



Welche Strategien sind erfolgversprechend

ABSOLUTE RETURN DURCH AKTIVES MULTI ASSETKLASSEN MANAGEMENT

Christian Frischauf, Leiter Multi Assetklassen Management, BayernInvest

INSTITUTIONELLE INVESTOREN BEFINDEN SICH IN EINEM DILEMMA. IM AKTUELLEN NIEDRIGZINSUMFELD LASSEN SICH DIE ERFORDERLICHEN ZIELRENDITEN MIT INVESTMENTS IN STAATSANLEIHEN ALLEIN NICHT MEHR ERREICHEN. DER NOTWENDIGE MEHRERTRAG GEGENÜBER DEM GELDMARKTZINSES ERFORDERT DIE ÜBERNAHME VON RISIKEN. DIE RISIKOBUDGETS DER MEISTEN ANLEGER JEDOCH SIND IN FOLGE VON ZWEI DICHT AUF EINANDER FOLGENDEN FINANZKRISEN ERHEBLICH ABGESCHMOLZEN. ABSOLUTE RETURN STRATEGIEN KÖNNEN EIN AUSWEG AUS DIESER ZWICKMÜHLE SEIN.

Der Paradigmenwechsel steht vor der Tür

Die weiter anhaltende Verschuldungskrise und das niedrige Zinsniveau machen vielen Investoren das Leben schwer. Für einige Großanleger könnte sich die Situation gar zu einer Überlebensfrage auswachsen. Angesichts der Rentenlastigkeit ihrer Kapitalanlage stellt

sich vor allem für manchen Versicherer die Frage, wie man seinen Verpflichtungen mit überwiegend zinsgestützten Erträgen künftig nachkommen kann. Grundsätzlich gilt diese Problematik auch für andere Investorengruppen. Denn auch deren Asset Allocation ist im Durchschnitt zu weit über 80% durch Rentenanlagen und Geldmarktinstrumente dominiert, also in hohem Maße auf laufende Zinserträge ausgerichtet. Das Warten auf die Zinswende ist dabei keine Option. Denn erstens wird diese voraussichtlich so schnell nicht kommen. Und zweitens würde diese – zumindest in einer Übergangsphase – zu nicht unerheblichen Abwertungen im Bestand führen.



Christian Frischauf

Die Tatsache, dass es auf den gestressten Bondmärkten ohne sichere Häfen schwerer, wenn nicht gar unmöglich geworden ist, stabile und ausreichende Erträge zu erwirtschaften, ist allerdings nur eine Seite der Medaille. Auf der anderen Seite steht die Erkenntnis, dass auch in anderen Märkten mit klassischen Benchmark-orientierten, long-only-Strategien die erforderlichen Risikoprämien kurzfristig nicht mehr verlässlich zu erzielen sind. Dies liegt zunächst an den volatileren, sich in kürzeren Zyklen entwickelnden Märkten. Andererseits aber auch an den gesunkenen Risikobudgets, die wenig Spielraum für die sich aus dem veränderten Marktumfeld verstärkt ergebenden Risiken zulassen. Eine solche Gemengelage stellt unweigerlich neue Anforderungen an die Asset Allocation und Investmentstrategien institutioneller Investoren.

Die Renaissance von Absolute Return

Vor diesem Hintergrund rücken Absolute Return-Konzepte, die losgelöst von der Marktentwicklung und unter Beachtung der vom Anleger vorgegebenen Risikobudgets die Erträge am Geldmarkt mittelfristig übertreffen sollen, erneut in den Fokus der Investoren. Gesucht werden Strategien, die ein attraktives Risiko/Rendite-Profil bei begrenzter Volatilität aufweisen und die Anforderungen an Mehrertrag und Verlustbegrenzung gleichermaßen berücksichtigen. In diesem asymmetrischen Profil liegt der wesentliche Nutzen von Absolute Return-Konzepten für den Investor im gegenwärtigen Niedrigzinsumfeld. Dieser kann so grundsätzlich die dringend benötigte Chance auf einen Mehrertrag wahren, ohne Gefahr zu laufen, nicht mehr tragbare Verluste zu erleiden. In welchem Rahmen der Investor diese Chance tatsächlich nutzt, hängt von seinen individuellen Vorgaben und der Höhe seines Risikobudgets ab. Beide Faktoren entscheiden schließlich über die konkrete Ausgestaltung eines Absolute Return-Mandats.

