

Aktienfonds mit Long-short-Turbo

Dank neuen Fondsrichtlinien können Fondsmanager nun auch bei traditionellen Anlagefonds Aktien über Derivatinstrumente verkaufen, ohne diese zu besitzen. Dies ermöglicht den Einsatz von Long-short-Strategien, die bislang Hedge Funds vorbehalten waren. Besonders vielversprechend ist dabei das 130/30-Konzept, das sich im Ausland bereits seit Jahren bewährt.



Von Roland E. Vogel
Leiter JP Morgan
Asset Management Schweiz

Seit der Einführung der neuen europäischen Fondsrichtlinien Ucits III vor wenigen Jahren eröffnen sich Fondsmanagern von traditionellen Anlagefonds Möglichkeiten, die bislang nur Hedge Funds vorbehalten waren. Vor allem ist es ihnen nunmehr erlaubt, zumindest indirekt, via Engagements in entsprechenden Derivaten, Aktien zu verkaufen, die sie gar nicht besitzen, also sogenannte Short-Strategien zu verfolgen. Damit dürfen sie nicht nur auf steigende, sondern auch auf sinkende Kurse setzen. Fortan können also im Portfolio nicht nur positive,

sondern auch negative Markt- und Titelmeynungen umgesetzt werden.

Auf sinkende Kurse setzen

Früher war dies nicht mit derselben Effizienz möglich. Manager konnten negative Meinungen zu Branchen oder Titeln nur nutzen, indem sie Aktien entweder mieden oder bestehende Portfoliobestände reduzierten bzw. verkauften. Mit dem Leerverkauf von Aktien können sie nun zusätzliche Einnahmen generieren und diese Fremdmittel für Käufe weiterer Titel einsetzen. Dank dieser sogenannten Long-short-Strategie kann also die

Anzahl der Titelwetten bei gleichem Mitteleinsatz markant erweitert werden. Damit steigt einerseits das Renditepotential, da mehr Chancen angezapft werden, andererseits sinken gleichzeitig die Risiken, da diese breiter gestreut werden.

Damit eignen sich Long-short-Strategien als ideale Beimischung zu herkömmlichen Long-only-Strategien, die mit vordefinierten Freiheitsgraden, sprich Tracking Error, einem bestimmten Benchmark folgen. Denn mit einer ergänzenden Long-short-Strategie kann das anvisierte Anlageuniversum vor allem deshalb besser genutzt werden, weil Branchen und Gesellschaften mit kleinerer Kapitalisierung stärker berücksichtigt werden können.

Leichtgewichte nutzen

Folgende Beispiele illustrieren diesen Sachverhalt: Aktienfonds, die den europäischen Aktienindex MSCI Europe als Benchmark haben, konzentrierten ihre Aktivitäten bislang auf die 21 grössten Titel mit einer Gewichtung von mehr als 1%. Mit einer ergänzenden Long-short-Strategie lohnt es sich, auch die restlichen rund 1200 Titel des Indexes aktiv zu verfolgen und zu bewirtschaften (Grafik 1).

Ausserdem können kleine Branchen dank Ucits III anlagetechnisch besser genutzt werden. So ist Europas Bauindustrie im MSCI Europe mit 200 Firmen zahlenmässig ganz gut vertreten. Gemessen an der Kapitalisierung macht jedoch der grösste Konzern, Vinci, nur 0,3% des Indexes aus und der gesamte Sektor lediglich 3,1%. Mit Long-short-Strategien kann die zuweilen hohe Volatilität der Bauwirtschaft zuverlässiger in positive Renditen umgemünzt werden als mit long-only.

Auf Branchen wetten

Besonders interessant sind Konstellationen mit attraktiven Aktien in schlecht eingestuften Industrien. Innerhalb der Long-only-Strategie wird der positiv eingestufte Titel mit dem Indexgewicht plus der erlaubten Indexabweichung (Tracking Error) gehalten. Alle anderen schlecht eingestuften Valoren der Branche werden gemieden. Dank der Long-short-Strategie kann zudem der Branchenindex verkauft und mit den eingenommenen Prämien zusätzlich in den favorisierten Titel investiert werden. Per saldo ergibt sich kein zusätzliches Industrierisiko relativ zum Benchmark.

