

130/30-Strategien: Nur eine neue Mode?



Von Dr. Christian Raubach
Geschäftsführender Teilhaber
Wegelin & Co. Privatbankiers

Was sind 130/30-Strategien?

Im vergangenen Jahr haben sogenannte 130/30-Strategien in der Fachpresse

viel Aufmerksamkeit erhalten. Diese Strategien werden vor allem bei institutionellen Investoren, zum Beispiel Pensionskassen oder Stiftungen, angewandt und haben seit kurzem über den luxemburgischen Ucits-III-Mantel den Weg zu Privatinvestoren gefunden. (Das Magazin für institutionelle Investoren IPE schätzt, dass ca. 20 Mrd. € in 130/30-Strategien verwaltet werden; IPE Special Edition 130/30 Strategies, Oct. 2007.) Ein guter Grund, sie genauer zu betrachten und festzuhalten, in welchen Situationen ihr Einsatz sinnvoll sein kann.

Eine 130/30-Strategie ist ein Aktienfonds mit einem 30% marktneutralen Hedge-Fund-Zusatz mit derselben

Grundstrategie. Als Paket soll diese 2 bis 3% Zusatzrendite zu einem herkömmlichen Aktienfonds erzielen. Es handelt sich dabei nicht, wie gelegentlich behauptet, um einen neuen Hedge-Fund-Typ, der eine absolute Rendite anstrebt. Denn wie der Name schon

sagt, hat eine 130/30-Strategie zwei Komponenten: Nebst einem permanenten Aktienexposure von 100% «long» (vollständig marktabhängig wie eine normale Aktieninvestition) gibt es eine zweite Komponente von 30% «long» und 30% «short» (vollständig marktunabhängig wie ein marktneutraler Hedge Fund). Beide Komponenten zusammen ergeben die Rendite der Strategie. Der 130/30-Ansatz verhält sich deshalb so, wie wenn ein Anleger für 100 Franken einen Aktienfonds zeichnet, mit 30 Franken einen Lombardkredit aufnimmt und diesen in einen marktneutralen Hedge Fund investiert. Sein gesamtes Exposure beträgt 160% brutto (= Exposure zu jeglichen Risiken) und 100% netto (Exposure zum Aktienmarkt). Abbildung 1 verdeutlicht die Zusammenhänge.

Was spricht für 130/30-Strategien?

Eine 130/30-Strategie ermöglicht es dem Anleger, auf elegante Art zwei unabhängige Renditequellen zu kombinieren und mit Leverage (60%) zu versehen. Würde er dies getrennt umsetzen, wären nicht nur der administrative Aufwand, sondern auch die Kosten für

Abbildung 1: Wie funktionieren 130/30-Strategien?