Obwohl Absolute Return-Fonds in der Vergangenheit mitunter kritisch hinterfragt wurden, ist die Nachfrage nach ihnen seit der Finanzkrise stetig gewachsen. Mittlerweile können Investoren hierzulande auf 375 entsprechende Strategien zurückgreifen. Das Gesamtvermögen der so verwalteten Portfolios beläuft sich auf 63,8 Mrd. Euro. Dass viele von ihnen ihr Leistungsversprechen in den vergangenen Jahren einhalten konnten, belegte erst unlängst eine Untersuchung von Lupus alpha auf der Basis der Daten des Fondsanalysehauses Lipper. Danach waren 80% der 214 untersuchten Fonds in der Lage, im Beobachtungszeitraum (2009 bis 2012) eine positive Rendite über unterschiedliche und sehr volatile Marktphasen hinweg zu erzielen. Im Durchschnitt lag die Rendite der untersuchten Absolute Return-Fonds bei 2,63%.

Neue Impulse durch UCITS III

In der Investmentpraxis werden Absolute Return-Mandate mit einer Vielzahl unterschiedlicher Konzepte umgesetzt. Erweitert wurden die Möglichkeiten der Portfoliokonstruktion vor allem durch die im Jahr 2004 durch das Investmentmodernisierungsgesetz umgesetzte UCITS-III-Richtlinie. Diese brachte frischen Wind in die Werkstätten der Portfolio-Konstrukteure und schaffte die Grundlage für neue, breit gefächerte Absolute Return-Konzepte. Waren Absolute Return-Strategien bis dahin in ihren Investmentmöglichkeiten beschränkt, so eröffnete UCITS III nun die Möglichkeit, in eine breite Palette an Finanzinstrumenten und Strategien zu investieren. Alternative Anlagestrategien aus dem Baukasten der Hedgefonds-Manager konnten fortan mit traditionellen Konzepten verknüpft werden. Beobachter sprachen in diesem Zusammenhang von „Absolute Return 2.0“ und verwiesen auf die erhöhte Flexibilität der Konzepte sowie auf die verbesserten Möglichkeiten, mit diesen optimierte Risiko-Rendite-Profile in den Portfolios herstellen zu können.

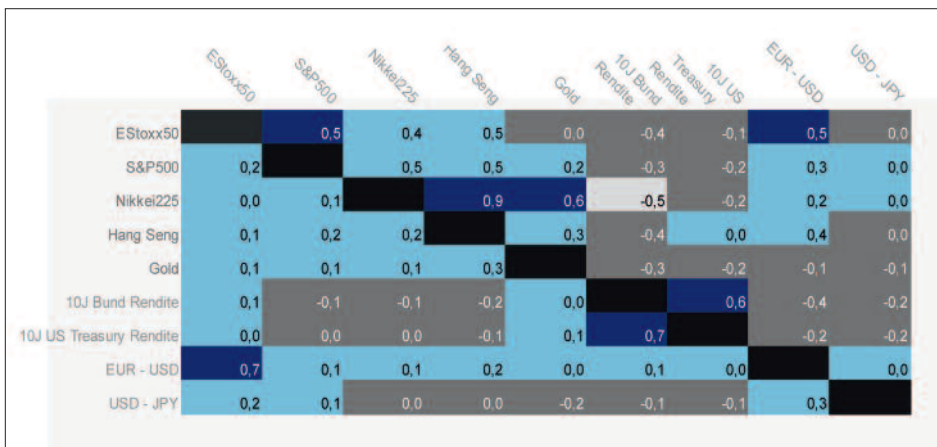


Abb.1: Korrelationsmatrix Assetklassen (Ausschnitt)

Erreicht wurde diese neue Flexibilität zunächst durch die Öffnung des nutzbaren Assetklassen-Universums. Neben den klassischen Anlageklassen stehen den Managern UCITS III konformer Fonds nun auch nicht-traditionelle Anlageklassen wie Private Equity, Rohstoffe, Immobilien-Aktien, Mortgage-Backed-Securities oder auch Volatilitäts- und Indexkonstrukte zur Verfügung. Als ebenso wichtig erweist sich der erweiterte Einsatz von Derivaten und anderen innovativen Finanzinstrumenten, mit denen marktneutrale Strategien und Arbitrage-Geschäfte in Absolute Return-Konzepten umgesetzt werden können. Insgesamt führte UCITS III so zu einem deutlich erweiterten Handlungsrahmen für die Konstruktion volatilitätsreduzierter, stabiler Portfolios mit positiven Erträgen.

