

Steiniger Weg zur Transparenz – und dann?

Managed Accounts für Hedge Funds – Welche Schritte sind nötig, und wie soll mit den aufwendig hergestellten Risikokennzahlen umgegangen werden?

CLAUS HUBER

Hedge Funds stehen nach wie vor auf der Agenda zahlreicher Investoren. Nach der enttäuschenden Performance im Jahr 2008 und Betrugsfällen wie dem von Bernard Madoff sehen sich Hedge Funds mit deutlich höheren Ansprüchen an die Transparenz ihrer Anlagestrategien konfrontiert. Gekoppelt an den Transparenzanspruch ist oft der Wunsch nach Schutz vor Betrug durch den mandatierten Hedge Fund und die Trennung des investierten Kapitals von seinem übrigen verwalteten Vermögen.

Nicht weniger wichtig ist für den Investor zu verstehen, welche Handelsstrategie der Hedge Fund anwendet und welche Risiken dabei eingegangen werden. Das ist entscheidend, um den Risikobeitrag der Hedge-Fund-Anlage zum Risiko des Gesamtportfolios bestimmen zu können. Eine häufig gewählte Art der Kooperation zwischen Investor und Hedge Fund, die diesen Anforderungen entsprechen kann, ist der Managed Account.

Die Selektion

Eine wichtige Entscheidung beim Aufbau eines Managed Account ist die Wahl des Anbieters der Plattform. Dabei handelt es sich in der Regel um eine internetbasierte Software, die Risikokennzahlen wie zum Beispiel Aktien- und Zinssensitivitäten, Value at Risk und Stresstests berechnet.

Ein Vorteil grosser Anbieter ist das breite Spektrum der abgedeckten Finanzinstrumente. Auf der anderen Seite stellt sich jedoch manchmal heraus, dass kleine Anbieter von Plattformen für Managed Accounts deutlich flexibler als grosse Anbieter etablierter Systeme in der Umsetzung von Kundenwünschen agieren. Dazu gehören beispielsweise der schnellere und kostengünstigere Einbau von neuen und komplexen Finanzinstrumenten sowie die Anpassung an die IT-Infrastruktur des Investors.

Einfache Instrumente, wie etwa Aktien, werden von allen Anbietern in ausreichendem Umfang abgedeckt. Grössere Unterschiede gibt es dagegen bei komplexeren Instrumenten wie Derivaten, zu deren Risikomodellierung finanzmathematische Modelle nötig sind. Da keine zwei Marktteilnehmer (zum Beispiel Hedge Fund und Anbieter der Managed-Account-Plattform) die exakt gleiche Modellierungsmethodik verwenden, wird es Diskrepanzen zwischen den Risikokennzahlen geben, die mit unterschiedlichen Modellen berechnet wurden. Das

Ziel ist dabei nicht, exakte Gleichheit der Kennzahlen herzustellen, sondern einen zufriedenstellenden Grad der Übereinstimmung zwischen den unterschiedlichen Modellen zu erreichen und zu verstehen, worin die Diskrepanzen begründet sind. So sollte das eine Modell keine starke Reduktion der Zinssensitivität anzeigen, wenn das andere Modell genau das Gegenteil anzeigt.

Zusätzlich ist darauf zu achten, dass nicht nur finanzmathematische Modelle für die Risikomodellierung auf der Plattform zur Verfügung stehen, sondern dass auch die dazugehörigen historischen Datensätze vorhanden sind. So ist der Nutzen einer umfangreichen Bibliothek zu Preisen von Inflationsderivaten nicht sehr hoch, wenn nicht auch die für die Modellierung notwendigen historischen Daten vorhanden sind und auch weiterhin gepflegt werden können.

