



# Hedge Funds – Potenzial richtig nutzen als institutioneller Anleger

Eine gemeinsame Veranstaltung von

**Julius Bär**

**GAM**

**ERNST & YOUNG**

**ppc metrics**



Hedge Funds –  
Potenzial richtig nutzen  
als institutioneller Anleger

# Editorial

*Während sich Hedge Funds unter privaten Anlegern in den letzten Jahren vermehrt zu etablieren vermochten, erwiesen sich institutionelle Anleger im Schweizer Markt im internationalen Vergleich zurückhaltend gegenüber dieser Anlageklasse. Jüngste Studien sowie die Praxis zeigen jedoch deutlich, dass diese alternativen Anlageformen auch im Schweizer Markt für institutionelle Investoren unaufhaltsam an Bedeutung gewinnen. Das liegt unter anderem daran, dass Hedge Funds trotz aller Vorbehalte über wertvolle Eigenschaften verfügen. Diese können im Rahmen einer breit diversifizierten Vermögensaufteilung positiv genutzt werden.*

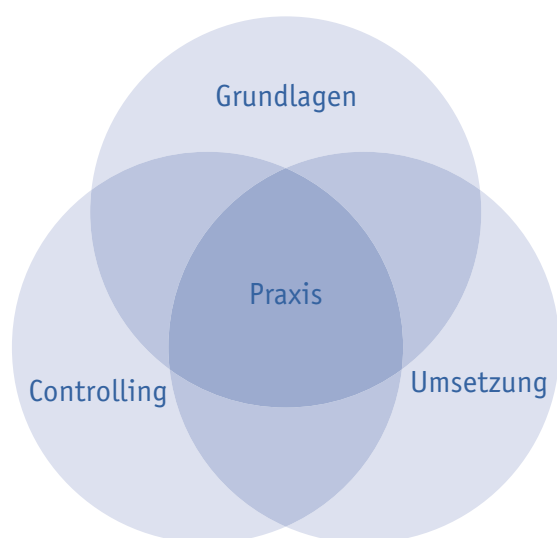
*Zum einen tragen solche Instrumente, die nicht oder nur wenig mit den übrigen Anlageformen korrelieren, zur längerfristigen Glättung der Ergebnisse und damit zu einer weiteren Diversifikation des Gesamtportfolios bei. Zum anderen kann man feststellen, dass sich institutionelle Anleger vermehrt an Anlagezielen und -erwartungen orientieren, die traditionell eher im Bereich von privaten Anlegern zu finden sind; die Orientierung an relativen Renditen nimmt tendenziell ab, während die Realisierung von absoluten Renditen und der Erhalt des Kapitals an Bedeutung zunimmt. Auch in dieser Hinsicht können die verschiedenen Formen von Hedge Funds positive Effekte erzielen.*

*Nach wie vor sind eine gewisse Skepsis und Berührungsängste gegenüber nicht-traditionellen Anlageformen feststellbar – was nachvollziehbar ist. Neben der Tatsache, dass es an längerfristigen Erfahrungswerten im Schweizer Markt für institutionelle Investoren fehlt, tragen die hohe Komplexität und offene Fragestellungen in Bezug auf diese Anlageklasse dazu bei.*

*Besonders deutlich zeigt sich dies in dem teilweise geringen oder gar fehlenden Verständnis für Hedge Funds und ihre Wirkungsweise, die oft mangelnde Transparenz sowie komplexe rechtliche und steuerliche Aspekte im Umgang mit diesen Anlageformen. Das grosse, vielseitige und intransparente Angebot erschwert zudem die Auswahl der geeigneten Instrumente und von deren Manager. Das wiederum kann zu erhöhten operativen Risiken und Ausfallrisiken führen, wie sie wieder in der jüngsten Vergangenheit durch die Turbulenzen um den grossen US-Hedge Fund «Amaranth» allgegenwärtig wurden. Neben der Tatsache, dass solche Vorfälle nicht gerade das Vertrauen fördern, zeigt es die Verwundbarkeit der Hedge Funds-Industrie, wenn die Risiken nicht rechtzeitig erkannt werden. Damit verbunden sind stets auch Debatten über den Nutzen solcher Instrumente, vor allem im Hinblick auf deren Risiko-, Ertrags- sowie Kostenverhältnisse. Insgesamt besteht hier offensichtlich ein grosser Klärungs- und vor allem Aufklärungsbedarf.*

*Um Ihnen einen breit abgestützten Einblick in diese Anlageklasse zu geben, ist es uns ein Bedürfnis, die Problem- und Fragestellungen aus der Sicht der institutionellen Anleger und insbesondere der Pensionskassen zusammenzustellen. Hierfür haben wir uns im Verbund mit einer Reihe von Fachexperten entschlossen, Ihnen einen tieferen Einblick in verschiedene Sichtweisen von der Theorie und Praxis zu geben. Die vorliegende Publikation soll Ihnen in kompakter und verständlicher Form ermöglichen, einige der relevanten Fragestellungen zu durchleuchten und insgesamt Ihr Verständnis dieser komplexen Materie zu steigern. Die Vielzahl der individuellen Frage- und Problemstellungen im Umgang mit Hedge Funds erlaubt es jedoch nicht, diese hier in der erforderlichen Tiefe und Breite erschöpfend zu behandeln. Ein Anfang sei getan.*

*Das erste Kapitel «Grundlagen» widmet sich einer Auswahl allgemeiner Aspekte und Voraussetzungen, die es bei Anlagen in die verschiedenen Formen von Hedge Funds zu berücksichtigen gilt. Im zweiten Kapitel «Umsetzung» möchten wir uns Fragestellungen bezüglich der Auswahl geeigneter Instrumente und Manager sowie deren Allokation im Gesamtportfolio widmen.*



*Das Kapitel «Controlling» soll unter anderem Einblicke in mögliche Risiken, deren Messung und Überwachung sowie den Schutz von Anlegern gewähren. Abgerundet wird diese gemeinschaftliche Publikation mit einem Erfahrungsbericht über den erfolgreichen Einsatz von Hedge Funds einer öffentlich-rechtlichen Pensionskasse.*

*Wir danken allen Autorinnen und Autoren für ihre Beiträge zum guten Gelingen dieser Broschüre und wünschen Ihnen, geschätzte Leserin, geschätzter Leser, eine interessante und informative Lektüre.*

*André Rüegg  
Julius Bär Asset Management  
Leiter Vertrieb Europa*

*Cataldo Castagna  
Ernst & Young AG  
Partner Financial Services*

## Impressum

### Herausgeber

Julius Bär Asset Management  
Hohlstrasse 602  
Postfach  
8010 Zürich

Ernst & Young AG  
Bleicherweg 21  
P.O. Box  
8022 Zürich

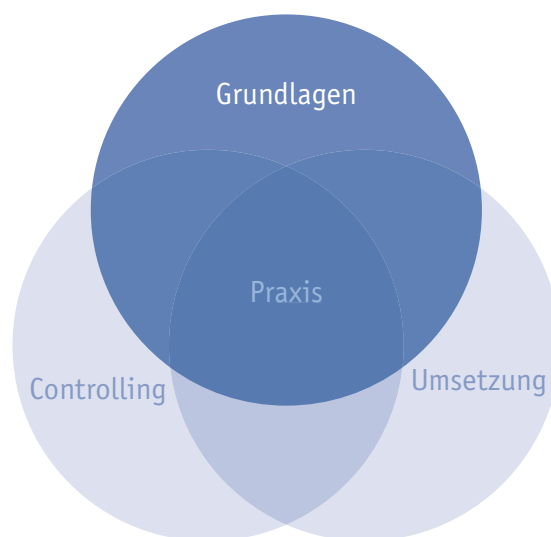
**Bestellungen dieser Publikation unter**  
[publications@juliusbaer.com](mailto:publications@juliusbaer.com)

# Inhaltsverzeichnis

<b>Grundlagen</b>	9
Der Investitionsprozess – ein erster Überblick	10
Voraussetzungen für eine Vorsorgeeinrichtung	13
Rechtliche Rahmenbedingungen für Hedge Funds	16
Einsatzmöglichkeiten von Hedge Funds	22
<b>Umsetzung</b>	27
Prüfung und Auswahl von Hedge Funds	28
Hedge Funds in der Asset Allocation	34
<b>Controlling</b>	41
Performance, Risikomessung und Reporting	42
<b>Praxis</b>	49
Ein Erfahrungsbericht	50
<b>Appendix</b>	57
Autorenverzeichnis	58
Unternehmens-Portraits	64
Glossar	66
Wichtige rechtliche Hinweise	68



# Grundlagen



<b>Der Investitionsprozess – ein erster Überblick</b>	10
Michael Knecht, Dr. Andreas Reichlin	
<b>Voraussetzungen für eine Vorsorgeeinrichtung</b>	13
Bruno Christen	
<b>Rechtliche Rahmenbedingungen für Hedge Funds</b>	16
Edgar Wohlhauser	
<b>Einsatzmöglichkeiten von Hedge Funds</b>	22
Michael Knecht, Dr. Andreas Reichlin	

# Der Investitionsprozess – ein erster Überblick

Durch die niedrigen Erträge der traditionellen Anlageklassen ziehen Vorsorgeeinrichtungen mittlerweile auch nicht-traditionelle Anlageklassen wie Hedge Funds in Betracht. Um dieses Anlagesegment jedoch erfolgreich in ein bestehendes Portfolio zu integrieren, ist ein koordiniertes Vorgehen unabdingbar. Wir stellen Ihnen einen möglichen Implementierungsprozess vor.

## Hedge Funds: Zauber versus alter Wein in neuen Schläuchen

Die Baisse an den weltweiten Aktienmärkten von 2000 bis 2003 und die seit Jahren anhaltende Niedrigzinsphase haben bei den Vorsorgeeinrichtungen ein Umdenken eingeleitet. Die Abhängigkeit von der Renditeentwicklung der traditionellen BVV 2 Anlagekategorien hat diese veranlasst, die gewählte Anlagestrategie kritisch zu überprüfen und die Möglichkeit neuer, teilweise nicht-traditioneller Anlagesegmente in die Überlegung mit einzubeziehen. Eine Möglichkeit stellt dabei das Anlagesegment der Hedge Funds dar.

Die heterogene Hedge Funds-Industrie wird in der Öffentlichkeit sehr emotional wahrgenommen. Die Einschätzungen sind oft widersprüchlich und werden dem Anlagesegment objektiv nicht gerecht: Hedge Funds sind weder das risikolose, renditegenerierende Perpetuum Mobile noch eine Gefahr für die Finanzmärkte. Die interessierte Vorsorgeeinrichtung sollte gegenüber den Hedge Funds offen sein, ihnen jedoch auch kritisch begegnen und eine allfällige Investition entsprechend vorbereiten. Fakt ist: Das blinde Implementieren von neuen Anlageformen ohne genauere Analyse der Fakten kann kostspielig sein, das Vernachlässigen von Opportunitäten jedoch auch.

## Praktischer Ansatz eines Implementierungsprozesses

Die erfolgreiche Integration eines komplexen Anlagesegments erfordert ein koordiniertes und schrittweises Vorgehen. Ziel ist, in der Folge einen möglichen, praktischen Implementierungsprozess zu skizzieren (vgl. Abb. 1). Dieser soll insbesondere auch das Zusammenspiel und die Aufgaben der involvierten Parteien, namentlich Kunden, Hedge Funds-Anbieter, Investment Consultants und zusätzlichen Spezialisten, aufzeigen.

Schematischer Implementierungsprozess von Hedge Funds

	Was			
Wer	Phase 1: Schulung	Phase 2: Formulieren der Hedge Funds-Strategie	Phase 3: Selektion & Vertragsabschluss	Phase 4: Investment Controlling
Kunde	Erfahrungsaustausch mit anderen Pensionskassen. Workshop.	Diskussion Anlageziele. Evaluation Risikobereitschaft. Erweiterungsbegründung. Anpassung Anlagereglement.	Analyse & Beurteilung der Produkte anhand eines Kriterienkatalogs. Entscheidung.	Beurteilung der Anlageresultate.
Hedge Funds	Anbieterseitiger Schulungsbeitrag. Fallstudien von Kundenlösungen.		Ausarbeitung einer individuellen Offerte mit direktem Bezug zum Auftragsprofil. Transparente und offene Kommunikation der eigenen Fähigkeiten und Möglichkeiten.	Transparentes Reporting. Performance Review.
Investment Consultant	Workshop / Schulung. Charakterisierung der Hedge Funds. Chancen & Risiken. Besonderheiten der Industrie.	Festlegen Risikofähigkeit. Analyse Ist-Allokation. Evaluieren Kundenbedürfnisse. Formulierung Anlageziel und Mandatsrichtlinien.	Strukturierung, Organisation & Koordination der Selektion. Suche geeigneter Anbieter. Offertanfrage. Offertevaluation. Unterstützung des Kunden bei der Entscheidungsfindung.	Überwachung und Beurteilung der Anlagetätigkeit und der Anlageresultate. Überwachung der Einhaltung der Anlagerichtlinien.
Zusätzliche Spezialisten			Rechtliche Prüfung der Vertragswerke. Klärung steuerlicher Aspekte. Fragen der Bewertung.	Externes Auditing. Revision. Performance-Messung.

Abb. 1 | Quelle: PPCmetrics

## Phase 1: Schulung

Hedge Funds sind ein sehr heterogenes und komplexes Anlagesegment. Der Informationsbedarf ist entsprechend hoch. Ein Erfahrungsaustausch mit anderen Vorsorgeeinrichtungen und interne/externe Schulungen bietet sich an, um ein Grundwissen über Hedge Funds zu erarbeiten, das als Basis für die weitere Entscheidungsfindung dient.

## Phase 2: Formulieren der Hedge Funds-Strategie

Die Vorsorgeeinrichtung muss sich klar darüber werden, welche Ziele sie mit dem Einsatz von Hedge Funds verfolgt. Unter Berücksichtigung der Risikofähigkeit und -bereitschaft stehen ihr grundsätzlich folgende Einsatzmöglichkeiten offen<sup>1</sup>:

- **Hedge Funds als Teil der Anlagestrategie**
  - Breit diversifizierte Multistrategie Fund of Hedge Funds (FoHFs) als Anlagekategorie.
  - Spezialisierte FoHFs zur Erschließung neuer Anlagesegmente und -märkte.
- **Hedge Funds als Teil der Umsetzung**
  - Stilfokussierte FoHFs als Substitut bzw. Ergänzung zu traditionellen aktiven Vermögensverwaltungsmandaten.

Da es sich bei Hedge Funds um Anlagen handelt, die in Artikel 53 BVV 2 nicht explizit vorgesehen sind, muss ihr Einsatz – unabhängig von der Zielsetzung – gestützt auf Artikel 59 BVV 2 begründet und das Anlagereglement entsprechend angepasst werden.

Anschliessend ist die Mandatsspezifikation zu erarbeiten. Diese sollte mindestens die folgenden Punkte umfassen:

- Anlageziel
- Anlagebetrag
- Referenzwährung
- Anlagestil (Diversifikation, Stilallokation)
- Liquiditätsanforderungen
- Kündigungs- und Rücknahmefristen
- Transparenz
- Rechtsform.

Je genauer die Mandatsspezifikation ist, desto effizienter kann die Selektion geeigneter Anbieter bzw. Produkte umgesetzt werden (vgl. Abb. 2).

Beispielhafter Anforderungskatalog an ein Mandat

Beispiel einer Mandatsspezifikation für eine FoHFs-Anlage		
Referenzwährung	CHF	
Anlagebetrag	CHF 25 Mio.	
Anlageziele		
– Zielrendite (netto)	CHF Libor 3M p.a. + 5%	
– Zielvolatilität	< 7%	
– Max. Drawdown	< -10%	
– Strategischer Leverage	keiner	
– Anzahl Manager	Min. 15	Max. 45
– Position pro Manager	Min. 2%	Max. 10%
Anlagestile	Min.	Max.
– Long/Short Equity	10%	40%
– Relative Value	30%	60%
– Event Driven	10%	20%
– Trading	0%	30%
<b>Liquidität</b>	Quartalsweise, 95 Tage Ankündigung	
<b>Kündigungsfrist (Lock-up)</b>	Max. 3 Monate	

Abb. 2 | Quelle: PPCmetrics

### Phase 3: Selektion und Vertragsabschluss

Ein klar strukturierter und transparenter Selektionsprozess stellt sicher, dass je nach Mandatsspezifikation die geeigneten Anbieter bzw. Produkte gefunden werden können. Das diesbezügliche Vorgehen unterscheidet sich für FoHFs nicht grundlegend von der Selektion von traditionellen Managern und basiert auf den klassischen fünf Ps: Produkt, Personen, Prozesse, Performance und Preis. Zusätzlich sollte ein Augenmerk auf die Fähigkeit des Anbieters gelegt werden, die operationellen Risiken der Single Hedge Funds zu beurteilen und zu überwachen (Operational Due Diligence). Schliesslich sollte das Unternehmen des Anbieters genügend Stabilität aufweisen und im Gleichschritt mit den Anlagevolumen wachsen.

Nach dem Entscheid für einen Anbieter gilt es, die Verträge zu erarbeiten bzw.

bestehende Verträge zu prüfen. Da Hedge Funds im Allgemeinen nur geringen rechtlichen Beschränkungen unterliegen und ihr Domizil in einem Offshore-Land haben, ist es ratsam, für diese Aufgabe interne und/oder externe Juristen heranzuziehen. Kritische Punkte sind u.a. die Haftung, die Nachschusspflicht, die Liquiditätsanforderungen, die Kündigungs- und Rücknahmekonditionen sowie die Gebühren.

### Phase 4: Investment Controlling

Nach Abschluss der rechtlichen Prüfung und der Investition beginnt die Überwachung der Anlagetätigkeit. Es empfiehlt sich, ein Controlling-Konzept zu erarbeiten, das den Besonderheiten von Hedge Funds adäquat Rechnung trägt (asymmetrische Risikoprofile, Einsatz von Derivaten, Leverage, eingeschränkte Liquidität und Transparenz, zeitverzögerte Bewertung). Als Controlling-Instrumente können u.a. quantitative und qualitative Analysen, Präsentationen und Besuche vor Ort sowie ein Universumsvergleich eingesetzt werden.

### Fazit

Der erfolgreiche Einsatz von Hedge Funds setzt ein strukturiertes und transparentes Vorgehen voraus. Dieses beginnt mit einer Schulung, die ein Grundwissen über Hedge Funds vermittelt. Anschliessend gilt es, die mit dem Einsatz von Hedge Funds verfolgten Ziele festzulegen und die entsprechenden Anbieter und ihre Produkte auszuwählen. Dabei zahlen sich ein professioneller Selektionsprozess sowie eine sorgfältige rechtliche Prüfung aus. Ein Controlling-Konzept, das den Besonderheiten von Hedge Funds Rechnung trägt, ermöglicht schliesslich eine laufende Überwachung und Beurteilung der Anlagetätigkeit sowie eine frühzeitige Identifikation von Zielabweichungen.

*Michael Knecht  
Dr. Andreas Reichlin*

<sup>1</sup> Vgl. hierzu den Artikel: «Einsatzmöglichkeiten von Hedge Funds»

# Voraussetzungen für eine Vorsorgeeinrichtung

Der Einsatz von Hedge Funds in Vorsorgeeinrichtungen ist an bestimmte Voraussetzungen geknüpft. Hedge Funds fallen grundsätzlich unter den Begriff Kollektivanlagen, bei denen die Anlageverordnung liberal ist. Dennoch müssen einige Bedingungen für eine Investition in Hedge Funds erfüllt sein, die wir im Folgenden darlegen.

## Grundsätze der Anlagetätigkeit einer Vorsorgeeinrichtung

Noch vor 10 bis 15 Jahren stand hinter dem Begriff einer «sicheren» Anlage vor allem die einwandfreie Bonität der jeweiligen Schuldner. Lange galt, dass wer den Katalog von Anlagevorschriften einhielt, eine «sichere» Anlage getroffen hatte. Dieser Katalog zeugt noch heute von diesem Fokus. Er stellt eine minutiöse Reihenfolge von «mündelsicheren» Anlagen wie Obligationen des Bundes oder anderer Gemeinwesen bis zu den als «risikoreich» eingestuften Anlagen in ausländischen Aktien auf.

Inzwischen wurde dieser blinde Glaube an die Vorschriften bereits mehrmals widerlegt. Mitte der neunziger Jahre wurden die Anlagevorschriften modernisiert. Seither erlaubt Art. 59 der Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVV 2) jeder Vorsorgeeinrichtung, eine individuelle Allokation zu wählen, sofern die Vorsorgeeinrichtung trotz oder vielmehr gerade wegen der erweiterten Anlage als sicher gelten kann.

Anstelle der Mündelsicherheit wird aber heute der Nachweis einer umfassenden Sicherheit im Sinne des in Art. 50 BVV 2 umschriebenen Asset/Liability Management verlangt. Eine Bedingung, die immer erfüllt werden muss, ist die Diversifikation der gesamten Vermögensanlage.

Noch ist die Inanspruchnahme dieser Erweiterung der Vorschriften die Ausnahme. Es wäre aber wünschenswert, dass über kurz oder lang der nur Scheinsicherheit vermittelnde Anlagekatalog abgeschafft wird und dass dann alle Allokationen direkt am umfassend definierten Sicherheitsbegriff gemessen werden müssen.

## Welches ist die «richtige» Anlage einer Vorsorgeeinrichtung?

Die Vermögensanlage ist dann ideal, wenn die drei Voraussetzungen Risikofähigkeit, Risikoanforderung und Risikobereitschaft gleichzeitig zutreffen (vgl. Abb. 1).

So einleuchtend die Theorie auch ist, alle drei Faktoren zu jeder Zeit aufeinander abzustimmen, ist nicht möglich; eine Ungleichheit ist immer zu verzeichnen. Vor ein paar Jahren wurden beispielsweise zahlreiche Vorsorgeeinrichtungen aufgefordert, die durchweg hohe Risikofähigkeit zur vermehrten Investition in

Aktien auszunützen. Heute werden unter Umständen dieselben Vorsorgeeinrichtungen ermahnt, den Aktienanteil wegen einer zu tiefen Risikofähigkeit zu reduzieren. Diese wohl gemeinten einfachen Rezepte lassen die Elemente der Risikobereitschaft und der Risikoanforderung ausser Acht und sind deshalb nicht brauchbar. Die Kunst ist es, die drei Elemente mittel- und langfristig in einem dynamischen Gleichgewicht zu halten, ohne dass man zu gefährliche Kompromisse in die eine oder andere Richtung machen muss.

Allerdings lässt sich die Frage nicht abschliessend beantworten, wie man aus einer Summe von Direkt- und Kollektivanlagen, die alle prinzipiell in Frage kommen, die Richtigen auswählt.

## Welche Vorkehrungen sind von der Vorsorgeeinrichtung zu treffen?

Jede Vorsorgeeinrichtung hat zu entscheiden, ob sie Hedge Funds einsetzen will. Dabei sollte sie spezifische Regelungen beachten (vgl. Abb. 2 am Ende dieses Artikels). Obwohl dies nicht explizit aus den Verordnungstexten hervorgeht, besteht in der Branche Einigkeit darüber, dass für den Einsatz von Hedge Funds eine Erweiterung der Vermögensanlage im Sinne von Art. 59 BVV 2 beansprucht werden muss.

Die Grundvoraussetzungen einer idealen Vermögensanlage

Risikofähigkeit	Risikoanforderung	Risikobereitschaft
Sie ergibt sich aus den relativ zu den Schwankungsrisiken effektiv verfügbaren Wertschwankungsreserven.	Sie ergibt sich aus den gesetzlichen und reglementarischen Leistungsversprechen und den Bedingungen am Anlagemarkt.	Sie ist abhängig von den Erfahrungen und Erwartungen der Mitglieder eines Führungsorgans.

