

# Stresstest für quantitative Anlagestrategien

Weshalb marktneutrale Hedge Funds im August derart schwankten – Modelle haben funktioniert – Reaktion auf Verluste unterschiedlich

Von Alexander Ineichen

Die «Titanic» galt als unsinkbar und sicher. Einer der Gründe für das Vertrauen in die technische Meisterleistung war die neuartige Baukonstruktion. Der Rumpf des Schiffs war in sechzehn längs angeordnete Kammern unterteilt. Im Fall eines Zusammenstosses, zum Beispiel mit einem Eisberg, würde nur eine Kammer beschädigt, und nur eine oder maximal zwei Kammern würden mit Wasser überflutet werden. Sinken würde die «Titanic», wenn mindestens vier Kammern überflutet würden. Die Möglichkeit, dass vier Kammern gleichzeitig überflutet werden, galt als undenkbar.

## Gefahren lauern

An den Finanzmärkten gibt es ähnliche Phänomene, bei denen das Investorenvertrauen in einen Trend oder in eine Strategie über Jahre gestärkt wird. Es ist leicht, die Zukunft zu prognostizieren, indem man die Vergangenheit in die

Zukunft extrapoliert. Dies ist aber auch gefährlich. Es verhält sich wie mit einer Autofahrt ohne Unfall: Sie ist erfreulich, bedeutet aber nicht, dass nicht ein Unfall hätte passieren können oder dass in der Zukunft nicht ein Unfall passieren kann. Der scharfzüngige Lord Bauer, Professor der Ökonomie und Wirtschaftsberater von Margaret Thatcher, brachte es auf den Punkt: «A safe investment is an investment whose dangers are not at that moment apparent.»

Diese Aussage trifft es für quantitativ orientierte Aktien-Long-Short-Strategien genau. Bis vor kurzem erzielte diese Strategie eine langfristige jährliche Rendite von 8,9% mit einer Volatilität von 3% und einem sogenannten maximalen Drawdown (grösster in der Vergangenheit angefallener Verlust) von nur 2,7%. Dies entspricht einer aktienähnlichen Rendite mit einem Risikoprofil, das deutlich konservativer ist als das eines Obligationenportfolios. Es erstaunt nicht, dass solche attraktive Kennzahlen Investoren in Scharen anlockten.

In der Vermögensverwaltungsindustrie wird es zunehmend wichtig, diesen maximalen Drawdown zu kontrollieren. Der allgemeine Trend zugunsten von Hedge Funds bedeutet die Abkehr vom (veralteten) Ansatz, wonach es für einen aktiven Vermögensverwalter eine Benchmark zu schlagen gilt. Stattdessen erhält der Manager ein flexibleres Mandat, das es ihm erlaubt, in guten Zeiten das Vermögen zu vermehren und in schwierigen Zeiten das Verlustrisiko zu kontrollieren.

## Einstiegspunkt zählt

Die langfristige Rendite des Swiss Market Index (SMI) ist vergleichbar mit derjenigen einer marktneutralen Strategie. Der maximale Drawdown ist aber viel grösser (vgl. Grafik). Für eine Buy-and-Hold-, risikokontrollierte Strategie beträgt er rund 50%; der Index hat sich zwischen Juli 1998 und März 2003 halbiert. Daraus folgt, dass bei Investmentstilen mit hoher Volatilität und sehr hohem Drawdown das Einstiegdatum von grosser Bedeutung ist. Die annualisierte Rendite des SMI von Ende Juli 1998 bis Ende August 2007 beläuft sich zum Beispiel auf nur 0,8%. Die annualisierte Rendite eines marktneutralen Portfolios gemessen am HFRI Equity Market Neutral Index betrug im selben Zeitraum 6,1%.

Die Ironie der ganzen Hedge-Funds-Erfolgsgeschichte ist, dass die Nachfrage nach konservativen Anlagestilen dann am grössten ist, wenn es zu spät ist. Die Hedge-Funds-Branche verzeichnete in den letzten sieben bis acht Jahren ein ausgesprochen hohes Wachstum. Ohne den Baissemarkt von 2000 bis 2002 hätte die Branche niemals 2000 Mrd. \$ einsammeln können. Es scheint, als gelte die Maxime «learning by doing» (oder, wie es Benjamin Franklin formulierte, «experience is a dear teacher»).

Diese Maxime gilt vermutlich für die meisten Investoren und seit kurzem nun auch für Manager von quantitativ basierten Aktienstrategien. Die Ursprünge dieser Strategie finden sich im sogenannten Pair Trading der Achtziger- und Neunzigerjahre. In dieser Periode wurden solche Strategien von Investmentbanken erforscht und getestet. Anleger konnten sich also nicht direkt in solchen Strategien engagieren, sondern nur indirekt, nämlich über den Kauf von Bankaktien. Um 1998 wanderte ein Teil dieses Risiko- und Humankapitals in die Hedge-Funds-Branche ab, seither ist die Strategie den Investoren zugänglich.

