

Hedge Funds: Due Diligence entscheidet

Hedge Funds haben laut einer Analyse der Zürcher Hochschule Winterthur im vergangenen Jahr die beste Performance seit drei Jahren ausgewiesen, konnten die boomenden Aktienmärkte aber nicht übertreffen. Allerdings hat sich die Performance der Hedge Funds im 4. Quartal 2006 besonders stark verbessert. Ein Zeichen für die zunehmende Labilität der Aktienmärkte? Brigitte Strelbel im Gespräch mit Hans-Jörg Baumann.



Interview mit Hans-Jörg Baumann
CEO Swiss Capital Group, Zürich

PRIVATE: In boomenden Märkten haben Hedge Funds Mühe, ihre Performance aufrechtzuerhalten. Inzwischen sind die Märkte aber volatil geworden. Ist jetzt der richtige Augenblick für den Einstieg gekommen?

Hans-Jörg Baumann: Hedge Funds haben 2006 eine durchschnittliche Performance ausgewiesen. Damit meine ich den langfristigen Durchschnitt, und der beträgt immerhin beachtliche 11%.

PRIVATE: Aber die Aktien (long only) haben outperformed.

Baumann: Das stimmt, diese Märkte haben im letzten Jahr ein Resultat zwischen 18 und 25% erreicht. Hedge Funds erzielen vor allem in schwierigen Märkten die bessere Performance.

PRIVATE: Also eignen sich Hedge Funds eher für Bärenmärkte?

Baumann: In solchen Märkten erzielen Hedge-Fund-Manager erwiesener-

massen eine höhere Rendite als traditionelle Assetmanager, und dies bei vertretbaren Risiken. Das ist auf ihr Know-how und ihre speziellen Techniken zurückzuführen. Grundsätzlich verzeichnen Hedge Funds eine tiefere Volatilität als traditionelle Anlagen.

PRIVATE: Gewisse Investoren nutzen solche Volatilitäten aus.

Baumann: Nicht jeder Anleger ist der beste Market Timer und kann mit Aktienvolatilitäten von 15% und mehr umgehen. Hedge Funds haben Volatilitäten von 4 bis 7% und weisen eine Kapitalerhaltungstendenz auf. Dies, weil die Hedge-Fund-Manager über grosses Know-how und entsprechende Anlage-techniken verfügen und weil sie ihr eigenes Vermögen pari passu mit den Kundenvermögen bewirtschaften, d.h. gleichgerichtete Ziele verfolgen.

PRIVATE: In der letzten Zeit waren die Volatilitäten eher gering.

Baumann: Das stimmt. Gegenwärtig leben wir in einer sehr stabilen Welt, sozusagen in der besten aller Welten. Aber dieser Zustand wird, wie die Erfahrung zeigt, nicht ewig dauern.

PRIVATE: Wie findet man das richtige Timing für den Ausstieg?

Baumann: Wir empfehlen unseren Investoren, in Aktienengagements zu verbleiben, aber entsprechende Techniken mit geringeren Volatilitäten anzuwenden. Das sind Long-short-Strategien. Diese halbieren die Volatilität und besitzen die Fähigkeit zur Kapitalerhaltung in Bärenmärkten.

PRIVATE: Ein idealer Zeitpunkt, um neue Anlagetechniken anzuwenden?

Baumann: Ideal ist ein grosses Wort. Jeder Investor strebt eine maximale Rendite bei gleichzeitiger Kapitaler-

haltung an. Das ist nicht realistisch. Es gibt bloss eine optimale Rendite.

PRIVATE: Der Grundsatz, «je höher die Rendite, desto höher das Risiko», gilt somit auch für die Hedge Funds?

Baumann: Jeder Investor muss sich auch nach dem erwarteten Verlust ausrichten. In Zukunft wird die Volatilität steigen. Es ist noch nicht so lange her: 2000 bis 2003 hat der Nasdaq ca. 70% an Wert verloren. Im Gegensatz dazu haben in technische Werte investierende Hedge Funds keine Verluste, sondern eher Gewinne von ca. 10% erwirtschaftet. Über eine noch längere Zeit hinweg, von 2000 bis 2007, hat ein High-Tech-Investor eine Einbusse von 40% eingefahren. Wäre er in einem long-short Technologie-Fund-of-Fund-Portfolio engagiert gewesen, hätte er in derselben Zeit 45% Gewinn erwirtschaftet. Bei Hedge Funds geht es darum, Verluste zu reduzieren und dafür auf etwas Gewinnpotential zu verzichten.

PRIVATE: Es gibt nichts umsonst. Wer eine Versicherung abschliesst, der muss Prämien bezahlen.

