

Value-Added von Fund-of-Hedge-Funds-Managern – Eine empirische Analyse der Allokations- und Selektionsfähigkeiten von Fund-of-Hedge-Funds-Managern

Dr. Oliver A. Schwindler

Im Gegensatz zu Portfolio-Managern von Aktienfonds, die in der Regel lediglich die Instrumente der Wertpapierselektion und der taktischen Asset-Allokation einsetzen, nutzen Fund-of-Hedge-Funds-Manager (FoHF-Manager) neben der taktischen Asset-Allokation und der Manager-Selektion – die im übertragenen Sinne der Wertpapierselektion entspricht – auch die strategische Asset-Allokation. Nachdem die Rendite eines Portfolios nicht nur durch die Leistung des Managers, sondern insbesondere auch durch die allgemeine Entwicklung an den Finanzmärkten sowie das eingegangene Risiko beeinflusst wird, stellt die Rendite kein hinreichendes Identifikationsmerkmal für die Fähigkeiten des FoHF-Manager bezüglich der Allokations- und Selektionsfähigkeiten dar. Üblicherweise wird daher Performance als leistungsbedingte Differenz der Rendite des Portfolios und einem Benchmark-Portfolio mit gleichem Risiko definiert. Nachdem die interne Performance-Messung in der Regel eine unbeschränkte Datenverfügbarkeit voraussetzt, sind Investoren in Fund of Hedge Funds auf Grund der restriktiven Informationspolitik von Fund of Hedge Funds auf die externe Performance-Messung angewiesen. Diese stellt die Regressionsmodelle von TREYNOR/MAZUY (1996), JENSEN (1968), und HENRIKSSON/MERTON (1981) zur Evaluierung der Fähigkeiten der FoHF-Manager zur Verfügung, mit deren Hilfe die Performance gemessen werden kann, die auf die Selektionsfähigkeiten und die Timing-Fähigkeiten bezüglich der taktischen Asset-Allokation zurückzuführen ist. Nachdem diese Modelle weder die Messung der Performance aus der strategischen Asset-Allokation noch eine Adjustierung der gemessenen Selektions- und Timing-Performance um den Einfluss der Rendite aus der strategischen Asset-Allokation ermöglichen, ist die Entwicklung eines detaillierten Analysemodells zur Messung der drei verschiedenen Fähigkeiten eines FoHF-Managers notwendig. Nachfolgend werden die wichtigsten Ergebnisse der empirischen Untersuchung in Thesenform kurz zusammengefasst.

These 1: Beim Einsatz der Regressionsmodelle nach JENSEN (1968), TREYNOR/MAZUY (1966) und HENRIKSSON/MERTON (1981) zur Performance-Messung von Funds of Hedge Funds (FoHFs) liefern fundspezifische, langfristig stiläquivalente Benchmark-Portfolios, die die Rendite der Investment-Politik des zu untersuchenden FoHFs nachbilden, im Vergleich zu klassischen Marktindices die genauesten Ergebnisse.

Da dem Investor das aus der Investment-Politik des Fund of Hedge Funds resultierende Rendite-Risiko-Profil ex ante bekannt ist, ist der Renditeanteil eines aktiv verwalteten Portfolios, der auf die strategische Asset-Allokation, die der Investment-Politik entspricht, zurückzuführen ist, passiver Natur, und insofern bei einer entsprechenden Nachahmung durch den uninformierten Investor erzielbar. Durch die Verwendung eines langfristig stiläquivalenten Benchmark-Portfolios wird die Investment-Politik adäquat bei der Performance-Messung und -Analyse berücksichtigt und so deren Einfluss auf die Rendite neutralisiert. Die monatlichen Renditen der, mittels der renditebasierten Stilanalyse nach SHARPE (1992) ermittelten, langfristig stiläquivalenten Benchmark-Portfolios können als Alternativen zu den klassischen Marktindices wie z.B. dem Credit Suisse/Tremont Hedge Fund Index (HEDG HFI) oder dem HFRI Fund of Funds Composite Index (HFRI FoHF) in der Performance-Messung eingesetzt werden. Die Ergebnisse der Regressionsmodelle nach JENSEN (1968), TREYNOR/MAZUY (1966) und HENRIKSSON/ MERTON (1981) mit obigen Benchmark-Portfolios zeigen, dass die Regressionen mit den langfristig stiläquivalenten Benchmark-Portfolios durchschnittlich die höchsten Bestimmtheitsmaße (R^2) liefern und somit im Vergleich zu den klassischen Marktindices genauere Ergebnisse bezüglich der Selektions- und Timing-Fähigkeiten von FoHF-Manager liefern. Diese Beobachtung lässt sich sowohl für die beiden Teilstichproben – Live und Dead Funds of Hedge Funds – als auch für die gesamte Stichprobe dokumentieren.

