



VON ALLEM DAS BESTE

Seit einem Jahr sind Dach-Hedgefonds auch in Österreich zugelassen. Durch geschickte Investition in verschiedene Subfonds und Strategien wollen die Manager sechs bis zehn Prozent Plus erwirtschaften - bei reduzierter Volatilität, geringem Risiko und egal, wohin die Märkte tendieren. Wir prüfen die Versprechen.

von Thomas Riemer

Die bösen Buben der Börse“ oder „Allheilmittel für krisengeschüttelte Portfolios“, je nach Blickwinkel werden Hedge-Fonds ganz unterschiedlich beurteilt. Spätestens seit der Aktienbaisse ab März 2000 rücken sie immer mehr in den Blickpunkt kleiner und mittlerer Privatanleger. Der einzige Weg für österreichische Investoren, sich „Alternatives“ ins heimische Portfolio zu holen, führte jedoch vormals über Genussschein- oder Anleihenkonstruktionen bzw. SICAV-Fonds nach Luxemburger Recht. Der erste österreichische Dach-Hedge-Fonds, der Global Fund Selection X-Tra, wurde bereits im Jänner 2000 über den Umweg SICAV ins Leben gerufen und gilt als Wegbereiter dieser Fondsgattung im Land: „Wenn man so will, haben wir die bis dahin sehr elitäre Welt der Hedge-Fonds demokratisiert“, sagt Sabine Schwarz vom Fondsmanagement des Global Fund Selection X-Tra bei der Sparkasse Schwaz, „bis dahin waren solche Fonds für Konsumenten unerreichbar.“ Eine leistbare Einstiegssumme von 5.000 Euro, ein monatlicher Sparplan und nicht zuletzt eine bemerkenswerte Performance legten die Messlatte hoch.

Foto: EPA; beige/elt (4)

Seit Jänner 2000 erzielte der Fonds fast 50 Prozent an Wertzuwachs, während der Weltaktienindex MSCI-World rund 26 Prozent verlor.

Seit 2004 sind Blockaden, Barrieren und Behinderungen jedoch Geschichte. Die am 13. Februar in Kraft getretene Novelle des Investmentfondsgesetzes erlaubt heimischen KAGs, Dach-Hedgefonds (Fund-of-Hedge-Funds, FoHF) aufzulegen.

ÖSTERREICH WIRD ALTERNATIV

Die Banken reagierten sofort. Noch im selben Monat ging die Salzburger Spängler KAG mit zwei FoHFs an den Start: Während das Diversified Hedge-Portfolio Bond mit dem Rendite/Risiko-Profil eines typischen Anleihen-Portfolios vergleichbar ist; kommt die offensivere Equity-Variante der Struktur eines Aktien-Portefeuilles nahe. Die Bawag zog umgehend nach und launchte im März den SPhinX Dach-Hedgefonds, der aus 40 Hedge-Fonds bzw. neun Sub-Stilen des S&P Hedge Fund Index zwischen fünf und zehn Prozent pro Jahr herausholen soll. Der Alpha Strategies der Constantia Privatbank ist seit Mai letzten Jahres zu haben und steckte sich eine ehrgeizige Zielmarke von acht bis 14 Prozent. Ebenfalls im Mai ging Sal. Oppenheim mit

SABINE SCHWARZ,
Global Fund Selection X-Tra



ROBERT JOSEPH,
Oppenheim Attica Multi Hedge

dem Oppenheim Attica Multi Hedge Fonds auf Kundenfang. 21 Single-Fonds verschiedener Stile sollen sechs bis acht Prozent p.a. bei einer Volatilität (Schwankungsbreite) von drei bis fünf Prozent schaffen. Raiffeisen Capital Management (RCM) legte im Oktober mit dem Raiffeisen Hedge-Dach-Fonds nach, angestrebt wird eine Performance von sieben bis acht Prozent p.a. bei einer Volatilität zwischen drei und sechs Prozent. Zu guter Letzt trat die HYPO KAG am 21. Oktober mit ihrem Premium Selection Hedgefonds an. Als Ertragsziel werden sechs bis neun Prozent p.a. bei einer Volatilität von vier bis sechs Prozent genannt, das Portfeuille ist dabei ausgesprochen defensiv aufgestellt. 80 Prozent bestehen aus marktneutralen Strategien, nur zu 20 Prozent werden direktionale Strategien beigemischt.

