

Im Gespräch:

Hanna Berglund

Dr. Ralf Budinsky

Prof. Dr. Dietmar Franzen

Miles Geldard

Stefan Höhne

Christian Kempe

Dieter Merz

Multi-Asset-Strategien

**SCHLÜSSEL ZUR
OPTIMALEN ALLOKATION
IN JEDER MARKTPHASE?**

MAI 2011 PORTFOLIO PLATTFORM





*Dr. Ralf Budinsky, Leiter Portfolio Engineering Group,
Warburg Invest*

*Hanna Berglund, Portfoliomanager, Investment Management Multi Asset Class,
LGT Capital Management Ltd.*

*Miles Geldard, Fondsmanager, Global Equities und Multi-Asset Strategies,
Jupiter Asset Management Ltd.*



Moderation:

*Prof. Dr. Dietmar Franzen, Fachhochschule Frankfurt am Main,
Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, insb. Finanzierung und
Risikomanagement*



*Dieter Merz, Leiter Asset Management,
Quirin Bank AG*

*Christian Kempe, Portfoliomanager,
Focam AG*

*Stefan Höhne, Senior Produktspezialist,
Ampega Gerling Investment GmbH*



Frau Berglund, meine Herren, vor einem halben Jahrhundert veröffentlichte Markowitz seinen Optimierungsansatz, um effiziente Rendite-Risiko-Allokationen durch Diversifikation zu erreichen. Asset Allocation zwischen den unterschiedlichen Asset-Klassen fand aber zunächst vor allem auf Kundenebene statt. Nun ist die Idee von Mixed-Asset-Fonds nicht neu. In den letzten Jahren haben wir ein Revival solcher Ideen gesehen. Was ist heute anders, und wie sehen Ihre Multi-Asset-Lösungen aus?

Geldard: Wir müssen heute etwas Neues, Modernes anbieten, zum Beispiel hinsichtlich der Art, wie wir Portfolios managen. Lediglich ein fixes Multi-Asset-Portfolio zu erstellen, halte ich für Zeitverschwendung. Wenn Anlegerklassen fair bewertet sind, gibt es aus meiner Perspektive kaum ein besseres Portfolio als eines, das Anleihen, Aktien und Corporate Bonds einschließt. Dies gilt jedoch nur unter normalen Marktbedingungen. Über die Zeit müssen Fondsmanager bereit sein, radikale Veränderungen in ihren Portfolios vorzunehmen. Das ist der Punkt, wo wir Mehrwert liefern können. Nach meiner Ansicht sind zum Beispiel Staatsanleihen derzeit fundamental falsch bewertet. Wir haben uns daher bewusst entschieden, keine Duration in unseren Fonds zu halten. Unser Ziel ist Geldmarkt plus drei Prozent, und wir müssen sehr kreativ sein, um dies über alle Marktphasen hinweg erreichen zu können. Das heißt auch, nach neuen Renditequellen zu suchen.

Berglund: Was ist an Multi-Asset-Strategien neu? Zunächst sprechen wir von verschiedenen Generationen, beginnend vor rund 15 Jahren mit Mischfonds aus Aktien und Staatsanleihen. Dann kam der IT-Boom und das Platzen der Blase, in der sich bei solcherart gestrickten Portfolios deutliche Verluste einstellten. In der Folge wurden die Portfolios diversifizierter gestaltet. Zum Beispiel wurden zusätzlich alternative Investments integriert. Die Folgen der Subprime-Krise in 2008 haben dann auch den breiter diversifizierten Fonds große Probleme bereitet. Man musste feststellen, dass die Korrelationen in Krisenzeiten in die Höhe schnellen. In diesem Zeitraum sind viele Fonds auf den Markt gebracht worden, die absolute Renditen versprachen. Die Ergebnisse solcher Produkte fielen ab 2008 größtenteils sehr ernüchternd aus.

Es gibt also in Abhängigkeit von den Marktentwicklungen relativ schnelle Produktzyklen mit stets neuen Konzepten, die wenige Jahre später wieder als überholt gelten. Wenn man zurückblickt, gibt es nur wenige Fonds, die sich über die Zeit mit vergleichsweise attraktiven Rendite-Risiko-Profilen in verschiedenen Marktsituationen gut

behaupten konnten. Wir denken daher, dass es sehr wichtig ist, an einer Strategie grundsätzlich festzuhalten, aber flexibel zu bleiben und zu versuchen, unterschiedliche Marktverfassungen in die Asset Allocation einfließen zu lassen. Diese Erfahrung ist bei uns in die Produktentwicklung eingegangen. Wir geben keine Garantieverprechen, aber hedgen zum Beispiel einen kleineren Teil des Aktien-Exposures mit einer flexiblen Put-Call-Strategie, um das Downside-Risiko zu begrenzen.

