

Neue Anlagehorizonte dank Ucits III

Die europäische Fondsrichtlinie Ucits III revolutioniert die Fondsindustrie. Sie ermöglicht es, traditionelle mit alternativen Anlagestrategien zu verbinden. Dadurch können Portfolios mit optimierten Rendite/Risiko-Charakteristiken angeboten werden. Davon profitieren grosse und kleine Anleger gleichermassen.



Von Ariane Dehn

*Director Henderson Global Investors
(Switzerland) Ltd, Zürich*

Für Anleger, die hohe Liquidität benötigen und kurzfristige Kursschwankungen scheuen, boten Geldmarktanlagen bis in die 90er Jahre hinein vergleichsweise sichere, stetige und erst noch attraktive positive Erträge. Seither ist dieses Anlegersegment auf der Suche nach Alternativen. Innovative Kapitalgarantiemodelle bieten zwar immer besseren Schutz, sind aber letztendlich ebenfalls von den Geldmarktsätzen abhängig und erfordern zurzeit sehr lange Laufzeiten.

Wer Kursschwankungen über einige wenige Jahre in Kauf nehmen kann, hält sich an kurzlaufende Obligationen. Aber auch dort ist die Ausbeute höchst mager. Und Engagements in Langläufern sind riskant, weil die Zinsen nachhaltig steigen könnten. Internationale Immobilienfonds werden nach den starken Avancen der vergangenen Jahre ebenfalls mit Vorsicht behandelt, und Aktien, die erwiesenermassen mehrjährige Verlustperioden aufweisen können, kommen für diese Investoren eh nicht in Frage.

Hedge Funds weisen den Weg

Die letzte grosse Aktienbaisse hat auch die Anleger am anderen Ende der Risikokala, die Renditejäger, verunsichert. Wurden in den goldenen 90er Jahren langfristige Aktienrenditen von 10 oder mehr Prozent pro Jahr erwartet, liegt die Messlatte heute tiefer. Dies gilt auch in bezug auf den Zeithorizont: Um mit Aktien auf sicher eine positive Rendite zu erzielen, wurde in der letzten Aktienuphorie mit einer Anlagedauer von bis zu zehn Jahren gerechnet. Heute gelten zehn Jahre eher als Minimum, in der Aktien mit hoher Wahrscheinlichkeit in positivem Territorium bleiben.

Just in der letzten globalen Aktienmarktbaiss haben Hedge Funds einen Weg aus dieser Misere gezeigt. Sie schafften es auf breiter Front, sich von den sinkenden Dividendenpapieren abzukoppeln und positive Erträge zu erwirtschaften. Dass diese Vehikel auch in Aktienhaussen gut fuhrwerken und überdurchschnittliche Renditen einfahren können, haben sie schon früher demonstriert. Hedge-Fund-Manager haben damit bewiesen, dass innovative Anlagestrategien auf alle Anlegerbedürfnisse ausgerichtet werden können:

sowohl auf Kapitalerhalt innerhalb einer bestimmten Periode wie auch auf möglichst hohe Renditen bei gegebenem Risiko.

Hedge Funds, einst der Geheimtip der Superreichen, gewannen nicht nur bei aggressiven, sondern seit 2000 auch bei konservativen institutionellen und privaten Anlegern steigende Akzeptanz. Traditionelle Vermögensverwalter begannen, die Konzepte der Hedge Funds soweit wie möglich und sinnvoll zu integrieren. Auch die streng regulierte Fondsindustrie Europas reagierte schnell. Sie beeilte sich, die unter dem Begriff Ucits III laufende Reform der Anlagerichtlinien voranzutreiben (s. Kasten «Fondsgeschichte»).

Short-Strategie als neuer Baustein

Denn zur Implementation innovativer, bei Hedge Funds bewährter Anlagekonzepte fehlte der Fondsbranche vor allem ein Baustein: die Möglichkeit von Short-Strategien, das heisst, Aktien zu verkaufen, ohne sie zu besitzen und später womöglich zu einem tieferen Preis zurückzukaufen. Dies ist jetzt zwar nicht physisch, aber zumindest synthetisch via Derivate möglich. Bisher war es den regulierten Anlageprodukten nur erlaubt, Aktien zu erwerben, zu halten oder ganz zu meiden. Verkaufen konnten sie lediglich Aktien, die sie einmal gekauft hatten.