## Risiko kontrollieren

Die Idee des Pair Trading ist einfach. Im Idealfall sucht man eine Preisdiskrepanz zwischen zwei Aktien, die aus ökonomischer Sicht identisch sind. Diese zwei Aktien haben den gleichen Anspruch auf Unternehmensgewinn. Ein Beispiel aus vergangenen Zeiten ist die Diskrepanz zwischen zwei Titeln desselben Unternehmens mit unterschiedlichem Nennwert. Wenn der eine teurer war als der andere, lohnte es sich, den teureren leer zu verkaufen und den vernachlässigten, billigeren zu kaufen. Weil beide am Gewinn beteiligt sind, ist anzunehmen, dass sie früher oder später zum gleichen Preis bewertet werden. Dabei waren die Risiken zum Aktienmarkt, zum Sektor und sogar zum Unternehmen selbst begrenzt. Durch den Kauf und Verkauf von Aktien hoben sich die genannten Risiken gegenseitig auf (Vorsicht: Unter Hedge Fund versteht man heute einen Fonds, bei dem nicht alle, sondern nur bestimmte Risiken abgesichert sind).

Mit der erhöhten Effizienz an den Aktienmärkten wurde die Idee des Pair Trading ausgeweitet. Statt zwei identischen Wertpapieren wurden nun zwei von «ähnlichen» Unternehmen gesucht, zum Beispiel im selben Sektor mit ähnlicher Marktkapitalisierung. Wird der eine Titel gekauft und der andere verkauft, sind Aktienmarkt- und Sektorrisiko ebenfalls kontrolliert. Der Erfolg ist allein davon abhängig, ob es gelingt, die attraktivere Aktie von der weniger attraktiven zu unterscheiden. Das ist auch der Grund, weshalb man im Zusammenhang mit Hedge

Funds oft von Alpha spricht. Alpha gilt allgemein als die Renditekomponente, die nicht durch Zufall, sondern durch das individuelle Research und Geschick des Managers zustande kommt. Die Vorhersage von Schwankungen im Aktienmarkt gilt oft als Zufall. Eines der Merkmale der sogenannten Absolute-Return-Philosophie von Hedge Funds und all den anderen gewinnorientierten Anlegern ist, dass es die Risiken, die vom Zufall (Glück und Pech) abhängen, zu kontrollieren gilt.

Erhöhte Effizienz und grösseres Volumen an den Finanzmärkten und vor allem die enorme Computerleistungssteigerung sowohl hard- als auch softwareseitig führten im Zeitablauf dazu, dass diese Anlagestrategien immer «quantitativer» (Quant-Strategie) wurden. Das Research umfasste nicht nur die Suche nach Faktoren, die auf eine Marktanomalie hindeuteten, sondern auch die Suche nach Ansätzen, wie man grosse Portfolios von Käufen und Leerverkäufen effizient umsetzen kann.

## Auf beiden Seiten verloren

Der Auslöser dafür war die Krise am Markt für verbriefte US-Hypotheken mit niedriger Bonität, im sogenannten Subprime-Segment. Bis Mai sah es noch so aus, als wäre diese Krise eine isolierte Angelegenheit in einem Nischenmarkt der global sehr vielfältigen Wertpapierindustrie. Dem war nicht so. Die Krise schwappte auf andere Märkte über. Es entstand eine Kreditknappheit (Credit Crunch). Diese löste eine Flucht in Wertpapiere mit höherer Bonität aus, mit der Folge, dass die Aktienmärkte verloren und die Liquidität austrocknete, bis schliesslich die Zentralbanken zu Hilfe eilten und Liquidität in den Markt schossen. Die Gemüter beruhigten sich. Für die Quant-Manager von Bedeutung war einerseits der rasante Anstieg der Volatilität und andererseits der Sachverhalt, dass der Wert der Long-Positionen fiel, während die Short-Positionen massiv zulegten.

Der Anstieg der Volatilität an den Aktienmärkten löste eine Art Kettenreaktion aus. Die Zunahme der Volatilität (und der Korrelation verschiedener Faktoren und Anlagen) hatte zur Folge, dass bei vielen Investoren, die mit quantitativen Risikomanagementmodellen operieren, Risikolimiten überschritten wurden. Einige von ihnen entschieden sich daraufhin, die Risiken zu verringern. Diese Risikoreduktion durch einige wenige Marktteilnehmer darf als Panik interpretiert werden. Unter normalen Umständen wird die Reduktion des eigenen Wertschriftenbestands der Marktliquidität angepasst. Um die Transaktionskosten niedrig zu halten, achtet der Anleger darauf, dass die Kurse nicht allzu sehr zu seinen Ungunsten beeinflusst werden.

Bei einigen Hedge Funds kam es aus der Not zu Zwangsliquidationen, ungeachtet der Marktliquidität. Es gilt hinzu-zufügen, dass viele Wertpapiere im Kreditbereich gar keinen Markt hatten; dort herrschte ein Käuferstreik. Konkret wurden Long-Positionen panikartig verkauft

und Short-Positionen zurückgekauft. Die Aktienmärkte waren verhältnismässig liquid. Das ist mit ein Grund, warum Zwangsliquidationen über den Aktienmarkt abgewickelt wurden.

