

Long-short-Strategien: Renditequelle für das Portfolio

Die Volatilität der vergangenen Monate hat vor allem eines gezeigt: Long-short-Strategien können in jedem Marktumfeld gute Renditen liefern. Während sich bisher Hedge Funds dieser Techniken bedienten, setzen mittlerweile auch immer mehr neue Fondskonstrukte, wie etwa 130/30-Fonds, mit einem bestimmten Anteil des Portfolios auf diese Strategie. Der richtige Umgang mit dem Short Book ist jedoch eine Kunst, die viel Fertigkeit und Talent von seiten des Fondsmanagements und ein hohes Mass an Risikomanagement erfordert.



Von Peter Rittler

*Senior Relationship Manager Schweiz
Threadneedle*

Wer, wie Long-only-Fondsmanager, nur die Möglichkeit hat, Aktien zu kaufen oder es zu lassen, tut sich schwer, in einem durchweg schwachen Markt Verluste zu vermeiden. Dies hat sich gerade seit Beginn des Jahres bewahrheitet. Ganz andere Möglichkeiten haben Fondsmanager, die auf Long-short-Strategien setzen, wie sie grösstenteils im Hedge-Fund-Bereich angewandt werden.

Die Funktion des Short Books ist relativ schnell erklärt: Shorting ist der Leerverkauf eines Wertes in der Annahme, dass der Kurs dieses Titels fallen wird. Dann wird der Wert wieder gekauft und somit die Position geschlossen. Der Unterschied zwischen dem hohen Verkaufspreis und dem

niedrigeren Einkaufspreis ist der Gewinn für den Fondsmanager. Möchte ein Manager eine Aktie shorten, die er nicht physisch besitzt, «leiht» er sich diese – in der Regel bei einer Investmentbank resp. einem Prime Broker – gegen eine Gebühr. Und damit wären wir bereits bei der ersten Voraussetzung, die ein Asset Manager mitbringen muss, um erfolgreich eine Long-short-Strategie zu verfolgen: Man braucht die nötigen Beziehungen zu Prime Brokern. Die wachsen in der Regel über die Jahre, so dass man die Faustregel anwenden kann, dass, je mehr Erfahrung ein Haus mit dem Managen von Hedge Funds hat, desto besser auch die Beziehungen zu Prime Brokern sind.

Short Book: Performanceretter in volatilen Marktphasen?

Gerade im derzeitigen Marktumfeld scheinen Long-short-Strategien die bessere Wahl zu sein. Mit Short-Positionen ist es möglich, eine höhere Rendite zu erzielen als mit Long-only-Produkten, auch in volatilen Börsenzeiten. Doch auch sonst finden erfahrene Manager gute Möglichkeiten für das Short Book. So war beispielsweise schon 2007 ein gutes Jahr für einige Hedge Funds. Grund hierfür waren attraktive Investmentmöglichkeiten, die aber von Investoren nur zögerlich als solche erkannt wurden. Somit ergaben sich gerade für das Short Book gute Gelegenheiten, wie beispielsweise Positionen im Bereich europäischer Finanztitel.

Long-short-Strategien haben darüber hinaus noch einen weiteren Vorteil in volatilen Börsenzeiten: Short-Positionen können auch die Volatilität

eines Produktes deutlich verringern, da das Short Book zur Hauptrenditequelle eines Hedge Funds wird, sobald es an den Märkten abwärts geht.