Diese sogenannte Long-only-Strategie vermochte in den Hausse- und Hochzinsjahrzehnten vor dem Aktienmarktseinbruch im Jahr 2000 den meisten Ansprüchen zu genügen. Die seither boomende Nachfrage nach Investmentkonzepten, die auch in Szenarien mit tiefen Zinsen und sinkenden Wertpapierkursen positive Renditen ermöglichen, verlangt jedoch zunehmend die Einbindung von Short-Techniken bzw. die Kombination von Long- und Short-Strategien.

Marktneutrale Ansätze

Im Vordergrund stehen marktneutrale Ansätze, wie beispielsweise sogenannte

Mehr als 20 Jahre Fondsgeschichte

In den 80er Jahren lancierte die Europäische Union die Initiative, einen einheitlichen Markt für Finanzdienstleistungen zu schaffen, und gründete dazu das «Undertaking for Collective Investments in Transferable Securities», zu deutsch: «Organismen für Gemeinsame Anlagen in Wertpapieren». Ucits bzw. Ogaw war geboren. Damals hatte jedes Land seine eigenen Regulative, und es war nicht einfach, Produkte grenzüberschreitend zu handeln und zu vermarkten. Ausserdem wollte man sicherstellen, dass die immer komplexer werden den Anlagetechniken von den Fondsmanagern professionell und sorgfältig eingesetzt werden und eine einzige Aufsichtsbehörde die Einhaltung aller Regeln überwacht.

Die ersten Richtlinien wurden im Dezember 1985 unter dem Begriff Ucits I eingeführt. Sie setzten sich nicht in dem Ausmass durch wie erhofft, und zur geplanten Nachfolgeregelung Ucits II wurde keine Einigkeit erzielt. Erst die Direktive Ucits III wurde nach dreijährigen Verhandlungen von allen Beteiligten akzeptiert und 2001 in Kraft gesetzt. Den Fondsanbietern wurde bis Februar 2007 Zeit eingeräumt, bestehende Produkte Ucits-III-tauglich zu machen.

Ucits-III-Fonds können innerhalb der EU mit erleichterten Auflagen gehandelt werden, wobei für Nicht-EU-Länder wie die Schweiz Sonderregelungen bestehen. Während die Prospektspflichten vereinfacht wurden, sind die Bewertungs-, Informations-, Anlage- und Risikomanagementvorschriften generell verschärft worden. Anlagetechnisch von grundlegender Bedeutung ist, dass Ucits-III-Fonds in eine vielfältigere Palette von Finanzinstrumenten und Strategien investieren dürfen als früher. Damit haben sie gegenüber den weniger regulierten Hedge Funds und strukturierten Produkten markant an Boden gutgemacht.

Pair Trades auf Fundamentalbasis. Dabei werden Aktien oder Obligationen, von denen eine negative oder unterdurchschnittliche Kursentwicklung erwartet wird, verkauft. Mit den eingenommenen Verkaufsprämien werden Wertpapiere, denen eine positive oder überdurchschnittliche Performance zugeordnet wird, gekauft.

Von Bedeutung ist, dass die veräusserten und erworbenen Pairs bzw. Paare in einem kausalen Zusammenhang stehen. Wenn zum Beispiel eine Bau-firma A einem Konkurrenten B einen Grossauftrag weggeschnappt, dürfte sich der Aktien- oder Obligationenkurs von A besser entwickeln. B wird also verkauft und A gekauft. Solange sich der Kurs von B schlechter entwickelt als A, resultiert ein Gewinn, dies sogar dann, wenn beide Aktien an Wert gewinnen oder verlieren. Marktneutrale Strategien funktionieren grundsätzlich unabhängig von einem Marktindex, egal ob dieser steigt oder sinkt.

Marktneutral sind auch Arbitrage-Modelle. Dabei werden ungerechtfertigte Bewertungsunterschiede zwischen Wertpapieren, die untereinander

eine enge Beziehung haben, genutzt, um Gewinne zu erzielen. So kann zum Beispiel die Wandelanleihe eines Unternehmens im Vergleich zu einer Obligation, einer Aktie oder einer Option derselben Firma unterbewertet sein. In diesem Fall würde es sich lohnen die Wandelanleihe zu kaufen und das andere Wertpapier zu verkaufen.

