

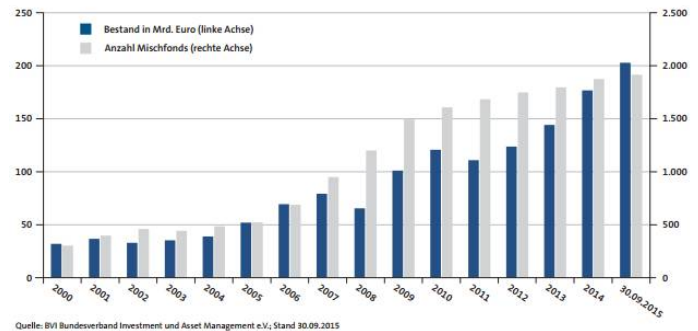
## Long / Short-Ansätze erfreuen sich wachsender Nachfrage – ein Gastbeitrag von LOYS AG



Dr. Christoph Bruns, LOYS AG

### Nullzinspolitik befördert aktienbasierte Long/Short-Fonds

Seit der großen Finanzkrise in den Jahren 2007 ff., die mit dem Zusammenbruch der Investmentbank Lehman Brothers im November 2008 kulminierte, erfreuen sich Mischfonds großer Beliebtheit bei institutionellen und privaten Anlegern. Allein in Europa sind inzwischen ca. 1.200 Milliarden Euro in Mischfonds jedweder Couleur veranlagt. Durch ein Engagement in Mischfonds, die typischerweise Zinsinstrumente, Aktien und ggf. Rohstoffe zu einem Anlagedepot bündeln, konnten Investoren von fallenden Zinsen, ebenso wie von seit März 2009 steigenden Aktienkursen, profitieren. Angesichts weiter gefallener Zinsen und einem mittlerweile erreichten Niveau negativer Realzinsen wird die Zinsseite für Mischfonds jedoch zunehmend unattraktiv. Positive Anlageergebnisse bei Bonds fußen inzwischen nahezu ausschließlich auf Kurszuwachsen, da die Kupons besonders bei Staatsanleihen oftmals marginal geworden sind. Das Absinken der Kupons hat zugleich zum Anstieg der Durationen von Anleihen geführt, sodass die Kurs- und Endwert Risiken bei Anleihen inzwischen ein beachtliches Ausmaß erreicht haben. Hinzu kommt, dass die in der Vergangenheit beobachtbaren Korrelationen zwischen Anleihen und Aktien, angesichts des eingetretenen Strukturbruchs seit der großen Finanzkrise, nicht in die Zukunft fortzuschreiben sind. Zumal die Kupons dabei in der Vergangenheit einen wesentlichen korrelationssenkenden Beitrag lieferten.

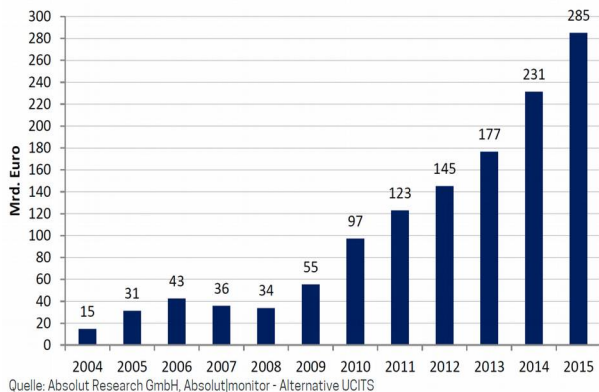


Graphik 1: Volumens- und Bestandsentwicklungen bei Mischfonds

Diese historisch einmalige Gemengelage an den Bondmärkten führte in der jüngsten Zeit dazu, dass Investoren sich nach geeigneteren Konzepten umschaun, um ausgewogene Chance-Risiko-Profile zu generieren. Dabei rückten zuletzt Long/Short-Konzepte stark in den Fokus der Anlegerschaft. Das Vorgehen der Long/Short-Ansätze besitzt, bei aller Heterogenität im Detail, eine plausible Hauptkomponente: Die Risikominderung entsteht, indem innerhalb der gleichen Anlageklasse (i. d. R. Aktien) Gegenpositionen aufgebaut werden. Damit entfällt die Korrelationsproblematik, die bei der Mischung verschiedener Anlageklassen entsteht, komplett. Über zeitliche Stabilitäten der Kovarianzmatrizen aus der Vergangenheit muss also nicht weiter rasoniert werden. Die lineare Extrapolation historischer Realisierungen, als Annahme für den Gleichlauf der Anlagegattungen in der Zukunft, entfällt. Aktien werden also mit Aktien abgesichert, was zu einem passenderen und damit risikoloserem Hedging führt.

Traditionell wurden Long/Short-Strategien als Hedgefonds angeboten, weil die Shortseite dort leichter umzusetzen war. Hinzu gesellten sich aber noch weitere Merkmale, die in den ersten Jahren für Long/Short-Strategien bestimmend waren. Bei klassischen Long/Short-Hedgefonds wird die Shortseite in der Regel über Einzelaktien abgebildet. Dazu bedienen sich diese Vehikel dem Instrument der Wertpapierleihe, die mit einem Kontrahenten aus dem Banken- bzw. Brokeruniversum abgeschlossen wird. Bestehende Kontrahentenrisiken bei diesem Ansatz sind jedoch seit der Insolvenz von Lehman Brothers im Jahr 2008 stärker ins Visier der Investoren gerückt. Hinzu kommt, dass die Wertpapierleihe seit der großen Finanzkrise für viele Aktien eingeschränkt

wurde und folglich die Möglichkeiten an Shortpositionen auf Einzelaktien begrenzt wurden. Zu einer Veränderung und zugleich Popularisierung von Long/Short-Fonds hat die Verbreitung des OGAW-Rechtsrahmens (Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren, engl.: UCITS) in Europa geführt. Mittlerweile kleidet dieser Rechtsmantel, der genaue Vorgaben in Bezug auf die zulässigen Vermögensgegenstände (engl.: eligible assets) im Portfolio liefert, zahlreiche Long/Short-Fonds.