Lässt man die weitgehend unregulierten Hedgefonds-Strategien außen vor, unterteilen sich die Absolute Return-Konzepte heute üblicherweise in long only und long/short-Ansätze. Long only-Strategien stellen ein flexibles Investieren in verschiedene Assetklassen und Märkte dar, mit dem Ziel, das Kapital in schwierigen Marktphasen durch eine defensivere Portfolioausrichtung zu erhalten. Long/short basierte Absolute Return-Konzepte arbeiten anders. Zusätzlich zu kontinuierlichen Allokationsverschiebungen zwischen risikoreicheren und risikoärmeren Assets kann der Portfoliomanager auch netto Short-Positionen eingehen. Auf diese Weise lässt sich grundsätzlich eine marktunabhängige Performance erreichen. Zum Einen führt das Shorten zu einem niedriger korrelierten Ertrag des Portfolios. Zum Anderen stellt es in Stressphasen des Marktes eine konsequentere Möglichkeit dar, das Portfolio vor Kursverlusten zu schützen. Gerade bei Ertragsersparungen über kürzere Zeiträume ist die Short-Möglichkeit ein wichtiger Bestandteil eines erfolgreichen Absolut-Return Portfolios.

Platz	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
1	40,9%	7,1%	9,3%	18,4%	9,4%	39,9%	18,0%	9,6%	17,8%	27,3%	25,3%	12,6%
2	22,8%	6,9%	8,9%	11,8%	7,8%	28,1%	8,2%	5,1%	12,2%	25,6%	20,4%	10,8%
3	9,2%	6,1%	8,9%	7,7%	7,6%	26,0%	1,1%	2,1%	9,1%	22,6%	19,9%	9,7%
4	7,9%	5,4%	8,0%	7,5%	7,3%	24,3%	0,4%	1,9%	5,7%	16,0%	13,8%	3,7%
5	7,3%	5,0%	6,7%	6,1%	6,8%	10,5%	0,2%	1,8%	-4,0%	15,8%	6,8%	3,4%
6	7,1%	4,7%	0,9%	4,4%	6,6%	7,7%	-0,4%	1,5%	4,5%	11,2%	6,3%	2,5%
7	6,4%	1,6%	0,1%	4,1%	6,6%	5,4%	-0,4%	-0,1%	-5,6%	7,9%	4,7%	1,7%
8	6,0%	-11,9%	-3,2%	3,9%	3,6%	5,3%	-0,9%	-0,2%	-32,7%	4,3%	1,3%	-2,0%
9	-1,7%	-15,1%	-31,8%	3,6%	2,2%	4,0%	-5,2%	-0,9%	-37,6%	1,9%	1,2%	-10,6%
10	-6,8%	-19,1%	-36,1%	-4,7%	0,6%	3,8%	-8,4%	-3,7%	-42,4%	-1,3%	-2,8%	-14,1%

Zwei entscheidenden Bausteine der Portfoliogestaltung:

1) Nutzung der Diversifikation über ein breites Anlageuniversum
 > Stabilisierung des Risikos durch Vermeidung von hohen Verlusten

2) Aktives Management innerhalb der taktischen Asset Allokation
 > Steigerung der Ertragschancen durch Nutzung kurzfristiger Marktchancen

Dt. Sov. Euro Sov. Euro Coll. Euro Corps Global Bonds EM Bonds Aktien Euroland Rohstoffe Aktien Welt Portfolio*

*Breit diversifiziertes Portfolio:
 30% Sov./ 15% Coll./ 20% Corps/ 10% Global Bonds/ 5% EM Bonds/ 10% Aktien Euroland/ 5% Aktien Welt/ 5% Rohstoffe

Abb.:2: Jährliche Wertentwicklung diverser Asset-Klassen sortiert von der höchsten bis zur niedrigsten Rendite

Multi Assetklassen basierte Absolute Return-Konzepte

Im Rahmen ihrer Absolute Return Strategie setzt BayernInvest vor dem Hintergrund der durch UCITS III erweiterten Anlagemöglichkeiten auf eine möglichst breite Diversifikation des Portfolios über eine Vielzahl an Assetklassen, Regionen und Anlagestile. Hierdurch soll im Sinne der dynamischen Risikosteuerung im Portfolio eine verbesserte Vereinnahmung von Risikoprämien einerseits sowie eine Minimierung von Shortfall-Risiken andererseits erreicht werden. Ziel dieses stildiversifizierten Multi Assetklassen-Ansatzes ist es, auf der Basis eines individuellen Risikobudgets die Möglichkeiten des gesamten Kapitalmarkts für die Risiko/Rendite-optimierte Steuerung des Portfolios aktiv zu nutzen. Ein Großteil der Investment-Expertise, vor allem in den Asset- und Subassetklassen Aktien, Renten und Währungen, wird dabei durch das Fondsmanagement der BayernInvest bereitgestellt. Die Anlage in Rohstoffe und alternative Investments erfolgt mit Hilfe extern gemanagter Fonds und ETFs.

