

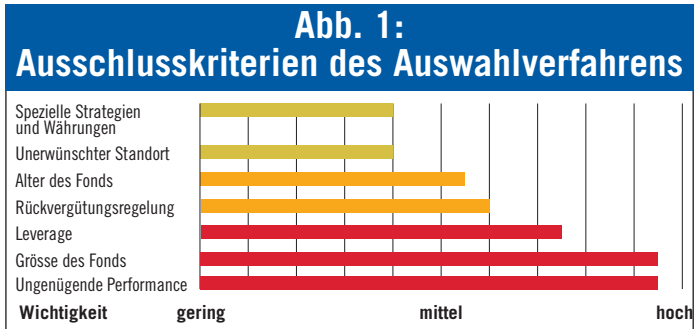
HEDGE FUNDS: Lücken werden zunehmend geschlossen

Nachholbedarf im Risikomanagement

Hedge Funds erfreuen sich bei Investoren grosser Beliebtheit. Der Markt ist sich aber einig, dass Hedge Funds keine risikofreie Anlage sind. Dem Risikomanagement kommt sogar eine entscheidende Bedeutung zu.

Von Pascal Botteron und Ralph Villiger

Hedge Funds verwalten etwa 400 Mrd US-Dollar weltweit und unterscheiden sich von herkömmlichen Fonds durch spärliche Reglementierung und das Verbot öffentlichen Marketings. Der sehr lockere gesetzliche Rahmen erlaubt es den Hedge-Funds-Managern, auch Derivate in ihr Portefeuille aufzunehmen und mit Leverage und Leerverkäufen sehr aggressive Strategien zu verfolgen. Einige Hedge Funds versuchen, mittels Arbitrage Kapital aus Marktineffizienzen zu ziehen, andere spezialisieren sich auf konkursverdächtige Unternehmen. Eine weitere Gruppe wettet auf die allgemeine Marktentwicklung. Praktisch allen Hedge Funds gemein ist eine hohe Rendite bei niedriger Volatilität und das bedingungslose Vertrauen in ein internes Marktmodell. Die niedrige Volatilität lässt erkennen, dass die Hedge-Funds-Manager, die zuvor meist mehrere Jahre Er-



Vorzugsweise wird in erfahrene, angesehene und grosse Hedge Funds investiert. Diese Fonds sind aber für weitere Investoren meistens bereits nicht mehr zugänglich, weshalb die oben aufgestellten Regeln gebrochen werden müssen und in junge, kleinere Hedge Funds ohne Leistungsausweis investiert werden muss. Einige Marktteilnehmer nehmen die Herausforderung an und bieten Fonds junger Hedge Funds an.

fahrung in Investmentbanken gesammelt haben oder akademische Modellspezialisten sind, die Marktrisiken gut im Griff haben. Aber zu welchen Kosten? Gibt die Volatilität genügend Aufschluss über die Gefahren einer solchen Anlagestrategie?

Der erste Reflex ist der Blick auf die Hedge-Funds-Indizes. Doch die veröffentlichten Kennzahlen sind mit Vorsicht zu geniessen, denn darin sind nur bestehende Hedge Funds enthalten. 20% verschwinden jährlich aus den Listen, teils weil sie kein weiteres Kapital mehr aufnehmen können, teils weil sie Konkurs gehen. Weiter legen auch nur diejenigen neuen Fonds ihre Kursentwicklungen offen, die eine ausserordentliche Performance vorlegen können. Die Indizes spiegeln demnach nicht den ganzen Markt wider, sondern nur dessen erfolgreichere Anbieter.

Die Risiken in Hedge Funds sind vielfältig und hängen insbesondere von der Anlagestrategie ab. Einige Fonds setzen sich den Marktbewegungen aus, andere handeln mit Gegenparteien, die Gefahr laufen, Konkurs zu gehen. Nebst Markt- und Kreditrisiken fallen auch die operationellen Risiken stark ins Gewicht, verfügen doch viele Hedge Funds nicht über geeignete Systeme und mathematische Modelle, um ihre Strategie umzusetzen. Diese Risiken werden durch einige Aspekte, die nur Hedge Funds eigen sind, verstärkt. So gilt es zu beachten, dass die Profite, die Arbitrageure erzielen, ein beachtliches Kapital erfordern. Hedge Funds verschulden sich deshalb meist in hohem Masse, um einen möglichst grossen Hebeleffekt – Leverage – zu erreichen. Eine derartige Strategie setzt den Anleger gleich zwei Risiken aus. Zum einen verlangt ein grosser Hebel eine hohe Liquidität, um für die enormen Margin-Calls aufkommen zu können, zum anderen macht sich ein extremes Modellrisiko bemerkbar. Long Term Capital Management ist sowohl dem Liquiditäts- als auch dem Modellrisiko zum Opfer gefallen. Schliesslich hat die dürftige Gesetzgebung zur Folge, dass die Hedge Funds ihre Zahlen nicht vollständig offen legen müssen. In der Vergangenheit hat diese mangelnde Transparenz zu einigen Betrugsfällen und ganz allgemein zu einem erhöhten operationellen Risiko geführt.