Abb. 1 | Quelle: Ernst & Young

Begriffe wie «alternative Anlagen» oder andere vage Oberbegriffe sind in den Reglementen und weiteren Dokumenten so präzise wie möglich zu definieren. Wenn Hedge Funds eingesetzt werden, ist dies im Interesse der Transparenz explizit zu erwähnen.

Es ist möglich, die Vermögensverwaltung ganz oder teilweise an Dritte zu delegieren. Das Führungsorgan bleibt dabei verantwortlich für die sorgfältige Auswahl der Partner, für deren sachgerechte Instruktion (Auftrag) und für die Kontrolle von Resultaten und Berichten.

Bei der Delegation von Teilen der Vermögensverwaltung an verschiedene Partner müssen Vorkehrungen getroffen werden, um die Einhaltung sowohl der Vorschriften als auch der Strategie über das Gesamtvermögen gewährleisten zu können. Die Kontrolle einer bestimmten Anlagequote für Hedge Funds ist schwierig, wenn mehrere Stellen unabhängig voneinander solche Anlagen treffen können und wenn die Wertermittlung nicht für alle Produkte zum gleichen Stichtag erfolgt (Industriestandard).

Schliesslich ist auch die Berichterstattung so zu organisieren, dass einerseits die Rechnungsablage sichergestellt ist, andererseits die Grundlagen für weitere Anlageentscheidungen, oder bei Bedarf für die Anpassung der Strategie, vorliegen.

### Welche Vorschriften bestehen für kollektive Anlagen?

Hedge Funds sind kollektive Anlagen. Unter kollektiven Anlagen versteht man einzelne oder eine Summe von Vermögenswerten, die so zusammengefasst werden, dass sie gleichzeitig von mehreren untereinander nicht verbundenen Anlegern anteilmässig gehalten werden können.

Die Verordnung ist bezüglich der kollektiven Anlagen liberal. Sie bestimmt, dass die Vorsorgeeinrichtung den wirtschaftlichen Sachverhalt und das Anlagerisiko hinter der Anlage kennen und beurteilen muss. Die juristische Ausgestaltung ist für die Führung einer kollektiven Anlage nur von sekundärer Bedeutung.

Die Verordnung lässt alle kollektiven Anlagen zu, sofern dem Führungsorgan der Vorsorgeeinrichtung alle führungsrelevanten Informationen vorliegen. Dazu gehören neben den Wert bestimmenden Faktoren (z.B. Handelbarkeit, Kursinformationen, Volatilität) auch Ermessensfragen, wie sie beispielsweise zur Beurteilung des Partnerrisikos notwendig sind. Die Kollektivität der Anlage und die Komplexität der Konstruktion darf nicht als Vorwand dienen, auf eine führungsrelevante Information zu verzichten. Sind diese elementaren Bedingungen nicht eindeutig erfüllt, scheidet eine Anlage für Vorsorgeeinrichtungen definitiv aus.

Um zu ermitteln, ob eine bestimmte kollektive Anlage für eine Vermögens-einrichtung geeignet ist, müssen mehrere Bedingungen erfüllt sein. Zu den wichtigen Fragen, die geklärt werden müssen, zählen:

- Herrscht ein zweifelsfreier Durchblick auf die hinter einer kollektiven Anlage liegenden Anlagen beziehungsweise Basisanlagen?  
Dies wird mit guten Informationen zum Anlageprodukt und durch eine möglichst transparente finanzielle Berichterstattung erreicht.
- Sind alle Partner, welche für das Management, die Preissetzung und für die Aufbewahrung der Anlagen (z.B. Depots) zuständig sind, bekannt und gelten sie als vertrauenswürdig?
- Besteht bei der kollektiven Anlage eine transparente Organisation, welche die Bewertungsinformationen in der vorgesehenen Form und Periodizität liefert?

## Was müssen institutionelle Anleger über Hedge Funds wissen?

Die Transparenz-Bedürfnisse stehen allgemein hoch im Kurs. Der Gesetzgeber hat sie in der ersten Revision des Bundesgesetzes über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVG) stark berücksichtigt. Es bestehen heute zahlreiche Ausweisanschriften, beispielsweise die obligatorische Anwendung des Rechnungslegungs-Standards Swiss General Accepted Accounting Principles Fachempfehlungen zur Rechnungslegung 26, Swiss GAAP FER 26.

Dennoch muss nach wie vor im Einzelfall entschieden werden, inwieweit eine bestimmte Information tatsächlich zur Transparenz beiträgt. Mehr Informationen führen nicht automatisch dazu. Als transparent kann eine Information in der Jahresrechnung dann gelten, wenn sich der Leser damit ein besseres

Bild davon machen kann, wie die Vorsorgeeinrichtung ihre Verpflichtungen heute und in der Zukunft erfüllen kann.

Folgende Informationen sind als Bestandteil einer transparenten Information anerkannt:

- Jeder Destinatär (beziehungsweise Leser der Jahresrechnung) soll erkennen können, dass Hedge Funds eingesetzt werden, und welchen Anteil diese an der gesamten Vermögensanlage ausmachen. Meistens ergeben sich diese Basis-Informationen im Zusammenhang mit der separat vorgeschriebenen Berichterstattung über die Erweiterung der Vermögensanlage im Sinne von Art. 59 BVV 2.

- Sinnvoll ist auch eine kurze Beschreibung des angestrebten Beitrags der Hedge Funds im Rahmen der Gesamtstrategie (z.B. zusätzliche Diversifikation).
- Angaben über die Performance sind notwendig, allerdings dürfen sie je nach Strategie und Reporting-Konzept zusammengefasst mit anderen Anlagen (z.B. alternative Anlagen) erfolgen.
- Informationen über die Geschäftspartner, über die tatsächliche Performance einer einzelnen Anlage und über andere weiter gehende Elemente sind nicht automatisch notwendig, können aber im Einzelfall sinnvoll sein.

Bruno Christen

Spezifische Regelung für Hedge Funds, auf die eine Vorsorgeeinrichtung unbedingt achten sollte

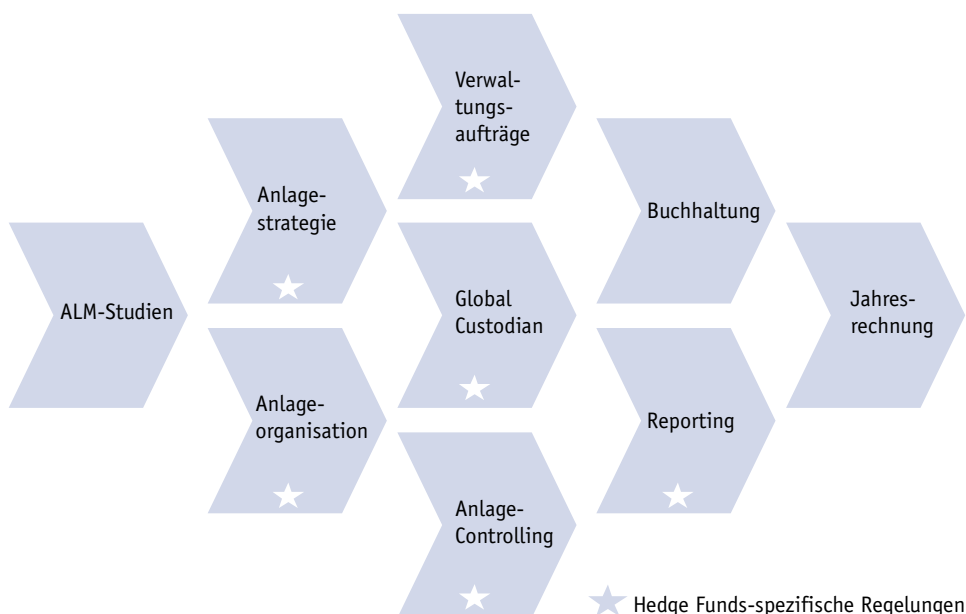


Abb. 2 | Quelle: Ernst & Young

# Rechtliche Rahmenbedingungen für Hedge Funds

Bei der Wahl von Hedge Funds-Produkten sollten sich Anleger neben Gesichtspunkten wie Anlagestrategie und Performance auch überlegen, ob und wie ihre Interessen geschützt sind. Insbesondere zwischen regulierten und nicht-regulierten Hedge Funds sind die Unterschiede unter anderem bei den Anlagerestriktionen und im Bereich der Aufsicht gross. Wir zeigen Ihnen die wichtigsten Unterschiede und skizzieren den rechtlichen Rahmen in der Schweiz.

## Ausgangslage

Obwohl die Nachfrage nach Hedge Funds in den letzten Jahren stetig zugenommen hat und der Erfolg dieser alternativen Anlage ungebrochen scheint, tauchen in den Medien immer wieder Schlagzeilen über Verluste dieser Anlagevehikel auf. Noch in bester Erinnerung ist das Debakel um den Long Term Capital Management (LTCM) im Jahre 1998, der den involvierten Banken beträchtliche Verluste bescherte und die ganze Hedge Funds-Branche in Verruf brachte.

In letzter Zeit haben insbesondere die Behring-Affäre sowie die Verluste des Anbieters Quadriga dem Image der Hedge Funds geschadet. Neben den Diskussionen um ein allfälliges Systemrisiko von Hedge Funds für das gesamte internationale Bankensystem<sup>1</sup>, die nicht Gegenstand dieses Beitrags sind, stellt sich die Frage, ob und wie Hedge Funds-Anleger geschützt sind. Dabei spielt das Domizil des jeweiligen Hedge Funds eine zentrale Rolle.

## Charakteristika von regulierten und nicht-regulierten Hedge Funds

Weltweit existieren schätzungsweise 6900 Hedge Funds, die rund 1,4 Billion Dollar an Anlagegeldern verwalten<sup>2</sup>. Genaue Angaben über die Anzahl der Hedge Funds sind nicht zuletzt deshalb nicht erhältlich, weil es international keine allgemein anerkannte Definition für Hedge Funds gibt<sup>3</sup> und die vielen unregulierten Anlagevehikel von den Aufsichtsbehörden statistisch nicht erfasst werden. Die meisten dieser unregulierten Hedge Funds haben ihr Domizil in Off-

shore-Finanzplätzen<sup>4</sup> und sind entweder überhaupt nicht oder nur beschränkt reguliert und beaufsichtigt.

Es werden aber auch in regulierten Finanzplätzen domizilierte, nicht-regulierte Anlagevehikel angeboten und vertrieben. Darunter fallen in der Schweiz alle alternativen Anlagen, die nicht als Anlagefonds im Sinne des Anlagefondsgesetzes gelten und daher von der Eidgenössischen Bankenkommision (EBK) auch nicht beaufsichtigt werden, wie beispielsweise die Closed-end Funds, die in ihrem Domizilland keiner Aufsicht unterstehen<sup>5</sup>, oder die nicht-strukturierten fondsähnlichen Finanzinstrumente, die auf dem Closed-end-Prinzip beruhen und teilweise oder ausschliesslich in Hedge Funds investieren<sup>6</sup>.

Generell ist festzuhalten, dass sich bis heute in den meisten Ländern die Regulierung von Hedge Funds in Grenzen hält<sup>7</sup>. So hat insbesondere in der Europäischen Union noch keine Harmonisierung stattgefunden. Für den Vertrieb bedeutsam ist, dass Hedge Funds aus EU-Ländern nicht unter die EU-Fondsrichtlinie<sup>8</sup> fallen und somit auch nicht den «europäischen Pass»<sup>9</sup> beanspruchen können. Die Europäische Union will den Hedge Funds-Bereich vorderhand weiterhin unangetastet lassen<sup>10</sup>.

## Nicht-regulierte Hedge Funds

Anlagevehikel aus exotischen, nicht-regulierten Offshore-Finanzplätzen weisen regelmässig folgende Eigenheiten auf:

- Fehlende Aufsicht**  
 Hedge Funds aus exotischen Offshore-Finanzplätzen zeichnen sich häufig dadurch aus, dass nicht nur das Produkt, sondern auch das Management keiner prudentiellen Aufsicht unterstehen. Eine regelmässige Kontrolle der Aktivitäten der Hedge Funds-Manager, die oft über keine besondere fachliche Qualifikation verfügen müssen, findet nicht statt.
- Keine Anlagerestriktionen**  
 Hedge Funds, die ihr Domizil in nicht-regulierten Offshore-Finanzplätzen haben, sind bei der Wahl alternativer Anlagestrategien und -instrumente grundsätzlich frei. Sie müssen keine Anlagerestriktionen bezüglich des Eingehens von Short-Positionen (Leerverkäufe) sowie des Ausnützens der Hebelwirkung (Leverage) mittels Einsatz von Derivaten und Kreditaufnahmen beachten.
- Mangelnde Transparenz**  
 Ein zentrales Merkmal von Hedge Funds aus nicht-regulierten Offshore-Ländern ist die ungenügende Information über die gewählten Anlagestile und -strategien, die damit verbundenen Risiken sowie die Messung der Performance (Black Box). Anleger können im Idealfall nur auf den von einer Revisionsstelle geprüften Jahresbericht zurückgreifen. Hedge Funds aus exotischen Off-

shore-Finanzzentren verwehren den Zugang zu Informationen oftmals mit dem wenig überzeugenden Argument, volle Transparenz würde anderen Marktteilnehmern Einsicht in ihre Strategie geben und dem Fonds letztlich schaden.

- **Unsichere Bewertung und Performance**

Viele Anlagen, in die Hedge Funds investieren, sind nur beschränkt marktgängig. Ihre Bewertung und damit auch die Bewertung des Hedge Funds ist deshalb erschwert. Dies gilt umso mehr, wenn Angaben über die angewandte Bewertungsmethode und die Performance-Messung fehlen. Die ausgewiesenen Performance-Zahlen können deshalb oftmals nicht verifiziert werden.

- **Fehlende oder eingeschränkte Liquidität**

Anteile von Hedge Funds aus unregulierten Offshore-Ländern können oftmals überhaupt nicht oder nur unter Inkaufnahme langer Kündigungsfristen oder exorbitant hoher Rücknahmegebühren zurückgegeben werden. Die langen Haltefristen sind für die Anleger mit erheblichen Risiken verbunden und zwingen sie unter Umständen dazu, den Abwärtsbewegungen des Fonds tatenlos zusehen zu müssen. Eine eingeschränkte Liquidität weisen allerdings zum Teil auch regulierte Hedge Funds auf.

- **Vertrieb**

Offshore Hedge Funds können im Domizilland in der Regel uneingeschränkt an sämtliche Anleger, also auch an Retailkunden, vertrieben werden. In regulierten Finanzplätzen ist der öffentliche Vertrieb dieser Produkte vielfach erschwert, eingeschränkt oder verboten<sup>11</sup>.

### **Regulierte Hedge Funds**

Regulierte Hedge Funds weisen demgegenüber regelmässig die folgenden Merkmale auf:

- **Aufsicht**

Nicht nur das Produkt, sondern auch das Fondsmanagement werden staatlich zugelassen und beaufsichtigt<sup>12</sup>. Das Produkt muss bestimmten Anforderungen bezüglich Transparenz und Kontrolle genügen, und die mit den Anlageentscheidungen betrauten Personen müssen die erforderliche fachliche Eignung besitzen. Die Aufsichtsbehörden verfügen über ein griffiges Instrumentarium und können je nach Pflichtverletzung den Vertrieb von Anteilen untersagen, die Ausgabe weiterer Anteile verbieten oder sogar einem Hedge Fund und dem Anbieter die Zulassung entziehen. Die Aufsicht hat aber auch ihre Nachteile: So ist das Bewilligungsverfahren für Hedge Funds oftmals aufwändig, zeitraubend und kostet Geld. Zudem verursacht auch die laufende Aufsicht Kosten in Form von Aufsichtsgebühren und Revisionshonoraren.

- **Anlagerestriktionen**

Hedge Funds, welche ihr Domizil in einem etablierten Finanzplatz haben, müssen regelmässig mehr oder weniger restriktive Regeln bezüglich der zugelassenen Anlagen, des Eingehens von Short-Positionen (Leerverkäufe) sowie des Ausnützens der Hebelwirkung (Leverage) mittels Einsatz von Derivaten und Kreditaufnahmen beachten.

- **Transparenzvorschriften**

Bewilligte Hedge Funds haben über das Produkt, das Management und die Aktivitäten detailliert Auskunft zu geben. Sie stellen diese Transparenz grundsätzlich über den Prospekt, das Fondsreglement sowie über die Jahresberichte, verbunden mit den Berichten der Revisionsstelle, her. Weiter besteht in der Regel ein gesetzlich verankertes Auskunftsrecht des Anlegers.

- **Aussonderungsrecht im Konkursfall**

Anlagefondsgesetzgebungen europäischer Staaten sehen regelmässig vor, dass die Vermögenswerte des Anlagefonds im Falle des Konkurses der Fondsleitung zugunsten der Anleger abgesondert werden<sup>13</sup>.

- **Liquidität**

Der Investor kann seine Anteile jederzeit oder zumindest periodisch zum Nettoinventarwert zurückgeben (Open-end Fund).

• **Vertrieb**

In einem Land bewilligte Hedge Funds können grundsätzlich an alle Anleger vertrieben werden, beziehungsweise es darf für diese Hedge Funds öffentlich geworben werden. Einzelne Länder schliessen den Vertrieb an Privatanleger jedoch aus oder schränken ihn ein<sup>14</sup>. Dachfonds oder sogenannte Funds of Hedge Funds können oft auch in ausländische Single Hedge Funds investieren, die keiner öffentlichen Aufsicht unterliegen.

**Die Zulassung von Hedge Funds in der Schweiz**

Am 1. Januar 1995 trat das total revidierte Bundesgesetz über die Anlagefonds (AFG) in Kraft. Im Zentrum der Revision stand die Anpassung an das EU-Recht sowie die Wiederherstellung eines attraktiven und wettbewerbsfähigen Anlagefondsmarktes<sup>15</sup>. Als dritte Fondskategorie nebst den «Effektenfonds» und den «Immobilienfonds» führte das revidierte AFG die «Übrigen Fonds» ein.

Die Kategorie der «Übrigen Fonds» dient als Auffangbecken für alle Fonds, die nicht EU-kompatibel sind und deren Vermögen nicht in Immobilien investiert sind<sup>16</sup>. Das Gesetz unterteilt die «Übrigen Fonds» in solche mit besonderem Risiko und solche ohne besonderes Risiko, wobei eine Legaldefinition zur Abgrenzung der beiden Unterkategorien nicht vorhanden ist<sup>17</sup>.

Im soeben verabschiedeten neuen Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (KAG), welches voraussichtlich am 1. Januar 2007 in Kraft treten und das geltende Anlagefondsgesetz ersetzen wird, wird die Terminologie «Übrige Fonds für traditionelle Anlagen» und «Übrige Fonds für alternative Anlagen» verwendet<sup>18</sup>.

Um die nötige Flexibilität zu gewährleisten, hat der Gesetzgeber die Kategorie der «Übrigen Fonds» bewusst spärlich reguliert. Die Regelung von Detailfragen wurde der Praxis überlassen. Im Anlagefondsgesetz existiert denn nur ein einziger Artikel dazu, und auch die Anlagefondsverordnung (AFV) enthält nur wenige Ausführungsbestimmungen zu den «Übrigen Fonds» und zur Unterkategorie Fonds mit besonderem Risiko<sup>19</sup>. Die Bestimmung von Art. 35 und insbesondere dessen Absatz 6 dienten als Grundlage für die Gründung zahlreicher Hedge Funds (vgl. Wortlaut in Abb. 1).

Das neue KAG weicht vom Regelungsgehalt des Art. 35 AFG materiell nur unwesentlich ab<sup>20</sup>. Die bedeutsamste Änderung besteht wohl darin, dass der letzte Satz von Art. 35 Abs. 6 AFG ersatzlos gestrichen wurde und künftig Anteile von Hedge Funds ohne schriftlichen Vertrag verkauft werden können, in welchem auf das besondere Risiko hingewiesen wird.

Definition des Begriffs «Übrige Fonds»

Art. 35

- 1 Anlagefonds, die weder Effektenfonds noch Immobilienfonds sind, gelten als übrige Fonds im Sinne dieses Abschnitts.
- 2 Die Fondsleitungen übriger Fonds dürfen auch in Anlagen investieren, die nur beschränkt marktgängig sind, hohen Kursschwankungen unterliegen, begrenzte Risikoverteilung aufweisen oder deren Bewertung erschwert ist.
- 3 Zulässig sind insbesondere Anlagen in Edelmetallen, Massenwaren (Commodities), Optionen, Terminkontrakten, in Anteilen anderer Anlagefonds sowie in anderen Rechten.
- 4 Die Fondsleitungen übriger Fonds müssen den beabsichtigten Anlagen entsprechend qualifiziert sein.
- 5 Der Bundesrat bezeichnet die zulässigen Anlagearten und legt die sich aus ihren Besonderheiten ergebenden Bedingungen fest.
- 6 Enthalten Anlagen der übrigen Fonds ein besonderes Risiko, das nicht mit dem Risiko von Effektenfonds vergleichbar ist, so ist darauf in Verbindung mit dem Fondsnamen sowie im Prospekt und in der Werbung hinzuweisen. Die Anteile solcher Fonds dürfen nur aufgrund eines schriftlichen Vertrags verkauft werden, in welchem auf das besondere Risiko hingewiesen wird.

Abb. 1 | Quelle: Buchgesetz über die Anlagefonds, AFG, Art. 35

Seit Inkrafttreten der Anlagefondsgesetzgebung hat die EBK eine ausgedehnte Praxis zur Zulassung und zum Vertrieb von in- und ausländischen Hedge Funds entwickelt. Im Jahre 1996 genehmigte die EBK erstmals die Gründung und den Vertrieb eines schweizerischen Fund of Hedge Funds (FoHFs). Dabei entschied sie, dass Hedge Funds zwingend als «Übrige Fonds» mit besonderem Risiko einzustufen sind, auch wenn ihre historische Volatilität unter Umständen tiefer ist als jene eines normalen Fonds<sup>21</sup>. Grundsätzlich wird ein Anlagefonds immer dann als «Übriger Fonds» mit besonderem Risiko qualifiziert, wenn eine oder mehrere Voraussetzungen nach Art. 35 Abs. 2 AFG<sup>22</sup> erfüllt sind:

- beschränkte Marktgängigkeit
- hohe Kursschwankungen
- begrenzte Risikoverteilung
- erschwerte Bewertung

und wenn das Fondsreglement besondere Anlagetechniken gestattet, die einem traditionellen Anlagefonds verwehrt sind, wie z.B. Leerverkäufe und Kreditaufnahmen<sup>23</sup>.

Da Hedge Funds Derivate vor allem zu Spekulationszwecken einsetzen und nicht nur zu Absicherungszwecken, wie dies der Begriff Hedge suggeriert, hat die EBK bei der Bewilligung von Hedge Funds die Verwendung des Begriffs Hedge Fund im Namen des Fonds verboten. Die Einstufung als «Übriger Fonds» mit besonderem Risiko hat folgende praktische Konsequenzen:

- Bei «Übrigen Fonds» mit besonderem Risiko ist die Fondsleitung verpflichtet, auf das besondere Risiko im Fondsnamen sowie im Prospekt und in der Werbung hinzuweisen<sup>24</sup>. Der Prospekt und der Zeichnungsschein müssen eine von der EBK speziell zu genehmigende Warnklausel enthalten.
- Anteile von Hedge Funds dürfen nur aufgrund eines schriftlichen Vertrages verkauft werden, in welchem der Anleger auf das besondere Risiko hingewiesen wird<sup>25</sup>.