TEAMWORK VS ALLEINGANG

Im Gegensatz zum weltweit praktizierten Usus setzen fast alle österreichischen Banken auf eine Auslagerung des Fonds-Managements. Im Hintergrund operieren Schwergewichte wie die Londoner Attica LJH, die New Yorker American International Group (AIG) oder die Schweizer Union Bancaire Privée (UBP). Robert Joseph, verantwortlich für den Oppenheim-Fonds, erklärt warum: „Unser Motto ist: Best Selection, Best Price. Durch die Kooperation können wir auf zusätzliche Expertise, Research und Marktkontakte zugreifen.“

STRATEGIEN

Hedge-Fonds-Strategien können prinzipiell in drei Kategorien eingeteilt werden. Relative Value-Strategien nutzen Preisdifferenzen gleicher oder voneinander abhängiger Anlagen aus. Es werden z.B. überbewertete Aktien verkauft und im Gegenzug günstiger eingestufte Papiere der gleichen Gattung erworben (Equity Market Neutral) bzw. Preisanomalien von Wandelanleihen (Convertible Arbitrage) oder festverzinslichen Wertpapieren ausgenutzt (Fixed Income Arbitrage). Event Driven-Strategien versuchen, Anlagen zu ermitteln, die von außergewöhnlichen Ereignissen profitieren könnten. Bei Unternehmen, denen eine Restrukturierung, Fusion oder Liquidation bevorsteht, wirkt sich jenes erwartete Ereignis stärker auf den Kurs aus, als es die Marktlage rechtfertigen würde, was Special Situations-Stile zu nutzen versuchen. Ein anderer Weg führt über den Aktienmarkt: Bei der Risk Arbitrage-Strategie wird gleichzeitig in Long- und Short-Positionen solcher Firmen investiert, Distressed Securities-Strategien konzentrieren sich speziell auf die Wertpapiere Not leidender Unternehmen. Die dritte Gattung sind Opportunistic-Strategien. Hier stehen konjunkturelle Entwicklungen des Marktes im Vordergrund, die Erfahrung des Managers spielt eine größere Rolle. Global Macro-Strategien konzentrieren sich auf die ökonomischen Auswirkungen bedeutender, globaler Ereignisse wie Kriege, Katastrophen, politische Entscheidungen oder strukturelle Nachfrageänderungen. Long/Short Equity-Fonds investieren in ein diversifiziertes Portfolio – üblicherweise werden gleichzeitig unterbewertete Aktien gekauft und überbewertete leer verkauft, Short Selling-Fonds setzen ausschließlich auf Short-Positionen überbewerteter Papiere. Oftmals den Hedge-Fonds zugerechnet werden „Managed Futures“-Strategien. Deren Prinzip ist, eindeutige Trends an den Terminbörsen aufzuspüren und durch den Kauf und Verkauf von Futures und anderen Derivaten möglichst lange profitabel zu nutzen.

Die Volksbank geht ihren eigenen Weg. Sie gibt die Fondsauswahl und Asset Allocation nicht aus der Hand, der Anfang Jänner 2005 gelaunchte Alternative Selection wird im eigenen Haus von Ulrich Baumann verwaltet. 20 bis 30 Hedge-Fonds unterschiedlicher Strategien sollen den Euribor jährlich um mindestens 300 Basispunkte schlagen, die Volatilität dabei nicht jenseits von vier Prozent liegen. „Know-how-Aufbau funktioniert nur, wenn man das Management selbst abwickelt und nicht auf jemand anderes angewiesen ist.“, ist Baumann überzeugt. „Eine Ebene fällt weg – also fällt ein Kostenfaktor weg“. Man wolle dem Anleger entgegen kommen, „diese Lösung ist einfach fairer.“



ALEXANDRA BOLENA,
Absolute Return Consulting (ARC)

VIELE VORTEILE UND EIN PAAR ABER

Typischerweise investieren die FoHFs in fünf bis 20 verschiedene Zielfonds oder Managed Accounts. Den Vorteil beschreibt Andreas Zakostelsky, Geschäftsführer von Raiffeisen Capital Management (RCM), so: „Das Risiko wird noch einmal stärker über verschiedene Manager und Strategien gestreut“, das mache unabhängig von der Marktlage, „ob seitwärts oder fallend“. Zudem „kann man indirekt an Hedge-Fonds teilhaben, die einzeln nicht erwerbbar wären“, ergänzt Alexandra Bolena von Absolute Return Consulting (ARC). „Das Risiko ist niedriger als bei Aktien, und die Erträge waren in den letzten Jahren besser als bei Anleihen.“

Strategien mit niedriger oder negativer Korrelation (Abhängigkeit) zueinander erhöhen die Effizienz des Portfolios zusätzlich. Das heißt, geringeres Risiko bei gleicher Renditeerwartung oder höhere Ertragsaussichten bei gleichem Risiko. Gewinne von sechs bis 12 Prozent p.a. sind machbar, und das bei einer Schwan-

kungsbreite von drei bis fünf Prozent. Dazu kommt: Mit Einstiegssummen ab 100 Euro, wie z.B. bei den Spängler-Fonds, haben auch Kleinanleger die Möglichkeit, in ein diversifiziertes Hedge-Fonds-Portfolio zu investieren. Auch die Halteperioden sind deutlich kürzer als bei Single-Fonds; spätestens nach einem Monat ist man wieder draußen. Wer noch vorsichtiger investieren möchte, verteilt sein Kapital auf mehrere Dachfonds und fasst auch andere „Alternative Investments“ (AI) wie Immobilien und Rohstoffe ins Auge, die gleichermaßen wenig bis gar nicht mit den Aktien- und Anleihenmärkten korrelieren.

