

## **Aktives Investment Management in einem passiv gesteuerten Umfeld am Beispiel von Hedge Funds**

Anlässlich der Finanz'17 im Kongresshaus Zürich erhielt der Swiss Hedge Fund Council in enger Zusammenarbeit mit der Fachstelle für Asset Management der ZHAW die Gelegenheit, am 1. Februar 2017 ein Panelgespräch für professionelle Investoren zu bestreiten. Gegen 90 Zuhörer zeigten sich an den Ausführungen der vier Panelisten interessiert; rund doppelt so viele wie im Vorjahr. Diskutiert wurde - unter Moderation von Prof. Dr. Peter Meier von der ZHAW - das Thema „Aktives Investment Management in einem passiv gesteuerten Umfeld am Beispiel von Hedge Funds“.

### **Gesprächsteilnehmer**

Prof. Dr. Peter Meier, ZHAW School of Management and Law, Winterthur  
Institut für Wealth & Asset Management: Moderation

Thomas Arnet, CFA  
Senior Investment Officer  
UBS Asset Management

Roland Eberhard  
Head of Alternative Multi-Management  
Edmond de Rothschild (Suisse) S.A.

Thomas Suter  
CEO  
QCAM Currency Asset Management AG

*Meier: Im Vordergrund der heutigen Diskussionsrunde mit drei erwiesenen Finanzexperten aus dem Swiss Hedge Fund Council steht die Frage nach dem aktiven Investment Management in einem passiv gesteuerten Umfeld am Beispiel von Hedge Funds. Wir haben das Thema Hedge Funds am Schluss dieses langen Titels etwas reingeschmuggelt. Meinen Studierenden sage ich jeweils, dass es Aktives Investment in zwei Varianten gibt: Entweder man timet den Markt oder man macht Arbitrage, um unterbewertete Titel zu identifizieren. In einem gesteuerten Umfeld geht es um Indexing und Kostenmanagement. Als nächstes stellt sich die Frage, wieviel aktives Management möglich respektive optimal ist. Laut John (Jack) Bogle, Gründer von Vanguard, liegt der optimale Mix bei 80-90% passiv und 10%-20% aktiv. Heute ist es so, dass mindestens 50% der Aktienanlagen aktive Gebühren haben. Dazu meine erste Frage an die drei Panel Teilnehmer: Welches sind Ihre Erfahrungen im Umgang mit aktivem Asset Management im Rahmen Ihrer täglichen Aktivitäten?*

**Suter:** Erlauben Sie mir zuerst zwei Aussagen zu unserer Firma, die ja bestimmt nicht alle kennen. Seit 12 Jahren sind wir im Markt des Währungsmanagements tätig. Seit 2007 fahren wir eine eigene Strategie. Unsere grosse Spezialität ist der Currency Overlay, um Währungsrisiken aktiv zu reduzieren, aber auch aktiv / dynamisch zu investieren. Bei den Währungen wechseln sich ruhigere Phasen - so wie die letzten zwei Jahre - mit schwierigen Zeiten ab. In turbulenten Phasen laufen unsere Währungsstrategien besonders gut.

**Arnet:** Bei der UBS bieten wir das ganze Spektrum an Hedge Funds an. Seit der Übernahme von O'Connor in den späten 1980er-Jahren war das Hedge-Fund-Geschäft für UBS stets von grosser Bedeutung. Mit der Einführung des ersten Mischprodukts wurde das Fund-of-Hedge-Funds-Geschäft (FoHF) offiziell lanciert. Heute ist UBS Hedge Fund Solutions mit einem Vermögen von über 34 Mrd USD weltweit der zweitgrösste Hedge-Fund-Investor. O'Connor ist ein Multi-Strategy Hedge-Fund-Manager innerhalb von UBS Asset

Management, der sich auf Absolute-Return-Investmentmanagement spezialisiert hat und ist selber ein Milliardenvehikel.

