



Strategie

Absolute Return-Strategien: Definition, Abgrenzung und Klassifizierung.

Dr. Herold Rohweder, Geschäftsführer dbi | Allianz Dresdner Asset Management und
Reinhold Hafner, Managing Director risklab germany GmbH

Absolute Return-Strategien.

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 ursprüngliche 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. Insbesondere werden auch die Unterschiede zwischen **Absolute Return-Strategien** und **benchmarkorientierten Relative Return-Strategien** nachfolgend näher beleuchtet.



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. Bei einer **Anlage am Geldmarkt** entfällt die Kursveränderung (1 Euro bleibt 1 Euro) und die Gesamrendite entspricht dem Zinsertrag. Bei **Gold** ist es andersherum. Die Gesamrendite entspricht der Kursveränderung, da Gold keine ordentliche Ertragskomponente hat. Jede Anlageform hat eine Gesamrendite und damit einen Total Return. In diesem Sinne kann jede Anlageform als potentielles Total Return-Produkt definiert oder interpretiert werden. Vielfach werden unter der Produktbezeichnung „Total Return“ aktive Rentenfonds geführt (z.B. die Euro Bond Total Return Fonds).

*Gesamrendite =
Kapitalertrag + ordentlicher Ertrag*

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 (siehe Tabelle).

Betrachten wir zunächst das traditionelle aktive Mandat. Es hat eine Benchmark, bspw. 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 Funds vom Typ „Market Neutral“ ist es, das Marktrisiko der Assetklasse zu eliminieren. Durch eine zusätzliche Hedgeposition – ein Derivat, das den Aktienmarkt 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 zusammen-

setzt. 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 Selektionsbeiträge liefert, eliminiert werden kann, sondern seine Selektionsbeiträge können durch eine zusätzliche Derivateposition auf eine andere Assetklasse, die risikobehaftet ist, übertragen werden.¹

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) gleichermaßen 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 zutrifft –, dann entspricht das Portfoliogesamtrisiko der Summe aus Benchmarkrisiko und Risiko der relativen Renditen (im Fachjargon auch Tracking Error genannt). Portfoliogesamtrisiken zu erheben, zu zerlegen und zu steuern stellt den Kern der Absolute Return-Herausforderung dar.

¹ So kann bspw. die Selektionsexpertise eines Rentenmanagers wie PIMCO auf eine Aktienbenchmark wie den S&P500 portiert werden (siehe das StocksPlus-Produkt von ADAM | PIMCO). Die Outperformance gegenüber dem Aktienmarkt erfolgt in diesem Beispiel nicht durch die Aktienselektionsexpertise eines Aktienmanagers, sondern durch die portierte Selektionsexpertise des Rentenmanagers.

	Benchmark + Selektion	+ Hedge	+ Porting	= Gesamrendite
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

BM: Benchmark, RR: Relative Rendite, GM: Geldmarkt, BMNEU: Benchmark Neu

Die Frage ist:

Wie können Marktrisiken reduziert werden?

Was ist Absolute Return?

Absolute Return bezeichnet eine Rendite, die ein Investor als akzeptabel erachtet, d.h. die eine von ihm gesetzte Mindestrendite für eine vorgegebene Anlageperiode übertrifft. 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.²

Produkte, die Gesamtrenditen 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**.

Soweit zu den Definitionen. Nun zur Praxis. Die Realität birgt folgende Herausforderung: Die Marktrisiken von gängigen Rentenbenchmarks (mit Durationen von ca. 5 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 Marktrisiken 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 (z.B. durch ein Constant Proportion Portfolio Insurance-Verfahren (CPPI), einen Dynamic Shortfall Protection-Ansatz (DSP) oder optionsbasierte Strategien).

² Mindestrendite und Zielrendite hängen voneinander ab. Es können nicht beide unabhängig voneinander vorgegeben werden. Die eine bedingt die andere. Erfahrungsgemäß ist die Vorgabe einer Mindestrendite im Kontext von Absolute Return-Lösungen praxistauglicher als eine Zielrenditevorgabe.