- Bei der Zulassung von Hedge Funds steht für die EBK nebst der Transparenz des Produkts insbesondere die Sicherstellung der fachlichen Qualifikation der Fondsleitung und von deren Beauftragten im Vordergrund<sup>26</sup>. Die Fondsleitung muss über mindestens zwei geschäftsführende Personen verfügen, die im Bereich der beabsichtigten Anlagen eine gründliche Ausbildung vorweisen können sowie mindestens fünf Jahre Berufserfahrung haben<sup>27</sup>. Auch beauftragte Dritte müssen grundsätzlich diese Voraussetzungen erfüllen<sup>28</sup>.
- In Bezug auf die zugelassenen Anlagen bestehen nur wenige Einschränkungen<sup>29</sup>. Zulässig sind insbesondere die Aufnahme von Krediten von bis zu 25% des Fondsvermögens, wobei die EBK Abweichungen gestatten kann<sup>30</sup>, wie das Halten unbeschränkt flüssiger Mittel<sup>31</sup> oder Leerverkäufe<sup>32</sup>. Die EBK kann auch eine begrenzte Investition in Anlagefonds erlauben, die in einem Land domiziliert sind, das keine der Schweiz vergleichbare Aufsicht aufweist. Nicht erlaubt ist

Entwicklung der «Übrigen Fonds» mit besonderem Risiko seit Inkrafttreten des Anlagefondsgesetzes

	1996	2000	2004	2005
<b>Schweizer Fonds</b>	286	399	735	954
«Übrige Fonds» mit besonderem Risiko	0	9	68	103
– Davon nur für institutionelle Anleger bestimmt	0	0	7	9
<b>Ausländische Fonds</b>	1030	2173	3605	3980
Nicht-eurokompatibel mit besonderem Risiko	0	11	91	111

Abb. 2 | Quelle: EBK-Jahresberichte 1996, 2000, 2004 und 2005

hingegen die Anlage in Rohwaren-Basiswerte (wohl aber in deren Derivate) und in andere Waren (z.B. Antiquitäten, Kunstwerke).

Die EBK hat die Möglichkeit, Hedge Funds schweizerischen Rechts zuzulassen, welche sich ausschliesslich an institutionelle Anleger mit professioneller Tresorerie richten<sup>33</sup>. Diese Fonds sind für institutionelle Anleger insofern attraktiv, als sie von der Einhaltung bestimmter Pflichten des Gesetzes (namentlich die Pflichten zur Erstellung eines Prospekts, zur Ausgabe und Rücknahme der Anteile in bar oder zur Erstellung und Veröffentlichung eines Halbjahresberichts) befreit sind und die Fonds dadurch regelmässig tiefere Kostenstrukturen aufweisen.

Ausländische Hedge Funds werden in der Schweiz dann zum Vertrieb zugelassen, wenn der Hedge Fund im Domizilstaat der Fondsleitung oder der Gesellschaft einer dem Anlegerschutz dienenden öffentlichen Aufsicht untersteht und die Organisation sowie die Anlagepolitik hinsichtlich des Anlegerschutzes mit den schweizerischen Bestimmungen gleichwertig sind<sup>34</sup>. Zurzeit verfügen die Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraumes, die USA, Guernsey und Jersey über eine dem Anlegerschutz dienende öffentliche Aufsicht<sup>35</sup>. Um eine regulatorische Arbitrage zu vermeiden, verlangt die EBK zusätzlich, dass der ausländische Fonds sämtliche Voraussetzungen erfüllt, die an einen schweizerischen «Übrigen Fonds» mit besonderem Risiko gestellt werden.

Die Abbildung 2 auf Seite 19 zeigt, dass die «Übrigen Fonds» mit besonderem Risiko seit Inkrafttreten des Anlagefondsgesetzes eine beachtliche Entwicklung erfahren haben.

Die meisten der schweizerischen «Übrigen Fonds» mit besonderem Risiko sind Funds of Hedge Funds, die ihre Anlagen indirekt über den Einsatz von Zielfonds tätigen und häufig auch alternative Anlagestrategien verfolgen. Funds of Hedge Funds sind nicht zuletzt auch deshalb attraktiv, weil sie in Offshore Hedge Funds investieren können, deren öffentlicher Vertrieb an das Publikum aufgrund ihres Offshore-Domizils in der Regel verboten wäre<sup>36</sup>. Die Zahl der bewilligten schweizerischen Einzelstrategie Hedge Funds ist demgegenüber verhältnismässig klein geblieben<sup>37</sup>.

### Sorgfaltspflichten des Anlegers

Anlegerschutz ist nicht allein Sache der Aufsichtsbehörden. Der Gesetzgeber geht von einem mündigen Anleger aus, der Chancen und Risiken eines Produkts anhand der ihm zur Verfügung stehenden Informationen selber beurteilen kann<sup>38</sup>. Von dieser Grundkonzeption ausgehend sollten Anleger, welche in einen Hedge Fund investieren möchten, vorgängig folgende Fragen klären:

- Welche öffentlich zugänglichen Informationen liegen über den Hedge Fund und, im Falle von FoHFs, über dessen Zielfonds vor?
- Liegen klare Angaben über die vom Hedge Fund verfolgten Anlagestile und -strategien sowie die damit verbundenen Risiken vor?
- Sind das Management und beauftragte Dritte (Service Provider, Outsourcing Partner etc.) erfahren und kompetent?
- Handelt es sich um einen regulierten oder unregulierten Hedge Fund, beziehungsweise wird dieser von einer Aufsichtsbehörde oder zumindest von einer externen unabhängigen Revisionsstelle überwacht?
- Wie und woran wird die Performance eines Hedge Fund gemessen und welche diesbezüglichen Informationen stellt der Anbieter des Hedge Fund zur Verfügung?
- Welche wiederkehrenden Kosten verursacht der Hedge Fund? Wie wird das Management entschädigt (Management Fee)? Ist es am Erfolg beteiligt (Performance Fee)?
- Können die gekauften Anteile zurückgegeben werden und, wenn ja, innerhalb welcher Fristen und zu welchem Wert?
- Welche Bewertungsmodelle und -grundsätze werden bei einem Hedge Fund angewendet?

Bei FoHFs sind folgende Fragen zu klären:

- Wie sieht das von der Fondsleitung praktizierte Auswahl- und Überwachungsverfahren der Zielfonds aus (Due Diligence)?
- Wie verteilt beziehungsweise diversifiziert der Fondsmanager die Risiken seines Hedge Fund (Anzahl Zielfonds und prozentualer Anteil am Gesamtfondsvermögen)?
- Sind Angaben über die Gesamtkosten des FoHFs erhältlich?

### Schlussbemerkungen

Hedge Funds stehen heute nicht nur institutionellen Investoren oder ausgewählten Grossanlegern (High Net Worth Individuals), sondern einem breiten Publikum offen. Die Anleger haben dabei die Wahl, ob sie in regulierte oder nicht-regulierte Hedge Funds investieren wollen. Regulierung indes kann das Entstehen von Verlusten nicht verhindern, sondern nur einen Rahmen schaffen, innerhalb dessen Produkte angeboten werden dürfen, die bestimmten Anforderungen bezüglich Transparenz, Kontrolle und Fachkompetenz des Managements genügen. Diese Anforder-

ungen sollen es dem Anleger ermöglichen, selber die Risiken zu evaluieren und fundierte Anlageentscheide zu treffen. Ob reguliert oder nicht, in jedem Fall ist der Anleger gut beraten, die Chancen und Risiken eines Hedge Fund sowie dessen Management sorgfältig zu prüfen.

*Edgar Wohlhauser*

1 Vgl. dazu Financial Stability Forum, The FSF Recommendations and Concerns Raised by Highly Leveraged Institutions: An Assessment, March 2002 ([http://www.fsforum.org/publications/FSF\\_recom\\_HLI02.pdf](http://www.fsforum.org/publications/FSF_recom_HLI02.pdf)); NZZ vom 3. November 2005, S. 31.

2 NZZ vom 1. Juni 2006.

3 IOSCO, The Regulatory Environment for Hedge Funds – A Survey and Comparison, Consultation Report, March 2006.

4 Als Offshore-Finanzplätze werden Finanzzentren bezeichnet, deren Transaktionen den Inlandmarkt nicht berühren und die in einer fremden Währung abgewickelt werden, vgl. Boemle/Gsell, Geld-, Bank- und Finanzmarkt-Lexikon der Schweiz, S. 809.

5 EBK-Jahresbericht 1996, S. 70.

6 Vgl. EBK-Positionspapier «Geltungsbereich des AFG – strukturierte Produkte und andere Finanzvehikel» vom 13. Juni 2005, S. 7ff. Nach Verabschiedung des neuen Kollektivanlagegesetzes (KAG) und der neuen Bestimmung über strukturierte Produkte hat die EBK dieses Positionspapier am 21. Juli 2006 widerrufen.

7 Nähere Angaben dazu können dem IOSCO-Konsultationspapier, The Regulatory Environment for Hedge Funds – A Survey and Comparison, March 2006, entnommen werden.

8 Richtlinie 85/611/EWG vom 20. Dezember 1985.

9 Ein im Herkunftsmitgliedstaat zugelassener Anlagefonds kann vorbehaltlich einer Notifizierung in allen EU-Staaten privaten Anlegern angeboten werden.

10 NZZ, 15. Juli 2005.

11 Vgl. IOSCO, Regulatory and Investor Protection Issues Arising from the Participation by Retail Investors in (Funds-of) Hedge Funds, February 2003.

12 Die doppelte Bewilligungspflicht ist in den meisten entwickelten Fondsstandorten Standard.

13 Vgl. Art. 16 des schweizerischen Anlagefondsgesetzes.

14 IOSCO, Regulatory and Investor Protection Issues Arising from the Participation by Retail Investors in (Funds-of) Hedge Funds, February 2003.

15 Botschaft AFG, S. 10.

16 Art. 35 Abs. 1 AFG.

17 Art. 35 Abs. 6 AFG.

18 Art. 68–71 KAG.

19 Art. 42–45 AFV.

20 Vgl. Art. 68–71 KAG.

21 EBK-Jahresbericht 1996, S. 68.

22 Vgl. Art. 69 Abs. 2 KAG.

23 EBK-Jahresbericht 1996, S. 66ff.

24 Art. 35 Abs. 6 AFG; Art. 71 Abs. 3 KAG.

25 Art. 35 Abs. 6 AFG und Art. 45 AFV. Im neuen KAG entfällt das Erfordernis der Schriftlichkeit.

26 Felix Lukas Stotz, Die Regulierung von Hedge Funds in der Schweiz, Publikation Nr. 281 der Swiss Banking School, S. 25.

27 Art. 44 Abs. 1 AFV.

28 Art. 44 Abs. 2 AFV.

29 Art. 43 i.V.m. Art. 31 AFV.

30 Art. 42 Abs. 2 AFV.

31 Art. 42 Abs. 1 AFV.

32 Art. 42 Abs. 4 AFV.

33 Art. 3 Abs. 3 AFG i.V.m. Art. 2 Abs. 2 AFV.

34 Art. 45 Abs. 2 AFG.

35 EBK-Jahresbericht 2005, S. 137.

36 Vgl. Art. 45 Abs. 2 AFG.

37 Vgl. «Mittendrin 2005», Das Magazin der SWX Group, S. 26.

38 Botschaft AFG, S. 10.

# Einsatzmöglichkeiten von Hedge Funds

Vorsorgeeinrichtungen benötigen für den erfolgreichen Einsatz von Hedge Funds im Rahmen ihrer Anlagepolitik eine klare Vorgehensweise – eine eigene Hedge Funds-Strategie. Wir beleuchten verschiedene Ansätze wie Multistrategie Fund of Hedge Funds, Portable Alpha oder Alternative Beta.

## Strategie als Basis

Der Begriff Hedge Fund fasst eine sehr heterogene Gruppe von Investitionsansätzen und -ideen zusammen. Der überdurchschnittliche Freiheitsgrad betreffend Auswahl und Einsatz von Anlagemärkten, Anlageinstrumenten und Anlagetechniken ergibt unterschiedliche Rendite/Risiko-Charakteristiken. Eine Vorsorgeeinrichtung, die sich für den Einsatz von Hedge Funds entschieden hat, muss sich deshalb bewusst sein, was sie mit den Anlagen erreichen will. Sie braucht eine Hedge Funds-Strategie.

Basierend auf der grundsätzlichen Frage, wie Hedge Funds ihre Renditen generieren, können unterschiedliche Handlungsalternativen abgeleitet werden. Neben der klassischen Variante des Multistrategie Fund of Hedge Funds (FoHFs) als Anlagekategorie werden im Laufe dieses Artikels andere Implementierungsansätze diskutiert, die das Segment Hedge Funds weniger als eigene Anlagekategorie, sondern vielmehr als Komplement oder Substitut zu traditionellen Anlagemöglichkeiten behandeln.

## Renditequellen von Hedge Funds

Die Frage, wie Hedge Funds ihr Geld verdienen, ist eine kontrovers diskutierte Thematik.

- Einige Marktteilnehmer sehen in den Hedge Funds-Manager krisenimmune Alpha-Generatoren, die durch ihre Prognosefähigkeit in jedem Marktumfeld eine positive absolute Rendite im Vergleich zu anderen, traditionellen Anlagesegmenten erzielen.
- Für andere sind sie Risikomanager, die gezielt ein Portfolio von Risiken zusammenstellen, das vom Markt mit einer Rendite entschädigt wird.
- Dritte sehen in den Hedge Funds Dienstleister für den Finanzmarkt, die den Markt mit Liquidität versorgen, Ineffizienzen eliminieren und für diese Dienstleistungen entsprechend entschädigt werden.

Alle Antworten beziehen sich auf dieselbe Frage. Und so heterogen sie auch sind, keine ist generell richtig oder falsch.

Zusammenfassend kann argumentiert werden, dass sowohl Praktiker wie auch Wissenschaftler<sup>1</sup> davon ausgehen, dass sich die Hedge Fund-Rendite aus den drei Komponenten risikoloser Zinssatz, systematische Risikoprämien (Beta) und der Prognosefähigkeit der Manager, dem sogenannten Alpha, zusammensetzt (vgl. Abb. 1).

Basierend auf dieser Systematisierung lassen sich praktische Einsatzmöglichkeiten von Hedge Funds diskutieren, die hier mit ihren Vor- und Nachteilen vorgestellt werden.

## Multistrategie FoHFs als Anlagekategorie

Viele Vorsorgeeinrichtungen integrieren Hedge Funds als einen fixen, strategischen Bestandteil in ihre Gesamtallokation. Hedge Funds bilden eine eigene

Zusammensetzung der Hedge Fund-Rendite

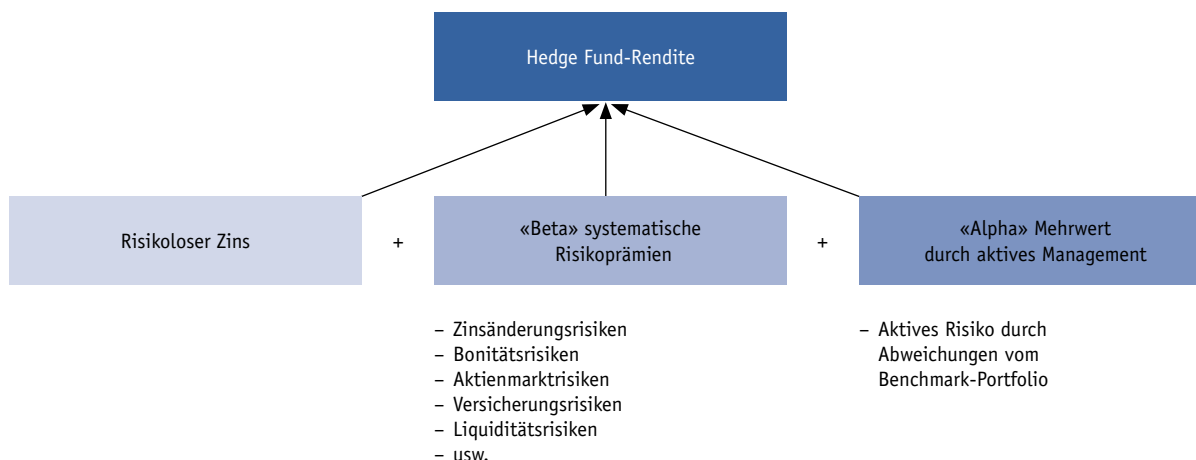


Abb. 1 | Quelle: PPCmetrics

Anlagekategorie (vgl. Abb. 2). Neben stabilen positiven absoluten Renditen wird eine tiefe Korrelation zu den traditionellen Anlagekategorien, wie Aktien oder Obligationen, angestrebt.

Entsprechend diesem Anforderungsprofil hat die FoHFs-Industrie mit passenden Produkten reagiert. Diese weisen sowohl bezüglich der Manager als auch der verschiedenen Strategien eine entsprechende Diversifikation auf. Die primäre Charakterisierung der Produkte erfolgt durch das Renditeziel und das Risikobudget. Letztere werden vom FoHFs-Manager vorab festgelegt. Die strategische und taktische Ausrichtung des Produkts ist dabei vollständig Sache des FoHFs-Managers.

Dieser Ansatz ist für die Vorsorgeeinrichtung einfach zu implementieren und ermöglicht es, erste Erfahrungen mit dem Anlagesegment zu sammeln. Wird

jedoch der Ansatz Hedge Funds als Anlagekategorie der Charakteristik des Anlagesegments gerecht?

- Beim Ansatz «Hedge Funds als Anlagekategorie» wird das Segment als eine in sich geschlossene Anlage behandelt. Der FoHFs-Manager ist primär darauf fokussiert, die geforderte absolute Anlagerendite, unter Berücksichtigung des Risikobudgets, zu erreichen. Durch die Kombination von aktivem Management und Risikoprämien wird er versuchen, eine absolute Rendite zu erzielen. Basierend auf dieser Argumentation sind Hedge Funds keine Anlagekategorie, sondern vielmehr eine Wette auf ein Konzept.

- Durch die Integration eines klassischen FoHFs in eine ansonsten Benchmark-orientierte Anlageorganisation werden zwei Anlagephilosophien miteinander vermischt. Aufgrund ihrer unterschiedlichen Bewirtschaftung und des zumindest teilweise identischen Anlageuniversums sind die Anlageresultate der beiden Philosophien nur bedingt korreliert.
- Basierend auf dieser Struktur ist der FoHFs kein integraler Bestandteil der Gesamtallokation. Der FoHFs-Manager trifft seine Anlageentscheidungen unabhängig von der Restallokation. Aufgrund der Überlappung des Anlageuniversums und der unabhängigen Entscheidungsfindung für die beiden Vermögensteile ist es möglich, dass sich aktive Entscheide innerhalb der Teilvermögen auf der Stufe des Gesamtvermögens neutralisieren können.

Beispiel einer Hedge Funds-Strategie innerhalb einer strategischen Asset Allocation

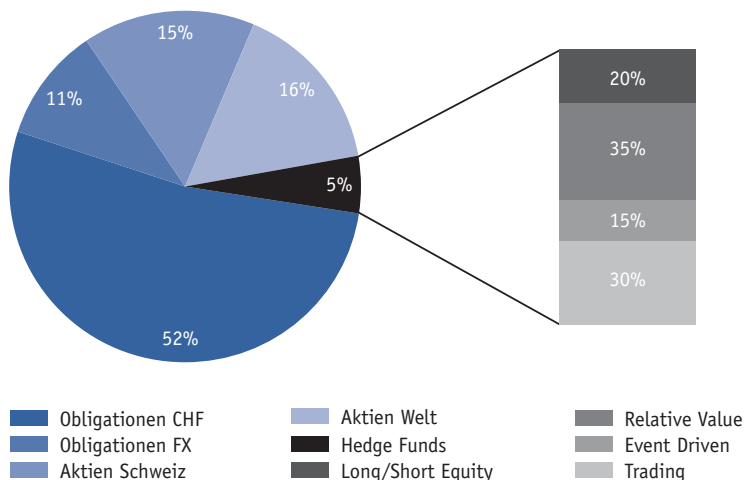


Abb. 2 | Quelle: PPCmetrics

nen. Dies bedeutet, dass die optimale Lösung des alleinstehenden Multistrategie FoHFs-Produkts nicht zwingend der optimalen Lösung aus Gesamtvermögenssicht entsprechen muss.

Durch einen integralen, zielgerichteten Einsatz von Hedge Funds in der Anlageorganisation kann die Effizienz der Gesamtallokation insgesamt gesteigert werden. Dies kann anhand von zwei Einsatzmöglichkeiten aufgezeigt werden:

- Der Einsatz von Hedge Funds im Umsetzungsprozess der Anlagestrategie und/oder
- Der Einsatz von Hedge Funds als strategische Ergänzung durch die gezielte Erschließung neuer Märkte und Nischen.

Die erste Alternative kann als Substitut zu traditionellen, aktiven Mandaten interpretiert werden. Die zweite Variante stellt ein Komplement zur bestehenden Anlagestrategie dar.

### Portable Alpha: Stilfokussierter FoHFs als aktiver Satellit

Als Bestandteil eines traditionellen Mandats werden passive Positionen zur Indexreplikation und aktive Positionen zur Mehrwertgenerierung relativ zur Benchmark gehalten. Durch die aktive Positionierung entstehen Über- und Untergewichte relativ zum Vergleichsindex. Es ist die Idee aufgekommen, das Alpha, die aktive Mehrwertgenerierung, vom Beta, dem strategischen Markttrisiko, zu trennen (vgl. Abb. 3).

Die aktive Positionierung entspricht vom Konzept her einem Single Hedge Fund, dessen Wertentwicklung sich unabhängig vom Index entwickelt und von der Fähigkeit des Managers abhängig ist. Als Folge daraus kann der Hedge Fund als aktiver Satellit interpretiert werden und ist somit ein Teil der Umsetzung und nicht der Strategie.

Die Integration der Hedge Funds als Instrument im Umsetzungsprozess der Anlagestrategie bietet die Möglichkeit, das in der Strategie vorgesehene Risikobudget auf die Kombination von aktivem Satellit via Hedge Funds und einem indexierten Kerninvestment individuell zu verteilen (vgl. Abb. 4). Die konsolidierte Rendite der beiden Mandatsbestandteile kann dabei gegen eine traditionelle Benchmark gemessen werden. Dies ermöglicht es, das in der Strategie vorgesehene Risikobudget laufend mit der Umsetzung zu vergleichen. Bei der Aufsetzung und bei der laufenden Überwachung ist dabei das allfällige Aktien-Beta der Satelliten zu berücksichtigen, was wiederum erhöhte Anforderungen an das interne Risikomanagement nach sich zieht.

Die Vielfalt der einzelnen Hedge Funds-Strategien gestattet eine individuelle Ausgestaltung des aktiven Satelliten. Diese kann in Zusammenarbeit mit dem FoHFs-Manager erarbeitet werden. Gegenüber dem traditionellen aktiven Einzelmandat hat dies den Vorteil, dass durch den Multimanager-Ansatz via

Beispielhafte Trennung von Alpha und Beta in einem traditionellen Mandat

	Manager A Aktien-Portfolio (PF)	Benchmark- Gewichtung (BM)	Manager A Aktive Positionierung (PF-BM)
Aktie A	20%	18%	2%
Aktie B	35%	38%	-3%
Aktie C	10%	13%	-3%
Aktie D	5%	4%	1%
Aktie E	30%	27%	3%

Abb. 3 | Quelle: PPCmetrics

Hedge Funds die anlagestilbedingten Zyklen der Mehrwertgenerierung des einzelnen Managers diversifiziert werden können. Zusätzlich kann durch den modularen Aufbau das aktive Modul problemlos ausgewechselt oder in der Grösse angepasst werden. Nachteile dieser Lösung sind die teilweise beschränkte Transparenz, die gestiegenen operationellen Risiken durch den aktiven Satelliten und die eingeschränkte Liquidität des Hedge Funds-Satelliten.

