

Ausgabe 3/2010

Geschlossene Fonds - Flugzeuge im Bauch

Alternative Real Assets könnten aus mehreren Gründen Bestandteil institutioneller Portfolios sein, tatsächlich stoßen geschlossene Fondslösungen trotz verlässlicher Cashflows und der Aussicht auf Inflationsschutz auf institutionelle Vorbehalte. Eine aktuelle risklab-Studie könnte das ändern.

In einer Marktphase, die von anhaltender Unsicherheit und der Suche nach „Substanz“ geprägt ist, müssten Investments in Flugzeuge, Schiffe, Wald oder erneuerbare Energien eigentlich zu den Favoriten der Investoren zählen. Bislang ist das trotz der Sinnhaftigkeit solcher Engagements als Bestandteil einer strategischen Asset Allocation einer Lebensversicherung oder Versorgungseinrichtung mit langfristigen Verbindlichkeiten aber bisher keineswegs der Fall. Viele Entscheider scheuen vor dem Einbau der unter dem Begriff „Alternative Real Assets“ zusammengefassten Anlageprodukte zurück.

Und sie haben dafür durchaus gute Gründe: Lange Zeit war dieses Geschäft klar dem Retailbereich zuzuordnen, wobei das wesentlichste Verkaufsargument hier häufig „Steuervorteil“ hieß. Mit diesem Argument ließen sie sich trotz hoher Kosten und mangelnder Transparenz im Privatkundengeschäft platzieren, waren für Großanleger aber natürlich kein Thema. Abgesehen von den genannten Schwachstellen fehlte aber auch ein konsistenter Modellrahmen, der eine adäquate Berücksichtigung im Rahmen der strategischen Asset Allocation ermöglicht hätte, denn „lange Laufzeiten“ und „stabile Cashflows“ allein sind keine ausreichenden Einstiegsargumente.

Theorie und Praxis vereint

Eine aktuelle Studie der risklab GmbH, einer auf Asset Allocation und Risikomanagement spezialisierten Tochter von Allianz Global Investors, liefert hier nun neue Einblicke, die eine Beschäftigung mit dem Thema in einem neuen Blickwinkel erscheinen lassen. Die Untersuchung von Reinhold Hafner, Wolfgang Mader, Sven Treu und Sebastian Willutzky wurde im Auftrag der in München ansässigen KGAL GmbH & Co. KG erstellt. KGAL zählt zu den Big Playern im Markt für geschlossene Fonds, Carsten Eckert, Sprecher der Geschäftsleitung der KGAL, erklärt das Motiv seines Hauses: „Wir wollen den Mehrwert bei der Asset Allocation nicht nur durch die Verpackung erzielen, sondern Realkapital-Asset-Management als modellierbaren Bestandteil der Vermögensallokation institutioneller Anleger etablieren.“

Die Münchner sind dabei gut unterwegs, laut eigener Aussage konnten sie in den letzten beiden Geschäftsjahren schon mehr als 50 Prozent ihres Absatzes in diesem Bereich bei Institutionellen platzieren – vor diesem Hintergrund ist die Motivation, das Thema auch wissenschaftlich aufzuarbeiten gut nachvollziehbar.

risklab wiederum verfügt mit 23 Investment Professionals einerseits über die intellektuellen Ressourcen, die für die Lösung des komplexen Modellierungsproblems nötig sind, andererseits aber auch über die nötige Bodenhaftung, um den praktischen Anforderungen institutioneller Investoren gerecht zu werden. 1997 gegründet, ist risklab das globale Kompetenzzentrum für strategische Investmentlösungen innerhalb von Allianz Global Investors, wobei das Unternehmen seine Dienstleistungen schon lange auch anderen führenden institutionellen Investoren wie Pensionseinrichtungen, Versicherungen, Stiftungen und Family Offices anbietet. Aktuell betragen die „Assets under Supervision“, die fortlaufend beraten werden, 23,3 Milliarden Euro – Tendenz stark steigend. risklab-Chef Reinhold Hafner zur Herausforderung betreffend den Auftrag zur Erstellung dieser Studie: „Die Besonderheiten der nicht homogenen Assetklasse machen es erforderlich, für jede Subanlageklasse die entscheidenden wertbeeinflussenden Faktoren aufzuspüren, diese mathematisch abbildbar zu machen und schließlich im Portfoliokontext konsistent zu betrachten. Klassische Methoden der Portfoliooptimierung sind bei Realkapital nicht oder nur sehr bedingt anwendbar.“