Diversifikation über Kategorien und Strategien

Marktneutrale Strategien und Arbitrage sind wichtige Elemente von Absolute-Return-Produkten. Sogenannte Multi-Strategie-Fonds streuen die Risiken und Chancen über noch mehr Strategien mit unterschiedlichen Rendite/Risiko-Profilen. Absolute Return wird aber nicht nur durch Diversifikation über verschiedene Strategien, sondern auch durch Diversifikation über diverse Anlageklassen erzielt, die sich voneinander möglichst unabhängig entwickeln, deren Kurse also nicht parallel steigen oder sinken. Im Fachjargon spricht man von tiefer Korrelation.

Ucits-III-Fonds ist es darüber hinaus auch gestattet in neue, nicht-tradi-

tionelle Anlageklassen wie Asset- und Mortgage-Backed-Securities, strukturierte Kreditpapiere, optionsbasierte Konstruktionen, Private Equity, Volatilitäts- und Indexinstrumente, Rohstoffe bis hin zu Umweltschutzzertifikaten zu diversifizieren. Innerhalb der Anlageklassen sind wiederum unterschiedliche Strategien anwendbar.

Sophisticated Ucits-III-Fonds, welche diese innovativen Techniken anwenden dürfen, können so bei gleichem Risiko theoretisch mehr Rendite erwirtschaften als Non-Sophisticated Ucits-III- bzw. herkömmliche Fonds. Selbstverständlich bleibt aber der Zusammenhang, dass höhere Renditen mit höheren Risiken erkaufte werden müssen, grundsätzlich bestehen. Insofern bieten – ähnlich wie bei herkömmlichen Fonds – Absolute-Return-Produkte mit Obligationen und Geldmarktpapieren einen besseren Schutz vor kurzfristigen Kurseinbrüchen als solche mit Aktien. Aktienbasierte Absolute-Return-Produkte lassen dafür längerfristig die besseren Renditen erwarten.

Beliebige Rendite/Risiko-Profil

Neben Absolute Return können Sophisticated Ucits-III-Produkte auch ganz andere Ziele anvisieren. So lassen sich zum Beispiel passiv gemanagte Indexprodukte mit einer Ergänzung von aktiven, marktneutralen Strategien «enhancen» bzw. optimieren. Ausserdem ist es möglich, aktiv gemanagte Wertpapierfonds, die einen Benchmark mit ganz bestimmten Abweichungen (Tracking Error) schlagen wollen, mit Long-short-Strategien zu ergänzen. Dadurch werden das Indexuniversum sowie die Analysen insofern besser genutzt, als auch negative Erwartungen umgesetzt werden können. Bei praktisch unverändertem Risiko wird auf diese Art und Weise eine höhere Rendite erzielt. Bekannt sind vor allem sogenannte 130/30-Fonds, die einen normalen Aktienfonds mit je einer 30%igen Short- sowie Long-Position verknüpfen.

Dies sind nur einige wenige Möglichkeiten, die der Fondsindustrie dank der Einführung von Ucits III offenstehen. Dank der Kombination diverser Strategien oder dem Fokus auf eine

Strategie können beliebige Rendite/Risiko-Profile angestrebt werden. Das ist die grosse Stärke von Ucits III, gewährt sie doch allen Beteiligten eine viel grössere Wahlfreiheit als das alte Ucits-Regime. Die Manager können all ihre Skills und Ideen umsetzen, und ihre Kunden können aus vielfältigeren und erst noch optimierten Rendite/Risiko-Profilen wählen. Dabei behalten herkömmliche Long-only-Strategien nach wie vor ihre Berechtigung, haben sie sich doch in den vergangenen Jahrzehnten für Anleger mit sehr langfristiger Optik bewährt.

Trotz dem Einsatz von alternativen Strategien sind Sophisticated Ucits-III-Fonds keine Hedge Funds. Im Unterschied zu diesen dürfen sie Leerverkäufe nicht physisch tätigen, sondern nur via Derivate wie Optionen, Futures oder Swaps. Dabei kommen Derivate in Frage, die einzelne Titel, ganze Indizes oder sogar komplette Strategien umfassen. Der Effekt ist aber praktisch gleich, wie wenn direkt investiert würde. Allerdings erfordert der Handel mit Derivaten in der Regel kleinere Mitteleinsätze als der Handel mit physischen Wertpapieren, spart also liquide Mittel. Dadurch wird zudem eine Hebelwirkung erzeugt, welche die Eigenkapitalrendite, also die Performance des Fonds, erhöhen kann.