Budinsky: Die Finanzmarktkrise hat zu einem Umdenken bei Anlegern und in der Finanzindustrie geführt. Ein Beispiel: Für einen unserer Aktienfonds konnten wir im Krisenjahr 2008 eine Outperformance von zwei Prozent erwirtschaften. Für den Kunden trotzdem kein Grund zur Freude, da der Markt mehr als 40 Prozent verloren hat. Die Konsequenz: Der Kunde verabschiedete sich aus Aktien, und wir waren das Mandat los. Wir haben dann die Entscheidung getroffen, uns über Multi-Asset-Strategien breiter aufzustellen. Ich verstehe das Thema Multi-Asset daher als eine Art Exit-Strategie aus einzelnen Vermögensklassen und Märkten. Dabei folgen wir letztlich nur der seit jeher im Hause Warburg gelebten Tradition als klassischer Vermögensverwalter.

„Erst durch die Einführung von handelbaren Instrumenten wie ETF und ETC wurden Multi-Asset-Strategien in ihrer heutigen Form lebensfähig.“

Dr. Ralf Budinsky

Warburg Invest ist bereits Ende der 80er Jahre mit Mischmandaten aus Aktien und Renten gestartet. Diese haben wir nach 2000 um Total-Return-Strategien für Bonds ergänzt, die einen breiteren Korb von Anleihen berücksichtigen. Der Übergang zu Multi-Asset-Strategien war für uns ein logischer Erweiterungsschritt. Mit mehr Komponenten, respektive mehr Portfoliobestandteilen, können wir unserem Anspruch besser gerecht werden, über die Zeit positive und stabile Renditen zu generieren. Insofern denke ich, dass Multi-Asset nicht wirklich etwas völlig Neues, sondern vielmehr eine Form der anspruchsvollen Vermögensverwaltung ist. Was sich jedoch über das letzte Jahrzehnt verändert hat, sind die Marktumstände; zwei einschneidende Marktkrisen, die die Notwendigkeit von breiter diversifizierenden Strategien aufgezeigt haben. Darüber hinaus hat die Vielfalt durch die Schaffung neuer Marktsegmente und die Kreation von neuen Anlagekomponenten, allen voran im Rohstoffbereich, zugenommen. Der wesentliche Punkt ist jedoch, dass erst durch die Einführung von handelbaren Instrumenten wie ETF und ETC Multi-Asset-Strategien in ihrer heutigen Form lebensfähig wurden.

Merz: Die Quirin Bank und ich in meiner Funktion stehen für Multi-Asset-Management. Allerdings ist das Thema Multi Asset im Sinne einer festgelegten, fixierten Asset Allocation keine Lösung für alle Probleme im Portfoliomanagement. Meiner Ansicht nach gehört zur Steuerung eines Multi-Asset-Portfolios immer ein aktiver Manager. Risiken müssen jederzeit überwacht und gemanagt werden, das ist eine wichtige Erfahrung der Marktentwicklungen in 2008. Seit einiger Zeit steht auch das Thema Immobilien als wesentlicher Bestandteil eines



Multi-Asset-Ansatzes vor Herausforderungen, da gegenwärtig die Zahl der investierbaren Vehikel stark eingeschränkt ist. Ein anderer Punkt ist, wie Sie sagten, dass es vor zehn Jahren noch nicht so einfach möglich war, ein Multi-Asset-Portfolio zu konstruieren. Wir verfügen heute über eine Vielzahl von ETF und ETC, ob long oder short, aus den unterschiedlichsten Bereichen.

Kempe: Wenn ich zehn Jahre zurückblicke, wurde in Aktien, Anleihen und Cash investiert. Bei Aktienanlagen konzentrierten wir uns auf den S&P 500, den Topix und den Euro Stoxx 50. Die Märkte und die Sicht auf die Märkte haben sich seitdem radikal verändert. Aktien haben zum Beispiel im Zeitraum von 2000 bis 2009 rund 24 Prozent verloren, nimmt man den S&P 500-Index. Heute muss man also über Multi-Asset-Strategien nachdenken. Wir definieren Multi Asset auch unter Einschluss von Commodities sowie Real Estate. Und wir versuchen darüber hinaus, neue Assets in unsere Portfolios einzubinden, wie zum Beispiel Waldinvestments.

Hinsichtlich des Risikoprofils bestimmen wir Multi Asset als Strategien mit mittlerem Risiko, das heißt mit mittlerer Volatilität. Für Kunden ist allerdings essenziell, dass sie dem Manager vertrauen können, denn sie übertragen ihm die Entscheidung, wann und in welchem Ausmaß er in risikoreiche Assets investiert. Für uns bedeutet Multi Asset daher auch viel mehr der Gedanken eines ganzheitlichen Investments als das Denken in Asset-Klassen. Wir müssen nicht immer voll investiert sein, sondern können entsprechend unserer Einschätzung der Marktverhältnisse auch einen größeren Anteil Cash halten. Es geht darum, risikoreiche Klippen zu umschiffen und das Kapital zu erhalten. Im Management unserer Portfolios versuchen wir, die elementaren, den Märkten zugrundeliegenden Trends und Themen zu identifizieren und in unserer Handelsstrategie zu berücksichtigen.