### Alternative Beta: Erschliessen neuer Anlagesegmente und Märkte durch Hedge Funds-Anlagen

Mit dem Einsatz von Hedge Funds kann das Diversifikationspotenzial der Finanzmärkte bestmöglich ausgenutzt und erweitert werden. Die Hedge Funds stossen dabei in neue Nischen und Märkte vor, beispielsweise den Strom- und Rückversicherungsmarkt, wo Hedge Funds heute als Liquiditätsanbieter und Risikonehmer agieren. Hedge Funds erschliessen dadurch Ertragsquellen, die

durch den Endinvestor nicht oder nur mit viel Aufwand erschlossen werden können. Der Anleger kann so früh von Innovationen an den Finanzmärkten profitieren.

Die strategische Integration solcher spezialisierter Hedge Funds-Anlagen können das bestehende Anlageuniversum der Vorsorgeeinrichtung strategisch erweitern und die Rendite/Risiko-Charakteristik der Gesamtallokation verbessern. Ein Investor muss sich jedoch bewusst sein, dass Anlagen in neue, alternative Anlagesegmente mit einem erhöhten Umsetzungsrisiko verbunden sind. Die Positionen sind teilweise illiquid und die komplexen Transaktionen nur schwierig zu bewerten. Die höheren operationellen Risiken sind in der Formulierung der Gesamtstrategie zu berücksichtigen.

### Fazit

Neben dem klassischen Multimanager FoHFs und Multistrategie FoHFs als Anlagekategorie bietet das heterogene Anlagesegment Hedge Funds weitere alternative Einsatzmöglichkeiten. Durch den gezielten Einsatz als integraler Bestandteil der Gesamtallokation können die Hedge Funds das Opportunitätsset einer Vorsorgeeinrichtung verbessern. Bei der Integration ist, wenn immer möglich, auf eine Trennung zwischen Beta und Alpha zu achten. Dies erfordert jedoch genaue Kenntnisse der investierten Produkte.

*Michael Knecht  
Dr. Andreas Reichlin*

Beispielhafte Core/Satellite Allocation durch Hedge Funds im Bereich Aktien

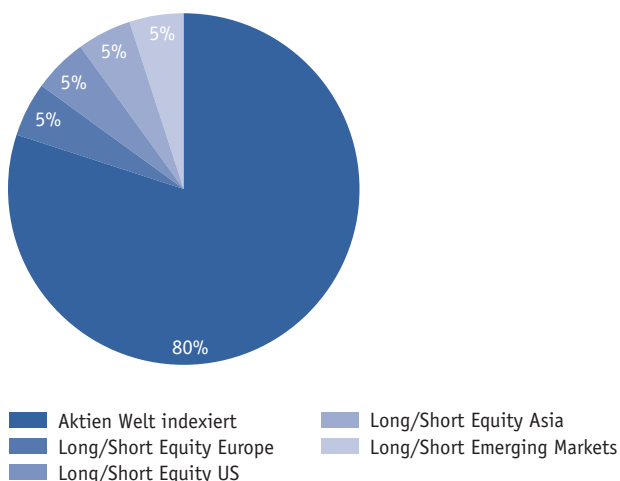
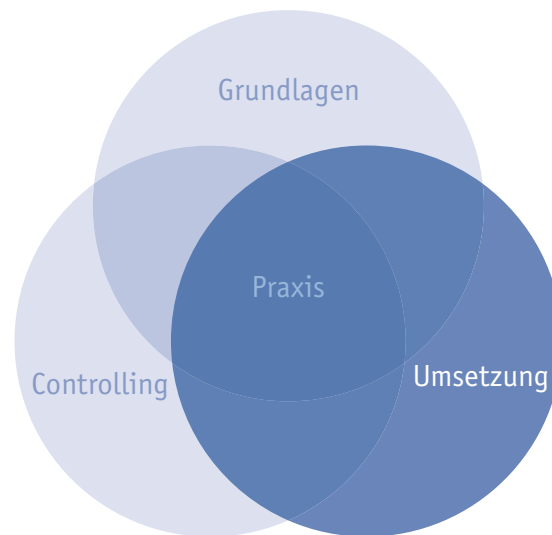


Abb. 4 | Quelle: PPCmetrics

1 Vgl. IBBOTSON R. G. (2005): «Sources of Hedge Fund Returns: Alphas, Betas, and Costs», Yale ICF Working Paper No. 05-17 oder FUNG W. / HSIEH D. A. (2004): «Hedge Fund Benchmarks: A Risk Based Approach», Financial Analyst Journal.



# Umsetzung



## **Prüfung und Auswahl von Hedge Funds**

Reinhard Müller

28

## **Hedge Funds in der Asset Allocation**

Reinhard Müller

34

# Prüfung und Auswahl von Hedge Funds

Ein Portfolio, bestehend aus verschiedenen Hedge Funds, das auf unterschiedliche Regionen oder Strategien spezialisiert ist, bietet ein hohes Diversifikationspotenzial. Doch wie findet man die wirklich überlegenen Produkte in diesem Bereich und wie werden sie überwacht? Wir geben einen Einblick in einen bewährten, soliden Selektions- sowie Integrations- und Überwachungsprozess.

## Aufteilung des Hedge Funds-Universums

Hedge Funds zeichnen sich im Allgemeinen dadurch aus, dass sie mit traditionellen Anlagen eine tiefe Korrelation aufweisen, absolute Renditen anstreben und eine breite Palette von Instrumenten und Handelsstrategien einsetzen können. Innerhalb des grossen Hedge Fund-Universums gibt es eine grosse Vielfalt an Strategien, die unterschiedlich auf die jeweiligen Marktbedingungen reagieren. GAM beispielsweise ordnet Hedge Funds drei Hauptstrategien zu (vgl. Abb. 1):

### • Equity Hedge

Hedge Funds, die in ein aus Long-Aktienpositionen bestehendes Kernportfolio investieren und zusätzlich Engagements durch Leerverkäufe und/oder Aktienindexoptionen eingehen.

### • Arbitrage

Hedge Funds, die darauf abzielen, Preisverzerrungen zwischen miteinander verbundenen Wertpapieren auszunutzen, z.B. durch die Ausnutzung von Katalysatoren wie Unternehmensübernahmen.

### • Trading

Hedge Funds-Manager, welche die Auswirkungen weltweiter wirtschaftlicher Veränderungen prognostizieren und von den Entwicklungen beispielsweise im Bereich «Discretionary Macro» profitieren möchten.

Diese drei Hauptstrategien weisen unterschiedliche Eigenschaften auf bezüglich Volatilität, Korrelation und Renditeerwartung. Mittels einer durchdachten Kombination der Strategien können deshalb eine gute Diversifikation innerhalb eines Hedge Fund-Portfolios erreicht und Risiken zusätzlich reduziert werden.

Bei Multistrategie Funds of Hedge Funds (FoHFs) beauftragen die Anleger einen professionellen FoHFs-Manager damit, aus den obigen Strategien ein Portfolio effizient zu strukturieren. Für Anleger, die selbst über die Asset Allocation bestimmen möchten, empfiehlt es sich, in strategie- (wie Arbitrage oder Long/Short Equity) oder regionenspezifische FoHFs zu investieren.

Zuordnung der Sub-Strategien zu den drei Hauptstrategien der Hedge Funds

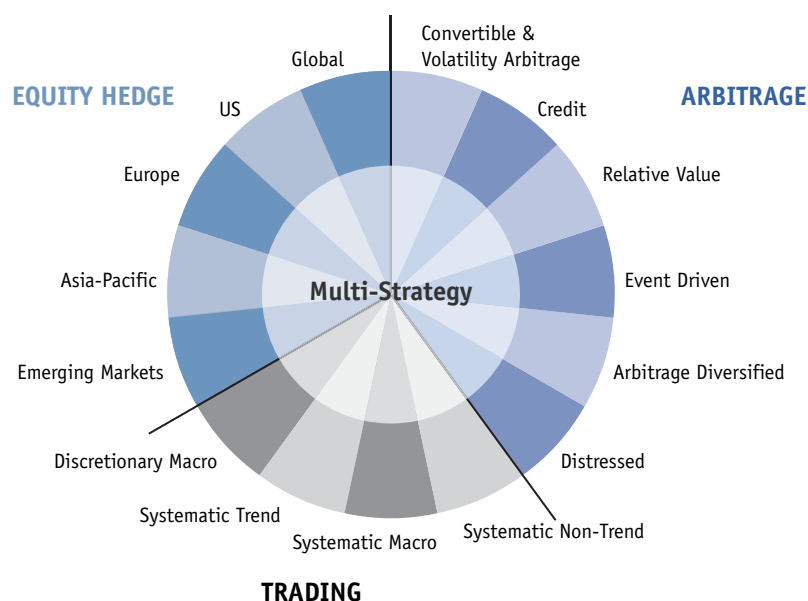


Abb. 1 | Quelle: GAM  
Die gleichmässige Gewichtung dient nur zu Illustrationszwecken.  
Aktuelle Portfolios können andere Gewichtungen aufweisen.

Funds of Funds bieten Anlegern den Vorteil, dass ihre Hedge Funds-Anlagen von Experten anhand eines professionellen Ansatzes verwaltet werden. FoHFs-Manager evaluieren das Hedge Funds-Universum, führen die erforderlichen Due Diligence-Prüfungen durch, stellen ein – auf die bestmögliche Balance und Gewichtung der Strategien und Fonds ausgelegtes – Portfolio zusammen und übernehmen schliesslich die aktive Verwaltung und Überwachung der Anlagen. Diese Tätigkeiten erfordern deutlich mehr Ressourcen als Anlagen in Long only-Finanzinstrumenten, bei deren Bewirtschaftung sich beispielsweise das Anlageuniversum leicht dadurch definieren lässt, indem man es auf die in einer Benchmark enthaltenen Aktien ausrichtet, z.B. MSCI World. Ein Grossteil des Risikos lässt sich somit anhand einer Kennzahl messen, dem Tracking Error.

Das Hedge Fund-Anlageuniversum hingegen ist wesentlich weniger transparent und konstant. Neue Hedge Funds tauchen täglich auf, bestehende können entweder für Neuanlagen geschlossen

werden oder verschwinden. Häufig werden neu aufgelegte Hedge Funds, die sich sehr erfolgreich entwickeln, frühzeitig für neue Investitionen geschlossen.

Neue (und bestehende) Hedge Funds müssen deshalb frühzeitig erkannt werden und systematisch durch den Fund of Fund auf operative und investitions-technische Risiken geprüft werden. Anders ausgedrückt: Indizes sind im Hedge Funds-Bereich wesentlich weniger aussagekräftig als in den meisten Long only-Bereichen.

GAM schätzt die Anzahl der Single Hedge Funds weltweit auf über 6000. Eine systematische Prüfung benötigt umfangreiche Ressourcen sowohl personeller wie auch informationstechnischer Art. GAM's Fund of Fund Team umfasst über 100 Spezialisten.

Wollte ein institutioneller Anleger in Eigenregie Single Hedge Funds auswählen, bräuchte er dieselben Ressourcen wie ein Fund of Funds, um ein gleichwertiges Risikomanagement und fundierte Renditeprognosen zu gewährleisten.

FoHFs-Manager sollten ausserdem in der Hedge Funds-Branche renommiert sein und Zugang zu den erfolgreichsten Hedge Funds haben. Viele Hedge Funds bevorzugen als Geschäftspartner etablierte, mit den Strategien des jeweiligen Zielfonds vertraute FoHFs-Anbieter und bemühen sich aktiv um Investitionen dieser Unternehmen. Nur wer im Fonds-Sektor als professioneller Hedge Funds-Anleger bekannt ist, kann wirklich erfolgreich als FoHFs agieren. Der Ruf des Fund of Hedge Funds sollte so gut sein, dass neue Hedge Funds-Manager auf der Suche nach potenziellen Anlegern von selbst und frühzeitig auf ihn zukommen. Gegebenenfalls eröffnet dies dem Fund of Hedge Funds den Zugang zu Fonds, die anderen Investoren nicht offen stehen. Zudem lassen sich in dieser Position mitunter günstigere Bedingungen aushandeln.

### Die verschiedenen Etappen bei der Auswahl und Überwachung von Hedge Funds

Bei Investitionen in Hedge Funds muss stets ein solider und bewährter Prozess befolgt werden. Bei GAM ist dieser Prozess in fünf Etappen gegliedert und nach ISO 9001:2000 (einer von unabhängiger Stelle überprüften Qualitätsnorm) zertifiziert. Die verschiedenen Etappen lassen sich wie in Abbildung 2 ersichtlich darstellen.

#### Identifizieren und Filtern des Hedge Funds-Universums (Identifikation von Talenten)

Die erste Etappe des Anlageprozesses beginnt mit der Identifikation des potenziellen Anlageuniversums und dessen Analyse.

Das Universum der Hedge Funds-Manager wächst ständig. Schätzungen zufolge gibt es weltweit rund 6000 Single Hedge Funds<sup>1</sup>, die Vermögen im Wert von etwa 1,06 Billionen USD verwalten<sup>2</sup>. Die Entwicklung neuer handelbarer Instrumente führte ferner dazu, dass die Zahl der Hedge Funds-Strategien und deren Komplexität zugenommen hat.

Die grösste Herausforderung für einen Hedge Funds-Investor besteht ohne Zweifel darin, innerhalb dieses immensen und ständig im Wandel begriffenen Universums stets die wirklich aussergewöhnlichen Fonds zu identifizieren. Gelingt ihm das nicht, wird seinem FoHFs kein Erfolg zuteil werden. Der FoHFs-Manager muss in der Lage sein, das gesamte Hedge Funds-Universum abzusuchen und zu überwachen. Ausserdem muss er über neue Fondsauflegungen auf dem Laufenden sein. Deshalb widmen beispielsweise die Anlageexpertenteams von GAM den Grossteil ihrer Zeit dem Manager-Research. Alle Researchergebnisse werden in den nach quantita-

tiven und qualitativen Kriterien strukturierten, internen Datenbanken von GAM erfasst, die gemäss unseren Schätzungen 80% des Hedge Funds-Universums abdecken (gemessen am verwalteten Vermögen).

Im Rahmen der Vorevaluierung eines Fonds sollten zunächst die potenziellen Renditen und Risiken einer entsprechenden Anlage beurteilt werden. Dies erfordert eine umfangreiche quantitative und qualitative Analyse. Im Rahmen der quantitativen Fondsbeurteilung vergleichen FoHFs-Manager in der Regel die Performance des Zielfonds mit der Wertentwicklung der Benchmarks und Konkurrenzfonds und analysieren insbesondere, wie der Fonds unter verschiedenen Marktbedingungen abgeschnitten hat. Das Risikoprofil, die Standardabweichung und andere Risikokennzahlen werden ebenfalls ermittelt.

Selektions- und Überwachungsprozess

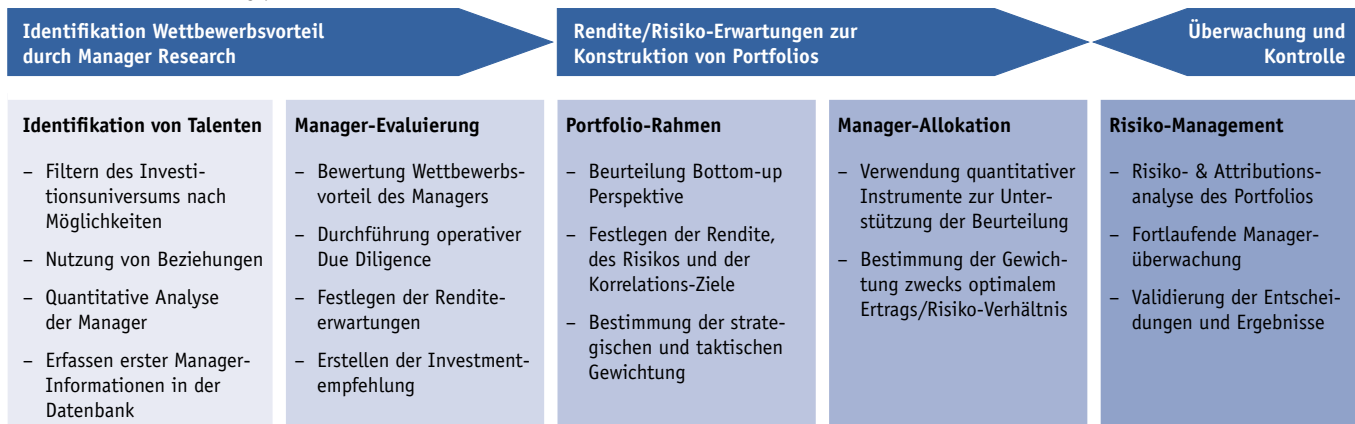


Abb. 2 | Quelle: GAM

In dieser Etappe ist die analytische Genauigkeit essentiell. Die Beurteilung qualitativer Kriterien ist ebenfalls wichtig. Zu den «weichen Faktoren», die neben der quantitativen Analyse des Managers ins Gewicht fallen, zählt z.B. die Frage, wie überzeugt der Manager vom Ertragspotenzial eines Fonds ist. Ausserdem sind genaue Erkenntnisse über die für die Performance und Volatilität entscheidende Risikoneigung des Hedge Funds-Managers sowie die Integrität des Managers von Bedeutung. Mitunter werden auch mittels Branchenkontakten Informationen über die Vergangenheit und die Qualifikationen des Managers eingeholt, um dessen Stärken und Schwächen besser beurteilen zu können. Hinzu kommen die formale Beurteilung des operativen Risikos und die Due Diligence-Prüfung, auf die nachfolgend eingegangen wird.

### **Operatives Risiko und Due Diligence (Managerbeurteilung)**

Auf den ersten Blick scheinen Back Office- und administrative Aufgaben im Zusammenhang mit Hedge Funds-Operationen weniger interessant als die Anlagestrategien und die Wertentwicklung der Fonds. Nichtsdestotrotz stellen sie eines der grössten Risiken im Hedge Funds-Anlagegeschäft dar. Wer als Anleger durch zeitintensive Analysen sicherstellt, dass die als Anlagevehikel dienenden Hedge Funds solide operative Prozesse befolgen, dürfte hierfür belohnt werden.

Die Fakten sprechen für sich: Eine 2003 von Capco<sup>3</sup> durchgeführte Untersuchung von Hedge Funds-Zusammenbrüchen ergab, dass rund 54% der gescheiterten Fonds erkennbare Probleme im operativen Bereich hatten und dass die Hälfte aller Zusammenbrüche allein auf das operative Risiko zurückzuführen waren. Der Begriff «operatives Risiko» deckt eine breite Palette von Problemen ab. Die nicht korrekte Bewertung von Anlagen stellt dabei die bei weitem grösste Kategorie dar (41% der bei der Untersuchung erfassten Problemfälle). Für Anleger ist es deshalb unabdingbar, das Pricing von Hedge Funds-Anlagen zu verstehen und damit umgehen zu können.

Bei GAM führt ein unabhängiges Team von Rechtsanwälten, Buchprüfern, Fondsadministratoren und Compliance-Spezialisten eine Due Diligence-Prüfung der operativen Risiken aller jener Manager durch, die für Anlagen in unseren Fonds in Frage kommen. Ausserdem arbeiten wir mit den Managern zusammen, um sie bei der Optimierung ihrer operativen Praktiken zu unterstützen. Wir erwarten von ihnen, auf die Umsetzung der Best Practices hinzuarbeiten, und hoffen, damit letztlich auch branchenweit insgesamt eine Verbesserung der operativen Standards zu erreichen.

Im Rahmen einer typischen Untersuchung der operativen Risiken sollten das Geschäft des betreffenden Fondsmanagers und die Stärken seiner wichtigsten Dienstleister (z.B. Administratoren) detailliert analysiert werden, um die potenziellen Ursachen für operative Risiken zu ermitteln. Zudem ist es wichtig, die im Middle und Back Office eingesetzten Kontrollmassnahmen und -verfahren auf Widersprüche oder Schwachpunkte hin zu überprüfen.

Erforderlich ist auch eine eingehende Analyse und Überprüfung der zugrunde liegenden Fondsdokumentation, der Kontrollmassnahmen und Prozesse, welche die Fondsmanager umsetzen, sowie der wichtigsten Dienstleister.

Es liegt auf der Hand, dass einer Investition in Hedge Funds eine strenge Due Diligence-Prüfung vorausgehen muss. Ebenso wichtig ist es, nach der Investition jeden einzelnen Fonds fortlaufend zu überprüfen. Nur so lässt sich gewährleisten, dass die betreffenden Hedge Funds weiterhin den hohen Standards genügen.

### **Portfoliokonstruktion (Portfoliorahmen)**

Sobald die Fonds identifiziert sind, ihre Eignung für ein FoHFs-Portfolio festgestellt und eine zufriedenstellende Due Diligence-Prüfung durchgeführt wurde, stellt der FoHFs-Manager das Portfolio in einer Weise zusammen, dass die Fondsziele wie Renditen, Volatilitäten und Korrelationen realisiert werden können.

Bei der Portfoliokonstruktion wird ein Asset Allocation-Prozess befolgt, der es erlaubt, Zielbandbreiten für Allokationen in sämtlichen wichtigen Hedge Funds-Strategien und Substrategien zu definieren. Dieser Prozess muss flexibel sein und auch die Festlegung kurzfristiger taktischer Bandbreiten ermöglichen. Die Allokationen sind darauf ausgelegt, unter Einhaltung der Fondsbeschränkungen und -ziele ein bestmögliches, risikobereinigtes Renditeprofil zu erreichen.

Der Gewichtung einzelner Hedge Funds in einem Fund of Funds-Portfolio ist ebenfalls von grosser Bedeutung. Im Rahmen des entsprechenden Prozesses können Back Testing-Verfahren oder Szenarioanalysen zum Einsatz kommen. Diese geben dem Fund of Funds-Manager Aufschluss darüber, wie das Portfolio unter schwierigen Marktbedingungen reagiert. Ausserdem ermöglichen sie die Erstellung fundierter Performanceprognosen und können als Instrumente zur Kontrolle fundamentaler Risiken eingesetzt werden. Für den Manager können auch folgende qualitative Informationen interessant sein:

- Analyse der Ertrags- und Risikopositionen eines Managers
- Performance und Risiko eines Managers im Vergleich zur Konkurrenz (Betrachtung über einen längeren Zeitraum)
- jegliche managerspezifische Risiken

- Gesamtbalance der Manager innerhalb des vorgeschlagenen Portfolios
- Einschätzung des Fund of Funds-Managers hinsichtlich der Fähigkeit des vorgeschlagenen Managers, eine Outperformance zu erzielen.

#### **Aktives Management und fortlaufende Überwachung (Manager-Allokation und Risikomanagement)**

FoHFs-Manager müssen die ihren Portfolios zugrunde liegenden Fonds und ihre Fondsallokationen unbedingt aktiv überwachen. Bei GAM sind wir der Meinung, dass der richtige Moment für den Ausstieg aus einem Engagement mindestens genauso wichtig ist wie der richtige Investitionszeitpunkt – wenn nicht gar wichtiger.

Bei einem sich verändernden Anlageumfeld ist es von zentraler Bedeutung, unverzüglich die Allokationen anzupassen und die Portfolios entsprechend neu auszutarieren, um so Gewinne zu erzielen. Wenn auf quantitativer Basis klare Performanceziele sowie potenzielle Ausstiegsgründe definiert werden, lässt sich leichter beurteilen, ob eine Anlage erfolgreich ist oder nicht. Die fortlaufende quantitative Analyse von Hedge Funds-Anlagen kann unter anderem folgende Tätigkeiten umfassen:

- Vergleich der seit Jahresbeginn tatsächlich erzielten Rendite mit der für diesen Zeitraum erwarteten Rendite
- Messung der tatsächlichen Volatilitätsniveaus des Managers
- Analyse der bis zum Ende des Kalenderjahrs erwarteten Rendite unter Berücksichtigung unterschiedlicher Marktbedingungen
- Vergleich der bisherigen Drawdowns (maximale Wertverluste von einem Performancehoch bis zu einem Performancetief) mit den gemeinsam mit dem Manager definierten Drawdown-Limiten
- Vergleich des generierten Alphas mit den Zielwerten.