Besseres Management für höhere Risiken

Andererseits bringen der Einsatz von Leverage sowie Short-Techniken neue Risiken mit sich. Bei einem Totalausfall eines Wertpapiers beschränkt sich der Verlust einer Long-Position auf 100%. Eine Short-Position verliert jedoch dann, wenn die zugrundeliegende Basis an Wert gewinnt. Da das Gewinnpotential nach oben – zumindest theoretisch – unbegrenzt ist, ist das Verlustpotential entsprechend unendlich. Ein allfälliger Leverage erhöht das Verlustpotential noch mehr.

Die neuen Fondsrichtlinien messen der Infrastruktur eines Ucits-III-Anbieters, vor allem dessen Risikomanagement, höchste Bedeutung bei. So muss der potentielle Verlust, den ein Portfolio innerhalb eines bestimmten Zeitraums mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit erleiden könnte, anhand der Value-at-Risk-Methode (VaR) täglich berechnet werden. Ein VaR von 4 zum Beispiel bedeutet, dass ein Fonds über einen bestimmten Zeitraum 4% seines Werts einbüßen könnte, wobei die Prognosesicherheit mit 99% veranschlagt wird.

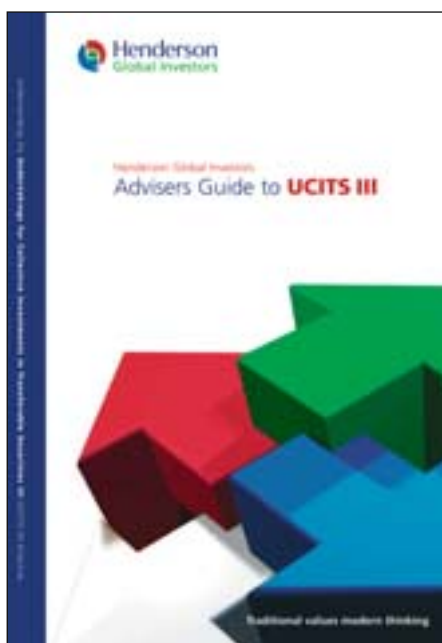
Ausserdem werden periodische Stresstests verlangt. Dabei wird analysiert, wie das Portfolio unter Extrembedingungen reagiert, z.B. während ei-

nes radikalen Börseneinbruchs wie dem «Black Monday» 1987, der Russlandkrise 1998 oder nach den Ereignissen vom 11. September. Anbieter wie Henderson Global Investors kalkulieren die VaR täglich. Stresstests werden regelmässig unter Verwendung bewährter Methoden durchgeführt.

Synthese von Tradition und Moderne

Erfolgsentscheidend für Sophisticated Ucits-III-Fonds sind ausserdem die Erfahrung des Anbieters sowie des jeweiligen Managers mit Short-Trading. Denn dies erfordert ganz spezifische technische, taktische und strategische Überlegungen, die von traditionellen Long-only-Managern nicht per Knopfdruck beherrscht werden. Anbieter wie Henderson Global Investors, die schon seit vielen Jahren Erfahrung sowohl mit traditionellen Fonds wie auch mit Hedge Funds haben, verfügen über die besten Voraussetzungen, um die Ucits-III-Richtlinien effizient und sicher umzusetzen. Denn schlussendlich ermöglicht es Ucits III, die Vorteile der traditionellen und alternativen Vermögensverwaltung zum Nutzen der Kunden zu kombinieren.

Mehr zum Thema:
www.henderson.com



Henderson's Advisers' Guide to Ucits III

Understanding the "Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities III" (Ucits III) Directive.

Henderson Global Investors' "Advisers' Guide to Ucits III" aims to be the reference guide to the changes made under the Ucits III directive to financial services across Europe. This guide explains the thinking behind the legislation and the new requirements for retail funds operating throughout Europe. It also examines the advantages and disadvantages for fund managers and investors and considers the impact these changes will have on their portfolios. Perhaps even more importantly, it tries to explain exactly why Ucits III has been generating such interest, excitement and, in some quarters, apprehension within the asset management industry.

Henderson Global Investors' Advisers' Guide to Ucits III

*Henderson Global Investors (Schweiz) AG, Rennweg 28,
CH-8001 Zürich, Tel. +41 43 888 62 62, www.henderson.com*