**Eberhard:** Bei Edmond de Rothschild wurden die ersten FoHF bereits 1969 aufgelegt, womit unser Haus mit seinen *Prifund Alpha* Produkten bereits auf einen Track Record von 50 Jahren zurückblicken kann. Ich selber habe 23 Jahre Erfahrung. In diesem Vierteljahrhundert war das Interesse an Hedge Funds schon lange nicht mehr so tief wie heute. Auf jeden Fall sind aber die Sharpe Ratios von Hedge Funds besser als bei Aktien und Obligationen. Obligationenanlagen sind sehr risikoreich. Bei Edmond de Rothschild versuchen wir deshalb, nicht die Obligationen zu ersetzen, sondern deren Funktion.



Prof. Peter Meier im angeregten Gespräch mit Roland Eberhard, Thomas Arnet und Thomas Suter (von links)

**Meier:** Die monatlich generierten Pensionskassen Statistiken von UBS und Credit Suisse zeigen klar, dass der Hedge-Fund-Trend seit zirka zwei Jahren positiv verläuft. Die Pensionskassen sprechen allerdings nicht gerne darüber. Wir sollten die Gelegenheit nutzen, dass wir an diesem Panel „Urgesteine“ aus der Hedge-Fund-Industrie haben, welche über ein solides Fundament verfügen. Deshalb meine Frage an die Experten: Lohnt es sich wirklich, in Hedge Funds anzulegen? Und was macht man am besten, damit es sich lohnt?

**Arnet:** Betas haben nichts mit Hedge Funds zu tun. Obligationen sind definitiv teuer. Aktien sind historisch gesehen auch nicht billig. In diesem Zusammenhang gebe ich zu bedenken, dass die Shiller-PE-Ratios auf Basis des nächsten erwarteten Jahresgewinns wesentlich über den im Allgemeinen veröffentlichten P/Es liegen. Seit 2008 haben die Zentralbanken massiv Geld in den Markt gepumpt, mit entsprechenden Folgen. Bei Immobilienanlagen gibt es zu bedenken, dass diese ebenfalls eine Zinskomponente haben, genauso wie Infrastrukturanlagen. Im Zusammenhang mit Krediten müssen Zins- und Liquiditätskomponenten berücksichtigt werden. Auf der Suche nach einer Anlage, welche möglichst wenig mit dem Finanzmarkt korreliert, stösst man unter anderem auf Global Macro Strategien, wobei man allerdings in Kauf nehmen muss, dass diese nicht ganz billig sind.

**Suter:** Wenn man im aktiven Investment Management tätig sein will, muss man ein paar Punkte berücksichtigen. Carry Strategien, wo eine Währung mit einem hohen Zinssatz gekauft und gleichzeitig eine andere mit geringem Zinssatz verkauft werden kann, bewähren sich in einem schlechten Aktienumfeld nicht. Kosten sind ebenfalls ein wichtiger Aspekt. Es gilt auch hier, herauszufinden welche Strategien es schaffen, in stürmischen Phasen unkorreliert zu sein. Mit anderen Worten: Ein Investor muss wissen, welche Leistung er für die gewählte Strategie effektiv kriegt.

*Meier: Wenn ich aktiv anlege, muss ich dann auch aktiv sein, damit ich das Timing richtig erwische?*

**Suter:** Timing ist extrem schwierig und sollte deshalb nicht entscheidend sein.

*Meier: Als Anleger habe ich es gerne bequem. Gibt es Lösungen für Buy und Hold Strategien?*

**Eberhard:** Wenn Sie reich werden möchten, so sollten Sie ihren eigenen Hedge Fund gründen. Wenn sie aber reich bleiben wollen, so empfiehlt es sich, in Hedge Funds zu investieren. Aufgrund der verschärften Regulierung gibt es bei den Grossbanken fast keinen Eigenhandel mehr, womit die Hedge Funds nur noch wenig Konkurrenz haben. Ein Wort zum Risiko: Liability-Mismatches repräsentieren ein grosses Risiko, wenn man nicht zum gewünschten Zeitpunkt verkaufen kann. Auf der Hedge Fund Seite muss man aufpassen, dass man die Liquidität einhalten kann. Langfristig gibt es aber viele Strategien, die entsprechende Benefits generieren.