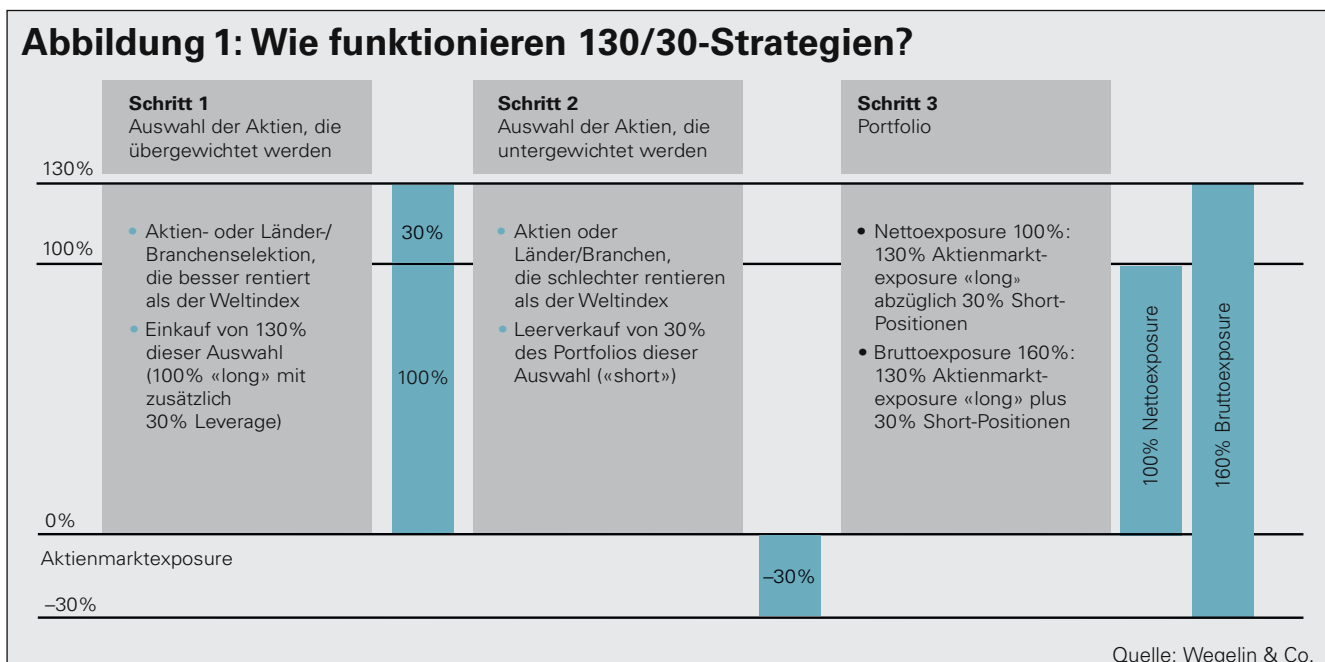
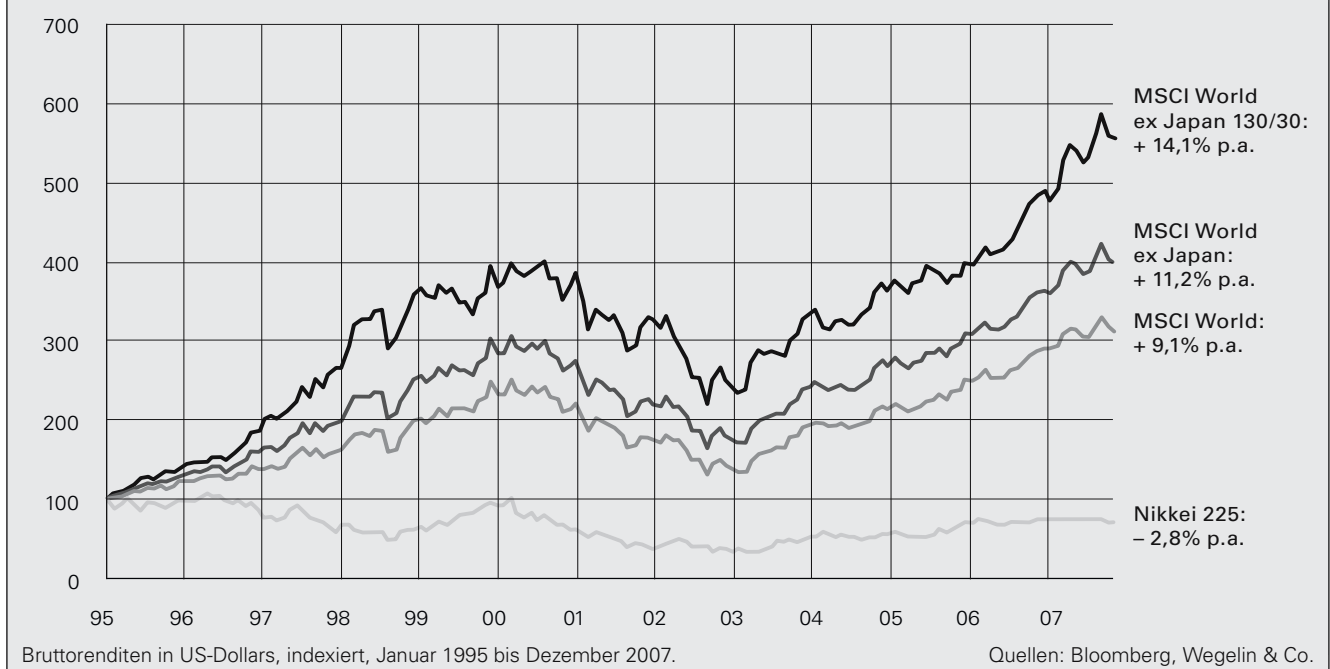