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

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	✓	✓	✓

✓ : erfüllt (✓) : optionale Komponente

Zunächst zu den **traditionellen Relative Return-Produkten**. Wie bereits erwähnt, erfordern traditionelle Aktien- und Rentenbenchmarks zu hohe Gesamtrisikobudgets und sind damit nicht mit Absolute Return-Anforderungen kompatibel. Es sei denn, es sind TAA-Maßnahmen (vorübergehende Senkung der Aktienquote zugunsten des Geldmarktes bzw. vorübergehende Senkung der Duration der Rentenanlagen) vorgesehen, die das Portfolio vor den Auswirkungen negativer Benchmark-Wertentwicklungen bewahren. Erfahrungsgemäß ist die Prognosegüte nicht in ausreichendem Maße vor-

handen, um mit TAA-Maßnahmen allein die gewünschte Absolute Return-Eigenschaft zu gewährleisten. Dies gilt sowohl für Aktienmarktprognosen als auch für Rentenmarktprognosen. Bei Balanced Mandaten mit gemischten Benchmarks gelingt es deshalb ebenfalls regelmäßig nicht, ausschließlich durch TAA-Maßnahmen den angestrebten Performanceschutz zu entfalten. TAA-Elemente können aber in Kombination mit anderen Elementen einen Beitrag zu einer geeigneten Absolute Return-Produktlösung liefern.

*Die umfassende Form einer Absolute Return-Lösung
macht von allen Elementen Gebrauch:
SAA, DAA, TAA und Selektion.*

Betrachten wir als nächstes **Produktlösungen mit Absolute Return-Anspruch**. Da sind beispielsweise Wertsicherungsansätze, die Marktrisiken durch eine dynamische prognosefreie 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.³ Das Gesamtrisikobudget wird folglich von den Selektionsrisiken beansprucht. Diese können so dimensioniert werden, dass Absolute Return-Produkteigenschaften erreicht werden. Analoges gilt für den Hedge Fund vom Typ „Global Macro“. Auch er ist faktisch einer Geldmarktbenchmark zuzuordnen und benutzt sein Risikobudget, um TAA-Maßnahmen mit Risikobudget zu unterlegen. In diese Kategorie fallen auch die Fonds „die Absolute Return Allocation“ und „die Absolute Return Allocation Plus“ (ohne allerdings Hedge Funds zu sein).

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“**. Es stellt das von der dbi bevorzugte Konzept für Absolute Return-Anforderungen institutioneller Kunden dar.

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 sogenannte **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 Einzeltitelebene (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 werden von dem Overlaymanager gesteuert.

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.

³ Was – nebenbei bemerkt – dazu führt, dass die Renditen von solchen Hedge Funds sich als unkorreliert mit Aktien- und Rentenanlagen erweisen. Weil einerseits Geldmarktrenditen grundsätzlich mit Aktienmarkt- und Rentenmarktrenditen unkorreliert sind, andererseits auch Selektionsrenditen regelmäßig mit Aktienmarkt- und Rentenmarktrenditen unkorreliert sind. Diese Gründe und Eigenschaften, die oftmals als Vorteile von Hedge Funds herausgestellt werden, sind nicht hedgefundspezifisch, sondern gelten generell und können somit auch andere Produktlösungen charakterisieren.



Fazit.

Absolute Return-Lösungen erfordern ein **effizientes Management der Portfolio-gesamtrisiken**. 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 Gesamtrisikobudget zu hoch ist, um Absolute Return-Eigenschaften zu gewährleisten, sind Anlagekonzepte erforderlich, die diese durch die Ergänzung von DAA- und TAA-Bestandteilen sicherstellen. Insoweit werden traditionelle, benchmarkbasierte Relative-Return-Konzepte nicht durch benchmarkfreie „alternative“ Konzepte (Absolute Return, Hedge Funds, Wertversicherungsprodukte) abgelöst. Vielmehr handelt es sich bei diesen Alternativen um erweiterte Konzepte, die nicht nur das traditionelle Konzept beinhalten, sondern zusätzliche Elemente einbeziehen, um Gesamtportfoliorisiken zum Gegenstand des Risiko- und Ertragsmanagements zu machen.

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 zufriedenstellend 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. Und das, um risikoadäquate Portfoliogesamtrenditen zu erzielen, die sowohl in Einzelperioden Mindestrenditeanforderungen erfüllen als auch langfristig attraktive Renditeprämien beinhalten. Damit werden solche Lösungen dem Absolute Return-Anspruch gerecht.

*Für viele wird es eine Herausforderung,
weil das Zusätzliche neu und ungewohnt sein wird.*

