensburg
Tel.: +49 (0) 941 / 89 97 69 25
Fax: +49 (0) 941 / 89 97 69 24
performance@callas-marketing.de

Assistenz: Jindriska Nemeckova
Tel.: +49 (0) 89 / 62 81 76-0
Fax: +49 (0) 89 / 62 81 76-99

Anzeigentarife: Es gilt die aktuelle Preisliste.
Stand: 2009

Abonnement
Tel.: +49 (0) 89 / 62 81 76-30
abo-service@performance-online.de

Bankverbindung: Postbank München
Kto.-Nr. 61 59 69 800, BLZ 700 100 80

Preise Abonnement: Inland 60,00 € p. a.
Ausland 75,00 € p. a.

Herstellung
Titel, Grafik/Layout, Bildredaktion:
CALLAS Marketing

Fotos: Archiv; Corbis; aboutpixel.de; Apfelschichten
© Thorwald Hoffmann (Seite 31), Anker © Stephan
Stötzer (Seite 32), Neonschlucht © Andreas Bonin
(Seite 47), Treppengrafik im Regierungsviertel_2
© Rainer Sturm (Seite 53), red jewel © Dot Com
(Seite 56), knigges nachwuchs © Sven Brentrup
(Seite 60), Spiel auf Zeit © Bernd Boscolo (Seite 65),
Glaswürfel gelb © Benzo (Seite 70), frachter © digitall
(Seite 81), Fond gelbgrün © Rainer Sturm (Seite 82),
Finanzen © Rainer Sturm (Seite 86);
pixelio.de: Jürgen Hüsmert (Seite 75), geralt (Seite 78)

Druck: DWAM, Auerspitzstraße 1,
81549 München

© Copyright für alle Beiträge:
PERFORMANCE Verlag GmbH.
Alle Rechte vorbehalten.
Nachdruck (auch auszugsweise) nur mit
schriftlicher Genehmigung des Verlages.