„Hedge-Dachfonds haben eindeutig Risiko reduzierende Auswirkungen auf das Gesamtportfolio“, weiß Mag. Joseph, „für Anleger, für die ein Sparbuch das Höchste der Gefühle ist und die höchste Liquidität fordern“, seien sie jedoch „völlig ungeeignet.“ Zakostelsky warnt zudem vor überzogenen Erwartungen der Sparer: „Die Gesetze des Marktes werden von Hedge-Fonds auch nicht außer Kraft gesetzt. Zudem sind sie nichts für Einsteiger. Nur wer Nutzen und Risiko einigermaßen beurteilen kann“, sollte zu FoHFs greifen. Zudem komme es auf die Zusammensetzung des Fonds an: „Ist die FoHF-Strategie zu einseitig, kann es in einer schlechten Marktphase riskant werden“, warnt Bolena.

Die Leistung der Dachfonds-Manager hat allerdings ihren Preis: Neben dem Agio, das üblicherweise bei fünf Prozent liegt, wird oftmals eine jährliche Management Fee erhoben, die bis zu zwei Prozent betragen kann, wie beim Oppenheim Attica – selbstverständlich zusätzlich zur Managementgebühr des Subfonds. Baumann macht deutlich: „Der Anleger muss sich über die doppelte Kostenstruktur im Klaren sein“. Darüber hinaus nehmen die meisten Anbieter eine zusätzliche Performance Fee, sobald die „Hurdle Rate“, eine vorher festgelegte Mindestrendite von üblicherweise drei Prozent, überschritten wird. Mit 20 Prozent ist der Benchmark Multi Strategies Fund Spitzenreiter. Kosten, die an der Wertentwicklung knabbern.

MARKT UND ZAHLEN

Der Siegeszug dieser Asset-Klasse ist nicht aufzuhalten: Laut Hennessee Group wuchs das weltweit in Hedge-Fonds veranlagte Kapital im Jahr 2004 um 17,5 Prozent auf 934 Milliarden US-Dollar, 224 Milliarden (24 %) wurden von Hedge-Dachfonds (Fund-of-Hedge-Funds, FoHFs) investiert. Dach-Konstrukte sind der am schnellsten wachsende Bereich innerhalb der Hedge-Fonds-Industrie. Die US-Branchenfachzeitschrift Alpha Magazine hat ermittelt, dass allein die 50 weltweit führenden FoHF-Anbieter ihr Gesamtkapital bis Ende 2004 auf rund 358 Mrd. US-Dollar steigern konnten. Im Jahr zuvor waren es noch 210 Mrd. Dollar.

Wer sich nicht allein auf das Können von FoHF-Managern verlassen will, greift besser zu Zertifikaten. Dort fällt keine Management-Gebühr an, allerdings bei fixer Bindungsfrist bis zu mehreren Jahren und höherer Kapitalertragssteuer (KESt). Flexibler zeigt sich das CSFB/Tremont Investable Hedge Fund Index-Zertifikat, das von der Meinl Bank AG angeboten wird und ohne fixe Bindungsfrist auskommt. Sperriger Name, klare Struktur: Das Papier bildet die jeweils sechs größten Hedge-Fonds aus zehn verschiedenen Anlagestrategien ab und schaffte 2004 ein Plus von 2,24 Prozent.

BITTE FESTHALTEN!

Unter den Anbietern herrscht grundsätzlich Einigkeit, dass Hedge-Dachfonds & Co. im Portfolio-Mix unerlässlich sind. „Unter fünf Prozent haben Sie keinen Nutzen“, sagt Baumann, „wir empfehlen unseren Kunden einen Mindestanteil von 10 Prozent – plus fünf Prozent in Commodities und fünf Prozent in Immobilien.“ Doch „eine Standardantwort ist nicht möglich – die Beimischung ist abhängig von der restlichen Portfoliozusammensetzung, dem Anlageprofil und Art der ins Auge gefassten Produkte“, ergänzt Bolena. Ein langer Atem ist allemal gefragt. Während man bei Oppenheim mindestens drei bis fünf Jahre Behaltdauer

ULRICH BAUMANN,
Volksbank Alternative Selection



ansetzt, rät Baumann zu „zehn Jahren und mehr.“

BLICK ZURÜCK NACH VORN

2004 war für die weltweite Hedge-Fonds-Industrie ein eher enttäuschendes Jahr. Die Strategien leben von schwankenden Märkten und Trends, und die blieben bis September aus. Die Austro-Neulinge schlugen sich dennoch wacker, keiner der jungen Fonds schloss im Minus, der Raiffeisen-Dachfonds hatte mit +2,22 Prozent die Nase vorn. Von den alt eingesessenen Dach-Hedgefonds machte der Primeo Executive Fund mit einem Jahresgewinn von 4,80 Prozent eine gute Figur. Der ASF – Selected Strategies von Benchmark bescherte seinen Investoren ein Plus von 4,66 Prozent.