Ausserdem sollten durch den ständigen Dialog mit den Managern der zugrunde liegenden Fonds auch Probleme thematisiert werden können, die weniger offensichtlich sind, wie:

- nachlassender Leistungswille – der Manager setzt nicht mehr alles daran, eine gute Performance zu erzielen
- Stilverschiebungen in Bereiche, für die der Manager nicht ausreichend qualifiziert ist
- personelle Veränderungen
- mangelnde Fähigkeit zur Anpassung an sich verändernde Marktbedingungen.

Dieser Dialog kann dazu führen, dass der FoHFs-Manager an seinen Investitionen mit voller Überzeugung festhält. Sollte jedoch keine Lösung gefunden werden, sind die betreffenden Fondsanteile unverzüglich zurückzugeben.

### Ressourcen

Um einen robusten, strukturierten und wiederholbaren FoHFs-Anlageprozess zu etablieren und aufrechtzuerhalten, bedarf es des richtigen Teams. GAM kann das Hedge Funds-Universum nur deshalb so umfassend abdecken, weil jedes Anlageteam über spezialisierte Strategieexperten verfügt. Diese werden durch ein engagiertes Research-Team unterstützt, das Informationen über möglichst viele Manager zusammenträgt und so das Anlageuniversum abbildet. Das Multimanager-Team ist wie in Abbildung 3 ersichtlich strukturiert.

### Schlussfolgerung

FoHFs werden immer stärker als Instrumente wahrgenommen, die institutionellen Anlegern wichtige Pluspunkte bieten können. Durch eine Beimischung von FoHFs können Diversifikationsvorteile erzielt werden. Um in Eigenregie Hedge Funds-Anlagen zu verwalten, müssten Anleger erhebliche Ressourcen aufbauen. Daher ist damit zu rechnen, dass Hedge Funds weiterhin hauptsächlich in Form von Fund of Funds Eingang in die Portfolios institutioneller Anleger finden werden. Dies gilt umso mehr, als Fund of Funds immer spezifischere und individuellere Lösungen entwickeln, um die Anforderungen institutioneller Investoren zu erfüllen.

*Reinhard Müller*

Struktur des Multimanager-Teams



- 1 GAM
- 2 Quelle: Tremont Capital Management
- 3 Führender internationaler Consultant in der Finanzindustrie

Abb. 3 | Quelle: GAM

# Hedge Funds in der Asset Allocation

Aufgrund ihrer geringen Korrelation mit traditionellen Anlageklassen können Hedge Funds das Rendite/Risiko-Profil eines Portfolios verbessern. Allerdings sollte bei einer umfassenden Beurteilung des Verhaltens dieser Anlageklasse nicht nur die klassischen Beurteilungskriterien Rendite und Volatilität betrachtet werden. Wir stellen Ihnen weitere Messtechniken vor und zeigen die Auswirkungen anhand eines praktischen Beispiels.

## Kombination von Hedge Funds mit anderen Anlagekategorien

Werden Hedge Funds einem aus Aktien, Anleihen oder anderen Investments bestehenden Anlageportfolio beigemischt, dürfen sie nicht isoliert betrachtet werden. Man sollte darauf achten, wie sie mit den anderen Anlagekategorien interagieren und ob die Hedge Funds-Beimischung dazu beiträgt, die übergeordneten Anlageziele des Anlegers zu erreichen. Ziele einer Asset Allocation sind neben einer positiven Rendite auch die Minderung der Schwankungen des gesamten Portfolios mittels Diversifikation. In der Regel gehen Anleger nur dann ein zusätzliches Risiko ein, wenn sie hierfür durch ein entsprechend höheres Renditepotenzial belohnt werden (d.h. jede zusätzliche Risikoeinheit muss durch mehr als eine Renditeeinheit kompensiert werden).

Selbst wenn Hedge Funds als Anlagekategorie nicht über jeden Zeitraum die beste Performance ausweisen, kann es sinnvoll sein, sie einem Anlageportfolio beizumischen. Aufgrund ihres abweichenden Renditeprofils – tiefe Korrelationen mit Aktien und Anleihen – können sie das Rendite/Risiko-Profil eines Portfolios insgesamt verbessern. Würde man rein quantitativ die beste Zusammensetzung eines Portfolios aus den drei Assetklassen Aktien, Obligationen

und Hedge Funds bestimmen (etwa Optimierung des Sharpe Ratio basierend auf historischen Daten), kann dabei eine theoretische Empfehlung von 100% Hedge Funds resultieren. Intuitiv erscheint jedoch eine vollständige Ausrichtung auf eine Anlageklasse als zu risikobehaftet.

Wer sich ein vollständiges Bild vom Verhalten eines Portfolios aus Aktien, Anleihen und Hedge Funds und von der optimalen Gewichtung dieser Anlagekategorien machen möchte, sollte deshalb nicht nur Rendite und Volatilität gemessen in Standardabweichungen betrachten. Denn Hedge Funds-Strategien zeigten in der Vergangenheit im Vergleich zu traditionellen Anlageklassen oft signifikant abweichende Renditeverteilungen, sodass Optimierungen zu Aktien oder Obligationen, die alleine auf der Standardabweichung basieren, kein vollständiges Bild abgeben.

Für eine effiziente Allokation müssen (neben qualitativen Faktoren) deshalb zusätzliche quantitative Aspekte wie zum Beispiel Schiefe und Kurtosis berücksichtigt werden, welche die Renditeverteilungen von Anlageklassen weiter beschreiben.

## Schiefe und Kurtosis

Obwohl Hedge Funds über längere Zeiträume hinweg stabile Renditen erzielen können, unterliegen sie gelegentlich grösseren sowohl positiven als auch negativen Schwankungen. Ein Beispiel: Manager der Strategierichtung Convertible Bond Arbitrage kaufen Wandelanleihen – die nicht nur einen Coupon abwerfen, sondern auch ein Kaufrecht an einer bestimmten Anzahl Aktien eines Unternehmens begründen – und verkaufen im Gegenzug Aktien des betreffenden Unternehmens auf Termin (Leerverkauf). Durch Ausnutzung des oft etwas höheren Kurses von Aktien, verglichen mit dem in der Wandelanleihe enthaltenen günstigen Kaufrecht (Option), konnten Convertible Bond-Arbitrageure in der Vergangenheit eine Performance erzielen, die ein gutes Rendite/Volatilitäts-Verhältnis aufwies (z.B. gemessen am Sharpe Ratio).

Die Strategie schnitt in den Jahren 2001, 2002 und 2003 besonders gut ab, was u.a. auf schrumpfende Credit Spreads, teilweise signifikante Volatilitäten und einen Rückgang der Zinsen zurückzuführen war. Gleichzeitig floss so viel Kapital in diese Strategie, dass Schätzungen zufolge Ende 2003 zwischen 80% und 90% aller Wandelanleihen im Besitz von Hedge Funds waren. Wandelanleihen wurden dadurch rein nachfragebedingt immer teurer, sodass schlussendlich die in Wandelanleihen implizit enthaltenen Optionen nicht mehr günstiger waren als die entsprechenden Aktien.

Im Vergleich zu den 2001 bis 2003 verzeichneten Niveaus brachen die Renditen dieser Hedge Fund-Strategie dramatisch ein, so dass Anleger Ende 2004 begannen, Gelder aus dieser Strategie abzuziehen. Diese Mittelabzüge setzten die überhöhten Wandelanleihenkurse unter Druck, woraus sich bis 2005 ein Teufelskreis aus Verlusten und Rückgaben von Anteilen ergab.

In den letzten 17 Jahren erzielte diese Strategie eine durchschnittliche Jahresrendite von 10% (HFRI Convertible Arbitrage Index<sup>1</sup> in USD vom 31. Dezember 1989 bis 28. Februar 2006). Bei einer mittels annualisierter Standardabweichung gemessenen Volatilität von nur 3,5% ergibt sich ein Sharpe Ratio von 1,8, was ein eigentlich günstiges Rendite/Risiko-Verhältnis aufzeigt. Mit der Durchschnittsrendite hätte die Strategie angesichts der so gemessenen Volatilität einen positiven Beitrag zur Performance eines diversifizierten Portfolios geleistet. Doch Achtung! Von Zeit zu Zeit ist die Performance dramatisch

eingebrochen – ein Risiko, das in Betracht gezogen werden muss. Im folgenden Diagramm (vgl. Abb. 1) ist die monatliche Renditeverteilung der Strategie Convertible Arbitrage dargestellt.

Die meisten Monatsrenditen sind mit Werten zwischen 0% und 2% positiv ausgefallen (rechte Hälfte des Diagramms). Gleichwohl waren auch einige negative und positive Ausreisser zu verzeichnen, die durch die Säulen ganz links bzw. ganz rechts im Diagramm dargestellt sind. In einigen wenigen Monaten wurden negative Renditen zwischen -2% und -3,2% erzielt, während positive Renditen zwischen 2% und 3% etwas häufiger vorkamen. Zählt man die Ausnahmefälle, zeigt sich, dass die Eintretenswahrscheinlichkeit eines Monatsverlusts von mehr als 2% bei ca. einem Mal alle vier Jahre liegt.

In vielen Optimierungsmodellen wird die Annahme getroffen, dass die Verteilung der Renditen von Convertible Arbitrage die gleichen Charakteristiken wie die von Aktien oder Obligationen besitzt. Meist wird eine Normalverteilung unterstellt (blaue Linie in Abb. 2 und 3 unten), um die Risiken einer nicht traditionellen Anlage mit Aktien und Obligationen mittels Standardabweichung vergleichen zu können.

Dies ist jedoch eine oft problematische Vereinfachung. Die Renditeverteilungen in den Abbildungen 2 und 3 können zwar dieselbe Standardabweichung aufweisen; wie jedoch unschwer erkennbar ist, sind die Verteilungen und somit die Risiken trotz eventuell gleicher oder ähnlicher Standardabweichung komplett unterschiedlich.

Geht man im Falle von Convertible Arbitrage, einer Normalverteilung der Renditen aus, wird das Risiko von größeren Verlusten wesentlich unterschätzt.

Monatliche Renditeverteilung des HFRI Convertible Arbitrage Index<sup>1</sup> (in USD, vom 31. Dezember 1989 bis 28. Februar 2006)

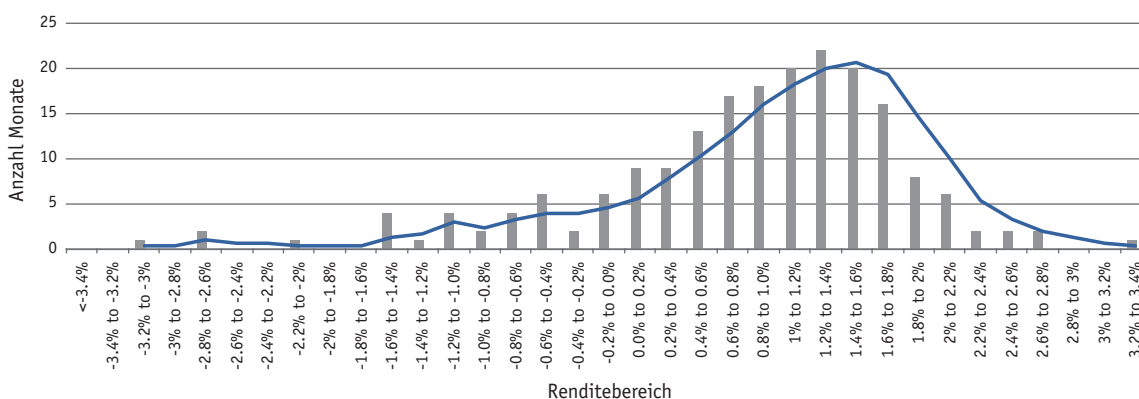


Abb. 1 | Quellen: GAM, Hedge Fund Research

Es ist deshalb wichtig, auch andere Kennzahlen zur Beschreibung der Renditeverteilung und damit zur Risikomesung heranzuziehen – wie Angaben zur Schiefe (Skewness) und Kurtosis.

Mit dem Begriff der Schiefe wird dargestellt, wie asymmetrisch die Renditen einer Anlage verteilt sind. Erwirtschaftet ein Hedge Fund häufiger hohe positive als hohe negative Renditen, spricht man von einer positiven Schiefe (und umgekehrt). Je stärker ausgeprägt diese positive Schiefe ist, desto besser. Im obigen Beispiel weist der Convertible Bond Arbitrage-Fonds jedoch eine negative Schiefe auf, da einige extrem unterdurchschnittliche Renditewerte am linken äusseren Ende der Verteilung auftreten. Die überdurchschnittlichen Renditen sind hingegen in grösserer Nähe zum Mittelwert angesiedelt.

Sind bei einem Hedge Fund grosse Performanceausschläge in beide Richtungen zu verzeichnen, liegt eine hohe Kurtosis vor. Die Kurtosis gibt ebenfalls Auskunft über die Form der Verteilungskurve. Bei einer steilgipfligen (hohen) Kurtosis (vgl. Abb. 2) drängen sich die meisten Renditen zwar um den Mittelwert, dafür gibt es aber auch breit gestreute extreme Ausreisser.

Bei einer flachgipfligen Kurtosis (vgl. Abb. 3) sind die Renditen zwischen dem Höchst- und Tiefstwert hingegen gleichmässiger verteilt. Das bedeutet, dass in diesem Fall mehr Resultate auf den mittleren Bereich entfallen.

Anleger ziehen eine Anlage mit flachgipfliger Kurtosis vor, da die Wahrscheinlichkeit einer extrem negativen Monatsrendite geringer ist.

Bei der Berechnung von Schiefe und Kurtosis werden grössere Negativausschläge bei der Performance stärker

hervorgehoben als bei der Ermittlung der Standardabweichung. Sie sind deshalb wichtige Aspekte zur Risikoerfassung und Beschreibung von Renditeverteilungen.

### Wie mit dem Risiko umgehen?

Es ist kein Zufall, dass Hedge Funds andere Renditeverteilungen mit unterschiedlicher Schiefe und Kurtosis aufweisen als traditionelle Anlagen. Hedge Funds werden bewusst in dieser Weise bewirtschaftet und ausgerichtet. Anders als Aktien- oder Anleihenindizes, die auf statischen Aktien- bzw. Anleihenportfolios beruhen, werden Hedge Funds aktiv verwaltet. Hedge Funds verfolgen asymmetrische Ziele und versuchen, bei rückläufigen Märkten Gewinne zu erzielen.

Steilgipflige Kurtosis

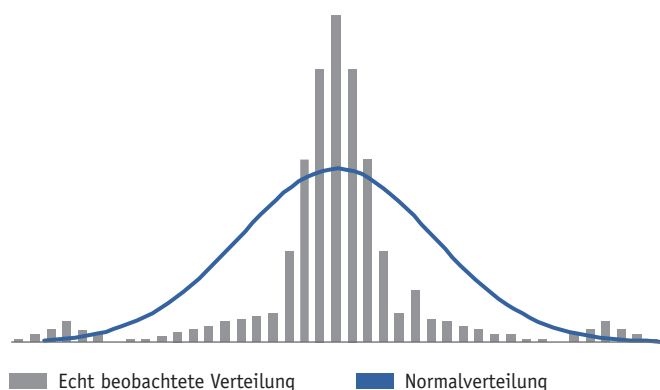


Abb. 2 | Quelle: GAM

Flachgipflige Kurtosis

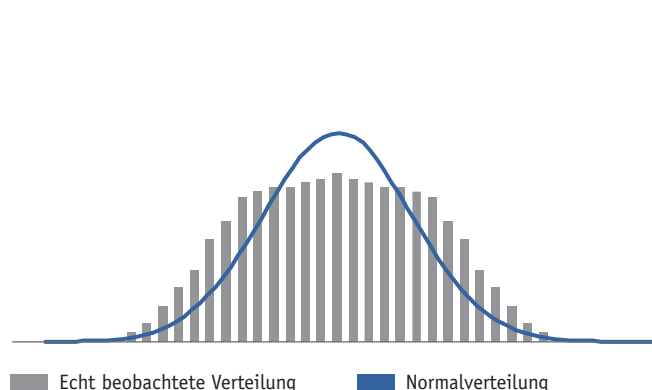


Abb. 3 | Quelle: GAM

Risikomanagementprozesse dienen dazu, die Verteilungskurve der Renditen zum Vorteil der Anleger anzupassen. Verteilungen mit einer hohen negativen Schiefe zeigen jene Perioden auf, in denen trotz Risikomanagementprozessen eine Verlustbeschränkung nicht möglich war oder misslang. Dieser Gefahr müssen sich Anleger bewusst sein, wenn sie ihre Anlageentscheidung fällen.

### Wie interagieren Hedge Funds mit anderen Anlagekategorien?

Abbildung 4 veranschaulicht, wie sich durch die Beimischung eines FoHFs zu einem Aktien- und Anleihenportfolio dessen Rendite/Risiko-Profil gemessen an Sharpe Ratio deutlich verbessert.

Wie wir jedoch gesehen haben, lässt sich das Verhalten von Hedge Funds (und Vergleiche zwischen jeglichen Anlageklassen) innerhalb eines Portfolios (nicht allein anhand von Rendite/Risiko-Eigenschaften basierend auf Standardabweichung betrachten (Sharpe Ratio misst das Verhältnis der Differenz der Portfolio-Rendite minus risikofreiem Zinssatz zu der Volatilität dieser Differenz gemessen in Standardabweichung). Schiefe und Kurtosis sind relevante Aspekte, die ebenfalls in Betracht gezogen werden sollen.

In Abbildung 5 werden vier Portfolios simuliert. Die Simulation zeigt, wie sich die unterschiedliche Gewichtung von FoHFs, Aktien und Anleihen in einem Portfolio auf die Schiefe und die Kurtosis auswirken können.

Das Ausgangsportfolio (Säule links aussen) besteht zu je 50% aus Aktien und Anleihen. Die drei anderen Portfolios weisen einen Hedge Fund-Anteil von jeweils 30% auf, wobei jedes Portfolio unterschiedlich strukturiert ist. Im zweiten Portfolio von links machen Aktien und Anleihen jeweils 35% des Portfoliovermögens aus (Aktien 35%, Anleihen 35% und Hedge Funds 30%). Gegenüber dem Ausgangsportfolio ergibt sich hierdurch eine Verbesserung der Sharpe Ratio, jedoch auch eine Verschlechterung bei Schiefe und Kurtosis. Das dritte

Veränderung der Sharpe Ratio durch die Beimischung von Hedge Funds. Die Allokation wird folgendermassen dargestellt: HFRI Fund of Funds Composite Index / Citigroup World Government Bond Index / MSCI World Index (in USD, vom 31. Dezember 1989 bis 31. Dezember 2005)

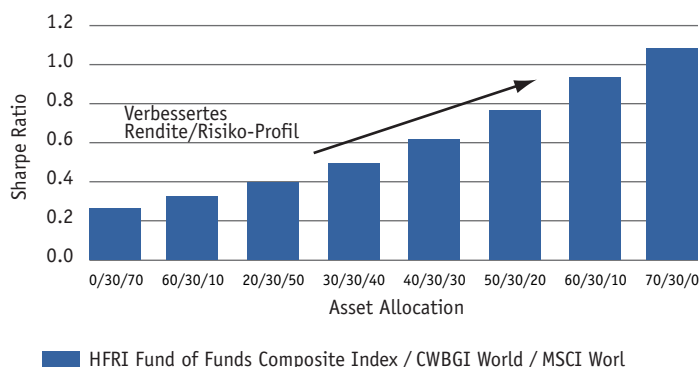


Abb. 4 | Quellen: GAM, Hedge Fund Research, MSCI, Thomson Financial Datastream

Auswirkung auf die Risikokennziffern durch die Beimischung von Hedge Funds in traditionelle Portfolios (MSCI World Index, Citigroup World Government Bond Index, HFRI Funds of Funds Composite Index, in USD, 31. Dezember 1989 bis 28. Februar 2006)

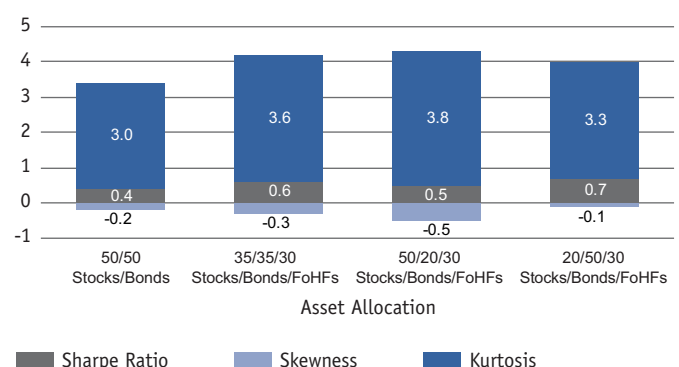


Abb. 5 | Quellen: GAM, Hedge Fund Research, MSCI, Thomson Financial Datastream

Portfolio ist stärker auf Aktien ausgerichtet: Es besteht zu 50% aus Aktien, zu 30% aus Hedge Funds und zu 20% aus Anleihen. Bei diesem Portfolio verbessert sich die Sharpe Ratio nur geringfügig, während sich Schiefe und Kurtosis umso mehr verschlechtern. Beim letzten Portfolio liegt der Schwerpunkt auf Anleihen (50% Anleihen, 30% Hedge Funds und 20% Aktien). Diesmal ist bei der Schiefe eine Verbesserung zu verzeichnen, während die Kurtosis nur geringfügig zunimmt.

Diese Simulationen zeigen, dass Hedge Funds zwar das Sharpe Ratio eines Portfolios verbessern können, jedoch die gesamten Auswirkungen auf die erwartete Renditeverteilung des Portfolios ebenfalls betrachtet werden sollen. So kann aus diesem Beispiel abgelesen werden, dass Hedge Funds manchmal besser mit Anleihen harmonisieren als mit Aktien. Es sollte allerdings nicht vergessen werden, dass unterschiedliche Untersuchungen oft zu abweichenden Ergebnissen kommen, was meist auf verschiedene Messzeiträume und -frequenzen zurückzuführen ist.

### Schlussfolgerungen

Wie oben aufgezeigt, verbessert sich das Rendite/Risiko-Verhältnis gemessen an der Standardabweichung (Volatilität) des gesamten Portfolios, wenn Hedge Funds traditionelle Anlagen beigemischt werden. Es ist aber ebenfalls zu berücksichtigen, dass sich die Natur der gesamten Renditeverteilung verändert, wenn eine neue Assetklasse hinzugefügt wird.

Die neue Renditeverteilung kann zum Vorteil des Investors gestaltet werden. Theoretisches Ziel einer Asset Allocation kann auch eine Verschiebung der Renditeverteilung nach rechts (Schiefe) und eine Verbesserung der Kurtosis sein, um damit asymmetrische Renditeprofile zu erzielen und mehr positive und weniger negative Renditen auf dem gesamten Portfolios zu erzielen.

