

Börsenzeitung, 26.06.2004

Investmentbranche reagiert auf veränderte Anlegerbedürfnisse

Unter den Stichworten „Absolute Return“, „Total Return“ oder „Hedge Fund“ wird eine Vielzahl von Konzepten kreiert

Von Herold Rohweder
und Reinhold Hafner*)

Börsen-Zeitung, 26.6.2004

Starker Kursverfall an den Aktienmärkten in den letzten Jahren und damit verbunden hohe Verluste: eine Reihe von Investoren blickt auf nicht gerade rosige Zeiten bei der Kapitalanlage zurück. Und genau deshalb rückt nun verstärkt – auch für kürzere Anlagehorizonte – das originäre Motiv der Geldanlage, nämlich die langfristige Erzielung absolut positiver Renditen, in das Blickfeld der Investoren.

Um diesen veränderten Anlegerbedürfnissen Rechnung zu tragen, entwickelt die Investmentbranche neuerdings eine Vielzahl alternativer Anlagekonzepte. Zur Abgrenzung gegenüber traditionellen Anlagekonzepten wurden diese zumeist mit Attributen wie „Absolute Return“ oder „Total Return“ versehen. Anlagekonzepte zu

Hedge Funds reihen sich ein. Sie nehmen regelmäßig Absolute-Return-Eigenschaften für sich in Anspruch. Die Bedeutung von Hedge Funds wird durch die Liberalisierung des Marktes im Rahmen des Investmentmodernisierungsgesetzes, das Anfang 2004 in Kraft getreten ist, verstärkt.

Die Vielfalt an Anlagekonzepten, die unter dem Etikett „Absolute Return“ oder „Total Return“ bzw. „Hedge Fund“ angeboten wird, ist inzwischen so groß geworden, dass eine Klärung der Begriffe notwendig erscheint.

Was ist Total Return?

Total Return bedeutet Gesamrendite. Diese besteht aus der Summe von Kapitalertrag und ordentlichem Ertrag. Die Gesamrendite einer Anleihe beispielsweise setzt sich aus ihrer Kursveränderung und dem Kuponertrag zusammen. Bei einer Aktie ist es die Kursveränderung und die Dividende, bei einem Fonds die Kursveränderung und die Ausschüttung. Jede Anlageform hat eine Gesamrendite und damit einen Total Return. In diesem Sinne kann jede Anlageform als potenzielles Total-Return-Produkt definiert oder interpretiert werden. Vielfach werden unter der Produktbezeichnung „Total Return“ aktive Rentenfonds geführt.

Was ist Relative Return?

Die Gesamrendite lässt sich auch anders zerlegen: nämlich als Summe von Benchmarkrendite und relativer Rendite. Die relative Rendite wird

auch als Relative Return, Alpha, Active Return oder Outperformance bezeichnet. Diese Form der Zerlegung ist sehr nützlich, da sie den Rahmen für eine Produktklassifizierung bietet: traditionelle Produkte vs. alternative Produkte. Folgende Beispiele mögen dies demonstrieren. Betrachten wir zunächst das traditionelle aktive Mandat. Es hat eine Benchmark, beispielsweise DJ EuroStoxx oder JP Morgan EMU. Der Manager investiert in dieser Assetkategorie. Seine Titelselektion weicht allerdings von der Benchmarkstruktur ab, mit dem Ziel, eine positive relative Rendite zu erwirtschaften. Seine Gesamrendite entspricht der Summe aus der Benchmarkrendite und der relativen Rendite. Um die relative Rendite zu erzielen, muss er in risikobehaftete Anlagen der Benchmark investieren.

