

FORTSETZUNG
HEDGE-FUNDS-
LONG-SHORT-STRATEGIEN

► Märkten. Gebräuchlich sind gedeckte Leerverkäufe (im Unterschied zu den oft kritisierten nackten bzw. ungedeckten Leerverkäufen). Dabei leiht ein Manager gewisse Aktien aus, um sie am Markt zu verkaufen. Er hofft in diesem Fall auf sinkende Kurse, damit er die Wertpapiere zu einem späteren Zeitpunkt zu einem günstigeren Preis zurückkaufen kann. 2008 sorgten Leerverkäufe für Negativschlagzeilen, als Medien und Politiker diese Anlagetechnik für den Kurseinbruch der Finanzwerte verantwortlich machten.

Als sich die Kreditkrise trotz des generellen Verbots des Leerverkaufs von Finanztiteln jedoch weiter zu spitzte, wurde klar, dass Leerverkäufe nicht die Hauptursache für die Marktturbulenzen waren. Sie sind lediglich eine verständliche Anlegerreaktion in den Aktien von Unternehmen, die als gefährdet eingestuft werden.

GUTE BEMISCHUNG Leerverkäufe sind sogar wichtig dafür, dass die Märkte gut funktionieren. Sie sorgen für eine grössere Markttiefe, wodurch die Differenz in den Gebotspreisen (Spreads) enger und die Transaktionskosten für die Marktteilnehmer geringer werden. Leerverkäufe fördern auch die Preiseffizienz, denn auf diese Weise können pessimistische Einschätzungen in die Aktienkurse einfließen. Die Bewertung von Titeln wird akkurater, die Fehlallokation von Kapital wird verringert.

Die Beimischung von Hedge-Fund-Strategien zu traditionellen Anlageportfolios empfiehlt sich für Investoren, die eine bessere Diversifikation anstreben, die vor Kursverlusten schützt und gleichzeitig die Möglichkeit bietet, von steigenden Märkten und geringer Korrelation mit anderen Anlageklassen zu profitieren.

SPIELRAUM LASSEN Der Kauf-Verkauf-Ansatz bietet den Anlegern Zugang zu unterschiedlichen Mehrwertquellen und zu einer flexiblen Marktpartizipation (Beta). Diese Kombination schafft die Grundlage für attraktive asymmetrische Renditen. Im

Im Vordergrund stehen die Überzeugungen und Fähigkeiten des Managers. Anlageeinschränkungen sind hingegen nur begrenzt möglich.

Rahmen von Long-Short-Strategien erhalten die Investoren oft mehr Rendite als mit reinen Aktienportfolios, da Gewinne sowohl durch Kauf- wie auch durch Verkaufspositionen erreicht werden.

Für diese Strategien können allerdings weitaus geringere Einschränkungen durch Indexvorgabe oder andere Restriktionen auferlegt werden. Den Überzeugungen und Fähigkeiten des Managers muss somit grosser Spielraum gewährt werden.

Innerhalb des Hedge-Funds-Bereichs bietet der Long-Short-Equity-Ansatz sehr gute Liquidität und Transparenz. Die Beimischung von Kauf-Verkauf-Strategien eröffnet somit ein Potenzial für bessere risikoadjustierte Renditen. Damit besteht eine echte Alternative zu traditionellen Aktienanlagen. ■

MANUEL PEDRETTI
Man Investments

KONTROVERS

WANDELANLEIHEN Ein Instrument für unsichere Zeiten. Wichtig sind Transparenz, das Risikoprofil, die Liquidität und der Einsatz im Portfolio.



BILD: JOY SKIPPER/FRESH FOOD IMAGES/FFI/KEYSTONE

ARGUMENTE UNTERMAUERN Wandelanleihen polarisieren. Dies beginnt schon mit der Diskussion, ob sie den Status einer eigenen Anlageklasse besitzen oder nicht. Ebenso vehement, wie die Gegner den Wandelanleihen Mehrwert und damit eine Berechtigung im Portfolio absprechen, unterstreichen die Befürworter ihren Standpunkt. Dabei werden überwiegend quantitative Argumente ins Feld geführt.

