

Wogenglätter für stürmische Zeiten

ANLAGESTRATEGIE Erneut ist das Börsenumfeld undurchsichtig geworden: Derzeit könnten auch Aktien mit Potenzial in Mitleidenschaft gezogen werden, wenn der Gesamtmarkt zurückgeht. Marktneutrale Strategien bieten hier ein Gegenmittel.

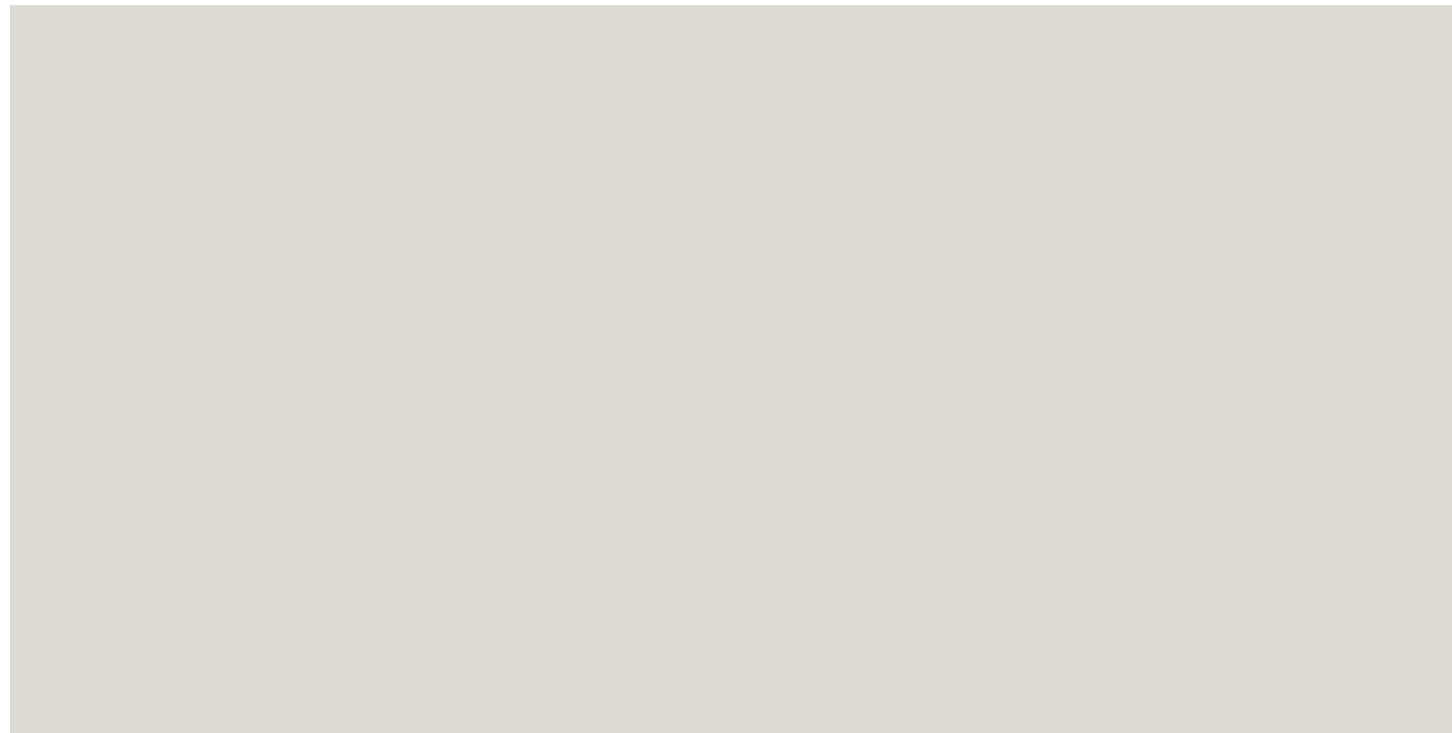
SAMUEL GERBER

Widersprüchliche Signale von der Konjunktur, eine Verschlechterung bei den «toxischen» Krediten in den Bilanzen der Banken, Inflationsangst: Nach der Hausse der letzten Wochen beginnen die Investoren jetzt, ihre Chips einzulösen. Risikoreiche Anlagen werden abgestossen. Das Kapital geht in sichere Häfen wie dem Dollar. Für die einzelnen Aktienwerte heisst das wie schon 2008: Sippenhaft. Ob Früh- oder Spätzykliker, defensive oder Finanzwerte. Jedem Stock-Picker, und sei er noch so gewieft, bleibt nicht anderes übrig als zuzuschauen.

Markteinfluss neutralisieren

Ausser es gelänge, den Einfluss des Gesamtmarktes auf einzelne Titel, im Börsenjargon unter dem Namen «Beta» bekannt, auszuschalten. Eben: Das Beta zu blocken. Was dann übrig bliebe, wäre die pure Performance des einzelnen Werts, ohne die Störgeräusche von Abertausenden anderen Anlegern. Eine schöne Vorstellung. Nur leider nicht so einfach umzusetzen. So scheitert beispielsweise schon der Versuch, am Swiss Market Index (SMI) marktneutrale Werte aufzustöbern. Kein einziger Schweizer Blue Chip weist nämlich ein Beta von 0 auf. Am tiefsten lagen 2008 noch die Aktien Synthes, Baloise, Swisscom und Actelion.