Angenommen, der Anleger ist an der relativen Rendite des Aktienmanagers interessiert, scheut aber die Volatilität der Aktienrenditen. Das Prinzip des Hedge Fund vom Typ „Market Neutral“ ist es, das Marktrisiko der Assetklasse zu eliminieren. Durch eine zusätzliche Hedgeposition – ein Derivat, das den Aktien-

markt verkauft und im Gegenzug gleichzeitig den Geldmarkt im selben Volumen kauft – wird erreicht, dass die Gesamtportfoliorendite sich nunmehr aus der Geldmarktrendite und der relativen Rendite aus Aktienanlagen zusammensetzt. Die Aktienselektionsfähigkeiten des Portfoliomanagers wurden von einer risikobehafteten Aktienbenchmark auf eine risikolose Geldmarktbenchmark übertragen („portiert“). Man nennt einen solchen Vorgang „Alpha Porting“. Seine Verallgemeinerung findet dieses Konzept darin, dass nicht nur das Marktrisiko der Assetklasse, in welcher der Portfoliomanager Selektions-

beiträge liefert, eliminiert werden kann, sondern seine Selektionsbeiträge können durch eine zusätzliche Derivateposition auf eine andere Assetklasse, die risikobehaftet ist, übertragen werden. Die Quintessenz ist, dass sich sowohl traditionelle Produkte als auch die komplexeren Alternativen auf eine Renditezerlegung reduzieren lassen, die aus zwei Komponenten besteht: Benchmark und relative Rendite. Der Risikomanagementansatz, der nachfolgend dargelegt wird, baut auf dieser Eigenschaft auf und ist damit für beide Produktklassen (traditionell und alternativ) gleich-

ermaßen anwendbar.

Benchmarkrenditen wie auch relative Renditen schwanken – jeweils um ihren eigenen Mittelwert. Sie sind (leider) nicht konstant. Wenn relative Renditen und Benchmarkrenditen unabhängig voneinander schwanken – was in aller Regel zu-

trifft –, dann entspricht das Portfolioesamtrisiko der Summe aus Benchmarkrisiko und Risiko der relativen Renditen (im Fachjargon auch Tracking Error genannt). Portfolioesamtrisiken zu erheben, zu zerlegen und zu steuern stellt den Kern der Absolute-Return-Herausforderung dar (s. Tabelle 1).

Was ist Absolute Return?

Absolute Return bezeichnet eine Rendite, die ein Investor als akzeptabel erachtet, das heißt, die eine von ihm gesetzte Mindestrendite für eine vorgegebene Anlageperiode über-

trifft. Typisches Beispiel für eine Mindestrendite ist der Kapitalerhalt auf ein Jahr (Mindestrendite gleich null zum Kalenderjahresende). Ein Absolute-Return-Produkt zeichnet sich dadurch aus, dass seine Gesamrendite (Total Return) diese Mindestrenditevorgabe in jeder Anlageperiode mit großer Wahrscheinlichkeit (im Extrem mit Sicherheit) übertrifft und im Mittel über eine Vielzahl von Anlageperioden ein attraktives Risiko-Return-Profil hat. In der Regel ist die geforderte Mindestrendite geringer als die risikolose Verzinsung (Geldmarkt), die mittlere geforderte Gesamrendite (Zielrendite) hingegen ist entsprechend höher als die risikolose Verzinsung.

Produkte, die Gesamrenditen in Aussicht stellen (oder gar garantieren), die in negativen Anlagephasen nicht schlechter als die geforderte Mindestrendite ausfallen, in normalen Anlagephasen aber regelmäßig besser ausfallen, haben Absolute-Return-Eigenschaften.

Von der Definition zur Praxis

Die Marktrisiken von gängigen Rentenbenchmarks (mit Durationen von ca. fünf Jahren) und Aktienbenchmarks sind so groß, dass sie nicht in hinreichendem Maße Absolute-Return-Eigenschaften ausweisen. Dies gilt nicht nur für das Aktien- und Rentensegment einzeln, sondern auch für Mischungen. So genannte Balanced Benchmarks mit fester Strategischer Asset Allokation (SAA) bieten also keine Abhilfe. Die Frage ist nun: Wie können Marktri-

Börsenzeitung, 26.06.2004

siken reduziert (eliminiert) werden?

Drei Antworten:

1. Den Benchmarkanteil an der risikolosen Anlage (Geldmarkt) im Rahmen einer festen Strategischen Asset Allokation (SAA) erhöhen.