Baumann: Ja. Hedge-Fund-Manager sind keine Zauberer. Im Zentrum einer Anlage steht stets die Risikoprämie. Diese ergibt sich aus den Assetklassen, also aus dem Fächer der sich anbietenden Investitionsmöglichkeiten. Wenn der risikofreie Zinssatz in den USA beispielsweise 5,25% beträgt, kann eine 15- bis 20%ige Rendite, wie sie z.B. von Aktienportfolios in den vergangenen 24 Monaten erwirtschaftet wurde, nur erzielt werden, wenn man aktiv Risiken eingeht.

PRIVATE: Wie reagierten die Hedge Funds auf die Preiskorrekturen von April bis Juni 2006?

Baumann: Nach den Korrekturen dauerte es mehrere Monate bis die Zuversicht der Anleger wieder zurückkehrte. Die Hedge Funds waren noch vorsichtiger. Sie setzten ihr Kapital nicht vollumfänglich den Marktbewegungen aus. Deshalb investierten sie erst später voll in den Aufwärtstrend.

PRIVATE: Also haben sich die Hedge Funds bezüglich der künftigen Marktentwicklung getäuscht.

Baumann: Es ist alles eine Frage des Zeithorizonts und der Interdependenz der Assetklassen. So attraktiv der starke Euro gegenwärtig erscheint, so belastend kann er auf mittelfristige Sicht für die europäische Exportwirtschaft wirken. Gewinnen wird hier Asiens Wirtschaft. Hedge Funds analysieren solche Fakten sehr genau. Sie sind jedoch freier und systematischer in der Wahl ihrer Instrumente und in der taktischen Umsetzung. Hier kann ein Hedge-Fund-Manager viel freier agieren als zum Beispiel ein traditioneller Portfoliomanager.

PRIVATE: Und wie erzielen Hedge Funds ihre berühmte Mehrrendite?

Baumann: Der Markt bestimmt die Rendite. Das heisst, Risikoprämien von spezifischen Assetklassen werden durch das Verhalten der Marktteilnehmer bestimmt. Hedge-Fund-Manager schöpfen diese Risikoprämien gezielt mit ihren Skills, Erfahrungen und bestimmten Investitionstechniken ab. Ich bin überzeugt, dass die Hedge Funds in diesem und auch noch im nächsten Jahr mindestens im Durchschnitt ihrer bisherigen zweistelligen Renditen liegen werden, wenn nicht sogar darüber.

PRIVATE: Aber das verhindert nicht, dass gewisse Hedge Funds ins Trudeln geraten. Nach welchen Kriterien selektieren Sie Ihre Hedge-Fund-Manager? Schliesslich hängt davon Ihr Geschäftserfolg ab.

Baumann: In absoluten Zahlen sind die Anzahl Manager und das Hedge-Fund-Volumen stark gestiegen. Inzwischen gibt es weltweit über 9000 Hedge Funds. Damit steigt auch die absolute Zahl der einzelnen «Unfälle», relativ oder prozentual gesehen steigt die Zahl jedoch nicht. Aber das ist cha-

USA und Schweiz führend im Funds-of-Funds-Geschäft

In den USA und in der Schweiz werden 60 bis 70% des weltweiten Funds-of-Funds-Volumens gepoolt. Das Single-Hedge-Funds-Geschäft hingegen, die einzelnen Money Manager, sitzen in den USA und in London sowie in Asien. Von den 6000 Mrd. Franken Assets under Management in der Schweiz entfallen über 200 Mrd. auf das Schweizer Funds-of-Funds-Geschäft, aber erst knapp 4 Mrd. auf Single Hedge Funds. In der Schweiz gibt es laut Hans-Jörg Baumann im Gegensatz zu London noch keine hochentwickelte Single-Hedge-Funds-Kultur. Was nicht ist, könnte aber noch werden. In London findet gegenwärtig eine Debatte über die Besteuerung von Single Hedge Funds statt. Bereits drohen Londoner Hedge-Fund-Manager mit ihrem Wegzug. Die Schweiz könnte sich als valable Alternative anbieten. Sie steht dabei aber im Konkurrenzkampf mit anderen Finanzplätzen, wie Hongkong und Singapur, die mit vorteilhaften Rahmenbedingungen locken.

rakteristisch für das Investieren, auch für die Aktien- und Bond-Kultur.

PRIVATE: Und wie kann man solche Unfälle reduzieren?

Baumann: Indem man das finanzielle Risiko über Diversifikation reduziert. Ich habe kein Verständnis, wenn Investoren in drei, vier einzelne Hedge Funds direkt investieren und sich nachher wundern, wenn die Volatilität ihrer Investments steigt. Wie beim Kauf einzelner Aktien kauft man damit Volatilität. Wenn man dieses Risiko reduzieren will, dann nur über Diversifikation gewisser Klumpenrisiken. Das gehört zu den Gesetzmässigkeiten des Investitionsprozesses. Unfälle schmerzen immer. Wer verliert schon gerne Geld, ob in Aktien oder in Hedge Funds?

