

G. Cici • A. Kempf • A. Puetz

## The valuation of hedge funds' equity positions

CFR working paper 10-15

In diesem Papier untersuchen wir, ob Hedgefonds die Aktienpositionen in ihrem Portfolio bewusst falsch bewerten. Gerade in jüngerer Vergangenheit haben verschiedene Betrugsfälle wie der von Bernard Madoff zu einem verstärkten Misstrauen gegenüber Hedgefonds geführt. Verschiedene Studien dokumentieren verdächtige Renditemuster bei Hedgefonds, die auf betrügerisches Verhalten hindeuten. So weisen Hedgefonds außergewöhnlich glatte Renditeverläufe auf, und man findet vergleichsweise wenige Renditen, die knapp unter null liegen. In den bisherigen Studien können die beobachteten Muster jedoch nicht eindeutig auf gezielte Manipulation durch Hedgefonds zurückgeführt werden, da durch Spielräume bei der Bewertung illiquider Positionen im Portfolio ebenfalls solche Muster entstehen können.

Um Probleme bei der Bewertung illiquider Wertpapiere zu reduzieren, untersuchen wir in unserer Studie die Bewertung von liquiden Aktienpositionen durch Hedgefonds. Diese müssen ihre Aktienpositionen quartalsweise an die SEC melden. Wir finden, dass etwa 7% aller Aktienpositionen im betrachteten Zeitraum falsch bewertet sind, d.h. Hedgefonds bewerten die Aktien zu einem anderen Preis als dem Marktpreis. Da Hedgefonds zur Bewertung dieser Positionen nicht nur auf vorhandene Marktpreise zurückgreifen können, sondern sogar dazu verpflichtet sind, deuten die beobachteten Fehlbewertungen auf eine bewusste Manipulation durch Hedgefonds hin.

Dieser Verdacht verstärkt sich angesichts unserer Beobachtung, dass die beobachteten Fehlbewertungen nicht zufällig auftreten: Hedgefonds, die ihre Aktienpositionen besonders intensiv oder besonders häufig falsch bewerten, weisen verstärkt die in früheren Studien dokumentierten verdächtigen Renditemuster auf. Sie berichten seltener kleine negative Renditen und ihre Renditen sind stärker geglättet als diejenigen von anderen Hedgefonds.

Außerdem beobachten wir, dass die Fehlbewertungen im Einklang mit den Anreizen der Hedgefonds auftreten. Erstens dokumentieren wir stärkere Fehlbewertungen bei Hedgefonds, die ihre Renditen offensiv bewerben und daher besonders auf gut aussehende Renditen angewiesen sind. Zweitens zeigen gerade diejenigen Hedgefonds besonders ausgeprägte Fehlbewertungen, bei denen die Gefahr der Entdeckung von Fehlbewertungen vergleichsweise gering ist, weil sie ihren Firmensitz in schwächer regulierten Offshore-Staaten haben. Drittens dokumentieren wir, dass die Fehlbewertungen auf das Ziel ausgerichtet sind, durch geglättete Renditen eine geringere Volatilität und somit eine höhere Sharpe-Ratio zu erzielen. Dazu werden Aktienpositionen nach Perioden mit schlechten Renditen überbewertet und nach guten Renditen unterbewertet.

All diese Ergebnisse deuten darauf hin, dass Hedgefonds ihre Aktienpositionen zu ihrem eigenen Nutzen falsch bewerten – ein beunruhigender Umstand sowohl für Anleger als auch für Regulatoren.