Ein wichtiger Punkt ist die Behandlung von Handelspositionen, für die keine beziehungsweise nicht ausreichende finanzmathematische Modelle oder Datenhistorien existieren. Dann ist es unmöglich, diese Positionen in den Risikobericht einzubeziehen. Es ist somit in der Regel für den Investor sehr schwer, das Risiko dieser Instrumente ohne detaillierte Kenntnis abzuschätzen. Gerade in turbulenten Zeiten können derartige «Blind Spots» für unangenehme Überraschungen sorgen.

Das Informationsspektrum

Nachdem die Risikokennzahlen mit viel Aufwand hergestellt worden sind, stellt sich die Frage, wie sie verwendet werden. Auf den ersten Blick ist nicht immer ersichtlich, dass dies eine schwer zu beantwortende Frage ist.

Das Spektrum reicht von «Nice to Know», wobei sich der Investor ein Bild der augenblicklichen Positionierung des Hedge Fund macht, bis hin zur vollständigen Integration der Risikokennzahlen in das hauseigene Risikomanagementsystem. Im Sinne der Verwendung der erreichten Transparenz könnten regelmässige Diskussionen zwischen Hedge Fund und Investor auf Basis des Risikoberichts, zum Beispiel in wöchentlichen Risk Calls, dienen.

Die Institutionalisierung eines derartigen Risk Call hat zur Folge, dass sich der Investor und auch der Hedge Fund intensiv mit dem Risikobericht auseinandersetzen muss, um ihn auf der einen Seite zu verstehen und ihn in den Kontext der anderen Eigenanlagen zu bringen und auf der anderen Seite im Detail erläutern zu können.

Bei vollständiger Integration könnten die Risiken der Hedge-Fund-Investition, wie etwa Aktien- oder Zinssensitivitäten, mit den entsprechenden Risikokennzahlen des restlichen Portfolios des Anlegers aggregiert werden. Damit erhält man das Risikoprofil des gesamten Portfolios und hat die Marktrisiken des Hedge Fund internalisiert.

Für die vollständige Integration spricht, dass man mit der erreichten Transparenz nun auch aktives Risikomanagement des Hedge Fund im Kontext der anderen Investitionen betreiben kann. Dazu könnte beispielsweise gehören, unerwünschtes direktionales Aktienexposure eines Hedge Fund mithilfe von Absicherungsgeschäften zu reduzieren.

Wichtiges Hilfsmittel

Allerdings muss man sich dann die Frage stellen, wozu man dem Hedge-Fund-Manager Gebühren bezahlt, wenn der Investor letztendlich das Hedging einzelner Exposures wiederum selbst übernimmt. Üblicherweise ist die Bestimmung der relevanten Risiken des Hedge Fund im Kontext des Gesamtportfolios des Investors das Ergebnis der Hedge-Fund-Selektion in einem vorgelagerten Schritt, auf den viele Ressourcen verwendet werden.

Ein weiterer Punkt bei der Integration eines Hedge-Fund-Mandats in das hauseigene Risikomanagementsystem betrifft die Compliance. Sollte zum Beispiel das direktionale Aktienexposure des Hedge Fund in den wöchentlichen Risikobericht übernommen und vor einer grösseren Gruppe von Personen, darunter auch dem Head of Equity Trading, diskutiert werden, könnten Interessenkonflikte auftreten. Der Aktieneigenhandel könnte entweder den Hedge Fund kopieren oder entgegengesetzte Positionen aufbauen.

Managed Accounts für Hedge Funds sind ein wichtiges Hilfsmittel zur Realisierung des Wunsches nach mehr Transparenz. Auf dem Weg zu einem voll funktionsfähigen Managed Account für Hedge Funds gilt es allerdings zahlreiche Hindernisse zu überwinden.

Ebenso sollte sich der Investor darüber im Klaren sein, was mit der angestrebten Transparenz geschehen soll. Das Spektrum reicht hier von einem rein informativen zusätzlichen Risikobericht bis hin zur vollständigen Integration des Hedge Fund in das hauseigene Risikomanagementsystem inklusive eines aktiven Risikomanagements.

Dr. Claus Huber, Rodex Risk Advisers,
Wilen bei Wollerau