Entscheidet man sich, in Hedge Funds zu investieren, muss man all diese Risiken, die aus der allgemein üblichen Risikokennzahl Volatilität nicht hervorgehen, untersuchen, um die Auswirkungen möglicher Szenarien einschätzen und diesen vorbeugen zu können. Diese Analyse zielt auf eine gute Diversifizierung des Portefeuilles ab und soll eine beständig hohe Rendite bei niedrigem Risiko erreichen. Dazu ist sowohl eine qualitative wie auch quantitative Risikoeinschätzung nötig. Ausserdem muss man sich vergewissern, dass das Portfeuille zu Zeiten schwieriger Marktbedingungen entsprechend angepasst werden kann. Das Due Diligence beinhaltet eine Beurteilung der verfolgten Strategie, um das Portfeuille dementsprechend zusammenzustellen. Weiter sollten die Manager einer Untersuchung hinsichtlich Erfahrung, Glaubwürdigkeit und Professionalität unterzogen werden. Wichtige Kennzahlen wie Leverage, Liquidität und grösste Positionen spiegeln ein Bild der finanziellen Risiken und der internen Risikotoleranz wider. Alter und grösste Kunden des Fonds, wie auch Steuerfragen sind Teil der «operational risk»-Checkliste (siehe Abbildung 1).

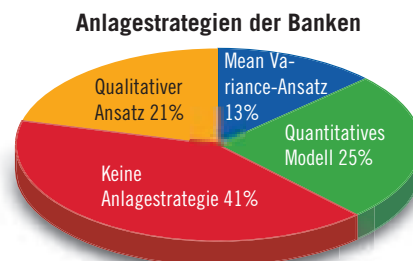
Eine tief greifende Analyse eines Hedge Funds ist äusserst zeitintensiv und verlangt profunde Fachkenntnisse. Die Investoren, dies sind grössere Unternehmen, Banken, Versicherungen, vermögende Privatkunden sowie in zunehmendem Masse Pensionskassen, sind grösstenteils ausser Stande, dies selbst durchzuführen. Das Risikomanagement wird deshalb auf Finanzintermediäre übertragen, Funds of Hedge Funds oder Banken. Die Anleger verlangen einen regelmässigen Bericht über die Rendite, die wichtigsten Risiken und eine objektive Beurteilung des Einflusses möglicher zukünftiger Szenarien auf ihr Portfeuille.

Die Studie hat gezeigt, dass sich das Risikomanagement speziell auf Aspekte des operationellen Risikos konzentriert. Abklärungen zu Reputation, rechtlichem und steuerlichem Rahmen des Hedge Funds sowie Beurteilung des Managementteams gehören zum Marktstandard. Auch wird die Strategie zur Entscheidungsfindung herbeigezogen. Bei der Analyse der quantitativen Zahlen wie Leverage, Positionen und Risikokennzahlen fallen die Resultate ernüchternd aus. Häufig werden sie gar nicht erst nachgefragt, und falls doch, so fliessen sie nur teilweise, oder zumindest nicht klar ersichtlich, in die Asset Allocation ein. Ein Grossteil der Intermediäre benutzt eher undurchsichtige qualitative Entscheidungskriterien zur Platzierung der Vermögenswerte. Die Banken weisen im Gebrauch von quantitativen Risikoeinschätzungen und Anlagemodellen einen Vorsprung gegenüber den Finanzintermediären auf (siehe Abbildung 2). Dies liegt zum einen an den beträchtlichen Investitionskosten, die damit verbunden sind, zum anderen an der Schwierigkeit, überhaupt verlässliche Risikomesungen durchzuführen, und zuletzt an der Tatsache, dass sich die ganze Industrie erst in den Anfängen befindet. Eine weitere Schwachstelle, welche die Untersuchung offen gelegt hat, ist die Berichterstattung an den Kunden. Nebst der Rendite wird allenfalls noch die Volatilität kommuniziert, hinsichtlich allfälliger Zukunftsszenarien, Resultate von Stresstesting, Liquidität oder Leverage wird der Investor meist im Dunkeln gelassen.

Gewiss, die Industrie steckt noch in den Kinderschuhen, aber einige Anzeichen in der Schweiz scheinen sehr viel versprechend zu sein. So hat beispielsweise kein anderer Sektor so viele Risikomanager im letzten Jahr angestellt wie die Fonds von Hedge Funds. Auch haben einige Banken die Absicht geäussert, einen eigenen Beratungsservice für Hedge Funds aufzubauen oder den bestehenden zu erweitern. Eine genaue Beurteilung des Kapitalflusses in der Hedge-Fund-Industrie ist auf Grund der ihr charakteristischen Unschärfe schwierig. Experten sind aber der Ansicht, dass 20–25% des weltweiten Hedge-Fund-Ver-

mögens aus der Schweiz stammt. Sollten die hiesigen Akteure die erkannten Lücken im Risikomanagement und Kundenservice schnell schliessen, so wird die Schweiz endgültig eine Marktführerin werden.

Abb. 2: Asset-Allocation-Strategien



Der Grossteil der Finanzintermediäre benutzt keine quantitative Anlagemethode. Überraschenderweise erwecken die Resultate nicht den Eindruck, dass die Technologie sehr weit entwickelt sei. Viele gaben sogar zu, überhaupt keine konkrete Anlagestrategie zu verfolgen, andere berufen sich auf undurchsichtige qualitative Techniken. Die Finanzintermediäre scheinen sich eher auf den Verkauf zu konzentrieren, stellen aber somit ihr ganzes Risikomanagement in Frage.