

**v. agarwal • j. a. kale**

**on the relative performance of  
multi-strategy and funds of hedge funds**

**CFR working paper 07-11**

Hedgefonds verzeichnen seit Jahren substantielle Mittelzuflüsse. Zwei Produkte der Hedgefondsindustrie werden dabei besonders stark nachgefragt: Dachhedgefonds und Multi-Strategy (Hedge-)Fonds. Multi-Strategy Fonds können in unterschiedliche Assetklassen investieren und sich je nach Marktlage einer Vielzahl quantitativ wie fundamental bestimmter Anlagestrategien bedienen. Dachhedgefonds investieren das Geld der Anleger dagegen ausschließlich in Anteile verschiedener Hedgefonds, die sich jeweils einer Assetklasse und Strategie verschrieben haben.

Im Rahmen dieser Studie wird untersucht, ob US-amerikanische Dachhedgefonds und Multi-Strategy Fonds im Zeitraum 1994 bis 2004 eine ähnliche Performance aufweisen. Dies sollte auf effizienten Kapitalmärkten der Fall sein, da sowohl Dachhedgefonds als auch Multi-Strategy Fonds ihr Risiko über die Anwendung unterschiedlicher Strategien diversifizieren. Die Autoren kommen dagegen zu dem Ergebnis, dass Multi-Strategy Fonds im Jahresdurchschnitt eine um 2,6 bis 4,8 Prozent höhere risikoadjustierte Rendite erwirtschaften als Dachhedgefonds.

Die relative Outperformance der Multi-Strategy Fonds bleibt bestehen, wenn für diverse Fondscharakteristika kontrolliert wird. Erklärungsversuche, wie die vergleichsweise höhere Flexibilität von Multi-Strategy Fonds oder höhere Agency Risiken bei der Investitionen in Multi-Strategy Fonds, die eine Kompensation in Form einer erhöhten Rendite erfordern, können das bessere Abschneiden der Multi-Strategy Fonds nicht vollständig erklären. Auch die höheren Gebühren, die Investoren bei der Investition in Dachhedgefonds entrichten müssen, sind kein Grund für deren relative Underperformance: Bei Berücksichtigung dieser Gebühren erzielen Multi-Strategy Fonds weiterhin eine signifikant höhere Rendite.

Die Autoren vermuten daher, dass die unterschiedlichen Fähigkeiten der Fondsmanager bei diesen zur einer Selbstselektion führt, welche die Renditeunterschiede erklärt. Das Management von Multi-Strategy Fonds erfordert aufgrund der Vielzahl an möglichen Strategien ein vergleichsweise hohes Maß an Können und Wissen. Vor dem Hintergrund einer drohenden Entlassung bei unzureichender Performance werden daher nur sehr fähige Fondsmanager die Verwaltung eines Multi-Strategy Fonds übernehmen. Weniger begabte Fondsmanager verhalten sich risikoavers und übernehmen die Verwaltung von Dachhedgefonds.