Die Gegner hatten im Verlauf der vergangenen zwölf Jahre zumindest drei Mal gute Argumente auf ihrer Seite. In der Asienkrise 1998: Zuvor hatten asiatische Wandelanleihen relativ zum gesamten Universum einen deutlich grösseren Stellenwert, insgesamt kamen die Instrumente in der Krise entsprechend unter Druck. Im Jahr 2004: Die Volatilität (Schwankungsbreite) an den Aktienbörsen sank, worunter Wandler litten. In der Krise 2008: Wandelanleihen standen unter enormem Verkaufsdruck.

In der Kreditkrise dienten Wandler vielen Hedge Funds als liquides Instrument und boten eine der seltenen Möglichkeiten, Geld zu beschaffen. Dadurch litten sie nicht nur unter den Aktienkursverlusten und der Ausweitung der Risikoauflage (Credit Spreads) von Anleihen, sondern auch unter dem Zerfall der impliziten Volatilität (erwarteten Schwankungsbreite).

UNERWARTET Dies widerspricht sowohl dem Lehrbuch als auch der Normalität, da grundsätzlich mit zunehmender Unsicherheit und fallenden Aktienkursen die implizite Volatilität steigt und somit den Wandler stützt und zum Kapitalschutz beiträgt. September und Oktober 2008 haben deutlich gezeigt, dass die Entwicklung der impliziten Volatilität von Wandelanleihen bis zu einem gewissen Grad auch das Angebot und die Nachfrage spiegelt. Dies kam allerdings – in geringerem Ausmass – auch schon im positiven Sinne vor. 2007 waren viele Wandelanleihen im Vergleich zum Modell zu teuer, sie wiesen also eine zu hohe implizite Volatilität auf.

Die globale Performance über zwölf Jahre zeigt folgendes Bild: Wandelanleihen schneiden mit einer annualisierten Rendite von 6,33% im Vergleich zu Unternehmensanleihen mit 6,19% und Aktien mit 5,38% am besten ab. Befürworter haben in sehr langfristigen und oft zitierten Studien von Ibbotson Associates sowie in zahlreichen Einzelstudien den Mehrwert von Wan-

dellanleihen nachgewiesen – mit den verschiedenen Einsatzmöglichkeiten als Obligationenersatz, Aktienersatz oder Diversifikationsinstrument für das Gesamtportfolio.

KOMPONENTEN VEREINIGEN Worauf setzt sich die Performance der Wandelanleihen zusammen? Gerne werden sie als «das Beste beider Welten» bezeichnet, wobei Aktien und Obligationen gemeint sind. Besser ist: Wandelanleihen vereinigen Komponenten der beiden Welten. Allerdings nicht als Kombination von Obligationen und Aktien, sondern von Obligationen und Optionen. Somit kommen von der Zinsseite die Performancetreiber Credit Spread und Zinsentwicklung, von der Aktienseite die Kursentwicklung und die Volatilität.

Je nach Kursentwicklung der zugrundeliegenden Aktie nach der Emission der Wandelanleihe verschiebt sich das Gewicht der Performancetreiber. Mit anderen Worten: Das Risikoprofil einer Wandelanleihe ist während der Laufzeit dynamisch. Dies macht sie oberflächlich betrachtet intransparent. Setzt man sich hingegen mit ihrer Struktur auseinander, ist die hohe Transparenz ersichtlich. Obligationen- und Optionsteil lassen sich trennen und vermitteln ein Bild der aktuellen Risikostruktur. Im Gegensatz zu vielen Finanzinnovationen (zu denen Wandelanleihen nicht gehören) weisen sie ein hohes Mass an Transparenz auf, jedoch keine Fat Tails (Extremrisiken).

Im Vergleich der Vielzahl von Anbietern sind Performanceunterschiede auffällig. Die verschiedenen Fondsverwalter verfolgen unterschiedliche Strategien. Sie verwalten die Portfolios meist aktiv, wodurch ein konstanteres Risikoprofil entsteht, als der Index es aufweist. Für den Investor ist es wichtig, sich der Strategie des jeweiligen Anbieters bewusst zu sein.