Selbstverständlich sind derart theoretische Betrachtungen in der Praxis nur mit vielen Einschränkungen möglich. Qualitativen Betrachtungen sind neben quantitativen Aspekten mindestens ebenso viel Gewicht beizumessen. So sind Allokationsmodelle häufig auf historischen Datenreihen aufgebaut. Gerade im Hedge Funds-Bereich ändert sich jedoch das Marktumfeld und damit die Möglichkeiten, Alpha zu generieren, sehr rasch. Eine Extrapolierung von historischen Daten auf die Zukunft ist deshalb oft nur bedingt möglich. Die Strategie Convertible Arbitrage etwa zeigte – wie oben beschrieben – zwar lange Zeit gute Renditen auf. Dank qualitativer Analysen konnten Fund of Fund-Teams jedoch frühzeitig erkennen, dass Renditen ab einem gewissen Zeitpunkt aufgrund von Faktoren wie dem Nachfrageüberhang nicht mehr gleich hoch sein würden.

Um eine ausgewogene Balancierung von quantitativen versus qualitativen Aspekten im Entscheidungsprozess zu erreichen, ist es deshalb wichtig, sowohl die benutzten Modelle wie deren Schwächen gut zu verstehen.

*Reinhard Müller*

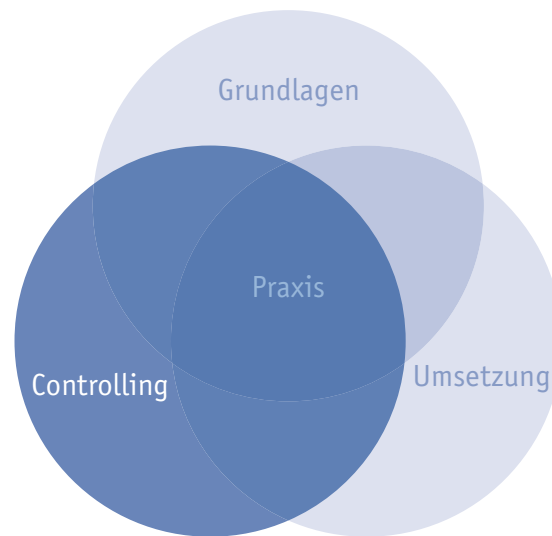
---

1 Non-Investible Hedge Fund Research Index





# Controlling



## **Performance, Risikomessung und Reporting**

Cataldo Castagna, Frank Schmidt

42

# Performance, Risikomessung und Reporting

Hedge Funds als nicht-traditionelle Anlagesegment stellen ihre ganz eigenen Anforderungen an das Monitoring der Performance und des Risikos. Unter anderem spielen operationelle Risiken bei Hedge Funds eine grosse Rolle. Wir zeigen Ihnen Wege zur Performance-Messung auf und stellen Ihnen weitere Risikoarten sowie Anforderungen für ein passendes Reporting vor.

## Einleitung

Das wichtigste Merkmal von und das bedeutendste Argument für den Einsatz von Hedge Funds im Asset Management sind die tiefe Korrelation gegenüber traditionellen Anlageklassen (Aktien und Bonds) sowie eine relativ tiefe Volatilität. Durch Berücksichtigung von Hedge Funds im Rahmen des Asset Allocation-Prozesses erhoffen sich Anleger, interessante Effekte in Form von verbesserten Rendite/Risiko-Profilen zu erreichen.

Dies trifft aber nicht immer zu, da verschiedene Faktoren und der Anlagestil des Hedge Fund massgeblichen Einfluss haben. Wissenschaftliche Studien zeigen, dass sich die modernen Portfolio-Theorien (z.B. Markowitz-Ansatz oder Asset Pricing Model) nicht gut für Hedge Funds eignen. Aufgrund empirischer Studien gewinnt man die Überzeugung, dass Hedge Funds nicht nur mit Erwartungsrenditen, Volatilität und Korrelationen sowie Standard Performance-Auswertungsverfahren (Sharpe Ratio) gemessen werden können, da diese Anlageklasse verschiedenen Tendenzen unterliegt (Bias).

Aus diesem Grund sind Performance und Risikomanagement zwei wichtige Aspekte von Hedge Funds<sup>1</sup>, die beim Investitionsentscheid speziell berücksichtigt werden sollten. Performance ist zum einen ein einfaches Mass, um verschiedene Hedge Funds-Anbieter mit-

einander zu vergleichen. Zum anderen fliessen Performancezahlen direkt in einen Teil des Risikomanagements ein. Es ist wichtig, dass der Investor sich mit beiden Themen auseinandersetzt und sich nicht nur auf ein einziges Thema beschränkt.

## Performanceberechnung

Die Berechnung der Performance eines Hedge Fund oder eines Fund of Hedge Funds (FoHFs) ist mit der Performanceberechnung für einen traditionellen Fonds vergleichbar. Die Performance berechnet sich anhand der jeweiligen Net Asset Values (NAVs), welche für diese Fonds in regulären Abständen berechnet werden, sowie zuzüglich allfälliger Ausschüttungen<sup>2</sup>.

Einer der Unterschiede gegenüber traditionellen Fonds ist, dass bei Hedge Funds nicht immer sofort ein definitiver NAV vorliegt und somit die errechnete Performance meistens eher ein Provisorium ist, bevor diese definitiv bestätigt wird. Doch dies ändert nichts an der Tatsache, dass die Berechnungsart dieselbe ist.

## Performancevergleich

Der Vergleich von Performancezahlen mit einer Benchmark oder zwischen verschiedenen Hedge Funds-Anbietern ist ein wichtiger Bestandteil des Investitionsentscheid. Wichtig bei diesem Vergleich ist, dass man vergleichbare Zahlen miteinander auswertet.

Beim Vergleich von zwei Anbietern wird dies durch die Einhaltung internationaler Performance-Präsentationsstandards (z.B. GIPS®) unterstützt (siehe Performance-Reporting).

Der Vergleich mit einer Benchmark ist bei Hedge Funds mit diversen Problemen verbunden, die hauptsächlich auf die Zusammensetzung der Benchmark zurückzuführen sind. Die Lieferanten von Benchmarks sind auf die Daten der Hedge Funds-Anbieter angewiesen. Es gibt diverse Gründe, warum Hedge Funds-Anbieter ihre Performance-Zahlen nicht melden: z.B. schlechte Performance oder Fonds hat das Maximalvolumen erreicht. Aus diesem Grund wird eine Benchmark nie das vollständige Universum an Hedge Funds einer bestimmten Strategie widerspiegeln. Der Einfluss auf die Performance und Volatilität einer Benchmark ist nicht genau abzuschätzen, da je nach Grund die Performance und Volatilität positiv oder negativ beeinflusst werden kann. In den meisten Fällen erkennt man eine Tendenz nach oben (Upward Bias).

Zusätzlich werden die Benchmark-Daten auch durch die Auswahlkriterien der einzelnen Lieferanten beeinflusst. Nicht alle Fonds, die Daten melden, werden auch vom Benchmark-Lieferanten in eine Benchmark aufgenommen. Zudem wenden die verschiedenen Lieferanten eigene Anlagestilklassifikationen an, die zu unterschiedlichen Zusammensetzungen pro Anlagestil führen können. Schliesslich kann es geschehen, dass ein neuer Fonds Daten rapportiert und der Benchmark-Lieferant die komplette Historie dieses Fonds in die Benchmark aufnimmt – es können historische Zahlen verändert werden.

Den Benchmark-Lieferanten sind diese Schwierigkeiten bekannt, und sie haben sich eines Grossteils dieser Probleme angenommen beziehungsweise diese schon gelöst. Alle Probleme können aber in einer nur schwach regulierten Industrie nicht gelöst werden. Investoren sollten sich dieser Problematik bei einem Benchmark-Vergleich bewusst sein und möglicherweise den Benchmark-Vergleich mit Peer Group-Vergleichen komplettieren.

### Performance-Reporting

Im Rahmen des Performance-Reporting bestehen schon seit längerer Zeit die international verbreiteten Global Investment Performance Standards (GIPS®)<sup>3</sup>, die in der Schweiz unter dem Namen «Swiss Performance Presentation Stan-

dards (SPPS)»<sup>4</sup> bekannt waren. Kurz zusammengefasst beinhalten diese Standards Vorschriften bezüglich der Bewertung von Portfolios, der Performance-Berechnung und der Berichterstattung unter dem Motto «vollumfängliche und transparente Veröffentlichung». Die Einhaltung dieser Standards ist nicht vorgeschrieben, sondern wird jedem Asset Manager im Sinne der Selbstregulierung nahegelegt.

Da sich die Performance-Berechnung für Hedge Funds nicht von derjenigen für andere Fonds oder Portfolios unterscheidet, können diese Standards auch auf Hedge Funds angewendet werden. Aufgrund der Tatsache, dass die Einhaltung der Standards durch eine unabhängige Stelle verifiziert und bestätigt werden kann (aber nicht muss), erhalten Hedge Funds-Investoren eine zusätzliche Sicherheit bezüglich der gemeldeten Zahlen und, anhand der geforderten Offenlegungen, weitere Informationen über den Manager.

Leider erfüllen die GIPS® in ihrer derzeitigen Form noch nicht alle Anforderungen bezüglich Reporting, wie es für einen Hedge Funds-Investor notwendig ist<sup>5</sup>. Das ist auch einer der Gründe, warum viele Hedge Funds-Anbieter diese Standards noch nicht umsetzen beziehungsweise warum Investoren diese Art des Reportings nicht nachfragen. Trotzdem ist hervorzuheben, dass Performance-Zahlen und deren korrekte Berechnung respektive Aufbereitung ein wichtiger Teil des Investitionsentscheids sind und zudem für einige der Auswertungen im Risikomanagement verwendet werden. Verifizierte Zahlen sind im Hedge Funds-Umfeld deshalb nur ein Plus und sollten von den Investoren eingefordert werden.

## Risiko-Management und Transparenz

### Welchen Risiken unterliegen Hedge Funds?

Die Herausforderung für FoHFs-Anbieter ist, durch gezielte und optimale Anlagestile und Selektion der Zielfonds eine tiefe Korrelation zu Aktien und Obligationen innerhalb eines Portfolios zu erreichen. Korrelationen und Volatilitäten sind eine Seite des Risikomanagements in der Hedge Funds-Industrie. Dies genügt aber oft nicht. Hedge Funds-Anlagen enthalten häufig andere relevante Risiken, die nicht so einfach zu messen sind, dennoch sehr dominant und nachhaltig sein können. Neben dem Markt-

risiko sind von grösserer Bedeutung: Liquiditätsrisiko, operationelles Risiko, Kreditrisiko, Strategie- und Konzentrationsrisiko (vgl. Abb. 1). Diese oft verborgenen Risiken kann man vermeiden oder kontrollieren, indem man eine strenge und kontinuierliche «Due Diligence» verfolgt. In dieser Hinsicht spielt die Transparenz des Auswahlverfahrens und Risikomanagements eine bedeutende Rolle.

**Marktrisiken**

Marktrisiken entstehen durch Preisschwankungen der Anlagen im Portfolio. Um diese Risiken korrekt quantifizieren zu können, ist es wichtig, die Verteilungseigenschaft der zugrunde liegenden Monatsrenditen zu definieren. Die Verteilung der Rendite hängt vom gewählten Anlagestil und den eingesetz-

ten Produkten ab. Die realisierte Renditeverteilung bei Hedge Funds weicht meistens in grösserem Ausmass von der Normalverteilung ab. Viele Anlagestrategien weisen eine links-schiefe Renditeverteilung auf (charakterisiert durch Schiefe oder Skewness, vgl. auch Artikel «Hedge Funds in der Asset Allocation»). und besitzen zudem die sogenannten «dicken Ränder» (Fat Tails, durch die Wölbung oder Kurtosis charakterisiert). Es ist wichtig, in solchen Fällen die Renditeverteilung gut zu kennen, um optimale und effiziente Portfolios zu bilden (vgl. Abb. 2).

**Kreditrisiken**

Kreditrisiken nehmen bei Hedge Funds verschiedene Formen an. Einerseits durch die Anlagetätigkeit in besonderen Anleihen, z.B. Distressed Securities. In diesem Fall ist das Ausfallrisiko sehr hoch, da diese Fonds in Unternehmen mit finanziellen Schwierigkeiten oder Restrukturierungsbedarf investieren. Kreditrisiko wird auch durch die Gegenpartei in den verschiedenen Anlagetätigkeiten verursacht, z.B. OTC Derivate-Finanzinstrumente. Bei Hedge Funds spielt oft die Fremdfinanzierung (Leverage = Hebel) eine grosse Rolle. Dessen Höhe hängt vom Anlagestil und der Risikobereitschaft des Hedge Fund ab. Diese Hebelwirkung verändert das Markt-, Kredit- und Liquiditätsrisiko der Hedge Funds und verursacht höhere Preisschwankungen. Es ist nicht wichtig, den

Risiken von Hedge Funds

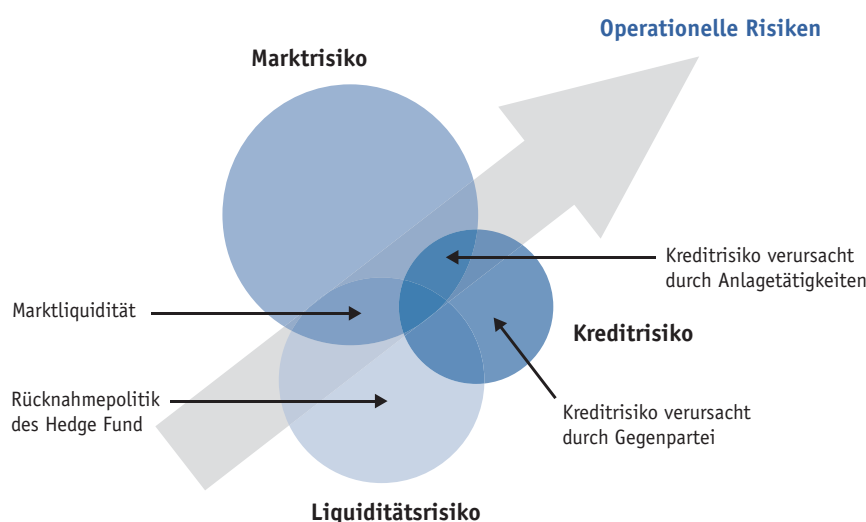


Abb.1 | Quelle: Sound Practices for Hedge Fund Managers

absoluten Wert des Leverage zu berücksichtigen, wichtig ist aber die Kenntnis, wie sich dieser über die Zeit (Veränderungsrate) entwickelt hat. Denn viele Hedge Funds-Konkurse sind durch hohe Hebelwirkungen verursacht worden.

### Liquiditätsrisiken

Hedge Funds sind durch verschiedene Investitionen in illiquide Anlagen oder Märkte Liquiditätsrisiken ausgesetzt. Unter Liquiditätsrisiko versteht man das Risiko von Preisänderungen aufgrund knapper Liquidität im Markt. Das Liquiditätsrisiko kommt in verschiedenen Formen vor. Der Verkauf einer illiquiden Anlage benötigt entweder eine längere Zeitperiode oder ist mit einem unmittelbaren Verlust beim sofortigen Verkauf verbunden. Liquiditätsrisiken können zusätzlich durch eine extreme Hebelwirkung verursacht werden. In einer solchen Situation ist der Hedge Fund nicht mehr in der Lage, schnell im Markt zu

reagieren – er ist somit stark auf die Kreditgeber angewiesen. Dies kann zu einer Veräusserung der liquiden Anlagen durch den Hedge Fund führen. Liquiditätsrisiken sind schwierig zu messen. Hinweise auf Liquiditätsrisiken, denen ein Hedge Fund ausgesetzt ist, geben die Sperrfrist (sog. Lock-up Period) sowie indirekt die Hedge Funds-Grösse, da grössere Fonds gezwungen sind, einzelne verstärkte Wetten (Bets) einzugehen.

### Strategie- und Konzentrationsrisiken

Strategierisiken treten auf, falls ein Hedge Fund die ursprüngliche Strategie wechselt (Style Drift), ohne dass der Anleger dies bemerkt und darauf reagieren kann. Diese Strategiewechsel können grössere Konsequenzen im Rahmen von FoHFs-Anlagen haben. Konzentrationsrisiken treten hingegen auf, falls der Hedge Fund in wenige Titel investiert ist. Diese Konzentration von Anlagen kann eine grosse Auswirkung im Fall eines Market Crash haben. Somit sind auch Hedge Funds nicht immun gegen grosse Verluste. Multistrategie FoHFs können diesem Risiko ausgesetzt sein, da der Anleger auf eine breite Diversifikation von Anlagestilen angewiesen ist. Falls einige Hedge Funds-Manager unerwartet den Stil wechseln, kann es vorkommen, dass der FoHFs plötzlich aus nur wenigen Anlagestilen besteht und somit grossen Konzentrationsrisiken

Rendite- und Risikokennzahlen von Hedge Funds-Substrategien im Zeitraum Januar 1997 – Juni 2006

	Annual Rendite	Annual Volatilität	Max. monatl. Gewinn	Max. monatl. Verlust	Überschuss-Kurtosis	Schiefe	Anzahl negative Monate	Max. Drawdown	Omega
Convertible Arbitrage	9.36%	4.04%	3.44%	-3.19%	-1.49	-0.89	22.00	-7.23%	4.60
CTA Global	7.69%	9.16%	6.91%	-5.43%	-3.17	0.09	50.00	-11.68%	1.88
Distressed Securities	12.54%	5.39%	4.21%	-8.36%	7.48	-1.83	25.00	-11.62%	5.79
Emerging Markets	11.59%	12.99%	12.30%	-19.22%	3.93	-1.35	33.00	-22.41%	2.03
Equity Market Neutral	9.36%	2.15%	2.53%	-1.07%	-2.16	0.42	8.00	-1.07%	34.03
Event Driven	11.33%	5.67%	4.29%	-8.86%	7.45	-1.98	23.00	-10.20%	4.54
Fixed Income Arbitrage	6.29%	3.70%	2.08%	-8.01%	34.22	-5.08	16.00	-12.61%	4.31
Global Macro	10.60%	6.11%	7.38%	-3.04%	-1.08	0.96	37.00	-5.36%	4.03
Long/Short Equity	11.73%	7.23%	7.45%	-5.52%	-2.12	0.03	36.00	-6.99%	3.21
Merger Arbitrage	9.17%	3.79%	2.72%	-5.44%	5.76	-1.97	16.00	-5.44%	5.72
Relative Value	9.71%	3.37%	3.33%	-3.41%	0.09	-1.10	18.00	-3.41%	7.08
Short Selling	3.28%	20.64%	24.63%	-13.40%	-0.95	0.56	57.00	-29.83%	1.22
Funds of Funds	9.53%	5.84%	6.66%	-6.16%	0.48	0.24	35.00	-6.59%	3.75

Abb. 2 | Quelle: Ernst & Young, auf Basis der EDHEC Alternative Indices

ausgesetzt ist. Als Merkmal für diese Risiken spielen die Grösse eines Hedge Fund und die Anzahl der Positionen eine wichtige Rolle.

### Operationelle Risiken

Unter operationellen Risiken versteht man die Gefahr von unmittelbaren oder mittelbaren Verlusten, die infolge der Unangemessenheit oder des Versagens von internen Verfahren, menschlichen Handlungen, Systemen oder durch externe Ereignisse eintreten. Gemäss verschiedenen Studien gelten operationelle Risiken als das grösste Risiko eines Hedge Fund. Eine Studie von Capco bestätigt, dass zirka 54% aller Hedge Funds-Ausfälle durch operationelle Risiken in irgendeiner Form verursacht worden sind (vgl. Abb. 3). Vor allem falsche Bewertungen, Betrug, zu wenig Personal oder meistens eine Kombination dieser operationellen Ursachen führen zu Ausfällen. Dieser hohe prozentuale Anteil ist erstaunlich, aber auch nachvollziehbar. Hedge Funds setzen

sehr komplexe Transaktionen und Produkte ein, welche gut funktionierende Systeme und Kontrollen voraussetzen.

Dazu kommt, dass Hedge Funds Offshore-Anlagen sind und deswegen ganz unterschiedlich reguliert sind. Operationelle Risiken entstehen auch durch die Grösse und die Kapazitätslimite eines einzelnen Hedge Funds. Die Anbieter solcher Produkte sollten effiziente Prozesse und Strukturen definieren, um das operationelle Risiko zu minimieren und zu kontrollieren. Viele Hedge Funds-Manager sind aufgrund mangelhafter Systeme oder Prozesse von der Bildfläche verschwunden. Beispiele hierfür sind unter anderem Long Term Capital Management (LTCM), Phoenix Kapitaldienst GmbH oder Portus Alternative Asset Management.

### Transparenz und Reporting

Wie oben beschrieben sind Hedge Funds im Allgemeinen verschiedenen Risikoarten ausgesetzt. Ausserdem sind Hedge Funds nicht transparent und publizieren die NAV nur monatlich oder vierteljährlich. Eine wichtige Voraussetzung für das Risiko-Management ist der Due Diligence-Prozess, d.h. die Überwachung der einzelnen Hedge Funds-Investitionen, der auf einem standardisierten Prüfungs-, Selektions- und Kontrollverfahren basiert. Dieser kontinuierlich durchzuführende Due Diligence-Prozess beinhaltet sowohl qualitative als auch quantitative Kriterien. Die Resultate dieser Auswahlverfahren sollten periodisch kontrolliert und in einem Reporting festgehalten werden. Wichtig sind die Transparenz und die Vergleichbarkeit der Resultate untereinander und über die Zeit.

In den letzten Jahren haben institutionelle Anleger zunehmend in Hedge Funds investiert. Es fand also ein Be-

Analyse von Hedge Funds-Ausfällen über einen Zeitraum von 20 Jahren

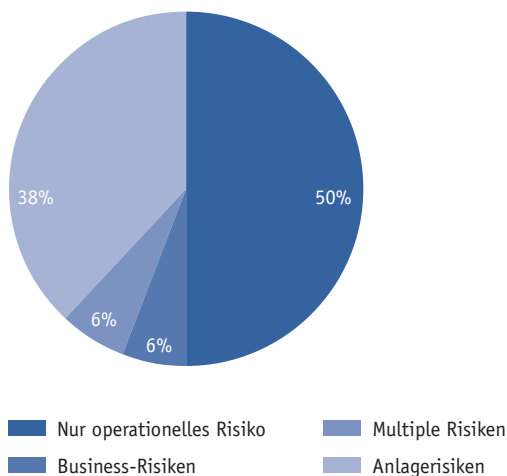


Abb.3 | Quelle: Capco Research and Working Paper, «Understanding and Mitigating Operational Risk in Hedge Fund Investments», 2003

sitzwechsel von reichen privaten Kunden hin zu institutionellen Investoren statt. Diese fordern in allen Bereichen von Hedge Funds-Investitionen mehr Transparenz, insbesondere bezüglich Risikomanagement, Due Diligence und der Verfügbarkeit monatlicher Reportings. Schwierig wird der Vergleich der Performance, da diese Anlageklasse absolute Rendite-Strategien verfolgt und es dabei keine objektive und passende Benchmark (Index) gibt. Hilfreich ist der Vergleich mit einem geeigneten Anlagestil-Index<sup>6</sup> und mit Peer Groups. Das ermöglicht es zum einen, den Hedge Fund gegenüber seinen Mitbewerbern einzuschätzen und zum anderen einen möglichen Style Drift zu erkennen. Dies sollte zudem durch ausreichende Risikoinformationen ergänzt werden. Erwähnenswert sind:

- Value at Risk
- Maximum Drawdown während der Periode

- verschiedene Verhältniskennzahlen, welche die adjustierte Performance widerspiegeln (insbesondere die weniger bekannte Kennzahl Omega, die speziell für nicht normalverteilte Renditen geeignet ist)
- Resultate von Szenario-Analysen oder Stress-Tests.

Beim FoHFs empfiehlt es sich ebenfalls, die Konzentrationsrisiken zu kontrollieren. Historische Szenarien sind für Hedge Funds meistens nicht nützlich, da Hedge Funds-Strategien relativ schnell wechseln.