Bottom-up statt Top-down

Wer nun glaubt, dass es sich um eine simple Auftragsarbeit handelt, irrt: Ohne das Know-how eines Partners wie KGAL, der die Werttreiber für die einzelnen Investmentthemen kennt,

wäre eine fundierte Analyse geschlossener Fonds auch für risklab nicht möglich gewesen. Dabei blieb KGAL auf der sicheren Seite und gab realitätsnahe Parameter und keine Finanzierung in vom Geschäft abweichender Fremdwährung vor. Im Bereich Photovoltaik wurde zum Beispiel mit einem Restwert von null gearbeitet. Eckert: „Wir wollten nicht eine Renditedarstellung mithilfe von Financial Engineering in den Mittelpunkt der Überlegungen stellen, sondern die Modellierung einen Ansatzes mit risklab erarbeiten, der den tatsächlichen operativen Risiken der einzelnen Projektthemen gerecht wird.“

Am Ende steht dann das, was jeder Institutionelle benötigt, wenn er entsprechende Portfoliooptimierungsprozesse anstößt. Der Weg dorthin ist allerdings steinig: Projekte im geschlossenen Fondsbereich sind individuell und somit inhomogen, sie weisen lange Laufzeiten und eine geringe Liquidität auf. Zudem sind weder Marktpreise noch Benchmarks verfügbar, auch historische Kurszeitreihen bestehen nicht. Hafner: „Mit Top-down wie bei traditionellen Assetklassen kommt man nicht weiter, hier müssen Risikofaktoren und Renditetreiber aus der Realwirtschaft – etwa die Sonneneinstrahlung bei Photovoltaik – modelliert werden.“ Bottom-up ist also gefragt, um die extrem schwierige Integration von Alternative Real Assets in traditionelle Portfolios zu bewältigen. Ausgangspunkt sind die Cashflows einzelner Projekte, also Erlöse auf der einen und Anschaffungs-, Betriebs- und sonstige Kosten genauso wie Fremdkapitalzinsen und Steuern auf der anderen Seite. Dazu kommen noch stochastische Einflussfaktoren wie etwa Preise für gebrauchte Flugzeuge nach Ende der Leasingdauer oder der Wert eines Waldes zum Zeitpunkt X in der Zukunft.

Das Projekt war sehr zeitintensiv, mussten doch erst Daten herbeigeschafft werden, die die einzelnen Faktoren abbildbar machten. Dies inkludiert etwa bei Schiffen den Zugang zu Datenbanken von Gutachtern. Diese Daten dann zu integrieren und mithilfe einer kaskadenförmigen Monte-Carlo-Simulation, die eben auf anderen Risikoparametern als traditionellen Assets fußt, zu modellieren, stellte eine Herausforderung dar.

Überraschende Ergebnisse

Am Ende unterscheiden sich die erwarteten langfristigen Risiko-Ertrags-Profile der Assetklassen deutlich voneinander. Während Photovoltaik eine einem Anleihenportfolio vergleichbare Volatilität von weniger als vier Prozent per annum, aber einen erwarteten Mehrertrag gegenüber Anleihen von mehr als 250 Basispunkten jährlich, also mehr als sieben Prozent, aufweist, sind geschlossene Schiffsfonds am anderen Ende des Diagramms mit einer Volatilität von 16 Prozent, vergleichbar Aktien, zu finden. Das ähnliche Risiko-Ertrags-Profil im Vergleich zu Aktien spricht hier für eine Beimischung von Schiffen nur dann (siehe Grafik „Erwartetes Risk-Return-Profil“), wenn ein entsprechender Korrelationsnutzen vorliegt. Zwischen diesen beiden Polen liegen Aviation und Wald, wobei überraschenderweise das Thema Flugzeuge mit einer Volatilität von sieben Prozent deutlich unter jenem von Waldinvestments (rund elf Prozent) liegt. Allerdings hat KGAL zur Pflege eines konservativen Ansatzes die Renditeannahme im Waldmodell um einige Prozentpunkte abgesenkt, die Volatilität aber beibehalten. Dadurch kommt es zum Ausweis einer vergleichsweise hohen Volatilität.

Positive Diversifikationswirkung

Betrachtet man ein klassisches Versicherungsportfolio, das sich zum allergrößten Teil aus Renten und daneben noch aus Immobilien und Aktien zusammensetzt, so werden die positiven Diversifikationseffekte im Gesamtportfolio durch die Beimischung von Alternative Real Assets sichtbar. Korrelationswerte von nahe null sind die Regel, nur zwischen Aktien und Schiffsfonds ist ein etwas höherer positiver Wert von 0,15 feststellbar (siehe Grafik „Realwerte leisten Diversifikationsbeiträge“).

