

Investieren in Hedge funds: Spezialwissen und ein gutes Beziehungsnetz sind für Manager von Equity hedged funds unerlässlich (Teil 4)

Long/short-Strategien optimieren die Rendite und das Risiko

Von Markus Schellenberg

1949 gründete der Soziologe und Geschäftsmann Alfred W. Jones eine Anlagegesellschaft. Ausser den traditionellen Investitionsrichtlinien legte er folgende Prinzipien fest und erarbeitete damit eines der bedeutendsten und innovativsten Konzepte in Wallstreet: Ein Teil des Portfolios sind stets Leerverkäufe (short), es wird immer mit Fremdkapital (leverage) gearbeitet, und ein Manager erhält 20% der Erträge.

Jones glaubte, dass aggressives Kaufen unterbewerteter Aktien und gleichzeitiges Verkaufen sorgfältig ausgewählter Titel, um die Marktschwankungen zu neutralisieren, eine aussergewöhnliche Wertentwicklung mit reduziertem Risiko ergeben würden. Seine Erfindung brachte eine Reihe talentierter Unternehmer hervor und machte viele Anleger reich. Die Kombination von Leerverkäufen, Fremdkapital und leistungsabhängiger Entschädigung trug zudem wesentlich zum Begriff Hedge fund bei. Es sollten aber noch 17 Jahre vergehen, bis eine Redaktorin des Magazins «Fortune» in einem Artikel über Jones den Begriff prägte.

Spezialwissen

Long/short-Konzepte sind im Sinne Jones' traditionelle Hedge funds. Dank der Möglichkeit, die Erträge durch den Einsatz von Fremdkapital zu optimieren (Hebelwirkung), wird die Wertentwicklung langfristig verbessert. Der Hebeleffekt wirkt sich aber nur dann positiv aus, wenn die zusätzlichen Erträge über den Kosten der Fremdfinanzierung liegen. Tendieren die Märkte nach unten, wirkt der Hebel entsprechend und vergrössert die Verluste. Das Leerverkaufen von Titeln – später auch von Indizes – erlaubt indessen das Absichern gewisser Marktentwicklungen. Auch mit sinkenden Aktienkursen kann Geld verdient werden.

Die besonderen Fähigkeiten des Long/short-Managers liegen in seiner Spezialisierung. Sie kann sich auf einen Bereich, ein Land oder einen Sektor beziehen, die von den grossen Investmentbanken nicht abgedeckt werden. Das Ausnutzen von Ineffizienzen in diesen kleinen und/oder speziellen Gebieten erfordert ein spezifisches Wissen und konkrete Erfahrung.

Ein typischer Telecom-Hedge-fund wird zum Beispiel von einem Ingenieur mit zusätzlichem Finanzstudium verwaltet. Zudem hat er operativ in der betreffenden Branche gearbeitet und sich Know-how und Verbindungen zu Branchenspezialisten und Investmentbankern geschaffen. Ein feinmaschiges Beziehungsnetz zu Lieferanten und Kunden befähigt ihn schliesslich zu einer unabhängigen Analyse. Ausser gut ausgebildeten Angestellten, genügend Ressourcen und detaillierten Analysen von Sektoren und Unternehmen ist für den Erfolg ein schneller Zugang zu relevanten Informationen wichtig. Einige Hedge funds profitieren davon, dass die Topmanagements dieser speziellen Sektoren selbst in ihre Anlagevehikel investieren. Die Manager erhalten zwar keine Insider-Information, sie sind aber aus erster Hand über die Branchenentwicklungen und die Wettbewerber informiert.

Equity-hedged-Strategien weisen günstige Ertrags-Risiko-Charakteristika auf. Die historischen Erträge sind mit einem global diversifizierten Aktienportfolio zu vergleichen – mit deutlich tieferer Standardabweichung. Wegen der guten Renditen auf den traditionellen Aktienmärkten wuchs die Popularität von Equity hedged funds. Die positive Korrelation von

Equity-hedged-Strategien zu den Aktienmärkten haben wir aber mit zunehmender Sorge beobachtet und folgenden Grund festgestellt: Viele Investoren wurden durch die hohen Erträge an den Aktienmärkten verwöhnt und forderten von den Managern der Fonds ebenfalls bessere Resultate. Diesem Druck nachgebend, erhöhte eine Mehrzahl die Long- zu Ungunsten der Short-Positionen deutlich.

Ein Klassiker

Ein klassischer Vertreter der Long/short-Manager ist der Maverick Fund, der 3,5 Mrd. \$ verwaltet und mit 55 qualifizierten Angestellten die traditionelle Anlagestrategie nach Jones verfolgt. Es findet eine gründliche Forschungsarbeit mit erheblicher Gewichtung mittlerer und grosser amerikanischer Titel statt. Die ertragsorientierte Long/short-Auswahl der Aktien geschieht ohne besondere Berücksichtigung der Markttendenzen und des Zeitfaktors. Der Einsatz von Fremdkapital ist moderat. Es werden keine Obligationen, Währungen und Commodities, sondern nur Aktien gehandelt. Die Anlagedauer für Long-Positionen beträgt zwei und mehr Jahre, für Short-Positionen ein Jahr.

Die Philosophie der Risikobegrenzung und Kapitalerhaltung in fallenden bzw. eines Kapitalzuwachses in steigenden Märkten scheint bestechend einfach zu sein. Das Geheimnis des Erfolgs von Maverick dürfte darauf beruhen, dass erfahrene, loyale und qualifizierte Mitarbeiterinnen und Angestellte eine fokussierte Strategie verfolgen. Maverick verfügt über eine solide Organisation und hat dank seiner Kontinuität bedeutende Investoren.

Seit Februar im Rampenlicht

- Long/short-Strategien sind die klassischen, an das Konzept des amerikanischen Soziologen und Geschäftsmanns Alfred W. Jones angelehnten Hedge funds. Das Konzept ist wegen der hohen Freiheitsgrade sehr robust.
- Equity-hedged-Strategien im traditionellen Sinn, die ein moderates Net exposure und einen bescheidenen Fremdkapitaleinsatz aufweisen, gewinnen an Bedeutung. Das vergangene Semester erwies sich für Aktien- und Obligationeninvestoren als wenig erspriesslich. Auch für die zweite Jahreshälfte geben sich die meisten Auguren vorsichtig.
- Die volatilen Märkte der vergangenen Monate haben viele Investoren dazu veranlasst, ihre Strategien zu überdenken und nach Produkten zu suchen, die stabile und konsistente Erträge aufweisen (stay wealthy statt get wealthy).
- Hedge funds sind populär, und die finanziellen Aussichten veranlassen viele traditionelle Fondsmanager (long only), sich als Equity-hedged-fund-Manager zu etablieren. Das bedeutet höhere Anforderungen an die Identifizierung, Auswahl und Überwachung der Anlagevehikel und deren Organisation im Speziellen.
- Zu Beginn der Neunzigerjahre gab es noch Dutzende reiner Leerverkäufer (Short sellers), und fünf der zehn besten Hedge funds von 1987 bis 1990 operierten mit entsprechenden Strategien. Wegen der aufstrebenden Aktienmärkte der vergangenen Jahre haben jedoch nur wenige Leerverkäufer überlebt. Interessant ist aber die Tatsache, dass dieser Anlagestil seit Februar 2000 im Rampenlicht steht und während dreier Monate die beste Wertentwicklung erzielt hat.

Grafiken und Tabellen zu diesem Artikel:

http://www.finanzinfo.ch/upload/archiv/dossiers/artikel/dossier_pdfs/15-grafiken/15-4-S29-G1.pdf