### Schlussfolgerungen

Risikomanagement für Hedge Funds ist eine anspruchsvolle, aber notwendige Aufgabe. Hedge Funds bergen in sich selbst verschiedene Risikoarten, die schwierig zu quantifizieren sind. Operationelle Risiken sind in dieser Anlageklasse sehr dominant. Deswegen wird die Due Diligence und die Transparenz von Hedge Funds vermehrt an Bedeutung gewinnen, vor allem für institutionelle Investoren. Man kann nur identifizierte Risiken gut kontrollieren und steuern. Trotzdem wird es auch in der Zukunft Konkurse in dieser Anlageklasse geben. Alle Probleme und Verzerrungen,

die unter dem Stichwort Performance besprochen worden sind, treffen ebenfalls auf das Risikomanagement zu: Alle Auswertungen sind von NAV-Berechnungen abhängig, ihre Verfügbarkeit und Richtigkeit spielen eine zentrale Rolle.

Neben den Risiken, denen Hedge Funds ausgesetzt sind, gibt es für Investoren ein weiteres, in letzter Zeit immer häufiger genanntes Risiko: Die Branche ist aufgrund ihres historischen Erfolgs stark gewachsen, doch wachsen die Opportunitäten für ausserordentliche Gewinne nicht mit der Branche. Im Gegenteil: diese werden eher erodiert. Bestimmt werden weiterhin ein paar gute Hedge Funds existieren. Die Herausforderung der Zukunft ist erstens, diese zu identifizieren, und zweitens, die Möglichkeit zu haben, in sie zu investieren. Das beste Risikomanagement und eine hohe Transparenz kann an dieser Tatsache nichts ändern. Wie immer gilt auch hier: Die vergangene Performance ist keine Garantie für zukünftige Entwicklungen.

*Cataldo Castagna*

*Frank Schmidt*

1 In diesem Artikel wird der Begriff Hedge Fund als Sammelbegriff für einzelne Fonds sowie Fund of Funds benutzt.

2 Eine genauere Beschreibung dazu befindet sich in der Publikation «Richtlinie zur Berechnung und Publikation der Fondsperformance» der Swiss Funds Association (SFA).

3 GIPS® is a registered trademark of CFA Institute.

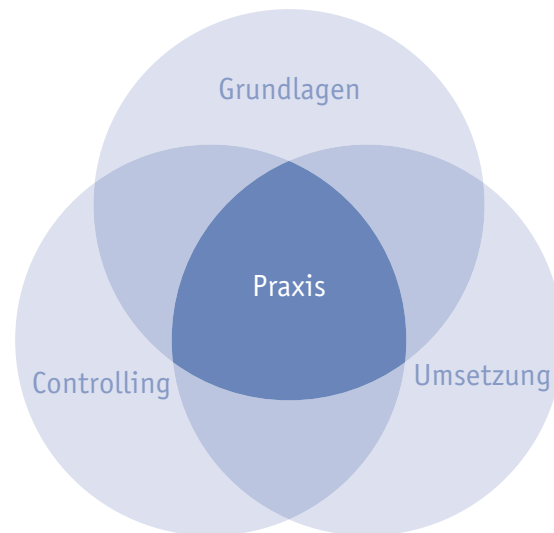
4 Die SPFS werden ab dem Jahr 2006 durch die überarbeitete Version der GIPS® ersetzt und nur noch unter dem Namen GIPS® geführt.

5 Momentan werden weitere Vorschriften bezüglich «Leverage und Derivatives» entwickelt, und spezifische Vorschriften für Hedge Funds sind geplant.

6 Die GIPS® schreiben vor, dass eine angemessene Benchmark als Teil des Reportings präsentiert wird.



# Praxis



## Ein Erfahrungsbericht

Dr. Vera Kupper Staub

50

# Ein Erfahrungsbericht

Vor über fünf Jahren erfolgten die ersten Investitionen der Pensionskasse Stadt Zürich (PKZH) in Hedge Funds. Mit den gemachten Erfahrungen lernte man die Grenzen und Möglichkeiten von Hedge Funds besser kennen. Heute hat sich diese Anlageklasse in der Asset Allocation bewährt, und die Diskussionen drehen sich um Verfeinerungen des Hedge Fund-Investitionsansatzes der PKZH.

## Geschichte und Zielsetzung der Hedge Funds-Investitionen der Pensionskasse Stadt Zürich

### Diversifikation der Renditequellen als Zielsetzung

Zwischen 1994 und 2002 führten die Strategierevisionen der Pensionskasse Stadt Zürich (PKZH) zu einer breiteren Diversifikation der Renditequellen (vgl. Abb. 1). Im Zuge dieser Revisionen wurden 1998 auch Hedge Funds in die Anlagestrategie aufgenommen.

Grund für die Aufnahme alternativer Renditequellen resp. alternativer Anlagen war die Verbesserung des Rendite/Risiko-Verhältnisses des Gesamtvermögens. Hedge Funds waren dabei eine der Anlagekategorien, die diese Möglichkeit bot. Dabei standen ursprünglich ihre guten Diversifikationseigenschaften sowie ihre verhältnismässig einfache Investierbarkeit im Vordergrund.

Über die Zeit hinweg entwickelten wir ein differenzierteres Bild. Die Attraktivität von Hedge Funds sehen wir nun darin, dass sie

- Expositionen in alternativen Marktrisiken (sogenannte alternative Betas) eingehen und
- Marktineffizienzen ausnutzen, d.h. sogenanntes Alpha generieren.

Unter alternativen Marktrisikofaktoren werden systematische Risikofaktoren verstanden, z.B. Volatilität, Liquidität oder Emissionshandel, die Prämien abwerfen, welche von den traditionellen Aktien- und Obligationenprämien weitgehend unabhängig sind. Solche Expositionen erhöhen den Diversifikationsgrad des Gesamtportfolios und lassen folglich eine bessere risikobereinigte Rendite erwarten. Das Ausnutzen von Marktineffizienzen erhöht die risikobereinigte Rendite per definitionem.

### Der Startschuss im Oktober 2000

Ende Oktober 2000 erfolgten die ersten Investitionen in Hedge Funds. Sie machten 2.5% des Gesamtvermögens der PKZH aus. Diese strategische Quote wurde im Jahr 2002 auf noch heute gültige 5% erhöht. Unter teilweiser Ausnutzung der Umsetzungsbandbreiten, die drei bis acht Prozent betragen, wurde 2005 beschlossen, aktive Aktienmandate in eine passive und in eine separate, aktive Komponente aufzuteilen, wobei letztere mittels Hedge Funds abgedeckt wird. Dabei wurden aktive Mandate im Umfang von rund CHF 950 Mio. aufgelöst und zu CHF 750 Mio. in passive bzw. zu CHF 200 Mio. in Hedge Funds investiert. Die Zielquote für 2006 für Hedge Funds stieg dadurch auf 6.5% zulasten von Aktien Ausland.

Die Anlagestrategie der PKZH im Zeitablauf

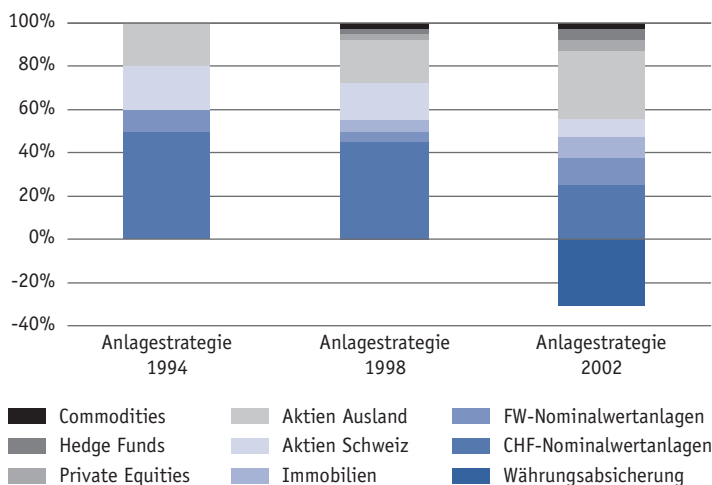


Abb. 1 | Quelle: Pensionskasse Stadt Zürich

Die Erwartung, dass Hedge Funds besser in der Lage sind, risikobereinigte Überschussrenditen gegenüber einer risikolosen Anlage zu erzielen, als dies traditionelle Vermögensverwaltungsmandate ermöglichen, gründet im Wesentlichen auf den folgenden Punkten:

- Hedge Funds können ihre aktiven Strategien unrestringiert umsetzen. Dazu dienen Leerverkäufe sowie der Einsatz von Derivaten und Leverage. Das ist möglich, weil die Regulierungsbehörden Hedge Funds als eigenständige Anlagekategorie betrachten und dieser kaum Einschränkungen auferlegen. Hedge Funds sind deshalb im Gegensatz zu traditionellen Vermögensverwaltungsmandaten bei der Umsetzung ihrer Prognosen und dem Ausnutzen von Marktineffizienzen bevorteilt und sollten deshalb eine höhere risikobereinigte Rendite erzielen können.

- Hedge Funds erlauben einen einfachen Zugang zu sogenannten Investment-Boutiquen die im Vergleich zu grossen Vermögensverwaltungsfirmen erfolgsorientiertere Anreizstrukturen für die Portfoliomanager kennen und sich auf nur wenige Produkte fokussieren.

Hedge Fund-Investitionen weisen jedoch auch eine Reihe von Nachteilen auf:

- Gewisse Hedge Fund-Anlagen können kaum kurzfristig veräussert werden. Diese negative Eigenschaft nahm über die letzten Jahre eher zu, da Hedge Funds zunehmend in illiquidere Marktsegmente vordringen und ihre Liquidität mittels sogenannter Gates und Lock-ups verschlechtern.

- Hedge Funds sind im Vergleich zu traditionellen Anlagen wenig transparent. Es ist weitgehend unklar, wie sie die Aktien- und Obligationen-Exposition der PKZH verändern, wie grosse Risiken sie einnehmen oder wann der Leverage wie hoch ist.

- Die Vermögensverwaltungskosten sind viel höher als bei traditionellen Mandaten. Dies ist bei Fund of Funds-Konstrukten aufgrund der doppelten Gebührenstruktur noch ausgeprägter der Fall als bei Single Funds.

Zu beachten ist, dass die wachsende Hedge Funds-Industrie eigentlich weniger eine Anlagekategorie, sondern vielmehr eine Revolution der Vermögensverwaltungsindustrie darstellt. Sie wird langfristig zur Trennung der billigen Beta-Produktion von der teureren Alpha-Produktion (durch die Hedge Funds) führen. Die Produktion von Alpha in Form von Hedge Funds aufgrund der oben erwähnten Faktoren ist effizienter.

### Umsetzung der Hedge Fund-Investitionen der PKZH

#### Eckpunkt der Umsetzung

Die gewählte Umsetzung für die Hedge Funds-Investitionen der PKZH kann wie folgt charakterisiert werden:

- Top down wurde eine Strategieallokation festgelegt. Diese dient der Sicherstellung der angestrebten Korrelationseigenschaften der Hedge Funds-Investitionen.
- Investitionen erfolgen über auf bestimmte Strategien spezialisierte Fund of Funds. Dies dient der Erhöhung der Qualität von Hedge Funds-Selektion und -Monitoring.
- Die fachliche Prüfung und das Monitoring der Fund of Funds wurde an einen Hedge Funds-Berater übergeben.
- Die PKZH ist über die diversen Fund of Funds in rund 200 Hedge Funds investiert. Ein einzelner Hedge Funds-Ausfall hat keinen signifikanten Effekt auf das Hedge Funds-Portfolio der PKZH.
- Das Basisfremdwährungsrisiko der Hedge Funds wird in vollem Umfang strategisch abgesichert.

#### Aktuelles Hedge Funds-Portfolio

Zurzeit ist die PKZH bei neun Funds of Hedge Funds, die von acht Managern verwaltet werden, mit rund CHF 900 Mio. engagiert. Diese Funds of Hedge Funds konzentrieren sich auf verschiedene Strategie-Typen (vgl. Abb. 2).

Marktneutrale Strategien weisen netto kaum eine Exposition in Aktien- und Obligationenmärkten auf. Sie engagieren sich auf diesen Märkten mit Long-Short-Ansätzen, die es ihnen erlauben, Marktineffizienzen auszunutzen. Sie sollten deshalb eine währungsbereinigte Rendite erzielen, die den CHF-LIBOR-Satz übertrifft.

Die Investition in Naturressourcen ergänzt als aktives Portfolio ein passives Rohstoff-Mandat der PKZH.

Aktuelles Hedge Funds-Portfolio der PKZH

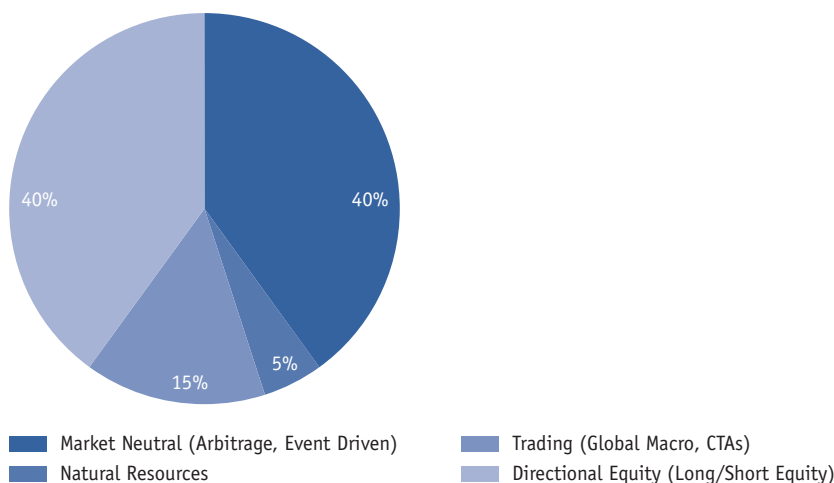


Abb. 2 | Quelle: Pensionskasse Stadt Zürich

Die Directional Equity-Mandate stellen die aktive Komponente zu den passiven Aktienmandaten dar. Dieser Teil wurde, wie oben ausgeführt, 2005 aufgestockt. 2007 wird entschieden werden, ob diese Strategie weiterverfolgt werden soll.

Trading-Strategien investieren in mehrere Anlagekategorien und positionieren sich entweder aufgrund von technischen Überlegungen (z.B. Trend-Strategien) oder makroökonomischen Einschätzungen (sogenannte Global Macro-Strategien). Da sie auch von Abwärtstrends profitieren, haben sie sich historisch als gute Bear Market Hedges erwiesen.

## Überprüfung der Zielsetzungen

### Performanceergebnisse

Das Renditeziel für die Hedge Funds-Investitionen betrug für die Phase bis 2005 LIBOR +3.5%. Das aufgrund der oben beschriebenen Restrukturierung neu formulierte Ziel ist LIBOR +4% nach allen Kosten. In Abbildung 3 wird die bislang erzielte, währungsgesicherte CHF-Rendite nach Kosten mit dieser Zielvorgabe verglichen. Daraus ist ersichtlich, dass über die gesamte Periode im Vergleich zur Benchmark eine Überschussrendite von rund 1% erzielt wurde. Die bisherige Zielvorgabe wurde damit übertroffen. Mit 5.7% lag die durchschnittliche Rendite knapp unter der langfristigen Zielrendite der PKZH von 6.1%, die für die Sicherstellung des Leistungsziels erreicht werden muss.

Die Risiken der Hedge Funds-Engagements können anhand der währungsgesicherten Monatsrenditen evaluiert werden (vgl. Abb. 4). Die Schwankungen der Renditen sind mit einer Standardabweichung von 3.6% p.a. wie erwartet relativ tief und liegen deutlich unter der Zielvorgabe von maximal 7% p.a. Die kumulierte Rendite nimmt entsprechend stabil zu. Bemerkenswert ist, dass bislang während nie mehr als zwei Monaten nacheinander negative Renditen zu verzeichnen waren. Demgegenüber waren drei bis fünf aufeinanderfolgende Monate mit positiven Renditen mehrmals zu beobachten. Das Rendite/Risiko-Verhältnis der Hedge Funds-Anlagen ist damit also gut.

Jahresrendite der Hedge Funds-Investitionen von November 2000 bis Dezember 2005 (währungsgesichert in CHF)

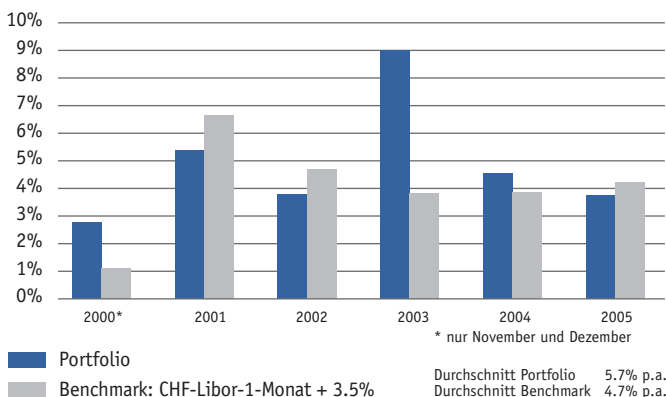


Abb. 3 | Quelle: Pensionskasse Stadt Zürich

Rendite der Hedge Funds-Investitionen von November 2000 bis Dezember 2005 (währungsgesichert in CHF)

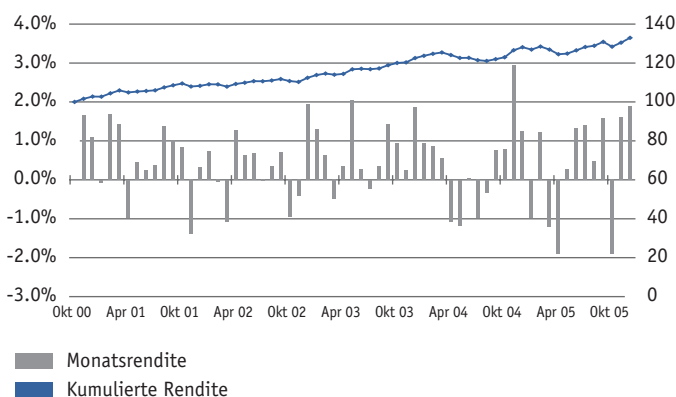


Abb. 4 | Quelle: Pensionskasse Stadt Zürich

### Diversifikationsergebnisse

Eine zentrale Erwartung an die Hedge Fund-Investitionen ist, dass sie eine gute Diversifikation gegenüber den anderen Anlagen darstellen. In Abbildung 5 finden sich die Korrelationen des PKZH Hedge Funds-Portfolios mit internationalen Aktien- und Obligationenmärkten, deren Renditen gemäss dem Währungskonzept der PKZH ganz oder teilweise währungsgesichert sind.

Das Hedge Funds-Portfolio korreliert häufig leicht negativ mit den Aktienmärkten, wogegen die Korrelationen mit den Obligationenmärkten deutlich positiv sind. Von diesen Befunden ausgenommen sind die japanischen Märkte, mit denen das PKZH Hedge Funds-Portfolio eine Korrelation von praktisch null aufweist. Die Diversifikation der Hedge Funds gegenüber den traditionellen Anlagemärkten ist also gut, und die entsprechende Zielvorgabe (Korrelation zum

Weltaktienmarkt  $< +0.4$ ) wurde klar übertroffen. In Zukunft sind für das PKZH Hedge Funds-Portfolio höhere Korrelationen mit den Aktienmärkten zu erwarten, da die aufgestockten Directional Equities Funds ein systematisches Aktienrisiko aufweisen.

Der Vergleich, wie in Abbildung 6 ersichtlich, mit anderen alternativen Anlagen stützt sich auf die entsprechenden Mandate der PKZH.

Es zeigt sich, dass die Hedge Funds auch gegenüber den anderen alternativen Anlagekategorien gute Diversifikationseigenschaften aufweisen.

Ein Vergleich der Korrelationen der verschiedenen alternativen Anlagekategorien mit dem Gesamtportfolio der PKZH zeigt, dass Hedge Funds mit null die tiefste Korrelation aufweisen, (vgl. Abb. 7).

Einen genaueren Einblick in die Wechselbeziehung zwischen Hedge Funds-Renditen und Portfoliorenditen gibt das unten stehende Punktdiagramm (vgl. Abb. 8). Die vier Quadranten zeigen, wie oft Hedge Funds und Gesamtportfolio in der Periode November 2000 bis Dezember 2005 das gleiche bzw. entgegengesetzte Vorzeichen aufwiesen. Erfreulich ist, dass im Fall negativer Portfoliorenditen die Hedge Funds dreimal häufiger eine positive (Quadrant links oben) anstatt ebenfalls eine negative Rendite erzielten (Quadrant links unten). Die Kehrseite der negativen Korrelation ist, dass bei positiven Portfoliorenditen die Hedge Funds manchmal

Korrelation mit internationalen Aktien- und Obligationenmärkten (November 2000 bis Dezember 2005)

	Aktien CH	Aktien EU	Aktien USA	Aktien JP	Aktien UK	Bonds CHF	Bonds EUR	Bonds USD	Bonds JPY	Bonds UKP
Hedge Funds	-0.10	-0.14	-0.26	0.08	-0.15	0.38	0.38	0.35	0.01	0.41

Abb. 5 | Quelle: Pensionskasse Stadt Zürich

Korrelation mit anderen alternativen Anlagen (November 2000 bis Dezember 2005)

	Immobilien	Private Equity	Commodities
Hedge Funds	0.11	-0.11	0.05

Abb. 6 | Quelle: Pensionskasse Stadt Zürich

Korrelation mit dem Gesamtportfolio der PKZH (November 2000 bis Dezember 2005)

	Hedge Funds	Immobilien	Private Equity	Commodities
Gesamtportfolio	0.00	0.69	0.38	0.23

Abb. 7 | Quelle: Pensionskasse Stadt Zürich

eine negative Performance abgeworfen haben (Quadrant rechts unten); dies ist jedoch nur in einem Drittel der Fälle zu beobachten. Die negative Korrelation zwischen Hedge Funds und Gesamtportfolio wirkt also nicht symmetrisch, sondern ist auf der positiven Seite stärker als auf der negativen. Am häufigsten, nämlich in 40% der Fälle, erreichten sowohl das Gesamt- wie das Hedge Funds-Portfolio eine positive Rendite. Ebenfalls ersichtlich ist aus dieser Abbildung, dass die Hedge Funds in 70% der Fälle eine positive Rendite erzielten.

### Schlussfolgerungen und Ausblick

Die PKZH ist zufrieden mit dem realisierten Rendite/Risiko-Beitrag der Hedge Funds-Investitionen. Trotzdem sind und bleiben Hedge Funds ein Diskussionsthema. Gründe dafür sind:

- Ihre Heterogenität und Komplexität eröffnen eine Vielzahl von Umsetzungsmöglichkeiten.
- Die sich stetig verändernde Hedge Fund-Industrie und Verbesserungen des eigenen Erkenntnisstands machen periodische Anpassungen im Investitionsansatz notwendig.
- Hedge Funds sind politisch risikobehafteter als andere Anlagekategorien und stellen höhere Anforderungen an die Kommunikation.

Die Schwerpunkte unserer aktuellen Diskussion liegen bei den nachstehenden Verbesserungsmöglichkeiten:

- Haben wir immer noch zu viel (teures) vermeidbares traditionelles Beta in unserem Hedge Funds-Portfolio?
- Sind gewisse alternative Betas bereits anderswo billiger zu haben?
- Wie kann innerhalb einer Top down-Struktur sichergestellt werden, dass neue Strategie-Opportunitäten automatisch integriert werden?