Damit ist klar, dass die Effizienz der Long-short-Manager nicht zuletzt auch von der Grösse und Tiefe des Anlageuniversums abhängt. Es macht einen Unterschied, ob lediglich die 25 Titel des Swiss Market Indexes, die 230 Valoren des Swiss Performance In-

dexes, die S&P 500 oder gar die 1200 Papiere des MSCI Europe zur Auswahl stehen. Je grösser die Wahlmöglichkeiten der Manager bzw. des Analyseteams sind, desto eher können sie ihre Fähigkeiten ausspielen und sich von Mitbewerbern differenzieren.

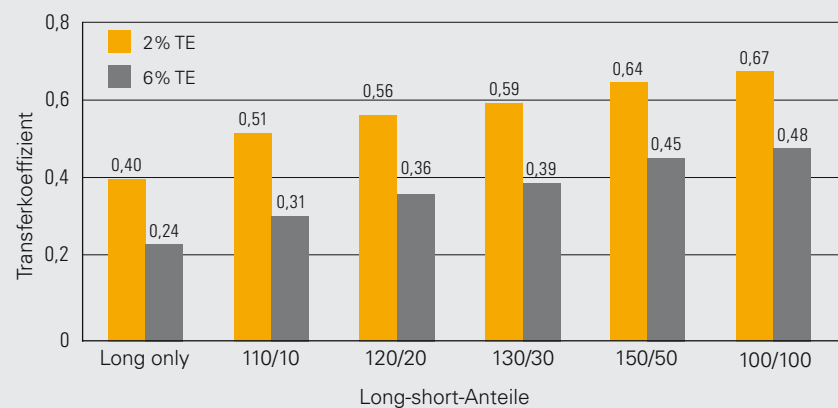
Neue Erkenntnisse

Finanzmarkttheoretiker untersuchten diese entscheidenden Aspekte des Investmentprozesses näher und definierten die Zusammenhänge folgendermassen: Die Anlageeffizienz hängt direkt von den Managern ab – insbesondere von den Prognosefähigkeiten, der Markttiefe bzw. -grösse des gewählten Anlageuniversums sowie den Freiräumen, die der Investmentspezialist zur Umsetzung seiner Anlageideen zur Verfügung hat.

Zur Messung der Freiräume wurde der sogenannte Transferkoeffizient (TC) entwickelt. Je mehr Entscheidungsfreiheit bei der Umsetzung der Anlageideen vorhanden ist und je mehr Prognosen erfolgreich realisiert werden können, umso mehr strebt diese Kennzahl gegen den Höchstwert von 1. Ein vollständig investierter Long-only-Aktienstrategie mit einem vorgegebenen Tracking Error von 6% beispielsweise kann aufgrund der Einschränkungen das Umsetzungspotential lediglich zu einem Viertel nutzen. Allein die Lockerung der Restriktion «long-only» und die Ergänzung mit «long-short» führen zu einer nachhaltigen Verbesserung des Transferkoeffizienten.

Nicht zu unterschätzen ist, dass die Einnahmen aus den Short-Positionen

Grafik 2: Mehr Effizienz dank Leerverkäufen



Die Zulassung von Long-short-Ansätzen in nur geringem Ausmass erhöht den Transferkoeffizienten eines Portfolios bereits markant.

Quelle: JPMorgan Asset Management. Theoretisch optimierte Portfolios.

zusätzlichen Spielraum schaffen, um positiv beurteilte Wertpapiere zu kaufen. Ein Long-short-Manager kann also im Vergleich zum Long-only-Kollegen, der kein Short Selling betreiben darf, in zweifacher Weise gewinnen. Last but not least reduziert diese Strategie, wie schon erwähnt, den Einfluss von Indexschergewichten zugunsten der Leichtgewichte und erhöht so die Diversifikation des Gesamtportfolios.

Abhängig von Prognosen

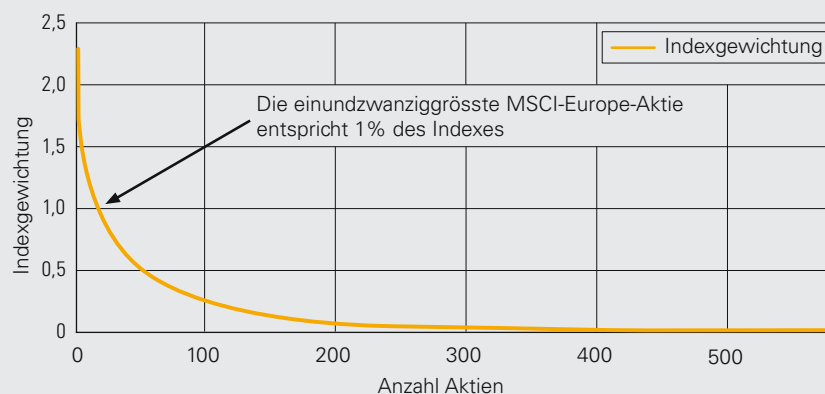
Allerdings ist bei Long-short-Strategien der Erfolg noch unmittelbarer mit den Analyse- und Prognosefähigkeiten des Managers verknüpft als bei long-only. Wenn sich die Manager gleich zweimal täuschen – also einerseits einen künftigen Gewinner als Verlierer einstufen bzw. meiden oder gar leer verkaufen und andererseits einen Verlierer als Gewinner sehen und diesen