Abbildung 2: Untergewichtung Japan

Leverage und Abwicklung deutlich höher. Denn in einem 130/30-Fonds werden für Trading und Leverage Interbankkonditionen angewendet, welche Privatinvestoren nicht zur Verfügung stehen. Deshalb ist ein Kombiprodukt in diesem Fall nicht teurer, sondern günstiger als die getrennte Umsetzung. Des Weiteren wird der Leverage bei 130/30-Produkten nicht dazu benutzt, mehr Aktienrisiken einzugehen, da dies das Risiko linear erhöhen würde. Bei der 130/30-Variante steigt das Risiko jedoch unterproportional zur Ertragserhöhung, weil mit dem Leverage ein anderes Risiko, ein marktneutrales, eingegangen wird. Insgesamt bleibt das Marktexposure jedoch immer 100%. Deshalb schwankt eine 130/30-Strategie auch mit dem Markt. Ein klassischer Hedge Fund hingegen passt sein Nettoexposure dynamisch an, indem er versucht, Marktzyklen (hoffentlich korrekt) zu antizipieren und bei schlechtem Umfeld weniger Nettoexposure einzugehen.

Zusammenfassend ist deshalb für die Investoren folgendes festzuhalten: Wer ein Absolute-Return-Verhalten mit Aussicht auf positive Rendite in jedem Marktumfeld anstrebt, sollte einen «Long/short»-Hedge Fund kaufen. Wer jedoch einen klassischen Aktienfonds sucht, sollte eine 130/30-Variante in Betracht ziehen.

Nebst dem Vorteil des günstigen Leverage gibt es weitere Argumente, weshalb eine 130/30-Strategie einer «Long-only»-Strategie überlegen ist. Eine der grössten Einschränkungen für einen Aktienfondsmanager ist, dass er Aktien nicht leer verkaufen («short gehen») kann. Wie bedeutend diese Einschränkung ist, veranschaulicht ein Beispiel: Ein aktiver Fondsmanager, der ein globales Aktienmandat verwaltet und jedes Jahr versucht, den MSCI World zu schlagen, ist seit Mitte der 90er Jahre nicht der Meinung, dass der Reformstau in Japan in naher Zukunft gebrochen werden kann. Er beschliesst deshalb, ab 1995 sämtliche japanischen Aktien aus seinem Portfolio zu verkaufen. In der Tat liegt er richtig. Seit 1995 hat der Nikkei 225 eine negative Rendite von - 2,8% p.a. erzielt, während der MSCI World jährlich um 9,1% gestiegen ist. Seine Idee hat also theoretisch + 11,9% Alpha pro Jahr generiert. Das Problem ist jedoch, dass Japan nur ca. 15% des Weltindexes ausmacht. Die Untergewichtung hat deshalb nur 1,8% Überrendite erbracht ($11,9\% \times 15\% = 1,8\%$). Würde er einen 130/30-Fonds verwalten, hätte er Japan zusätzlich noch 30% leer verkaufen können, was seiner Idee ein grösseres Gewicht verliehen und eine jährliche Überrendite von 5,4% bewirkt hätte ($11,9\% \times 45\% = 5,4\%$). Abbildung 2