Dreh- und Angelpunkt des Konzepts sind die individuellen Kundenvorgaben hinsichtlich der Renditeziele, des Risikobudgets und des Anlagehorizonts. Sie bilden die Grundlage für die Festlegung der Startallokation, der Allokationsbandbreiten sowie für die Verteilung des Risikobudgets auf die unterschiedlichen Assetklassen. Die konkrete Umsetzung der Absolute Return-Strategie besteht in der aktiven Entscheidung über die Asset Allocation in Abhängigkeit von vier Stellgrößen: den zulässigen Assetklassen, der geforderten Mindestrendite, der Wahrscheinlichkeit mit der ein definierter Verlust nicht überschritten werden soll und dem Anlagehorizont des Investors. Risikotragfähigkeit und Ertragsziel bilden also

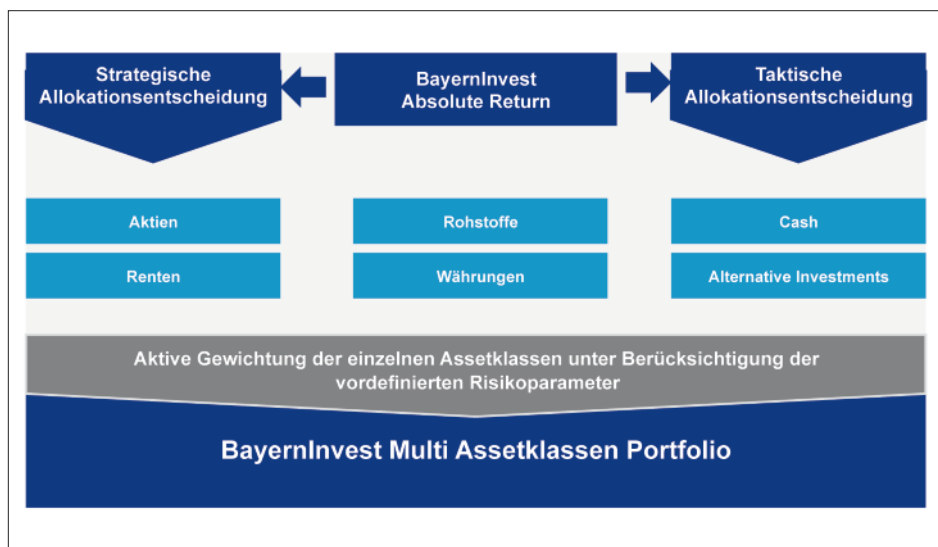


Abb. 3: Aktives Steuerung der Assetklassen zur Erzielung eines absoluten Ertrages

das Spannungsfeld bzw. die zentrale Herausforderung der kundenindividuellen Absolute Return-Strategie. Je geringer das verfügbare Risikokapital, desto tiefer muss das Renditeziel gesetzt werden. Im Umkehrschluss bedeutet dies, dass bei höheren Renditezielen die Risikotragfähigkeit des Investors ebenfalls höher sein sollte. Hohe Ertragerfordernisse und geringe Risikotragfähigkeit führen zwangsläufig zu einem Konflikt, der allerdings – sofern der Investor dazu in der Lage ist – über einen längeren Anlagehorizont entschärft werden kann.

Klarer Investmentprozess mit aktivem Risikomanagement

Der Investmentprozess des BayernInvest Absolute Return-Konzepts gliedert sich in die drei Bausteine Diversifikation, Aktives Management und Risikomanagement. Die Portfolio-diversifikation wird durch die strategische Auswahl einzelner Assetklassen unter Berücksichtigung von Renditeziel und Risikobudget erreicht. Das grundsätzliche Ziel ist die möglichst breite und wenig korrelierte Streuung des Portfoliovermögens über die Gesamtheit der Finanz- und Kapitalmärkte. So sollen langfristige, auf verschiedene Assetklassen verteilte Kapitalmarktrends für die Erreichung einer attraktiven Zielrendite genutzt werden. Die Identifizierung der Fundamentaltrends stützt sich auf das makroökonomische Research der BayernInvest sowie auf die Erwartungsprognosen der einzelnen Märkte und Regionen.