2. Eine flexible Asset Allokation zulassen und die Aktienquote bzw. die Duration der Rentenanlagen senken, bevor negative Kursveränderungen stattfinden. Diese Allokationsverschiebung wird gemeinhin als Taktische Asset Allokation (TAA) bezeichnet und setzt eine gewisse Prognosefähigkeit voraus, um die gewünschte Absolute-Return-Wirkung zu entfalten.

3. Eine flexible Asset Allokation zulassen und die Aktienquote bzw. die Duration dynamisch an das Risikobudget – bestimmt durch die Differenz von aktuellem Portfoliowert und abdiskontiertem Portfoliomindestwert – anpassen. Wir wollen diese

Form der Allokationsverschiebung als Dynamische Asset Allokation (DAA) bezeichnen. Sie ist prognosefrei und erfolgt regelmäßig als Value at Risk Anwendung – zum Beispiel durch ein Constant-Proportion-Portfolio-Insurance-Verfahren (CPPI), eine Dynamic Shortfall Protection Ansatz (DSP) oder optionsbasierte Strategien.

Produkte lassen sich danach klassifizieren, auf welche der Komponenten (SAA, DAA, TAA, Selektion) das Gesamtportfoliorisiko verteilt wird. Die Tabelle bietet einige Beispiele.

Zunächst zu den traditionellen Relative-Return-Produkten. Wie bereits erwähnt, erfordern traditionelle Aktien- und Rentenbenchmarks zu hohe Gesamtisikobudgets und sind damit nicht mit Absolute-Return-Anforderungen kompatibel. Es sei denn, es sind TAA-Maßnahmen vorgesehen, die das Portfolio vor den Auswirkungen negativer Benchmark-Wertentwicklungen bewahren. Erfahrungsgemäß ist die Prognosegüte nicht in ausreichendem Maße vorhanden, um mit TAA-Maßnahmen allein die gewünschte Absolute-Return-Eigenschaft zu gewährleisten.

Betrachten wir als Nächstes Produktlösungen mit Absolute-Return-Anspruch. Da sind beispielsweise Wertsicherungsansätze, die Marktrisiken durch eine dynamische prognose-

freie Anpassung der Aktien- und Rentenallokation (DAA) steuern. Sofern sie noch zusätzliche Selektionsrisiken einbeziehen, ist eine integrierte Steuerung der beiden voneinander unabhängigen Risikoquellen erforderlich.

Als weitere Produktlösung gibt es beispielsweise Hedge Funds vom Typ „Market Neutral“, die durch eine geeignete Kombination aus Long- und Short-Positionen oder durch einen geeigneten Hedge von Long-Positionen das Marktrisiko eliminieren und damit faktisch sich einer Geldmarktbenchmark zuordnen, obgleich ihre Anlagen überwiegend in Aktien erfolgen. Das Gesamtisikobudget wird folglich von den Selektionsrisiken beansprucht. Diese können so dimensioniert werden, dass Absolute-Return-Produkteigenschaften erreicht werden.

Die umfassende Form einer Absolute-Return-Lösung macht von allen Elementen Gebrauch: SAA, DAA, TAA und Selektion. Wir bezeichnen diese Lösungsform als „Absolute Return Protection-Konzept“. Das Konzept setzt Elemente der TAA und der DAA ein, um Allokationschancen zu nutzen und Allokationsrisiken zu steuern. Darüber hinaus wird auch die Titelselektion eingesetzt, um Selektionserträge zu erzielen und Selektionsrisiken zu steuern. Die Risikobudgetierung erfolgt auf Gesamtportfolioebene, die Steuerung der Risiken aus DAA, TAA und Selektion erfolgt integriert.