PRIVATE: Aber gegenwärtig stehen vor allem die Hedge-Fund-Risiken im Rampenlicht.

Baumann: Es sind vor allem die sogenannten «Headline Risks» – wenn es sich um einen sehr bekannten Namen handelt, auf den sich die Informationen zuspitzen. Aber das trifft nicht nur auf Hedge Funds zu, wie etwa das Beispiel Enron zeigt. Man verkennt immer wieder den dem Investieren inhärenten «Expected Loss». Jedem Investieren, jeder Gewinnchance steht ein potentieller Verlust gegenüber.

PRIVATE: Aber vom Hedge-Fund-Geschäft erwartet der Investor automatisch Kapitalerhaltung, und er will damit keine Verluste akzeptieren.

Baumann: Wenn in einer Fund-of-Funds-Konstruktion auf einem Einzelengagement ein Verlust entsteht, aber

am Ende des Jahres der Dachfonds als solcher weiterhin eine positive Rendite erwirtschaftet, so ist dies das Resultat der angestrebten Diversifikation. Ich kenne übrigens keinen Fund of Funds, der im vergangenen Jahr nicht positive Renditen erzielt hat. Bei Verlusten ist die Frage der Verhältnismässigkeit gegenüber dem Ertragspotential wichtig; dies wird vom Grundsatz her durch die Volatilität ausgedrückt. Hedge Funds haben in den meisten Fällen eine markant tiefere Volatilität als traditionelle Portfoliomanager.

PRIVATE: Der Red Kite Fonds ist vor kurzem in die Schlagzeilen geraten.

Baumann: Das darf nicht überraschen. Dieser Fonds, welcher von eher spekulativ ausgerichteten Investoren in Kenntnis der hohen Volatilität gekauft wurde, hat 2006 190% Gewinn erzielt. Dies war nur Dank einer Volatilität von über 30% möglich. Eine solch hohe Volatilität impliziert natürlich auch ein entsprechend hohes «downside Risiko».

PRIVATE: «No risk, no fun»?

Baumann: Nein, das ist mir zu salopp formuliert. Wir sprechen vom Investieren, von symmetrischen und asymmetrischen Profilen. Investieren heisst, das Schwankungspotential von Volatilitäten beurteilen. Wenn jemand grosse Gewinne eingefahren hat, dann verdankt er dies einer grossen Volatilität und fährt ein entsprechendes Risiko. Problematischer ist es, wenn ein Investor für die Dämpfung der Volatilität bezahlt, aber dennoch über einen Zeitraum von 12 Monaten einen Verlust erleidet.

PRIVATE: Dann wurden die Erwartungen des Investors enttäuscht.

Baumann: Wenn der Hedge-Fund-Manager diese Erwartungen enttäuscht hat, weil er in seiner Strategie zu defensiv war, dann muss er Red und Antwort stehen und die Konsequenzen tragen, indem zum Beispiel Gelder abgezogen werden. Keinesfalls aber darf er abrupt und eigenmächtig seine Strategie in ein risikoreicheres Profil abändern.

PRIVATE: Das nennt man «Style Drift»?

Baumann: Ja, denn der Hedge-Fund-Manager hält sich dann nicht an die mit dem Investor vereinbarten Abmachungen.

PRIVATE: Dann ist das Hedge-Fund-Geschäft eine reine Vertrauenssache?

Baumann: Ja, zu einem wesentlichen Teil basiert investieren auf Vertrauen – Vertrauen in Märkte, in Talente, in Instrumente und in adäquates Risikomanagement. Als Investor soll man nur in in Assetklassen und Strategien investieren, die in den wesentlichsten Zügen erklärbar und verständlich sind, und man darf sich nicht durch hohe Gewinne und Hochglanzbroschüren verleiten lassen. Heute setzen sich versierte Investoren mit diesen Fragestellungen allein schon aus Neugier aktiv auseinander und versuchen damit, durch Wissensaufbau ihr eigenes Vertrauen in diese attraktiven Anlagen zu erhöhen.

PRIVATE: Wie sieht denn die ideale Investmentstrategie aus?

Baumann: Die UBP hat gegenwärtig über 40% der ihr anvertrauten Privatvermögen in Hedge Funds investiert, während einzelne andere Banken überhaupt nicht in diesem Geschäft aktiv sind. Jeder soll in Instrumente investieren, die er versteht. Ökonometrische Modelle zeigen, dass die optimale Beimischung von Hedge Funds, je nach Aufbau des traditionellen Portfolios, zwischen 25 und 35% liegt. Allerdings muss hier noch nach dem Risikoprofil differenziert werden. Unser «Basisszenario» liegt bei 15%, um überhaupt eine Wirkung im Portfolio erzielen zu können. Hier gilt es, erste Erfahrungen im Anlageprozess zu sammeln. Im «Expertenszenario» liegt die

Spannweite zwischen 15 und 40%. Hier wissen die Investoren Bescheid über die Anlageinstrumente und Techniken. Sobald das Investment über 40% beträgt, liegt eine gewollte Übergewichtung vor. Hier braucht es dann ganz spezifisches Expertenwissen.