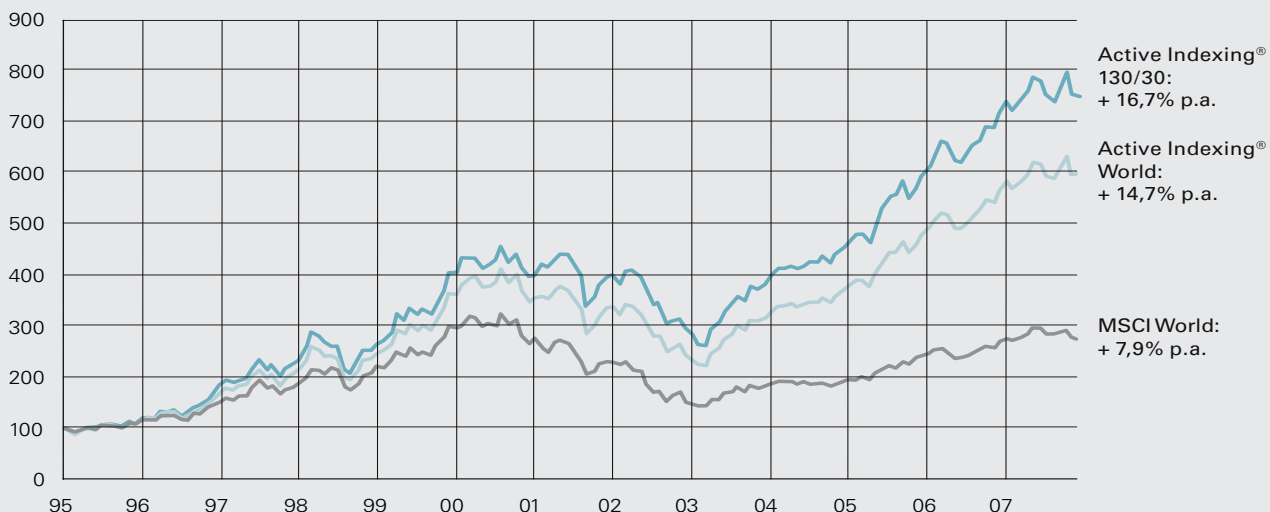
zeigt die Unterschiede in den Renditen konkret auf.

Wie haben sich 130/30-Strategien in der Praxis bewährt?

In vielen Zeitungen und Fachzeitschriften erscheinen dieser Tage Artikel, in welchen die Performance von verschiedenen 130/30-Strategien mit «Long-only»-Fonds verglichen und daraus Schlüsse gezogen werden. Die meisten Auswertungen sind jedoch irreführend, weil sie einen viel zu kurzen Betrachtungszeitraum nehmen und vergessen, dass Ideen im Assetmanagement, welche Überrenditen generieren sollen, nur über 3 bis 5 Jahre gemessen werden sollten. Wie wir gesehen haben, ermöglicht das 130/30-Konzept, der Meinung des Assetmanagers ein grösseres Gewicht zu verleihen. Wenn nun diese Ideen nicht funktionieren, wird der 130/30-Fonds immer schlechter rentieren als ein «Long-only»-Fonds. Dies war insbesondere in der zweiten Hälfte des Jahres 2007 zu beobachten, in der viele der sonst erfolgreichen Manager schlechter als ihre Benchmark abgeschnitten haben.

Für einen 130/30-Fonds sollte nur ein Manager ausgewählt werden, der über einen genügend langen und soliden Track Record im «Long-only»-Bereich verfügt. Einem Manager, der keine guten Ideen hat, verhilft auch das

Abbildung 3: Active Indexing® 130/30



Nettorenditen in CHF, indexiert, Januar 1995 bis Dezember 2007. *Active Indexing® 130/30*: 1/1995 bis 11/2001 Backtestingresultate in CHF; von 12/2001 bis 12/2007 bezieht sich die Nettorendite der «Long-only»-Komponente und von 12/2003 bis 12/2007 die Nettorendite der «Short»-Komponente auf ein repräsentatives, effektiv investiertes Portfolio. *Active Indexing® World*: 1/1995 bis 11/2001 Backtestingresultate in CHF; von 12/2001 bis 12/2007 Nettorendite eines repräsentativen, effektiv investierten Portfolios. Quellen: Bloomberg, Wegelin & Co.