Doch wer Hedge-Fonds & Co. ausschließlich nach ihrer Performance beurteilt, verkennt deren Rolle im Anlage-Mix. Ihre Stärke liegt vor allem darin, sich nicht an einer Benchmark zu orientieren. Ziel ist, eine positive und risikoeffiziente Wertentwicklung zu erreichen – ungeachtet der Marktrichtung. Die Geschichte zeigt, dass dieser so genannte „Absolute Return“-Ansatz funktioniert. Zwischen 1. Jänner 1995 und 30. Juni 2004 erwirtschaftete der MSCI World-Aktienindex eine Durchschnittsrendite von 8,4 Prozent p.a. Der CSFB/Tremont Hedge Fund Index, der Ende Juni 2004 zehn Strategien und 420 Single-Fonds umfasste, ging mit mehr als 13 Prozent Jahresperformance aus dem Rennen. Noch markanter war der Vorsprung der Hedge-Fonds während der Aktienbaisse zwischen September 2000 und März 2003. Der MSCI gab Verluste von knapp 25 Prozent p.a. aus, während der CSFB/Tremont „nur“ 4,4 Prozent Minus p.a. verzeichnete. Die Substrategien Managed Futures und Global Macro zogen dem Aktienuniversum mit Zuwächsen von gut sieben bzw. neun Prozent davon.

Für 2005 herrscht bei den Banken gedämpfter Optimismus. „Der Absatz ist stark abhängig von der Entwicklung am Aktienmarkt“, glaubt Mag. Joseph.

„Institutionelle werden etwas mehr in AI gehen, da sie gewisse Renditeerfordernisse erreichen wollen und müssen“. Hinsichtlich der Strategien gehen die Anbieter hingegen von verschiedenen Szenarien aus. Während man bei RCM eine Renaissance der Trendfolger erwartet, sieht Baumann nur wenig Kursphantasie bei den CTAs. Oppenheim wiederum blickt bei Special Situations, speziellen Fixed Income Arbitrage- und ausgesuchten Global Macro-Fonds optimistisch ins heurige Jahr. Das kann dem Anleger jedoch einerlei sein, so lange die FoHF-Anbieter halten, was sie versprechen: Von allem das Beste.

AUF DEN PUNKT GEBRACHT

Hedge-Fonds unterliegen weniger strengen Bestimmungen als traditionelle Aktien- oder Anleihenfonds. Die Manager arbeiten mit deutlich mehr Finanzinstrumenten – z.B. Aktien, Anleihen, Renten, Devisen, Calls, Puts, Swaps, Futures und Optionen, darüber hinaus sind sie auf Zins-, Währungs- und Rohstoffmärkten aktiv. Mithilfe von Leerverkäufen (Short Selling) können auch bei fallenden Kurse Profite erzielt werden. Der Manager leiht sich beispielsweise Aktien, um sie zu verkaufen. Dabei spekuliert er auf fallende Kurse, um die Papiere später zu einem günstigeren Preis zurückkaufen zu können. Durch Kredite kann das eingesetzte Kapital zusätzlich „gehebelt“ werden (Leverage).

Prinzipiell gilt: Hedge-Fonds sind gegenüber einer herkömmlichen Veranlagung flexibler, aber auch spekulativer und riskanter. Bei Hedge-Dachfonds wird – in Abhängigkeit von der jeweiligen Markteinschätzung – versucht, verschiedene Strategien bzw. Single-Hedge-Fonds so zu kombinieren und zu gewichten, dass die Volatilität insgesamt gesenkt wird.

Innerhalb der EU aufgelegte FoHFs unterliegen strengen Richtlinien. Die Sicherheit der Anleger hat höchste Priorität: Höchstens 20 % des Anlagevermögens dürfen pro Einzel-Hedge-Fonds investiert und keine zwei Zielfonds desselben Fondsmanagers erworben werden. Ergänzend dürfen maximal 40 Prozent des Vermögens in Fonds mit derselben Strategie investiert werden. Bei der Produktauswahl haben die Anbieter hingegen freie Wahl: Auch in Österreich nicht zugelassene Fonds können aufgenommen werden.