*Meier: Der Sollzins für die Pensionskassen beträgt 2%. Hedge Funds geben vor, absolute Renditen zu generieren. Was können Sie in diesem Zusammenhang empfehlen?*

**Arnet:** Es gibt passende Lösungen. Man sollte zum Beispiel direktionale Strategien vermeiden. Hingegen bedeutet ein stabiler Alphastream über eine gewisse Zeit hinweg, dass der Hedge-Fund-Manager gut ist und nicht nur einfach Glück mit seinen Anlagen hat. Zu bedenken ist auch der Leverage, den all diese Strategien einsetzen. In turbulenten Finanzmärkten kann dieser zum Problem werden, wie man in der Finanzkrise von 2008 gesehen hat. Dann können Sie nicht davon ausgehen, dass sie geschützt sind. Mein Rat deshalb: Schauen Sie nicht nur den Drawdown an, das heisst, wieviel der Fonds in der Stressphase verloren hat, sondern auch, wieviel er in der Erholungsphase gewonnen hat. Es ist unsere Aufgabe als Hedge-Fund-Experten, hinzugehen und dafür zu sorgen, dass die richtigen Strategien und Fondsmanager ausgewählt werden.

*Meier: Bleiben wir bei der 2%-Frage. Es gibt das Risiko, dass man auch mal Verluste machen kann. Gibt es auf längerer Sicht Lösungen, wo man sagen kann, wir generieren die geforderten 2%?*

**Eberhard:** Für die Sicherung unseres Lebensstandards kommen wir selbst mit 2% nirgendwo hin. Swisscom hat im August eine 300-Mio-Anleihe mit einem Coupon von 1/8% ausgegeben, Laufzeit bis 2032. Diese hat nach drei Monaten bereits einen Kursverlust von 10% erlitten. Ein Zusatzproblem sind die Spesen.

**Arnet:** Seit 2008 sorgen die Zentralbanken mit ihrer Geldpolitik für unterdurchschnittliche Obligationenrenditen. Hedge Funds weisen ein besseres Sharpe Ratio auf als Aktien und Bonds, und die Volatilität ist viel tiefer als bei den Aktien. 2008 haben Sie mit Hedge Funds im Durchschnitt auch 20% verloren, aber immerhin nicht 50%. Im Jahr 2000 nach der Tech

Bubble repräsentierten Hedge Funds bei fallenden Märkten eine attraktive Variante. Die Volatilität bei Aktien liegt bei 15%, bei Hedge Funds 5%.

*Meier: Ist also der Grundtenor, dass sich Hedge Funds zwar lohnen, aber keine Garantie bieten?*

**Arnet:** Wenn sich die Finanzkrise von 2008 in der selben Ausprägung wiederholen würde, so wissen wir, dass Hedge Funds keinen Schutz bieten. Hedge Funds können dann ganz einfach nicht mehr traden. Aber im Jahr 2000; in fallenden Märkten, boten sie eine attraktive Variante.

**Suter:** 2008 war für CTAs oder Währungsstrategien ein Superjahr. Wichtig ist aber, dass man weiss, was man kriegt. Ich bin aber optimistisch, dass jetzt wegen der Inflationsgefahr auch bei den Zentralbanken Bewegung reinkommt.