übergewichten –, besteht im Vergleich zur Long-only-Strategie ein höheres Verlustpotential. Grundvoraussetzung für eine erfolgreiche Umsetzung der Long-short-Strategie ist also das Prognosegeschick des Investmentspezialisten. Verfügt er über eine gute Titelselektionsfähigkeit, kann er diese dank den gelockerten Restriktionen erfolgreicher umsetzen als bisher.

Eine besondere Herausforderung stellt die Short-Selling-Strategie selbst dar. Bei Kauf- bzw. Long-Ansätzen bildet der Totalausfall eines Titels das höchste Risiko und ist dementsprechend auf 100% pro Position beschränkt. Bei Verkaufs- bzw. Short-Strategien hingegen liegt der maximale Verlust theoretisch um einiges höher, insbesondere dann, wenn ein leer verkaufter Titel entgegen allen Erwartungen an Wert gewinnt. Dieses unlimitierte Preisrisiko ist jedoch theoretisch. Im S&P 500 verdoppeln sich nur rund 2% aller Titel im Laufe eines Jahres, und weniger als 0,4% erreichen eine Preissteigerung von über 200%.

Um gegen solche Szenarien gewappnet zu sein, ist nicht nur ein spezielles Risikomanagement notwendig; es bedarf auch spezifischer Erfahrungen der involvierten Manager mit dieser anspruchsvollen Technik. Dazu zählt ausserdem die Auswahl des richtigen Prime Brokers, der den Handel sowie das Ausleihen von Wertschriften profund beherrscht. Bei der Wertpapierleihe spielen zudem der Entwicklungsstand und die Tiefe der Märkte eine grosse Rolle. Die hochliquiden

Grafik 1: Leichtgewichte liegen brach



Long-only-Manager konzentrieren sich auf wenige Indexschergewichte und nutzen die vielen Leichtgewichte ungenügend.

Quelle: MSCI

Märkte in den USA und in Europa bieten dazu die besten Voraussetzungen.

130/30 als Optimum

Aufgrund der empirischen Untersuchungen und theoretischen Erkenntnisse wurden in den USA innovative Ansätze entwickelt, die sich in der Praxis bereits bewährt haben. Ein bekanntes Konzept, das zuerst institutionellen und nun vermehrt auch privaten Anlegern zugänglich gemacht wird, bezeichnet sich als 130/30-Modell. Das Fundament dazu bildet ein aktiv gemanagtes Long-only-Portfolio, in das 100% der zufließenden Mittel investiert werden. Zusätzlich werden aus dem definierten Investitionsuniversum in limitiertem Umfang Aktien mit negativen Erwartungen leer veräussert und mit den eingenommenen Prämien zusätzlich Aktien mit positiven Erwartungen gekauft.

Berechnungen ergeben, dass schon ein geringer Anteil von Long-short-Positionen die Effizienz im Portfoliomanagement erhöhen kann. Eine Beimischung von 10% (110/10-Strategie) führt demnach bei einem Tracking Error von 6% zu einer Erhöhung des Transferkoeffizienten von 0,24 auf 0,31. Ein Portfolio, das zu 130% long und zu 30% short ist, erreicht bereits einen TC von 0,39. Dies entspricht 82% der Implementierungstiefe eines kompletten Long-short-Portfolios. Bei einem Tracking Error von 2% wird sogar eine Implementierungstiefe von 88% erreicht. Weil eine zusätzliche Ausweitung des Long-short-Anteils nur noch mit einer unterproportionalen Effizienzverbesserung einhergeht, hat sich ein Anteil von rund 30% als Standard etabliert (Grafik 2).

Dank Ucits III kann die 130/30-Strategie nun auch in Europa in regulierten Anlagefonds angeboten werden. Diese Umsetzung grenzt sich ganz klar von Hedge Funds ab. Market Timing ist bei JPMorgan-Produkten nicht erlaubt, und es wird stets ein Beta von rund 1 eingehalten. Somit sind die Short-Positionen weder spekulativ begründet noch zur Absicherung im Baissemarkt gedacht. Dank ihnen können jedoch überbewertete Index-Leichtgewichte spürbar untergewichtet werden. Ausserdem werden eine hohe

Transparenz sowie tägliche Handelbarkeit geboten.