Zielführender ist dagegen eine Kombination von Methoden. Genau dort setzen jene Anlagestrategien an, die unter dem Etikett «marktneutral» feilgeboten werden. In ihrer einfachsten Ausprägung bestehen diese jeweils aus zwei Teilen. Nämlich einerseits aus der Auswahl der «richtigen» Titel, andererseits aus Instrumenten, die gezielt den Markteinfluss aushebeln. Das tut nun eine Basisstrategie, die Thorsten Hock, Teamleiter Quantitatives Investment Research bei der Zürcher Kantonalbank (ZKB), für ein Zertifikat desselben Hauses entworfen hat (siehe Kasten). Hocks Team unterzieht dabei die Aktien zuerst einer vertieften quantitativen Analyse. «Ausge-



Wie Wellenbrecher in der Brandung: Marktneutrale Strategien glätten die Schwankungen des Marktes bei unsicheren Rahmenbedingungen.

wählt werden jene Titel, bei denen die Analysten das beste Gewinnwachstum sehen», so Hock. Die Hoffnung ist dabei, dass solche Werte das Zeug dazu haben, den Gesamtmarkt zu schlagen.

Marktneutral heisst: Richtige Auswahl der Titel und Einsatz von Produkten, die den Einfluss des Marktes aushebeln.

Anschliessend folgt der zweite Teil: «Die so ausgewählten Werte werden durch den Einsatz von Short-Positionen vom Marktrisiko befreit.» Mittels Optionen «geshortet» wird dabei der Gesamtmarkt, in diesem Fall der SMI. Der Wert dieser Position entwickelt sich in der Folge gegenläufig zum Index. Fällt die Benchmark um 1%, gewinnt der Short 1% an Wert. Der Gesamtmarkt ist neutralisiert.

Skepsis gegenüber Gesamtmarkt

Aber: Steigt der SMI um 1%, fährt die Short-Position auch dieses Mass an Verlust ein. Entwickelt sich der Index dann noch besser als die ausgewählten Aktien, muss sich der Anleger mit einer vergleichsweise geringeren Rendite zufriedengeben. Weshalb Hock auch klar unterstreicht: «Eine marktneutrale Anlagestrategie hängt ganz klar vom Investorenprofil ab. Der Anleger muss einer-

seits an das Potenzial von Einzelaktien glauben, andererseits aber gegenüber dem Gesamtmarkt eher skeptisch sein.»