Das Konzept dient auch als Grundlage für so genannte Absolute-Return-Overlay-Mandate, die zunehmend in Verbindung mit Master-KAGs erörtert werden. Dabei wird das Gesamtportfolio in Subfonds aufgeteilt. Einer der Subfonds ist der Completion-

Fund. Darin werden die Overlay-Positionen geführt. Sie reflektieren DAA- und TAA-Entscheidungen. Die anderen Subfonds sind klassische Relative-Return-Mandate und reflektieren die Selektion. Relative-Return-Mandate sind entweder Produkten der Master-KAG oder Fremdprodukten zugewiesen. Fremdprodukte sind entweder Zielfonds (Publikumsfonds), oder es erfolgt eine Umsetzung auf Einzeltitlebene (Advisory- bzw. Outsourcing-Mandate). Auch im Overlay-Fall erfolgt die Risikobudgetierung auf Gesamtportfolioebene. Allerdings wird die Risikosteuerung nicht

integriert vorgenommen. Sie erfolgt getrennt: Selektionsrisiken werden von den einzelnen Subfondsmanagern gesteuert, die Allokationsrisiken von dem Overlaymanager.

Von allen Elementen (SAA, DAA, TAA und Selektion) Gebrauch zu machen hat den Vorteil, dass nicht nur eine Performancequelle die Gesamtportfoliorendite speist, sondern eine Vielzahl von Quellen zum Einsatz gelangt, die voneinander unabhängig sind. Dieser Umstand führt zu höherer Diversifikation und ermöglicht stabilere Ergebnisse, als wenn nur eine Quelle bemüht wird.

Absolute-Return-Lösungen erfordern ein effizientes Management der Portfoliogesamtrisiken. Sie entsprechen der Summe aus Marktrisiken und Selektionsrisiken (Relative-Return-Risiken). Marktrisiken lassen sich wiederum in strategische (benchmarkbasierte), taktische und dynamische Risikokomponenten aufteilen.

Selektionsrisiken einzugehen setzt das Investieren in risikobehaftete Assetklassen voraus. Wenn deren Marktrisiko allerdings im Verhältnis zum Gesamtisikobudget zu hoch ist, um Absolute-Return-Eigenschaften zu gewährleisten, sind Anlagekonzepte erforderlich, die diese durch die Ergänzung von DAA- und TAA-Bestandteilen sicherstellen.

Die Kunden werden es danken

Asset Manager werden sich daran gewöhnen müssen, dass ihre Kunden – egal ob Privatkunden oder institutionelle Kunden – Anforderungen formulieren werden, die mit den traditionellen Produktlösungen alleine nicht mehr zufrieden stellend adressiert werden können. Allerdings müssen die Asset Manager nicht komplett umlernen, sondern können auf das Bestehende aufbauen. Für viele wird es eine Herausforderung, weil das Zusätzliche neu und ungewohnt sein wird. Die Kunden werden es aber danken. Denn dann werden Lösungen angeboten, die endlich das managen, was den Kunden eigentlich schon immer das Anliegen war: nämlich ihr Portfoliogesamtrisiko.

*) Dr. Herold Rohweder ist Geschäftsführer der dbi Allianz Dresdner Asset Management, Dr. Reinhold Hafner Managing Director der risklab german y GmbH

	Benchmark+Selektion	+Hedge	+Porting	= Gesamtrendite
1. Traditionell	BM + RR			= BM + RR
2. Hedge Fund Market Neutral	BM + RR	- BM + GM		= GM + RR
3. Alpha Porting	BM + RR	- BM + GM	+ BMNEU - GM	= BMNEU + RR

Tabelle 1

BM = Benchmark; RR = Relative Rendite; GM = Geldmarkt; BMNEU = Benchmark Neu Börsen-Zeltung

Börsenzeitung, 26.06.2004

Gesamtrisikobudget =	SAA+	DAA+	TAA+	Selektion
A. Traditionelle Relative-Return-Produkte mit fester Benchmark-Allokation				
1. Aktien aktiv	100% Aktien		(✓)	✓
2. Renten aktiv	100% Renten		(✓)	✓
3. Balanced aktiv	Gemischt		✓	✓
B. Alternative Produktansätze mit Absolute-Return-Anspruch				
1. Wertsicherung/Protection (z.B. dit Euro Protekt Dynamik)	Geldmarkt	✓		(✓)
2. Hedge Fund Market Neutral	Geldmarkt			✓
3. Hedge Fund Global Macro	Geldmarkt		✓	
4. Absolute Return Protection	Geldmarkt	✓	✓	✓

Tabelle 2 ✓=erfüllt; (✓)= optionale Komponente

Börsen-Zeitung