**Frage aus dem Publikum:** *Die mehrfach erwähnte Sharpe Ratio ist für den Investor kaum relevant. Meine Fragen an Sie: Haben Sie den MSCI in den letzten zwei Jahren geschlagen, und was waren die Drawdowns?*



.... gut gefüllte Reihen demonstrieren das Interesse an den Ausführungen der Hedge-Fund-Experten

**Arnet:** Der MSCI wurde leider nicht geschlagen; wir hatten keine Chance dazu. Hedge Funds müssen aber eine absolute Rendite generieren, welche konkurrenzfähig ist. 2015 waren Commodity Anlagen 15% im Minus, 2016 dagegen 15% im Plus, sodass insgesamt ein Nullsummenspiel resultierte. Fakt ist, dass in den letzten zwei Jahren nur wenige Hedge Funds den MSCI geschlagen haben. Natürlich gibt es aggressive Fonds, die den Markt mit Beta schlagen. Dies ist aber nicht unsere Strategie.

**Eberhard:** 2016 konnte der S&P 500 nicht und der MSCI nur teilweise geschlagen werden. Den S&P 500 haben wir in den letzten zwei Jahren nicht geschlagen. Der MSCI konnte dagegen aufgrund von Währungseffekten teilweise übertroffen werden. 2017 möchte ich 6% verdienen, was 4.5% nach Spesen bedeutet.

*Frage aus dem Publikum: Wie viele Hedge Fund Strategien werden benötigt, um ein stabiles diversifiziertes Portfolio zu generieren?*

**Eberhard:** Der Diversifikationseffekt fällt ab 15-16 Strategien weg. Ich habe gerne konzentrierte Portfolios, weil ich dann jeweils nervöser bin, was gut ist. Es gibt aber keine goldene Regel. Wichtig ist, dass man die Grösse der Hedge Funds im Auge behält. Man darf nicht vergessen, dass die Consultants zwar 4000 Hedge Funds auf ihrer Plattform analysieren, die Investitionen aber nur in den ganz grossen Hedge Funds stattfinden.

*Frage aus dem Publikum: Ich bevorzuge Direktanlagen, zum Beispiel in der Zurich mit einer Dividende von 17 Franken. Dies bedeutet 6% Rendite, allenfalls sogar steuerfrei.*

**Suter:** Man sollte Gleiches mit Gleichem vergleichen. Hedge Funds müssen Diversifikation herstellen und als längerfristige Anlage betrachtet werden.

**Arnet:** Mit der Zurich hat man langfristig Geld verloren. Vor der Krise war die Aktie mal über 600 Franken wert. Auf zehn Jahre gesehen hat man also viel Geld eingebüsst. Der Zeithorizont spielt immer eine Rolle. Über 25 Jahre hat man mit Obligationen ebenfalls weniger verloren als mit Aktien.

**Eberhard:** Wir hoffen alle, dass die Schweizerfranken Zinsen bald höher sein werden. Wenn nicht, so ist das ein Problem. Ich versuche meinen Kunden Lösung anzubieten, um anderswo stetige Renditen zu generieren.

*Frage aus dem Publikum: Grosse Funds generieren offenbar weniger Performance; kleine sind besser. Wie kann man am besten in kleine Hedge Funds investieren?*

**Eberhard:** Es gibt Erfolgsgeschichten wie jene von Renaissance Technologies, welche 2016 Neugelder in der Höhe von mehreren Milliarden angezogen hat und nun 15 Milliarden US-Dollar schwer ist. Kapazität ist aber echt ein Problem, weil viele der grossen guten Funds geschlossen sind.

*Meier: Es ist bereits Zeit für das Schlusswort.*

*Aktives Management ist nur dann gut, wenn Menschen oder Maschinen besser sind als der Durchschnitt. Wenn man das akzeptiert, dann stellt sich die Frage, ob man „Long Only“ oder via Hedge Funds investiert. Für Hedge Funds spricht die Tatsache, dass es hier weniger Einschränkungen gibt. Die Guten zu finden ist allerdings eine Kunst. Für das braucht es Experten wie die hier Anwesenden; es geht ja auch um Risikomanagement. Insgesamt werden Hedge Funds aber noch immer - zumindest in der Schweiz - schlechter gemacht als sie wirklich sind.*

Vielen Dank an die Zuhörer; Sie waren ein wunderbares Publikum!