PRIVATE: Nach welchen Kriterien wählen Sie Ihre Hedge-Fund-Manager aus?

Baumann: Bei uns ist das Funds-of-Funds-Geschäft zentral. Dieses besteht aus der Selektion, aus der Portfolio-konstruktion, aus dem Risikomanagement und aus dem Monitoring, also der Überwachung und Kontrolle. Ähnlich wie Analysten oder Portfoliomanager gehen wir sehr diszipliniert vor: Dabei geht es in erster Linie darum, Fehlerquellen zu minimieren. Man identifiziert und reduziert Verlustquellen. Aber Ertragspotential lässt sich nur mit einem gewissen Risikoprofil erzielen.

PRIVATE: Und wie sieht das erwartete Ertragspotential aus?

Baumann: Das Ertragspotential ergibt sich aus einem bestimmten Markt mit einer bestimmten Strategie und einem talentierten Manager, der sich in bestimmten Techniken auskennt. Wir investieren sehr viel Zeit in die Due Dilligence, d.h. die Vorabklärungsphase, in der wir die Eigenschaften, die Fähigkeiten, die Strategie, die Techniken und das Geschäftsmodell sowie die Überlebenschancen jedes einzelnen Hedge-Fund-Managers sorgfältig prüfen. Dabei geht es um qualitative und quantitative Faktoren. Wir prüfen dies im Laufe des Investitionsprozesses mehrfach und plazieren zuerst eine Anfangsinvestition, welche wir erst mit der Zeit hochfahren.

PRIVATE: Und wenn das Investment plaziert ist?

Baumann: Dann fängt das sogenannte Monitoring, die kontinuierliche Überwachung und Kontrolle, an.

PRIVATE: Die Zürcher Hochschule Winterthur hat die «Hedge Gate»-Initiative gestartet. Wird dies die Transparenz und Vergleichbarkeit der Hedge Funds erhöhen?

Baumann: Ein englisches Sprichwort lautet: «Choice is the luxury of the in-

formed.» Nur wer sich richtig informiert, kann auch richtig entscheiden. Die Initiative von Prof. Peter Meier von der Zürcher Hochschule Winterthur und den involvierten Asset-Management-Firmen ist ausgezeichnet und konzentriert sich auf die 180 bis 200 von der Eidgenössischen Bankenkommission zugelassenen Instrumente. Wir von der Swiss Capital Group steuern dazu Informationen über sieben Anlagevehikel bei. Das ist aber bloss ein Bruchteil der über 600 in der Schweiz eingesetzten Instrumente, die sich nicht der EBK-Aufsicht unterstellt haben.

PRIVATE: Kritiker bemängeln die hohen Hedge-Fund-Gebühren.

Baumann: Regulierung und Produktion sind nicht gratis. Sie kosten und belasten die Gebührenstruktur. Professionelles Asset Management ist teuer; aber wer zu teuer produziert, der fällt aus dem Markt.

PRIVATE: Ist die Unterstellung der Hedge Funds unter EBK-Aufsicht oder andere Regulierung freiwillig?

Baumann: Hier gilt es zu unterscheiden zwischen dem diversifizierten Funds-of-Funds-Geschäft und dem Single-Hedge-Funds-Geschäft. Letzteres ist weltweit keiner stringenten Regulierung unterstellt. Dennoch braucht es Experten, die solche Single Hedge Funds laufend überprüfen. Das sind sogenannte Funds-of-Funds-Manager. Der Regulator überprüft übrigens nicht die Performance, sondern die Manager und die Prozesse und kümmert sich um den Anlegerschutz. Die Performance wird ausschliesslich von den Experten des Fund-of-Funds-Managers überprüft. Bei Funds of Funds handelt es sich um Manager-Pools. Damit wird dem Anleger eine Auswahl von sich ergänzenden Hedge-Fund-Managern zur Verfügung gestellt. Grundsätzlich gilt jedoch, dass alle Instrumente die im öffentlichen Vertrieb dem Anlegerpublikum angeboten werden, einer stringenten Regulierung unterliegen. Privatplazierungen erfahren demgegenüber wesentliche Erleichterungen und werden deshalb auch folgerichtig «privat» plaziert, was für viele Hedge-Fund-Manager auch vorteilhaft ist, da sie gar keinen breiten Anlegerkreis wünschen. ●