These 2: Live Funds of Hedge Funds zeichnen sich im Gegensatz zu Dead Funds of Hedge Funds durch ein auf deren Performance positiv auswirkendes aktives Management in Form der taktischen Asset Allokation und der Manager-Selektion aus.

Durch die Verwendung eines langfristig stiläquivalenten Benchmark-Portfolios bei den Regressionsmodellen kann die Auswirkung der strategischen Asset-Allokationsentscheidung auf die Rendite bei der Performance-Messung zwar berücksichtigt werden, eine Quantifizierung der aus der strategischen Asset-Allokation resultierenden Performance mit den Regressionsmodellen ist allerdings nicht möglich. Durch den Einsatz zweier synthetisch generierter Benchmark-Portfolios, die zum einen die strategische und zum anderen die taktische Asset-Allokation nachbilden bzw. deren Renditen replizieren, lässt sich ein additives

Attributions-Modell entwickeln, das eine konsistente Aufspaltung der Performance von Funds of Hedge Funds (FoHF) auf die drei Investitionsentscheidungen, der strategischen Asset-Allokation, der taktische Asset-Allokation und der Manager-Selektion, die einem FoHF-Manager zur Schaffung eines Value-Added zur Verfügung stehen, ermöglicht. Die Resultate diese Attributions-Modells dokumentieren, dass bezüglich der Performance, die auf die taktische Asset-Allokation und auf die Manager-Selektion zurückzuführen ist, zwischen den beiden Teilstichproben der Live und der Dead FoHFs ein statistisch signifikanter Unterschied besteht. Im Gegensatz zu den Dead FoHF, die durchschnittlich sowohl bezüglich der taktischen Asset-Allokation als auch bezüglich der Manager-Selektion eine negative Performance aufweisen, zeichnen sich Live FoHFs durch eine Value-Added-Schaffung sowohl bei der taktischen Asset-Allokations-Entscheidung als auch bei der Manager-Selektion aus. In Bezug auf die Performance, die auf die strategische Asset-Allokation zurückzuführen ist, lässt sich zwischen den beiden Teilstichproben kein statistisch signifikanter Unterschied feststellen.

These 3: Im Rahmen des aktiven Managements bietet die Manager-Selektion, die allerdings mit dem höchsten Risiko behaftet ist, das größtmögliche Value-Added-Potential, da es einen eindeutigen Zusammenhang zwischen der Performance aus der Manager-Selektion und der absoluten Monatsrendite des einzelnen FoHFs gibt.

Um bei der Beurteilung des Value-Add-Potentials der drei verschiedenen Investitionsentscheidungen deren damit einhergehenden Risiken zu berücksichtigen, erfolgt diese anhand einer Risikoadjustierung analog zum Information-Ratio nach GOODWIN (1998). Die Resultate der Risikoadjustierung dokumentieren, dass die Manager-Selektion absolut betrachtet, zwar das höchste Value-Added-Potential bietet, aber nach Adjustierung um deren Risiken bei einer relativen Betrachtung lediglich ein marginal höheres Value-Added-Potential besitzt als das der taktischen Asset-Allokation. Darüber hinaus belegen univariate Regressionen, bei denen die mit den verschiedenen Modellen – Attributions- und Regressionsmodelle – quantifizierte Allokations- und Selektions-Performance auf die durchschnittliche Monatsrendite jedes einzelnen FoHFs regressiert wird, einen eindeutigen Zusammenhang zwischen der Performance aus der Manager-Selektion und der absoluten Monatsrendite des FoHFs. Im Gegensatz dazu hat die Performance weder aus der strategischen noch aus der taktischen Asset-Allokations-Entscheidung einen hohen Erklärungsgehalt bezüglich der absoluten Monatsrendite des FoHFs.

Literatur

Goodwin, Thomas H. (1998), The Information Ratio, in: Financial Analysts Journal, Vol. 54, No. 4, S. 34-43.

Henriksson, Roy D. / Merton, Robert C. (1981), On Market Timing and Investment Performance II: Statistical Procedures for Evaluating Forecasting Skills, in: The Journal of Business, Vol. 54, No. 4, S. 513-533.

Jensen, Michael C. (1968), The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964, in: The Journal of Finance, Vol. 23, No. 2, S. 389-416.

Sharpe, William F. (1992), Asset Allocation: Management Style and Performance Measurement, in: Journal of Portfolio Management, Vol. 19, No. 2, S. 7-19.

Treynor, Jack L. / Mazuy Kay K. (1966), Can Mutual Funds Outguess the Market?, in: Harvard Business Review, Vol. 44, No. 7, S. 131-136.