Graphik 2: Volumensentwicklung alternativer UCITS-Fonds

Als Alternative zur Shortabdeckung über Einzelaktien erwies sich die Verwendung von Index-Derivaten. Dabei steht der aktiven Titelselektion auf der Longseite eine Shortposition gegenüber, die über Futures eingegangen wird. Der Vorteil dieses Vorgehens besteht nicht nur in der Vermeidung eines Kontrahentenrisikos, wie es bei der Wertpapierleihe auftreten kann, sondern vor allem auch in der Liquidität des gewählten Instruments und der leichten Handhabbarkeit.

Zu wählen ist bei einer solchen Long/Short-Strategie zudem der Absicherungsgrad. Dabei gilt es zwischen Fonds, die marktneutral aufgestellt sind und damit kein Netto-Aktienexposure aufweisen sowie denen, die einen Long-Bias aufweisen, zu unterscheiden. Im Falle der Letztgenannten entsprechen sich die Nominalbeträge von Long- und Shortseite nicht. Vielmehr übersteigt die Longseite betragsmäßig die Shortseite, sodass per saldo ein positives Beta entsteht. Der intellektuelle Grund für einen solchen Long-Bias liegt in der empirischen Beobachtung, dass Aktienmärkte im Verlauf der Zeit positive Renditen

aufweisen und eine gewisse Partizipation daran gewünscht wird. Gleichwohl liegt aber der Marketingfokus der Long/Short-Fonds auf der Betonung der Shortseite, die sozusagen als Sicherheitsnetz im Falle temporär rückläufiger Märkte dient. Hierbei sollte berücksichtigt werden, dass nicht wenige Anleger, und zwar institutionelle wie auch private Anleger, asymmetrische Nutzenfunktionen besitzen. Realisierte Verluste im Umfang X wiegen demzufolge schwerer als realisierte Gewinne im Umfang Y. Die jüngst zu beobachtende Beliebtheit von Long/Short-Ansätzen mit Long-Bias ist nicht zuletzt diesem weit verbreiteten Risikoprofil der Investoren geschuldet.

Unterschiede zwischen verschiedenen Long/Short-Fonds können auch das definierte Investmentuniversum betreffen. In Europa existieren nicht wenige Long/Short-Vehikel, die sich auf europäische Aktien beschränken. Vor dem Hintergrund der Globalisierung, die sich in den vergangenen 25 Jahren an den Finanzmärkten vollzogen hat, ist jedoch zu hinterfragen, ob nicht global ausgerichtete Long/Short-Ansätze grundsätzlich zu präferieren sind. Abgesehen von den größeren Selektionsmöglichkeiten im Bereich der Aktienausswahl spricht auch das Diversifikationsargument für eine breitere globale Ausrichtung. Dabei ist nicht zu vergessen, dass gerade auch die Währungsseite, die bei global agierenden Fonds ein integraler Bestandteil des Portfolios ist, wesentliche Diversifikationsbeiträge liefern kann. Zumal Wertpapier- und Wechselkursrenditen durchweg Korrelationen unter eins aufweisen.

Im Ganzen ist zu betonen, dass Long/Short-Fonds aktives Management betreiben und daher die gleichen Erfolgsvoraussetzungen aufweisen, wie sie auch andere aktive Fondsmanagementstrategien besitzen. Diesbezüglich ist daran zu erinnern, dass die personellen, organisatorischen und kulturellen Qualitäten eines Anbieters wesentlich für den Anlageerfolg eines Long/Short-Fonds sind. Um der Gefahr reiner Marketingangebote zu entgehen, dürfte es von Vorteil sein, derartige Anbieter von aktienbasierten Long/Short-Fonds zu präferieren, die eine nachgewiesene Expertise auf der Aktienselektionsseite aufweisen. Selbstverständlich ist die Leistungsbilanz (engl.: Track Record) eines bestehenden Long/Short-Fonds sorgfältig zu prüfen. Mandate, die eine mehrjährige positive Leistungsbilanz aufweisen und die dabei sowohl in Hausse- wie auch in Baissephasen ihrem risikoaversen Profil gerecht geworden sind, dürften sich am ehesten für eine Investition qualifizieren.

Gerade für den deutschen Fondsmarkt scheinen Long/Short-Fonds besonders geeignet zu sein. Denn mit ihrer Hilfe kann ein Einstieg für einen breiteren Teil der Bevölkerung in die Aktienanlage gelingen, ohne die damit erfahrungsgemäß einhergehenden temporären Marktschwankungsrisiken tragen zu müssen. Bekanntlich ist der Umstand hinreichend empirisch belegt, dass deutsche Anleger sich mit der reinen Aktienanlage durchaus schwer tun. Die traditionelle Bevorzugung von Zinsanlagen ist jedoch aufgrund der seit längerem bereits bestehenden Niedrigzinssituation als wenig sinnvoll zu bewerten, sodass der sukzessive Umstieg auf Aktienanlagen volkswirtschaftlich wünschenswert ist. Hierbei könnten aktienbasierte Long/Short-Fonds unterstützend wirken, da sie aufgrund ihrer risikoaversen Ausrichtung die Möglichkeit eröffnen, auch bei mittelfristigen Anlagehorizonten von der Wertentwicklung der Aktienmärkte zu profitieren.

#### Kontakt:

Frank Trzewik (Vorstand LOYS AG)

Tel: 0441-9258610  
Mail: [trzewik@loys.de](mailto:trzewik@loys.de)