Sicher in der Baisse, aber nicht zuvorderst dabei in der Hausse: Diesem Makel zum Trotz sind marktneutrale Strategien für GAM, die gewichtige Fonds-Tochter der Privatbank Julius Bär, derzeit das Gebot der Stunde. «GAM hat seine Equity-Long-Short-Portefeuilles zu grossen Teilen in marktneutralen Strategien angelegt und ist 2009 damit sehr gut gefahren – alle

Monate waren positiv, die Gesamtrendite liegt zwischen 7 und 9%», sagt Daniel Durrer, Head of Fund Distribution Intermediary Clients. GAM kann dabei auf ein noch viel komplexeres Instrumentarium zurückgreifen: Marktneutrale Hedge-Fonds-Strategien können bei den Options-Gegengeschäften in beide Richtungen eine Überrendite erwirtschaften und auch sehr kurzfristige Marktverschiebungen ausnützen. «Marktneutrale Anlagen sind in diesem Umfeld eine wichtige Ergänzung zu den Long-

Positionen, die sowieso im Portefeuille sind», so Durrer.

Verlustphasen dämpfen

Noch einen Schritt weiter geht State Street Global Advisors, ein US-Vermögensverwalter mit Niederlassung in der Schweiz. Mit der nur institutionellen Investoren zugänglichen Premia-Strategy hat er ein Produkt entwickelt, das einerseits die Performance von 10000 Hedge-Fonds abbildet – die allesamt möglichst unabhängig vom Markt Rendite erwirtschaften wollen – und diese noch mit einem Sicherheitsnetz versehen. «Lookback straddles» heissen die dabei eingesetzten Optionen, die dafür sorgen, dass der Investor über eine bestimmte Frist die Differenz zwischen der besten und der schlechtesten Performance ausbezahlt bekommt.

«Damit lassen sich die plötzlichen Verlustphasen dämpfen, die auch bei den Hedge-Fonds immer häufiger werden», sagt Narayan Naik, Finanzprofessor an der London Business School, welcher die Grundlagen für das Produkt erarbeitet hat. Auch er kennt allerdings die Grenzen der Strategie: «Einen 'free lunch' gibt es nicht an den Finanzmärkten. Die Absicherung nach unten geschieht immer auf Kosten des Aufwärtspotenzials.»

MARKTNEUTRALE ANLAGEN

So investieren Sie marktneutral

Vielfältiges Angebot Marktneutral investieren sollte nur, wer den Gesamtmarkt noch fallen sieht, aber an das Potenzial ausgewählter Wertschriften glaubt. Der Anlagehorizont sollte dabei mindestens ein Jahr betragen. Wer sich entschieden hat, findet ein vielfältiges Angebot von Fonds, Strategiefonds, Hedge-Produkten und Zertifikaten vor.

ZKB: Renditedifferenz Bis zum 30. Juni liegt bei der ZKB noch das nach den geschilderten Ab-

läufen konstruierte Zertifikat Proper auf ZKB Winners Momentum Basket auf, das jeweils in drei SMI-Titel investiert ist. Die Rendite des Produktes (Valor 10269511) entspricht jeweils der Renditedifferenz zwischen den ausgewählten Aktien und dem SMI. 2008 wäre mit diesem Produkt eine positive Rendite erzielt worden, so die ZKB.

Bär: Rendite mit Anleihen Nur 1,9% im Minus lag im letzten Jahr der Julius Bär Return Bond Fund (Valor 2648074), der mit Anleihen sowohl im Long- wie auch im Short-Bereich Rendite zu erzielen sucht.