Wir sind überzeugt, dass Hedge Funds auch in der Zukunft ein wichtiger Teil der Vermögensverwaltungsindustrie bleiben und uns als Investoren immer wieder mit attraktiven und spannenden Aufgabestellungen konfrontieren werden.

*Dr. Vera Kupper Staub*

Wechselbeziehung zwischen Hedge Fund-Renditen und Portfoliorenditen (November 2000 bis Dezember 2005)

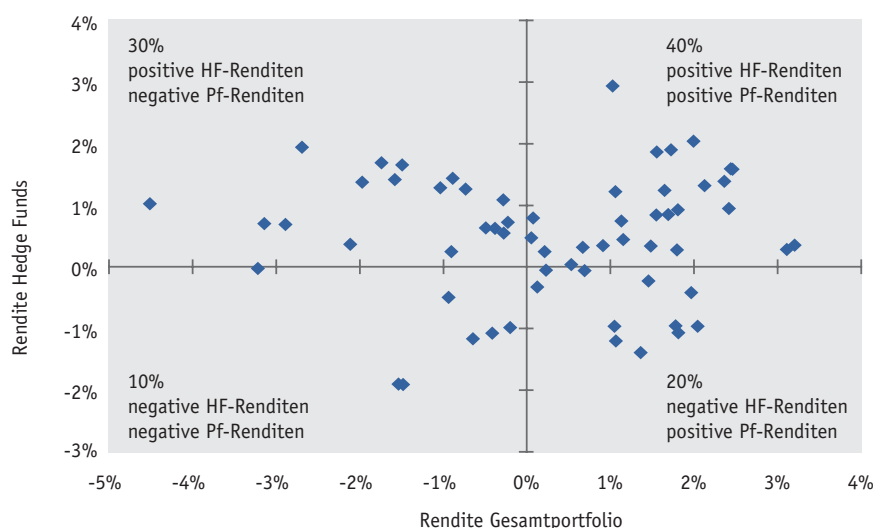


Abb. 8 | Quelle: Pensionskasse Stadt Zürich



# Appendix

<b>Autorenverzeichnis</b>	58
<b>Unternehmens-Portraits</b>	64
<b>Glossar</b>	66
<b>Wichtige rechtliche Hinweise</b>	68

# Autorenverzeichnis



## Cataldo Castagna

Partner  
Ernst & Young AG

Cataldo Castagna, lic.oec.publ. und dipl. Wirtschaftsprüfer, studierte Wirtschaftswissenschaften an der Universität Zürich und an der St. Joseph University, Philadelphia, USA.

Danach arbeitete er 9 Jahre bei Arthur Andersen. Seit 2002 leitet er bei Ernst & Young die Alternative Investment Group und ist seit dem Jahr 2004 Partner von Ernst & Young. C. Castagna besitzt profunde Kenntnisse im Bank- und Finanzbereich. Er hat zum Thema Alternative Investments verschiedene Publikationen verfasst. Darüber hinaus betreute er mehrere nationale und internationale Revisions- und Beratungsmandate und ist ein von der EBK akkreditierter Revisor.



## Bruno Christen

Partner  
Ernst & Young AG

Bruno Christen ist dipl. Wirtschaftsprüfer und Leiter der Wirtschaftsprüfung für Krankenversicherungen und Vorsorgeeinrichtungen.

Bruno Christen arbeitet seit über 30 Jahren bei Ernst & Young, davon 18 Jahre als Spezialist im Versicherungs- und Vorsorgemarkt. Zu seinen Kunden zählen SWICA, Helsana sowie zahlreiche Vorsorgeeinrichtungen und namhafte Sammeleinrichtungen, PUBLICA (Pensionskasse des Bundes) sowie die Auffangeinrichtung BVG. Des Weiteren ist B. Christen Mitglied in BVG-Arbeitsgruppen der Treuhänder-Kammer und von Swiss GAAP FER. Er ist regelmässig als Referent tätig und schreibt Fachpublikationen im Bereich Vorsorgeeinrichtungen.

## Michael Knecht

Investment Consultant  
PPCmetrics AG



Michael Knecht, lic. oec. publ., studierte an der Universität Zürich Volkswirtschaftslehre mit Schwerpunkt Finanz- und Kapitalmarkttheorie.

Während seines Studiums trat M. Knecht 1999 als wissenschaftlicher Mitarbeiter in die PPCmetrics AG ein. Seit 4 Jahren betreut er dort das Kompetenzzentrum Hedge Funds und Absolute Return-Strategien.

## Dr. Vera Kupper Staub

Stv. Vorsitzende der Geschäftsleitung  
und Leiterin Geschäftsbereich Vermögens-  
anlagen, Pensionskasse Stadt Zürich



Vera Kupper, lic. oec. publ., studierte an der Universität Zürich und erhielt 1996 den Dokortitel für ihre Arbeit über Asset Liability Management für private Investoren.

Ihre berufliche Laufbahn begann sie 1992 als Pensionskassen-Beraterin bei ECOFIN Investment Consulting AG in Zürich. Im Jahr 1997 wechselte sie zu UBS Asset Management. Nach der Fusion mit dem Schweizerischen Bankverein wurde V. Kupper Staub Investment Process Coordinator und Senior Analyst für den Bereich Asset Allocation & Currency von UBS Brinson. Seit 2000 ist die Mutter zweier Kinder bei der Pensionskasse der Stadt Zürich tätig.



## Reinhard Müller

Leiter Vertrieb Alternative Anlagen  
GAM Anlagefonds AG

Reinhard Müller besitzt einen MBA in Finance der Columbia University in New York, ein Diplom der Universität Zürich und ist zudem CFA Charterholder.

R. Müller kam zu GAM, nachdem er bei Deutsche Asset Management (Switzerland) als Direktor für institutionellen Kunden in der Schweiz zuständig gewesen war. Zuvor war er in London bei Morgan Stanley und in New York bei Oliver, Wyman & Co. tätig.



## Dr. Andreas Reichlin

Partner  
PPCmetrics AG

Andreas Reichlin, Dr. oec. publ., studierte an der Universität Zürich Volkswirtschaftslehre mit Schwerpunkt Finanz- und Kapitalmarkttheorie, Doktorat an der Universität Zürich zum Thema «Asset Liability Management» von Pensionskassen.

Nach einer mehrjährigen Tätigkeit als Analyst und Portfolio-Manager bei der UBS im Bereich Fixed Income war A. Reichlin von 1997–2004 als Investment Consultant bei der ECOFIN Investment Consulting AG tätig, ab Mitte 2000 als Geschäftsführer. Sein Tätigkeitsfeld umfasste die Beratung von grossen Pensionskassen und anderen institutionellen Anlegern im In- und Ausland in allen Fragen der Vermögensanlage. Seit 2004 ist A. Reichlin Partner bei der PPCmetrics AG.

## André Rüegg

Leiter Vertrieb Europa  
Julius Bär Asset Management



André Rüegg, lic. oec., studierte Wirtschaftswissenschaften an der Universität Zürich und an der Columbia University, New York, USA.

1996 trat er als Chief of Staff der Sparte Anlagefonds in die Julius Bär Gruppe ein und wurde später Head of Marketing Sales Support für sämtliche Investmentfondsaktivitäten in Europa und Übersee. 2002 wurde er Head Sales Marketing Europe und Mitglied des Executive Committee der Sparte Asset Management. Dabei war er in erster Linie verantwortlich für die Entwicklung des Intermediary Institutional Business in Europa und Lateinamerika, seit 2005 auch in der Schweiz.

In seiner jetzigen Position trägt er die funktionelle Verantwortung für alle Wholesale- und institutionellen Aktivitäten der Julius Bär Gruppe in Kontinentaleuropa. Vor seinem Eintritt bei Julius Bär war A. Rüegg mehrere Jahre Geschäfts- und Strategieberater bei der Beratungsfirma Accenture (früher Andersen Consulting) in Europa, den USA und Lateinamerika.

## Frank Schmidt

FS Consulentia GmbH



Frank Schmidt besitzt ein Master in International Economics and Management (SDA Bocconi, Mailand) sowie ein B.Sc. Management Sciences (London School of Economics, London). Zudem ist er CFA Charterholder und besitzt das FRM-Zertifikat.

F. Schmidt hat seit 1997 für mehrere Finanzinstitute in England sowie der Schweiz gearbeitet und hat zudem einen Teil seiner Berufserfahrung bei einer Schweizer Software-Firma sowie bei Ernst & Young AG gesammelt. F. Schmidt gründete im November 2005 die FS Consulentia GmbH und ist seitdem selbstständig tätig. Er ist auf den Bereich Asset Management spezialisiert.



## Edgar Wohlhauser

Partner  
Ernst & Young AG

Edgar Wohlhauser, lic.iur., Rechtsanwalt und LLM, besuchte die Swiss Banking School im Jahre 1995.

Nach seiner 12-jährigen Tätigkeit in der Rechtsabteilung der Eidgenössischen Bankenkommision, zuletzt als Leiter Untersuchungsverfahren, stiess er 2002 zu Ernst & Young. Aufgrund seiner langjährigen Tätigkeit bei der Eidgenössischen Bankenkommision besitzt E. Wohlhauser profunde Kenntnisse im Banken- und insbesondere im Bankaufsichtsrecht. In seiner jetzigen Tätigkeit unterstützt er Kunden bei der Beurteilung von rechtlichen, insbesondere von aufsichtsrechtlichen Fragestellungen. Seit 2006 ist E. Wohlhauser Partner bei Ernst & Young.



# Unternehmens-Portraits

## Julius Bär

Julius Bär ist die grösste reine Vermögensverwalterin der Schweiz. Die beiden Sparten Asset Management und Private Banking bieten ein auf die jeweiligen Ansprüche zugeschnittenes umfassendes Wealth Management und professionelle Anlagelösungen.

Julius Bär Asset Management ist eine Spezialistin für individuell abgestimmte Mandate für institutionelle Kunden. Sie führt ein umfassendes Angebot an Anlagefonds (Aktien-, Anleihe-, Cash-, Rohstoff- und Strategiefonds) und bietet unter der Marke GAM unter anderem eine reichhaltige Auswahl an alternativen Anlageprodukten an.

Julius Bär verfügt über eine profunde Erfahrung in der Entwicklung und Umsetzung innovativer Anlagelösungen wie Private Label Funds oder strukturierte Produkte. Mit dem Julius Bär Custodian Service können institutionelle Anleger ergänzende Dienstleistungen für die weltweite Abwicklung von Börsengeschäften sowie für die Verwaltung und Verwahrung von Wertschriften in Anspruch nehmen.

Neben dem Hauptsitz in Zürich ist Julius Bär in den wichtigsten Finanzzentren mit Niederlassungen in Dubai, Frankfurt, Genf, Hongkong, London, New York, Singapur, Tokio sowie in 22 weiteren Städten rund um den Globus vertreten.

## GAM

GAM bietet aktives Asset Management für vermögende Privatkunden, institutionelle Investoren und Finanzintermediäre. Ziel ist es, für unsere Kunden durch den weltweiten Zugang zu besonders herausragenden Fondsmanagern überdurchschnittliche Ergebnisse zu erwirtschaften. Alle GAM Fondsmanager – interne wie externe – geniessen bei ihrem Anlageprozess sowie in ihren Anlageentscheidungen Freiheit und Unabhängigkeit. GAMs aktives Fondsmanagement wird durch aktives Portfoliomanagement ergänzt, das die individuellen Anlagebedürfnisse der Kunden berücksichtigt. Die einzelnen Fonds und Strategien umfassen ein breites Spektrum von Anlagekategorien, Währungen und Marktbedingungen. Zudem verfügt GAM über langjährige Erfahrung im Management von Hedge Funds und Funds of Hedge Funds.

Kennzeichnend für GAM sind persönlicher Kundenservice und kundenfreundliche Technik. Das 1983 vom visionären Gilbert de Botton gegründete Unternehmen wurde 1999 eine Tochtergesellschaft der UBS AG. Seit Dezember 2005 gehört GAM zur Julius Baer Holding Ltd. und wird als eigenständige Geschäftseinheit mit eigenem Geschäftsmodell geführt.

## Ernst & Young AG

Ernst & Young ist ein führendes Unternehmen für Wirtschaftsprüfung und Beratung, insbesondere Steuer- und Rechtsberatung, Risikomanagement-Beratung, Transaktionsunterstützung sowie Accounting Services.

In der Schweiz beschäftigt Ernst & Young rund 1700 Mitarbeitende und erzielte im Geschäftsjahr 2005/2006 einen Umsatz von CHF 480 Mio. Ernst & Young Global ist international vernetzt in über 140 Ländern mit über 114 000 Mitarbeitenden tätig.

### **Ernst & Young Financial Services – ein kompetenter Partner im Bereich Banken und Versicherungen**

Mit innovativen Ideen auf der Basis unseres globalen Branchen-Know-hows entwickeln wir massgeschneiderte Lösungen, die unseren Kunden nachhaltige und messbare Resultate bringen. Ernst & Young ist im Bereich der Prüfung und Beratung von Banken und Versicherungen mit folgenden Schwerpunkten tätig: Audit, Internal Audit, Tax, Legal, Transaction Advisory Services, Risk Advisory Management, Actuarial Services, Information Risk Services und Forensic Services.

Interdisziplinäres «Top of the edge»-Know-how und der Vorteil, vernetzte Dienstleistungen aus einer Hand beziehen zu können, machen Ernst & Young zum bewährten Partner.

## PPCmetrics AG

Die PPCmetrics AG ([www.ppcmetrics.ch](http://www.ppcmetrics.ch)) ist ein führendes Schweizer Beratungsunternehmen für institutionelle Anleger mit Sitz in Zürich und Nyon. Die Unternehmung ist mehrheitlich im Besitz der Partner, die auch für die Geschäftsführung verantwortlich sind.

PPCmetrics berät und unterstützt ihre institutionelle Kundschaft im gesamten Anlageprozess, von der Strategiefestlegung bis hin zur Umsetzung und deren Überwachung. PPCmetrics betreibt kein Portfoliomanagement und führt keine Wertschriftenbuchhaltungen. Best Institutional Practice, Kundenorientierung und Kontinuität, Unabhängigkeit und Transparenz sowie Professionalität und Innovation sind wichtige Pfeiler des langjährigen Erfolges.

# Glossar

## Alpha

Masszahl für die risiko-adjustierte Out-performance einer Anlage, die nicht von der Rendite des zugrunde liegenden Marktes (Beta) stammt.

## Beta

Bei Beta handelt es sich um eine relative Kennzahl zur Beurteilung des systematischen Risikos der Anlage. Das Beta zeigt auf, wie sensitiv eine Anlagestrategie auf Marktbewegungen des jeweiligen Referenzindex reagiert. Es kann als Prognose für die Rendite einer Strategie relativ zum Referenzindex verwendet werden. Zum Beispiel impliziert eine Strategie mit einem Beta von 1, dass sie sich so wie der Markt verhält. Hingegen impliziert eine Strategie mit einem Beta kleiner 1, dass sie weniger stark steigt oder fällt als der zugrunde liegende Marktindex. Liegt das Beta der Strategie jedoch über 1, dann steigt oder fällt diese normalerweise stärker als der zugrunde liegende Referenzindex.

## Drawdown (maximaler)

Als Drawdown wird der temporäre Verlust in einer Zeitperiode während der gesamten Dauer eines Investments bezeichnet, wobei die Zeitperiode vom Beginn des Abwärtstrends bis zum Erreichen des Ausgangsniveaus gemessen wird. Der maximale Drawdown ist der grösste temporäre Verlust (der wieder wettgemacht werden konnte) während der gesamten Dauer eines Investments (das heisst die längste Verluststrecke).

## Due Diligence

Fundierte Bewertung, bei der Analysten unter anderem die operationellen Risiken, die Kennzahlen des Fonds, den Hintergrund des Managers und das administrative Umfeld durchleuchten.

## Fund of Funds (Dachfonds)

Fonds, der in andere Fonds investiert. Sogenannte Fund of Funds zielen darauf ab, anders als Investitionen in einzelne Fonds, eine bessere Diversifikation und höhere Erträge bei gleicher oder sogar tieferer Volatilität zu erzielen.

## GIPS® (Global Investment Performance Standards)

International anerkannter Standard zur Präsentation von Investment Performance für Asset Manager. Die Schweizer Version war bis Ende letzten Jahres unter dem Namen «Swiss Performance Presentation Standards, the Swiss version of GIPS®» bekannt. Weitere Informationen sind auf [www.cfainstitute.org](http://www.cfainstitute.org) oder [www.swissbanking.org](http://www.swissbanking.org) erhältlich.

## Korrelation

Statistischer Begriff ( $r$ ) aus der quantitativen Analyse, der die Ähnlichkeit der Entwicklung einer Variablen im Vergleich zur Entwicklung einer anderen Variablen beschreibt. Der Wert einer Korrelation liegt stets zwischen +1 und -1.

## Kurtosis

→ siehe Wölbung

## Leverage (Hebelwirkung)

Der Begriff Leverage bezeichnet traditionell das Verhältnis von Fremd- zu Eigenkapital in der Kapitalstruktur eines Unternehmens.

## Managed Account

Anlagekonto, das die Investmentgesellschaft einem Manager anvertraut, der entscheidet, wann und wo die Gelder investiert werden.

## Marktrisiko

Gefahr, dass bestehende Aktiva aufgrund einer negativen Marktentwicklung (Zinssätze, Aktien- und Wechselkurse, Gold- und Rohstoffpreise) an Wert verlieren und für den Risikoträger ein Verlust (gemessen am investierten Kaufpreis) entsteht.

## Normalverteilung

Die Gauss'sche Normalverteilung (nach Carl Friedrich Gauss) ist die wichtigste kontinuierliche Wahrscheinlichkeitsverteilung. Ihre Wahrscheinlichkeitsdichte wird auch Gauss-Funktion, Gauss-Kurve oder Glockenkurve genannt.

## Omega

Es handelt sich um das wahrscheinlichkeitsgewichtete Verhältnis aus der Oberseite bei Überschreitung einer vorgegebenen Renditeschwelle und der Unterseite bei Unterschreitung der Renditeschwelle. Das Ergebnis gibt Auskunft über die Wahrscheinlichkeit, mit

der die Portfoliorendite über einen Zeitraum positiv oder negativ ist. Ein höheres Omega ist daher wünschenswert, weil es eine höhere Wahrscheinlichkeit von positiven Renditen anzeigt.

### **Operationelles Risiko**

Das operationelle Risiko umfasst standardmässig die Gefahr von Verlusten als Folge grober Fehler von Mitarbeitern, der Unangemessenheit bzw. des Versagens interner Prozesse oder Systeme sowie aufgrund externer Ereignisse.

### **Option**

Recht, nicht aber die Verpflichtung, einen Anlagewert während einer bestimmten Zeitspanne (amerikanische Option) oder zu einem bestimmten Zeitpunkt in der Zukunft (europäische Option) und zu einem im Voraus festgelegten Preis zu kaufen (Call) oder zu verkaufen (Put).

### **Over the counter (OTC)-Produkte**

Als OTC wird der ausserbörsliche Handel von Wertpapieren und anderen Anlageinstrumenten bezeichnet.

### **Sharpe Ratio**

Die Sharpe Ratio (risikobereinigte Performance) wird bestimmt, indem von der annualisierten Durchschnittsrendite der risikofreie Ertrag abgezogen wird. Das Ergebnis wird durch die annualisierte Standardabweichung der Renditen dividiert. Je höher die Sharpe Ratio liegt, umso besser hat sich der Fonds im Verhältnis zum Risikopotenzial seines Portfolios entwickelt.

### **Short Selling (Leerverkauf)**

Verkauf von Wertpapieren, die von einer Drittpartei geliehen und dem Käufer geliefert werden. Zu einem späteren Zeitpunkt kauft der Verkäufer die Wertpapiere wieder am offenen Markt zurück, um sie dem Leihgeber zurückzuerstatten.

### **Schiefe (Skewness)**

Die Schiefe erfasst die Asymmetrie einer Renditeverteilung. Positive Werte für die Schiefe deuten auf eine rechts-schiefe (links-steile) Verteilung hin, negative Werte auf eine links-schiefe (rechts-steile) Verteilung. Ein positiver Wert der Schiefe ist wünschenswert, da er eine höhere Wahrscheinlichkeit von positiven Renditen impliziert.

### **Skewness**

→ siehe Schiefe

### **Value at Risk (VaR)**

Jener auf statistischer Basis bestimmte Geldbetrag, mit dessen Verlust über eine gewisse Zeitspanne (z.B. ein Monat) und bei gegebenem Konfidenzniveau (z.B. 99.0%) maximal zu rechnen ist.

### **Währungsrisiko**

Besagt, welcher Anteil der Volatilität einer Portfoliorendite auf Unsicherheiten hinsichtlich Wechselkursschwankungen zurückzuführen ist.

### **Wölbung (Kurtosis)**

Die Wölbung misst die Stärke der Konzentration einer Renditeverteilung um den Mittelwert. Normalverteilte Renditen weisen eine Überschuss-Kurtosis von null auf. Im Vergleich zu einer Normalverteilung liegt bei einer positiven Überschuss-Kurtosis mehr Wahrscheinlichkeitsmasse in den Rändern und im Zentrum der Verteilung. Man spricht in diesem Fall auch von Fat Tails (extreme Renditen).

# Wichtige rechtliche Hinweise

**Diese Unterlagen sind ausschliesslich für den internen Gebrauch durch qualifizierte Intermediäre von Julius Bär/GAM und/oder institutionelle Anleger bestimmt und dürfen nicht an Dritte weitergegeben werden.** Sie dürfen unter keinen Umständen als Werbematerial für den öffentlichen Vertrieb oder sonstiges öffentliches Anbieten von Julius Bär/GAM Fonds, Teilfonds oder Anteilsklassen verwendet werden. Die Angaben in diesen Unterlagen gelten nicht als Angebot und dienen lediglich der Information. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit des Inhalts wird keine Haftung oder Gewähr übernommen. Empfehlungen und Meinungen zu Strategien, Fonds, Teilfonds oder Anteilsklassen, Märkten, zur generellen Marktentwicklung oder anderer Art sind die subjektive Ansicht der Verfasser und sind für Julius Bär/GAM nicht verpflichtend. Die Umsetzung von in diesen Unterlagen enthaltenen Strategie- oder Fondsempfehlungen liegt immer in der

alleinigen Verantwortung des Intermediärs bzw. des Anlegers. Anlagen sollen erst nach der gründlichen Lektüre der einschlägigen Dokumente sowie nach einer Beratung durch einen unabhängigen Finanz- und Steuerspezialisten getätigt werden. Weitere Informationen erhalten Sie bei Julius Bär unter Tel. +41 (0) 58 888 1111, bei GAM Anlagefonds AG unter Tel. +41 (0) 44 388 3030 oder bei Ernst & Young AG unter Tel. +41 (0) 58 286 3111.

Der Wert und die Rendite von Fondsanteilen können fallen und steigen. Sie werden durch die Marktvolatilität sowie durch Wechselkursschwankungen beeinflusst. Die vergangene Performance ist kein Indikator für die laufende oder künftige Wertentwicklung. Der Investor könnte sein ganzes Investment oder Teile davon verlieren.

Diese Unterlagen sind nicht für Personen mit Domizil in US, UK und Hong Kong bestimmt. Sie wurden qualifizierten Personen auf Anfrage verteilt und dürfen nicht vervielfältigt, verteilt oder weitergegeben werden.

## Bildnachweis

Titelblatt: Luciano Lepre (gettyimages®); Kapitel «Grundlagen»: Copyright Veer; Kapitel «Umsetzung»: Hans Peter Merten (gettyimages®); Kapitel «Controlling»: Donovan Reese (gettyimages®); Kapitel «Praxis»: Frederic Cirou (gettyimages®); Kapitel «Appendix»: Frederic Cirou (gettyimages®).

**Lasche**