Der Umgang mit dem Short Book erfordert Fähigkeiten

In vielerlei Hinsicht ist das Shorting nicht komplizierter als traditionelle Buy-and-Hold-Strategien. Beide spiegeln eine direkte Meinung zum Preis eines Titels wider, und beide können von der fundamentalen, aktiven Analyse eines Investmenthauses profitieren. Doch auch hier gilt: Die richtigen Titel auswählen kann nicht jeder. Egal ob short oder long, wer auf die falschen Titel setzt, wird Geld verlieren. Ein Fondsmanager muss bereits einiges an Wissen und Erfahrung mitbringen, um die richtigen Titel für das Long Book ausfindig zu machen. Der nachhaltigere Weg ist das einzeltitelgetriebene Research, das nicht nur öffentlich verfügbare Unternehmensdaten verarbeitet, sondern diese Zahlen auch intern mit der Einschätzung erfahrener Analysten und Fondsmanager kombiniert. Regelmässige Unternehmensbesuche und Treffen mit dem Management sind zwar zeitaufwendig, für die richtige Titelauswahl allerdings essentiell. Die Informationen, die hier generiert werden können, können den entscheidenden Vorsprung vor dem Markt bedeuten. Auch wenn ein Fondsmanager beispielsweise nur für eine Region zuständig ist, kann er doch von den Einschätzungen seiner Kollegen für andere Regionen profitieren. So lassen sich beispielsweise globale Trends ausfindig machen, die dann in den regionalen Portfolios umgesetzt werden können. Jedoch sind hierfür eine gewisse Grösse und Kenntnisse der wichtigen internationalen Märkte nicht nur notwendig, sondern unerlässlich. Wichtig ist

zudem die effiziente Kommunikation zwischen den einzelnen Bereichen des Investmentfloors.

Mit Hilfe des Shortens können Anleger von der Researchstärke eines aktiven Managers zusätzlich profitieren, weil nicht nur seine positiven, sondern auch seine negativen Einschätzungen zu Einzelwerten in direktes Alpha umgesetzt werden können. Bei der Selektion für das Short Book kommen neben der fundamentalen Analyse und einer aktiven Sicht zum jeweiligen Wert jedoch noch andere Faktoren hinzu, die es zu beachten gilt: Ein Fondsmanager muss die ungleichmässigen Züge der Shorts verstehen und richtig deuten können. Bewegen sich beispielsweise Long-Positionen abwärts, gibt es immer eine Grenze nach unten. Auch wenn man als Anleger bereits hier Verluste erleiden kann, wird der Wert eines Titels dennoch nicht kleiner als Null. Diese Regel gilt für die Short-Positionen nicht: Setzt ein Manager auf fallende Kurse, und seine Strategie geht nicht auf, kann der Verlust quasi ins Unermessliche steigen, wenn der Kurs des Titels steigt, anstatt zu fallen.

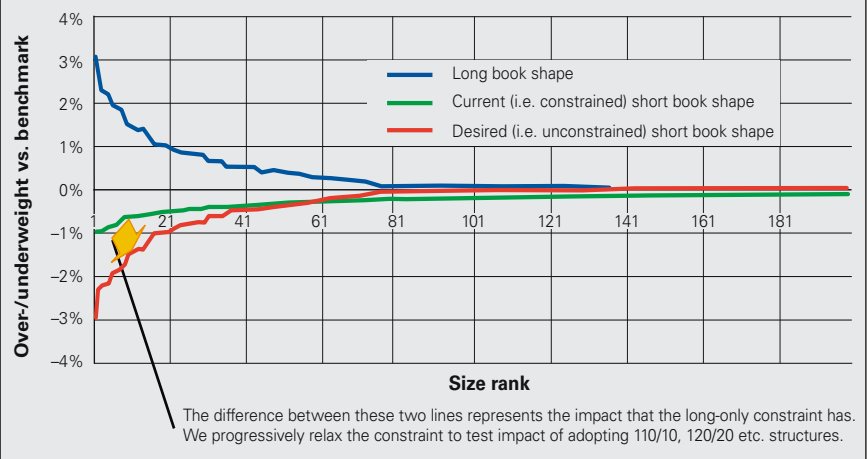
Des Weiteren müssen Liquiditätsrisiken sowie das Risiko eines Liquiditätengpasses der Shorts vom Fondsmanagement beachtet werden. Gerade solche Engpässe können insbesondere für die Performance eines Produktes unangenehme Folgen haben.