130/30-Konzept nicht zum Erfolg. Zudem sollte der Manager Erfahrung im «Short Selling» haben, da dies ungleich anspruchsvoller ist. Denn dort sind Verluste von mehr als 100% möglich, und zusätzlich ist die Umsetzung operativ komplizierter, etwa durch die Überwachung von «Margin Calls». Bringt ein Manager diese Erfahrung mit, besteht eine realistische Chance auf zusätzliche Rendite. Beim Kauf eines 130/30-Fonds sollte sich der Anleger deshalb zuerst den Leistungsausweis im «Long-only»- und im «Long/

short»-Bereich zeigen lassen. Ist dieser solide, sollte die 130/30-Variante bei nur leicht erhöhtem Risiko 2 bis 3% Zusatzrendite erwirtschaften. Eine kürzlich von Cliffwater veröffentlichte Studie bestätigt dies. 130/30-Fonds haben im Schnitt 2,4% Überrendite erwirtschaftet (Is 130/30 working? Cliffwater LLC Investment Consulting Services, Marina Del Rey, CA, USA, Dec. 2007).

Wegelin Active Indexing® 130/30
Wegelin & Co. setzt die Aktienweltstrategie Active Indexing® World seit

2001 erfolgreich um. Die Überrendite nach sämtlichen Kosten beträgt 7,6% pro Jahr zum MSCI World. Seit 2003 verfügt das Wegelin Asset Management auch über umfangreiche Erfahrungen mit «Long/short»-Strategien. Die marktneutrale Active Indexing®-Strategie erzielte seit Lancierung eine Nettorendite von 8,8% p.a. Auf Anfrage einer britischen Pensionskasse wurde dieses Mandat Mitte 2007 in eine 130/30-Strategie erweitert. Abbildung 3 zeigt, wie das zusätzliche «Short»-Exposure genutzt werden kann, um die bestehenden Ideen von Länder- und Sektor-Über-/Untergewichtung weiter zu verstärken. Bei nur 1% höherer Volatilität (= Zusatzrisiko) kann eine Zusatzrendite von 3% erwirtschaftet werden.

Zusammenfassung

Das 130/30-Konzept offeriert einem talentierten Manager verbesserte Möglichkeiten, mit nur wenig zusätzlichem Risiko seinen Index stärker zu übertreffen. Institutionelle Investoren haben dies erkannt und sind seit geraumer Zeit in diese Strategien investiert. Privatinvestoren, welche sich in der Auswahl von erfolgreichen «Long-only»-Managern auskennen (Alpha, Beta, Tracking Error, Information Ratio), sollten deshalb deren 130/30-Strategien in die enge Auswahl nehmen.

Abbildung 4: Risiko-/Rendite-Vergleich

| | MSCI World | AI World | AI 130/30 |
|------------------------|------------|----------|-----------|
| Rendite p.a. | 7,9% | 14,7% | 16,7% |
| Volatilität | 17,2% | 17,7% | 18,5% |
| «Downside»-Volatilität | 12,8% | 13,0% | 13,9% |
| Sharpe Ratio | 0,36 | 0,73 | 0,81 |
| Ø monatlicher Gewinn | 3,9% | 4,3% | 4,6% |
| Ø monatlicher Verlust | - 4,2% | - 4,1% | - 4,0% |
| Positive Monate | 60,9% | 63,5% | 62,2% |
| Max. Drawdown | - 56,4% | - 46,6% | - 43,3% |
| Tracking Error | | 6,6% | 8,9% |
| Alpha p.a. | | 6,7% | 8,8% |
| Information Ratio | | 1,02 | 0,99 |

Nettorenditen in CHF, Januar 1995 bis Dezember 2007. *Active Indexing® World (AI World)*: 1/1995 bis 11/2001 Backtestingresultate in CHF; von 12/2001 bis 12/2007 Nettorendite eines repräsentativen, effektiv investierten Portfolios. *Active Indexing® 130/30 (AI 130/30)*: 1/1995 bis 11/2001 Backtestingresultate in CHF; von 12/2001 bis 12/2007 bezieht sich die Nettorendite der «Long-only»-Komponente und von 12/2003 bis 12/2007 die Nettorendite der «Short»-Komponente auf ein repräsentatives, effektiv investiertes Portfolio. Quellen: Bloomberg, Wegelin & Co.