

V. Agarwal • T. C. Green • H. Ren

**alpha or beta in the eye of the beholder:  
what drives hedge funds flows?**

**CFR working paper 15-08**

Trotz zahlreicher Studien zur Performance von Hedgefonds sowie einer Vielzahl von Risikomodellen ist bislang unklar, wie Investoren – und im Falle von Hedgefonds eher erfahrenere Investoren – die Performance eines Fonds beurteilen.

Anhand eines „Revealed Preferences“-Ansatzes untersucht diese Studie, welche Risiken die Investoren anpassen, wenn sie die Performance des Hedgefonds beurteilen. Daraufhin wird der Frage nachgegangen, ob die Anlageentscheidungen der Investoren gerechtfertigt sind, indem die zukünftige Fondsperformance in verschiedene Risikotypen zerlegt wird.

Überraschenderweise scheinen Investoren ihre Entscheidung überwiegend anhand des CAPM-Alphas zu treffen. Sie beziehen also das generelle Marktrisiko in ihre Entscheidung ein, vernachlässigen jedoch die weiteren Risiken, die der Manager eingeht. Um zu bestimmen, ob Hedgefondsinvestoren gegenüber diesen zusätzlichen Risikoquellen indifferent sind oder diese sogar aktiv auswählen, zerlegen die Autoren die Fondsrenditen in verschiedene Risikokomponenten: Alpha, konventionelle Risiken wie Markt-, Size- und Value-Exposure, sowie exotischere Risiken, wie gesamtwirtschaftliche Unsicherheit oder Liquiditätsrisiken. Tatsächlich scheinen Investoren Risiken abseits des Marktrisikos aktiv zu wählen. Insbesondere die exotischeren Risiken scheinen hierbei gegenüber den konventionelleren Risiken eine Rolle zu spielen. Demnach schätzen Investoren nicht nur die Fähigkeit des Fondsmanagers, Alpha zu generieren, sondern relativ zu Standard-Risiken vermehrt exotischere Risiken einzugehen. Diese Wertschätzung exotischer Risiken ist insbesondere in den letzten Jahren seit 2004 deutlich, nachdem erste Studien zur Bedeutung dieser Risiken veröffentlicht wurden.

Die Ergebnisse lassen darauf schließen, dass Investoren verstehen, welche eingegangenen Risiken die hohen Gebühren durch Hedgefonds rechtfertigen. Um diesen Schluss weiter zu bekräftigen, unterteilen die Autoren Fonds nach der Höhe ihrer Gebühren. In der Tat legen Investoren in Fonds mit höheren Gebühren mehr Wert auf exotische Risiken als in den Fonds mit geringeren Gebühren.

Schlussendlich zeigt die Studie, dass das Alpha des Fondsmanagers stark persistent ist, während die Renditepersistenz aufgrund von eingegangenen exotischen Risiken nur schwach ausfällt.