Der richtige Umgang mit Risiken

Schnelle Autos brauchen bessere Bremsen. Das lässt sich auch auf Hedge Funds übertragen, die ein besseres Risikomanagement benötigen. Kein Mass alleine kann die Risiken eines Hedge Funds völlig erfassen, weshalb das zugrundeliegende Risikomanagementsystem so elementar ist.

Denn: Hedge Funds gehen in der Regel grössere und dynamischere Positionen ein als traditionelle Portfolios. Deshalb sind sie meistens auch stärker betroffen, sollte etwas nicht wie erwartet verlaufen, und sie haben folglich ein deutlich höheres Risiko. Stimmt hier das Risikomanagement nicht, drohen Anlegern Verluste. Zudem sind Hedge-Fund-Manager ununterbrochen auf der Suche nach innovativen Anlagemöglichkeiten, um der Konkurrenz mög-

Shape of long book and short book ranked by size of overweight and underweight



lichst einen Schritt voraus zu sein. Das heisst natürlich auch, dass es hier besonders wichtig ist, sich der Risiken des Marktumfelds bewusst zu sein, in dem man sich bewegt.

Ein weiterer Faktor, der gerade in den letzten Jahren an Bedeutung gewonnen hat, ist die Gefahr, sich in denselben Titeln zu tummeln wie andere Hedge Funds. Gerade im derzeitigen Marktumfeld, in dem auch die Risikobereitschaft der Investoren einer höheren Volatilität unterliegt, kann das unerwartete Folgen haben. Denn die Wahrscheinlichkeit, dass andere Hedge Funds plötzlich ihr Risiko verringern und dementsprechend ihre Positionen verkaufen, ist gross und kann einen Manager unerwartet treffen. Die Auswirkungen auf den Wert einer Position sind jedoch signifikant.

Dies sind nur einige Beispiele der Risiken, die ein Hedge-Fund-Manager beachten muss. Und es wird deutlich, dass hier ein ausgereiftes Risikomanagementsystem benötigt wird. Das kann jedoch nicht jeder Asset Manager bieten. Investoren sollten dementsprechend neben der Performance vor allem auf die Erfahrung des Hauses sowie auf eine ausreichende Risikoabsicherung achten und sollten dafür auch bereit sein, eine Prämie zu bezahlen.

Erfahrung ist das A und O

Ziel eines jeden Hedge Fund ist es, in jedem Marktumfeld eine positive Rendite zu erzielen. Um dieses Alpha zu erzielen, braucht es nicht Glück, sondern Können. Dementsprechend braucht

es auf der einen Seite einen erfahrenen und talentierten Fondsmanager. Er muss die Dynamik im jeweiligen Markt und Sektor sehen und verstehen und auch Risiko und Rendite der angewandten Strategie bewerten können.

Auf der anderen Seite ist die Erfahrung des Investmenthauses als Ganzes entscheidend. Asset Manager, die bereits erfolgreich Long-short-Produkte verwalten, verfügen über die notwendigen praxiserprobten Risikomanagementsysteme, die es dem Fondsmanagement ermöglichen, richtig einzuschätzen, was das Verhalten ihres Portfolios künftig beeinflussen wird. Zudem ziehen diese Häuser eher talentierte Fondsmanager an und können deren Fähigkeiten besser bewerten.

Investoren wollen in der Regel, dass ihr Investment Alpha liefert, allerdings sollte das Investment auch zu ihrem gesamten Risikobudget passen. Denn Investitionen in einen Hedge Fund können nicht isoliert vom restlichen Portfolio betrachtet werden. Ausserdem sollte man sich darüber im klaren sein, welches Risiko der jeweilige Hedge Fund birgt und welche Rendite zu erwarten ist. Das Short Book trägt einen erheblichen Teil zur Rendite bei, kann aber auch Risiken mit sich bringen. Ein Haus, das einen Hedge Fund von erfahrenen Managern und mit der Unterstützung ausgereifter Risikomanagementsysteme steuert, kann am Ende des Tages den Investoren ein ausgewogenes Rendite/Risiko-Profil bieten.

www.threadneedle.com