Unterschiedliche Substitutionseffekte ...

Ausgangspunkt ist eine Portfoliooptimierung, die zu einem klassischen Versicherungsportfolio, das sich aus 80 Prozent Renten, 15 Prozent Aktien und fünf Prozent Immobilien zusammensetzt, eine Maximalquote von 25 Prozent für Alternative Real Assets bei gegebenem Risikobudget als Nebenbedingung vorsieht. Photovoltaik und Aviation würden die Maximalallokation voll ausschöpfen, bei Schiffen und Wald wäre eine rund zehnzehntelige Quote das Resultat der Optimierung.

Eine Beimischung von fünf Prozent Alternative Real Assets zu einem traditionellen Versicherungsportfolio („Ausgangsportfolio“) führt in einem Portfolio, das auf Renditeoptimierung („High Return Portfolio“) bei gleichbleibender Volatilität ausgerichtet ist, zu unterschiedlichen Substitutionseffekten. Ein Engagement bei Photovoltaik und Schiffen geht dann zulasten der Renten, während Wald und Luftfahrt sowohl die Renten- als auch die Aktienallokation reduzieren. Anders das Bild, wenn es um die Erzielung der gleichen Rendite

wie beim Ausgangsportfolio, aber bei geringerem Risiko („Lower Risk Portfolio“) geht: Außer bei Wald werden sowohl die Aktien- als auch die Rentenallokationen verringert.

... am Beispiel Aviation

In der Grafik „Optimale Allokationen mit maximal 5 Prozent Aviation“ wird am Beispiel der Beimischung von Flugzeugfonds zum Ausgangs- (Versicherungsportfolio) die Allokationsänderung der traditionellen Assetklassen gezeigt, wenn die Optimierung in Richtung Renditemaximierung im „High Return Portfolio“ angestrebt wird. Dort geht die Fünf-Prozent-Quote der Luftfahrt hauptsächlich zulasten der Rentenquote (minus vier Prozent), während Aktien nur um ein Prozent reduziert werden. Immobilien bleiben mit fünf Prozent unverändert.

Anders präsentiert sich die Situation bei der Optimierung des „Low Risk Portfolios“: Hier geht die Aviation-Quote mehrheitlich zulasten der Aktien (minus drei Prozent), Bonds werden um zwei Prozent geringer allokiert, Immobilien bleiben wieder unangetastet.

Steter Tropfen höhlt den Stein

Trotz der hoffnungsvoll stimmenden Ergebnisse erwartet KGAL keinen Run auf das Segment. „Der Markt muss erst entdeckt werden, das braucht seine Zeit“, so Eckert. „Ich bin aber überzeugt, dass geschlossene Fonds durch die Ergebnisse der Studie langsam in den Fokus all jener Institutionellen rücken, die im Verhältnis zu ihren lang laufenden Verbindlichkeiten auf der Aktivseite eine zu kurze Duration im Deckungsstock fahren.“

Mit der wissenschaftlich durch risklab aufbereiteten Integration der bisher wenig untersuchten Assetklasse der Realwerte in die gewohnten Risikomanagement- und Optimierungstools ist jedenfalls ein wichtiger Schritt vorwärts getan. Auch Hafner denkt bereits weiter: „Unsere Studie könnte durch ihren Bottom-up-Ansatz jedes Projekts und der Modellierung der Risikoparameter in Zukunft auch die Basis für Ranking- und Ratingüberlegungen im Bereich der geschlossenen Fondsinvestments darstellen.“

Während alle vier untersuchten Assetklassen auf Basis der jeweils unterstellten idealtypischen Investitionsobjekte Renditen zwischen 6 und 8 Prozent p.a. erwarten lassen, differieren die Volatilitäten deutlich. Zwischen Photovoltaik am unteren und Shipping am oberen Ende der Bandbreite sind Aviation und Wald zu finden. Quelle: Studie
Nur schwache Korrelationszusammenhänge zwischen traditionellen Investments und Alternative Real Assets sind messbar. Quelle: Studie
Soll hingegen ein Portfolio mit dem geringsten Risiko bei gleicher erwarteter Rendite des Ausgangsportfolios um Flugzeuge erweitert werden, dann werden zum Großteil Aktien ersetzt. Quelle: Studie
Kategorie: Produkte & Strategien