DIE LIQUIDITÄTSFRAGE Als selbstdeklarierter defensiver Anbieter ist es einfach, eine Underperformance in einer Hausse zu erklären. Aber in der Baisse muss die Strategie in die Pflicht genommen werden. Das Umgekehrte gilt für dynamische Anbieter. Aus diesem Grund vermittelt die rein quantitative Analyse eines Wandelanleihenfonds ein mehr als nur lückenhaftes Bild.

Da Wandelanleihen in der breiten Öffentlichkeit wenig bekannt sind, werden sie mit Zurück-

haltung betrachtet. Oft wird die Frage gestellt, wie es um die Liquidität der Papiere steht. Natürlich gibt es kleinere und entsprechend illiquide Titel, doch insgesamt ist die Anlageklasse liquide und ermöglicht den meisten Fondsanbietern den täglichen Handel. In der Kreditkrise 2008 litten Unternehmensanleihen noch deutlich mehr unter einem Liquiditätsengpass.

Da Wandler von Emittenten gerne als Wachstumsfinanzierungsinstrument eingesetzt werden, verfügen sie oftmals über kein offizielles Rating von einer Agentur. Deshalb gibt es vergleichsweise wenige offiziell mit Anlagequalität (Investment Grade) eingestufte Papiere. Gemäss Exane sieht das Bild folgendermassen aus: Die im ersten Quartal 2010 in Europa emittierten Titel waren zu 26% Investment Grade, zu 16% hochverzinslich (High Yield) und zu 58% ohne Rating. Allerdings lassen selbst renommierte Schuldner wie Roche und Swatch ihre Wandelanleihen nicht offiziell einstufen.

EINSATZ IM PORTFOLIO Die Finanzmärkte zeigen erhebliche Nervosität. Nach der (vermeintlichen) Bewältigung der Krise von 2008 und einer Hausse 2009 werden jetzt selbst Staatsanleihen kritisch betrachtet. Die Meinungen über die künftige Entwicklung gehen weit auseinander.

Zu Beginn der Krise von 2008 hatten Wandelanleihen vor allem das Interesse von Investoren geweckt, die das Risiko der Aktien durch das asymmetrische Profil der Wandler ersetzen wollten. Heute ist die Situation vielschichtiger. Einerseits werden Wandelanleihen einen Ausverkauf wie im September und Oktober 2008 in naher Zukunft nicht erleben, denn die Dominanz der Hedge Funds in der Investorengemeinschaft ist einem ausgewogenen Verhältnis mit langfristig orientierten Anlegern (Long only) gewichen. Somit sind solche Übertreibungen von geringer Wahrscheinlichkeit.

Die derzeitige Konstellation verspricht weder für Staatsanleihen noch für Unternehmensobligationen grosses Potenzial. Entsprechend werden Wandelanleihenportfolios wieder vermehrt als Diversifikation zu Obligationen eingesetzt – dieser Effekt wird von den Befürwortern quantitativ belegt. Der Charakter der Wandelanleihen erlaubt einerseits den Einsatz zur Reduktion der eingegangenen Risiken, andererseits zur Renditeoptimierung. Ausserdem sind Wandelanleihen ein Instrument für unsichere Zeiten, das die notwendige Transparenz aufweist.

Die Eingliederung ins Portfolio wird optimalerweise als eigene Anlageklasse umgesetzt. Ansonsten werden Wandler oft mit alternativen Anlagen ausgewiesen, wobei deren Quote im Gesamtportfolio oft bereits gering ist. Bei der Einordnung in den klassischen Säulen Aktien oder Obligationen sollte der Wahl der Strategie besondere Beachtung geschenkt werden, und zwar nicht nur im quantitativen Bereich. Aktiv verwaltete Wandelanleihenfonds weisen in der Regel ein konstantes Risikoprofil auf und lassen sich im Portfolio entsprechend einsetzen. ■

MARKUS BOSSARD IFP Fund Management

EMISSIONSVOLUMEN IST ZYKLISCH

