

Risiken systematisch betrachten

Anlagerisiken von Hedge funds im Vergleich zu Aktien – Diversifikation empfohlen



Von Maurus Bossi

Die beiden grossen Hedge-fund-Zusammenbrüche in den letzten Monaten – Mother Rock und Amaranth – haben Hedge funds und ihre Anlagerisiken erneut ins Blickfeld gerückt. Von besonderem Interesse und allenfalls brisant ist in diesen beiden Fällen der Umstand, dass auch die grössten und bekanntesten Hedge-fund-Investoren und -Berater teils massive Anlageverluste erlitten haben. Dies lässt die Diskussion über Risiken von Hedge funds und insbesondere deren Beurteilung wieder aufleben.

Werden die Risiken von Hedge funds richtig verstanden und objektiv beurteilt? Oder liegen die Wahrnehmung der Anleger und die realen Risiken weit auseinander? Wie sind verschiedene Hedge-fund-Unfälle (Blow-ups) zu werten, und wie können sie allenfalls vermieden werden? Zunächst gilt es festzuhalten, dass die Risikowahrnehmung des Menschen erheblich vom Wissensstand, vom Grad der Betroffenheit und von der aktuellen Nachrichtlage beeinflusst wird.

Ein Mensch nimmt Ereignisse in Themengebieten, die ihm wenig vertraut sind, ihn aber auf irgendeine Weise betreffen, besonders wahr. Wird ein solches Ereignis auch noch häufig mediatisiert, wird es von den betroffenen Personen überbewertet. Häufig sind nur negative Ereignisse nachrichtenwürdig; was Hedge funds betrifft, ist dies nicht anders. Hedge-fund-Unfälle sind Nachrichtenrenner. In Kombination mit oft wenig Wissen und weil Anlagegeschäfte viele Leute betreffen, tragen solche Nachrichten dazu bei, dass Hedge funds als überdurchschnittlich risikant wahrgenommen werden.

Gründe für Hedge-fund-Unfälle

Die beste Möglichkeit, die individuelle Risikowahrnehmung zu objektivieren, ist, das Risikoverständnis zu fördern. Dazu ist eine genaue Betrachtung der Risiken von Hedge funds – gemeint sind Fonds, die Direktanlagen eingehen, also nicht Funds of hedge funds – nötig. Doch was ist ein Hedge fund? Im Prinzip sind es wenig regulierte Anlageunternehmen (Fonds), geführt von Anlageberatern. Es sind junge (Start-ups) und kleine Gesellschaften, die durch Fonds eine wenig regulierte und sehr freie Anlagertätigkeit ausüben. Sie kombinieren ein erhöhtes Geschäfts- mit einem komplexen Anlagerisiko. Auf dieser Basis gibt es drei negative Risikobereiche, die die Ursache von Hedge-fund-Unfällen sind. Es sind dies das unternehmensspezifische Risiko, das Risiko unethischen Verhaltens und das Anlagerisiko. Jedes dieser Risiken kann einzeln oder in Kombination auftreten und zu einem signifikanten Verlust des Hedge fund führen. Jedes ist aber anders zu bewerten, und jedem ist unterschiedlich zu begegnen.

Um das Verständnis dieser Risiken et-

was zu erleichtern, wird eine Hedge-fund-Anlage mit der Aktie eines Blue-chip-Unternehmens, hier des Pharmakonzerns Roche (vgl. Tabelle), verglichen. Erstens ist das unternehmensspezifische Risiko zu nennen. Dies ist das individuelle Geschäftsrisiko jedes einzelnen Unternehmens; es könnte auch Konkursrisiko heissen. Das grösste unternehmensspezifische Risiko von Roche, wie von anderen etablierten Grosskonzernen, liegt wohl auf der strategischen Ebene, das heisst in potenziell falschen langfristig orientierten Unternehmensentscheidungen. Alle anderen möglichen Risiken organisatorischer, operationeller und prozessualer Art sind relativ gering. Das unternehmensspezifische Risiko ist deshalb für Aktien fast aller gesunder Grossunternehmen für den Anleger von untergeordneter Bedeutung. Nicht von ungefähr werden diese Aktien als Blue chips bezeichnet.

Kleinunternehmen Hedge fund

Das unternehmensspezifische Risiko eines Hedge fund ist erheblich. Hedge funds sind typischerweise Klein- bis Kleinunternehmen mit einer kurzen Lebensdauer (meist unter fünf Jahren) und wenig Personal (ein bis tausend Mitarbeiter). Von den weltweit bis zu 8000 Hedge funds verwalten die 300 grössten etwa 80% der Hedge-fund-Vermögen. Neben der Anlageherausforderung, etwa in jedem Marktumfeld eine absolute Rendite zu liefern, gehört es zu den Herausforderungen der Hedge funds, das Unternehmen (Organisation) erfolgreich zu führen, genau wie für ein Start-up. Es lässt sich beobachten, dass das Handelstalent eines Managers nicht ohne weiteres mit unternehmerischem Können einhergeht. Das muss aber noch nicht heissen, dass Anleger deswegen ihr Geld verlieren.

Als weiteres Risiko kommt unethisches Verhalten in Frage, also das Risiko von Kursmanipulationen, Betrug oder Diebstahl. Diese Gefahr ist hauptsächlich an Personen geknüpft. Davor sind auch die grossen kotierten Gesellschaften nicht ge-

feit, und wie etwa Enron zeigt, kann sich entsprechendes Verhalten dramatisch auf den Aktienkurs auswirken. Insgesamt wird dieses Risiko durch regulatorische und betriebliche Massnahmen sowie durch die Kontrolle von Medien und Analysten bedeutend reduziert. Es kann daher für Blue-chip-Unternehmen als eher gering eingestuft werden.