Das aktive Management dient zunächst dem Erwirtschaften von Zusatzerträgen durch das kurzfristige Ausnutzen von Marktineffizienzen unabhängig von der generellen

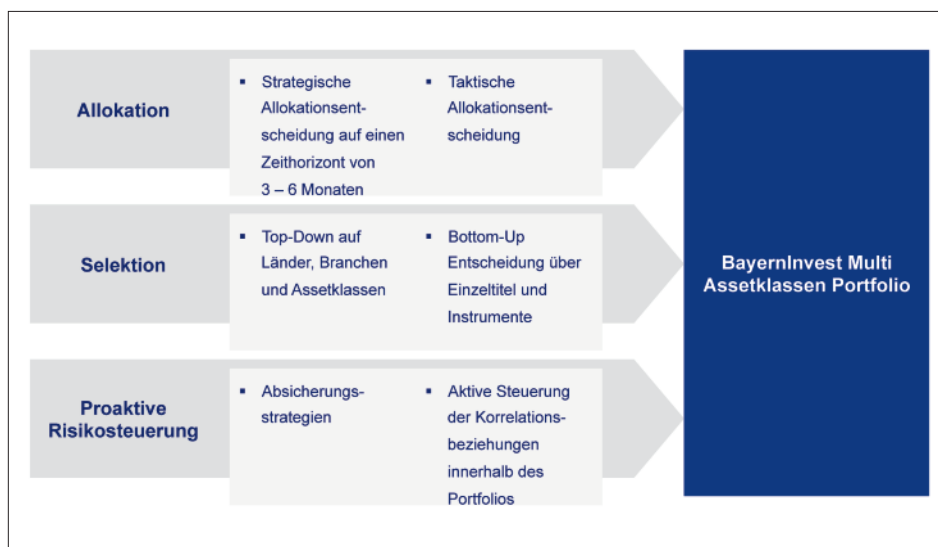


Abb. 4: Performancequellen zur Generierung von absoluten Erträgen

Marktentwicklung. Aus der kontinuierlichen Marktbeobachtung ergeben sich Investmentchancen, die verifiziert und schließlich in das Portfolio integriert werden. Auf der anderen Seite wird das Risiko des Gesamtportfolios ebenfalls mit Hilfe des proaktiven Managements gesteuert. Dabei werden Teile des Portfolios aktiv in Anlageinstrumente mit negativen Korrelationseigenschaften investiert. Auf diese Weise lässt sich die Risikoempfindlichkeit des Portfolios gegen unerwartete Bewegungen abmildern und die Handlungsfähigkeit des Portfoliomanagers auch in einem schwachen Marktumfeld sicherstellen.

Die dynamische Steuerung wird auch im dritten Baustein sichtbar, bei dem das Risiko des Gesamtportfolios mit Hilfe eines Value at Risk (VaR) basierten Risikomanagement-Ansatzes aktiv kontrolliert wird. Das Risikomanagement sorgt dafür, dass in normalen Marktphasen die vordefinierten Risikobandbreiten eingehalten werden. In Phasen erhöhter Marktschwankungen bzw. bei rückläufiger Fondspreisentwicklung führt die VaR-Steuerung zu einer unmittelbaren Risikoreduzierung im Portfolio. Durch den disziplinieren Ansatz wird das grundsätzliche Verlustpotential des Portfolios frühzeitig reduziert.

Aktives und dynamisches Management als Erfolgsfaktor

Bei aller Unterschiedlichkeit bestehender Absolute Return-Ansätze gründet deren Erfolg im gegenwärtigen Umfeld letztlich auf zwei zentralen Pfeilern: Auf der Ausrichtung des Konzepts auf die individuellen Risikobudgets der Investoren einerseits sowie auf den tatsächlichen Handlungsfreiheiten des Fondsmanagements im Sinne einer aktiven und dynamischen Portfoliosteuerung andererseits. Gerade die letztgenannte Anforderung erweist sich in einem fundamental veränderten Investmentumfeld als besonders wichtig. Absolute Return kann hier nur erfolgreich umgesetzt werden, wenn Investoren und Asset Manager eingetretene Pfade verlassen und im Vermögensmanagement risikokontrolliert eine möglichst große Vielzahl an unterschiedlichen Assetklassen, Stilen und innovativen Finanzinstrumenten nutzen. In einer Investmentwelt, die durch kürzere Wirtschaftszyklen, schnelle Wechsel in der Attraktivität der Assetklassen, höhere Volatilität und verstärkte Unsicherheit geprägt ist, haben statische Konzepte ausgedient. Die Fähigkeit, schnell und flexibel auf Veränderungen reagieren zu können, und diese für den Anlageerfolg nutzbar zu machen, wird vor diesem Hintergrund zum zentralen Erfolgsfaktor von Absolute Return-Konzepten.