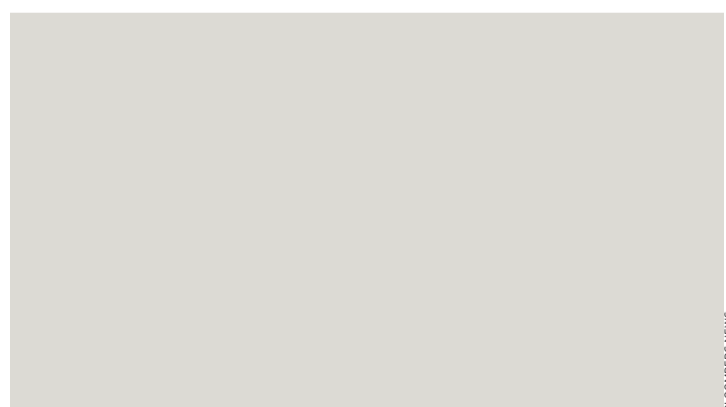
BÖRSENAUSBLICK

SMI auf Seitwärtskurs - Julius Bär trennt sich auf

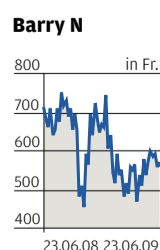
Das Kurstableau an der SIX Swiss Exchange ist von «stop and go» geprägt - mal leuchtet es grün, dann wieder rot. Die Analysten der ZKB prognostizieren eine Fortsetzung der Seitwärtsbewegung, erwarten jedoch mittelfristig einen Aufwärtstrend.

In der aktuellen Woche finden einige wichtige Firmenanlässe statt. So legt zum Beispiel **Monsanto** am Mittwoch, 24. Juni, sein 3. Quartalsergebnis 2008/2009 vor. Die Performance des US-Agrochemiekonzerns wird Rückschlüsse auf die Schweizer Konkurrenz **Syngenta** zulassen, die Ende Juli ihren Halbjahresabschluss 2009 publiziert.

Weiter berichtet **Barry Callebaut** am Donnerstag, 25. Juni, über die Umsatzzahlen der letzten neun Monate. Der weltweit grösste Schokoladenproduzent ist aktiv in der Branchenkonsolidierung: bei der spanischen Natra wird Barry Callebaut zum gewichtigen Minderheitsaktionär und in Dänemark wurde Eurogran akqui-



Noch sind Private Banking und Asset Management bei Julius Bär vereint.



Tags darauf, am Freitag, 26. Juni, veröffentlicht die Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich

riert. Die Aktie hat seit Jahresbeginn zwar 17% verloren, befindet sich jedoch seit dem Tiefstand von April in der Aufwärtsbewegung.

(Kof) das Konjunkturbarometer für den Monat Juni. Dieses wird weitere Aufschlüsse und Prognosen zum Zustand der hiesigen Konjunktur zulassen.

Gleichen Tags lädt **Advanced Digital Broadcasting** zur Generalversammlung. Der Titel des Set-Top-Boxen-Herstellers hat seit Anfang Jahr um 10% zugelegt. Die Branche rund um das digitale Fernsehen ist krisensicherer als andere. Das zeigt sich auch beim Konkur-

renten **Kudelski**, für den Goldman Sachs kürzlich das Rating auf «Kaufen» angehoben hat.

Julius Bär N



Schliesslich hält **Julius Bär** am Dienstag, 30. Juni, eine ausserordentliche Generalversammlung ab. Thema wird die vor kurzem beschlossene Aufspaltung des Unternehmens in zwei unabhängige Einheiten sein. Fortan werden das Private Banking und das Asset Management getrennt geführt und an der SIX Swiss Exchange gehandelt werden. Die Aktie der Privatbank notiert im Vergleich zum Jahresbeginn um 3% höher.

Am selben Tag wird die Schweizerische Nationalbank (SNB) die Zahlungsbilanz der Schweiz für das 1. Quartal 2009 präsentieren. Diese Zahlen werden Rückschlüsse auf den Zustand der Schweizer Exportwirtschaft zulassen. Nach dem jäh-

ren Einbruch der Exporte und Importe im 4. Quartal 2008 darf man gespannt sein, ob sich die positiven konjunkturellen Prognosen bereits in einer Verbesserung der Zahlungsbilanz zeigen. (fb)

BÖRSETERMINE

Mi 24.6. Ypsomed, Formulfirst: Generalversammlung (GV). Nike: Ergebnis 4. Quartal 2008/09. Monsanto: Ergebnis 3. Quartal 2008/09.