Betrug infolge von Problemen

Anders sieht es bei Hedge funds aus. Hier ist das Risiko unethischen Verhaltens auf Grund der oft personenbezogenen Organisation – der Hedge-fund-Manager steht im Vordergrund – deutlich grösser. Fälle, in denen unethisches Verhalten vorkam, endeten meistens mit sehr hohen Verlusten der Anleger. Nur sehr selten jedoch wird ein Betrugsfall mit Vorsatz aufgebaut. Häufig ist Betrug das Ergebnis unternehmerischer Probleme, die der Manager mit unehrenhaften Handlungen zu lösen versucht, oder er täuscht die Anleger im eigenen Interesse. Das Risiko unethischen Verhaltens ist am schwierigsten zu beurteilen, tritt nicht sehr oft auf, erzielt aber die grösste Medienwirkung.

Es bleibt das Anlagerisiko, gemessen an der Volatilität einer Anlage. Hier fällt der Vergleich von Blue-chip-Aktie und Hedge fund nicht so eindeutig aus. Entgegen der Intuition weisen Blue-chip-Aktien, wie jedes Aktienezelengagement, erhebliche Anlagerisiken auf. Im Beispiel der Roche-Titel, die eher als konservativ gelten, belief sich die Volatilität in den letzten fünf Jahren auf durchschnittlich 20,4% p. a.; der grösste Kursrückschlag betrug –42% im Jahr 2001. Die Volatilität des Schweizer Aktienmarkts lag in derselben Periode bei 14,4% p. a. Aus Sicht des Investors waren Roche also keineswegs eine konservative Anlage. Im Hedge-fund-Kontext, wo die Volatilität beispielsweise des HFRX-Global-Hedge-Fund-Gesamtindex in derselben Zeit 3,8% erreichte, wäre ein Rückschlag von –42% ein schlimmer Blow-up gewesen.

Hedge funds weniger volatil

Das Anlagerisiko eines Hedge-fund-Engagements ist von der Anlagestrategie abhängig. Es ist wegen der Anlagetätigkeit, der Heterogenität und der Vielfalt der Strategien von besonderem Interesse und liegt, gemessen an der Volatilität, zum grössten Teil zwischen 2 und 15% p. a. und damit deutlich unter demjenigen des Blue-chip-Investments. Vor allem aber sind die Eigenschaften von Hedge funds in Bezug auf die Diversifikation sehr interessant. Richtig eingesetzt, erlauben sie eine deutliche Verbesserung des Risiko-Ertrags-Profiles des Gesamtportfolios. Es gibt jedoch zwei wesentliche Eigenschaften von Hedge funds, die einen Grossteil ihrer Anlagerisiken ausmachen: die weit verbreitete Illiquidität der Anlagen und die zunehmende Kreditaufnahme (Leverage), um höheren Ertrag zu erzielen. Illiquidität und Leverage können eine explosive Mischung ergeben und sind, meist in Kombination mit unternehmensspezifischen Risiken oder unethischem Verhalten, eine der Hauptursachen vieler Blow-ups.

Ein weiteres, bedeutendes Risiko wurde bisher nicht angesprochen, nämlich das Denken und Verhalten des Investors oder des Hedge-fund-Managers selbst. Viele Hedge-fund-Ausfälle waren die Folge unrealistischer Erwartungen und des Fehlens von Verständnis für den Zusammenhang von Ertrag und Risiko. Weit verbreitet ist die Erwartung hoher Erträge in Verbindung mit der Vernachlässigung der Anlagerisiken. Es gibt zwei sehr unspektakuläre Möglichkeiten, mit Risiken umzugehen. Erstens: Risiken gilt es zu verstehen. Zweitens: Risiken müssen diversifiziert werden. Beides erfordert Erfahrung und Fachwissen, die Anleger einkaufen können, zum Beispiel indem sie in einen Fund of hedge funds investieren. Für jede Art von Investment ist es jedoch hilfreich, zuerst nach den Risiken zu fragen und erst danach den potenziellen Ertrag zu beurteilen. Denn kein Zusatzterrag über dem risikofreien Zins kommt ohne Zusatzrisiko – eine Tatsache, die man nicht oft genug betonen kann.

Maurus Bossi, CEO und Mitbegründer der AlphaSwiss Group

| Risikovergleich | | |
|-------------------------------|---|---|
| | Blue chips (z. B. Roche) | Hedge funds |
| Anlagerisiko | Hoch. Vor allem spezifische Risiken. Volatilität deutlich höher als Aktienmarkt. | Sehr tief bis sehr hoch. Abhängig von der Anlagestrategie. |
| Unternehmensrisiko | Tief. Grosse Unternehmen, breit abgedeckt, stark reguliert und beobachtet. | Hoch. Kleinunternehmen/Start-ups, stark spezialisiert, wenig reguliert, weitgehend unbeobachtet. |
| Risiko unethischen Verhaltens | Tief. Breit gestreute, personenbezogene Risiken, hauptsächlich im Top-Management. Auswirkungen unethischen Verhaltens selten gross. | Mittel. Auf wenige Personen bezogene Risiken. Wenn etwas passiert, dann mit grossen Auswirkungen. |

Quelle: AlphaSwiss