Es war allen Marktteilnehmern schnell bewusst, dass nicht etwa die quantitativen Modelle falsch waren, sondern dass es sich um ein technisches Marktphänomen handelte. Das heisst, an der ökonomischen Logik des Portfolios und den einzelnen Positionen hatte sich nichts geändert. Die Long-Positionen waren jetzt unterbewertete Aktien, die noch mehr unterbewertet waren, während die Short-Positionen aus überbewerteten Titeln bestanden, die noch stärker überbewertet waren. Das führte um den 10. August dazu, dass kapitalkräftige Anleger diese Markt-anomalie auszunutzen suchten und die massiv unterbewerteten Papiere kauften beziehungsweise die massiv überbewerteten verkauften. Dieser Eingriff glied einer Liquiditätsspritze. Die Long-Positionen schnellten hoch, die Short-Positionen fielen massiv. Nach einigen Tagen war alles ausgestanden, und Aktien waren fast wieder auf dem gleichen Niveau wie vor den Zwangsliquidationen.

Eine der Fehlüberlegungen bei der Konstruktion der «Titanic» war die Annahme, die Kammern seien unabhängig. Es kann gut sein, dass die Kammern sich als unabhängig herausgestellt hätten, wäre der Kapitän nicht unmittelbar vor dem Aufprall ein Ausweichmanöver gefahren. Durch das Wendemanöver riss der Eisberg die eine Seite des Schiffes auf. Mehrere der Kammern im Rumpf wurden überflutet. Hätte der Kapitän nicht im letzten Moment ein Ausweichmanöver eingeleitet, hätte das Schiff den Eisberg frontal gerammt, und nur eine oder zwei Kammern wären überflutet worden. Sein Fehler war der Versuch, dem Eisberg auszuweichen.

## Ausweichen war ein Fehler

Oft wird Handeln als beste Reaktion angesehen, um einer Katastrophe zu entgehen oder das Risiko zu kontrollieren. An den Finanzmärkten hat dies nicht immer Gültigkeit. Technische Marktanomalien korrigieren sich in der Regel innerhalb einiger weniger Tage. Es gilt also, die Nerven zu behalten und nicht überhastet auszuweichen. Die meisten Quant-Manager haben genau diesen Fehler nicht gemacht. Einige erhöhten sogar das Risiko um den Tiefpunkt, nach dem Motto «buy low, sell high», oder wie es N. M. Rothschild formulierte: «Buy when the canons are thundering and sell when the violins are playing.» Dies erforderte grosses Vertrauen in die Ingenieure der Modelle, also in die Bauweise des Portfolios. Der HFRI Market Neutral Index, der Quant-Renditen zeigt, hat im August etwas mehr als einen Prozentpunkt eingebüsst. Das lässt sich kaum als Katastrophe bezeichnen. Der Verlust war Ende September mehr als wettgemacht.

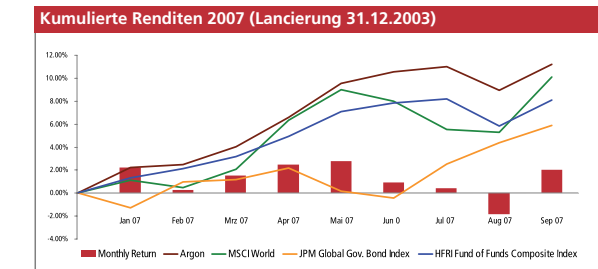
Alexander Ineichen ist Senior Investment Officer von Alternative Investment Solutions im UBS Global Asset Management.

# Argon Fund

(USD, EUR, CHF)\*

- YTD Performance 11.18% vs. 8.10% des HFRI Fund of Funds Composite Index.
- Diversifizierter Fund of Hedge Funds mit geringer Volatilität.
- Zugang zu den Blue-Chip Hedge Fund Managern ihrer Kategorie.
- Überdurchschnittliches Risiko-Rendite Profil gegenüber traditionellen und alternativen Anlagekategorien.
- Portfolio Management basierend auf innovativen quantitativen und qualitativen Methoden.

Return September 2007	Argon Fund (USD)	MSCI World Index	JPM Global Gov. Bond Index	HFRI FoF Composite Index
MTD	2.04%	4.61%	2.20%	2.12%
YTD	11.18%	10.11%	5.90%	8.10%



\* Die Fonds sind nach Guernsey Recht errichtet und besitzen die Vertriebsbewilligung der Eidgenössischen Bankenkommission (EBK) als «ausländische Fonds mit besonderem Risiko».



**ISPartners Investment Solutions AG**  
 Odeonhaus • Limmatquai 2 • 8001 Zurich  
 Tel: +41 43 888 73 47  
 info@ispartners.ch • www.ispartners.ch

ISPartners – Ihr Partner für alternative Anlagen.