Als Kernanlage geeignet

130/30-Produkte eignen sich als Kernanlagen für praktisch jedes Portfolio. Die Strategie kann auf allen liquiden Märkten angewendet werden, die ein effizientes Short Selling erlauben. Als Basis stehen nicht nur globale Indizes, sondern auch andere Benchmarks zur Verfügung. JPMorgan Asset Management machte in den USA seit der Einführung des 130/30-Konzeptes im Juli 2004 beste Erfahrungen.

Seither hat der Fonds den bekannten US-Aktienindex S&P 500 nach Abzug der Gebühren klar geschlagen. Der innovative Fonds lieferte bis zum 31. August 2007 eine Zusatzrendite von 5,5% gegenüber dem Benchmark. Der gleiche Manager erreichte mit einem Long-only-Portfolio auf dasselbe Universum von US-Aktien eine Zusatzrendite von 4,0% – notabene mit dem gleichen Rankingsystem und denselben Insights, aber mit dem bisher üblichen Verbot von Leerverkäufen.

Die Erwartungen an das neue Anlagekonzept sind in Erfüllung gegangen. Auch in der gegenwärtigen volatilen Marktsituation erweisen sich die

JPMorgan 130/30-Fonds gegenüber konventionellen Portfolios mit vergleichbarem Anlageprozess als überlegen. Aufgrund der positiven Erfahrungen lancierte JPMorgan Asset Management diese innovativen Produkte vor kurzem auch in der Schweiz. Bereits sind 130/30-Fonds auf U.S.- sowie Europa-Aktien sowohl mit fundamentalem Research-driven- wie auch mit Behavioural-finance-Prozess erhältlich.

Die Eidgenössische Bankenkommission (EBK) hat J.P. Morgan (Suisse) SA als Vertreter und als Zahlstelle der Fonds in der Schweiz bewilligt. Die jeweils aktuelle von der EBK genehmigte Version des Verkaufsprospektes, des vereinfachten Verkaufsprospektes, der Statuten, der Jahres- und Halbjahresberichte der Fonds sowie die Aufstellung der Käufe und Verkäufe, die der Fonds im Berichtsjahr abgeschlossen hat, können auf einfache Anfrage kostenlos von J.P. Morgan (Suisse) SA, 8, rue de la Confédération, Case postale 5507, 1211 Genève 11, Schweiz, bezogen werden.

Mehr zum Thema:
www.jpmmorgan.com •

Revolutionäre Formel

Finanzmarkttheoretiker wie Richard Grinold, Roger Clarke, Harindra Silva und Steven Thorley untersuchten diese entscheidenden Aspekte des Investmentprozesses im Detail und entwickelten dazu folgende Formel:

$$IR = IC \times \sqrt{N} \times TC$$

Demnach ist die Anlageeffizienz (IR) eine Funktion der Managerfähigkeiten (Skills bzw. IC), der Markttiefe (Breadth bzw. N) sowie der Freiräume (Freedom bzw. TC). Effizienz steht für Information Ratio (IR), dem Verhältnis des erzielten Zusatzertrags zu den dafür eingegangenen Risiken. Die Skills bzw. Fähigkeiten des Managers werden mit dem Informationskoeffizienten (IC) gemessen, der Korrelation der prognostizierten mit den realisierten Erträgen. Je höher diese ist, umso besser ist die Prognosequalität des Managementteams. Die Markttiefe bzw. N wird anhand der Anzahl unabhängiger Entscheidungen bestimmt.

Der Transferkoeffizient (TC) ist die Korrelation der prognostizierten Erträge mit den tatsächlich umgesetzten Entscheidungen. Je mehr Entscheidungsfreiheit bei der Implementierung vorhanden ist und je mehr Prognosen erfolgreich umgesetzt werden können, umso mehr strebt die Kennzahl gegen den Höchstwert von 1. Ein vollständig investierter Long-only-Aktienstrategie mit einem vorgegebenen Tracking Error von 6% beispielsweise kann aufgrund der Einschränkungen das Umsetzungspotential lediglich zu einem Viertel nutzen. Allein die Lockerung der Restriktion long-only und die Zulassung von Leerverkäufen führen zu einer nachhaltigen Verbesserung des Transferkoeffizienten.