Do 25.6. Barry Callebaut: Umsatzzahlen der letzten neun Monate. Private Equity: GV.

Fr 26.6. LEM Holding, Advanced Digital Broadcast Holding: GV. Konjunkturforschungsstelle der ETH (Kof): Konjunkturbarometer Juni.

Mo 29.6. ShaPe Capital: GV.

Di 30.6. Julius Bär: Ausserordentliche GV. Schweizerische Nationalbank (SNB): Zahlungsbilanz der Schweiz, 1. Quartal 2009.

INVESTOR

Diversifikation gilt auch nach dem Jahr 2008



ANDREAS REICHLIN

Partner PPCmetrics AG, Zürich

Die Renditen institutioneller und privater Vermögen wiesen im Jahr 2008 meist ein negatives Vorzeichen auf. Dies legt die Vermutung nahe, dass die Diversifikation versagt hat. Alle Anlagekategorien, inklusive der alternativen Anlagen, scheinen im gleichen Moment korrigiert zu haben. Ist diese Schlussfolgerung korrekt oder greift sie zu kurz?

Die Grundregel der Diversifikation besagt, dass die Risikoreduktion durch Diversifikation am wirkungsvollsten ist, wenn die berücksichtigten Anlageklassen möglichst unabhängige Risikofaktoren repräsentieren. Dies gilt beispielsweise für Zins-, Aktien- und Immobilienpreisrisiken. Repräsentative Indizes für diese Anlageklassen wiesen 2008 für Staatsanleihen ein Plus von 9,9%, für Aktien Welt ein Minus von 43,9% sowie für direkte Immobilienanlagen in der Schweiz ein Plus von 4,6% auf. Zwei von drei Anlageklassen erzielten somit positive Renditen. Die klassische Diversifikation hat funktioniert.

Je nach Aktienanteil lag die Rendite eines auf diese Weise investierten Vermögens im Jahr 2008

«In vielen Portfolios wurde zwar die Anzahl der Anlageklassen erhöht, die Diversifikation aber nicht verbessert.»

zwischen +3.5% (10% Aktien) und -12.7% (40% Aktien). Wieso fiel die Rendite einer Vielzahl von Portfolios tiefer aus? Die Antwort liegt in der falsch verstandenen Diversifikation. In vielen Portfolios wurde in den letzten Jahren zwar die Anzahl der Anlageklassen erhöht, nicht aber die Diversifikation verbessert. Grund: die neuen Anlageklassen repräsentieren oft keine neuen Renditequellen sondern erhöhen bereits im Portfolio vertretene Risikofaktoren. Als Beispiele gelten Multi-Strategie Fund-of-Hedge-Funds und Wandelanleihen. Beide Anlagen sind stark von der Aktienmarktentwicklung abhängig und haben 2008 deutlich korrigiert. Ihr Einsatz führte zu einer impliziten Erhöhung der Aktienquote.

Um Überraschungen zukünftig zu vermeiden, bietet sich bei der Festlegung der Anlagestrategie ein zweistufiges Vorgehen an. Im ersten Schritt wird die Basis-Diversifikation sichergestellt. Das Vermögen wird auf primäre Risikofaktoren verteilt: Zins- (Staatsanleihen), Unternehmens- (Aktien), Immobilien- (Immobilien) und - sofern alternative Anlagen in Frage kommen - Rohwarenriskien (Commodities). Im zweiten Schritt werden weitere Anlagekategorien evaluiert. Dabei gilt es, für jede Anlageklasse bzw. jedes Anlageprodukt zu beurteilen, welche Renditequellen erschlossen werden und ob diese bereits im Portfolio vertreten sind. Aktuell wird beispielsweise oft vorge schlagen, einen Teil des Obligationenportfolios in Unternehmensanleihen zu investieren, um von den derzeit höheren Renditen in diesem Segment zu profitieren. Mit dem Eingehen von Kreditrisiken erhöht sich auch die Abhängigkeit von der Aktienmarktentwicklung. Dessen sollte sich der Anleger bewusst sein.