Budinsky: Sie sagen, dass ihre Multi-Asset-Portfolios ein mittleres Risiko aufweisen. Wie definieren Sie dieses Risiko? Man kann als Risikomaß die Volatilität heranziehen. Andererseits sind für asymmetrische Strategien, und dazu zähle ich Multi-Asset-Strategien, die Draw-downs und die Begrenzung der Verluste entscheidender.

„Wenn man sieht, wie viele Stile es bei Multi-Asset-Strategien gibt, ist eine intensive Due Diligence der Manager ganz entscheidend.“

Miles Geldard

Kempe: Das Thema Risiko ist sehr wichtig. Für mich bedeutet Risiko nicht Standardabweichung, sondern im Wesentlichen maximaler Verlust. Das Problem, das sich uns mit der Marktverfassung der letzten Jahre stellt, ist, dass die als sicher geltenden Staatsanleihen derzeit falsch bewertet sind. Insofern kann man nicht mehr mit den traditionell vorherrschenden Einschätzungen von Asset-Klassen operieren. Die Konsequenz darf aber nicht sein, in Cash zu verharren, sondern man muss sich die Volatilität bis zu einem definierten Grade zunutze machen, um über die Zeit überhaupt eine angemessene Rendite darstellen zu können. Das bedeutet natürlich, auch mit einer Multi-Asset-Strategie kurzfristig Verluste hinzunehmen.

Geldard: Der Punkt Draw-downs ist sehr berechtigt. Wir wissen, dass Korrelationen in Krisenzeiten erheblich zunehmen können. Aber wie Sie richtig sagen, muss man bestimmte Risiken eingehen und tolerieren, nicht zuletzt auch angesichts des inflationären Drucks, den alle Anleger spüren. Der wesentliche Punkt ist, Herr Budinsky hat dies angesprochen, dass die Anlageentscheidung eines Kunden im Kontext einer dramatischen Erfahrung mit hohen Verlusten psychologisch völlig verständlich ist.

Wie kann man Kunden nun aufklären? Meine Erfahrung ist, dass sich Anleger für die Auswahl eines US-Aktienfonds sehr viel Zeit nehmen, aber nicht für die eines Absolute-Return-Fonds. Wenn man daran denkt, wie viele Stile es bei Multi-Asset-Strategien gibt, ist eine intensive Due Diligence der Manager ganz entscheidend. Es geht darum, einen Manager und seinen Ansatz in der Tiefe zu verstehen und die Kunden aufzuklären. Wenn man dies tut und dem Kunden klarmacht, dass es um ein langfristiges Investmentthema geht, kann er attraktive Renditen bei entsprechend angemessenem Risiko erreichen. Das ist auch unserer Anspruch und Ziel, nämlich aktienähnliche Renditen zu erwirtschaften, ohne die Risiken von Aktien einzugehen. In Zeiten, in denen sich die Märkte entsprechend positiv entwickeln, ist dies leicht, aber langfristig ist das eine sehr herausfordernde Aufgabe.

Merz: Herr Kempe, Sie sagen „mittleres Risiko“, weil Sie unter anderem Aktien und Commodities in Ihr Portfolio aufnehmen. In Stresszeiten steigen die Korrelationen solcher Risiko-Assets jedoch stark an.

Kempe: Es gibt einen ständigen Wechsel von Marktphasen, in denen das Risiko „eingeschaltet“ ist, und Phasen, in denen es „ausgeschaltet“ ist. In Laufe des Jahres 2008 haben sich viele Marktteilnehmer von der Risikoseite verabschiedet und Sicherheit gesucht. Das hatte die entsprechenden Markteinbrüche und Liquiditätsengpässe zur Folge. Es waren also mutige Entscheidungen erforderlich, eine alternative Haltung einzunehmen.

2008 boten sich durchaus Möglichkeiten, chancenreiche Positionen einzugehen. Wir sind zum Beispiel in gering rentierende Fremdwährungsanleihen gegangen, in den Yen und in den Schweizer Franken. Diese Positionierung hat funktioniert und uns in der Krise geholfen. Heute sind wir mit etwas anderen, risikoreicheren Engagements in unseren Multi-Asset-Portfolios unterwegs. Ob wir dabei bleiben werden, hängt von unserer künftigen Einschätzung der Marktumstände ab. Die Herausforderung liegt darin, die wenigen Möglichkeiten zu identifizieren, die in größeren Marktabschwungphasen funktionieren und einen positiven Beitrag liefern können. Entscheidend ist dann, solche Wetten auch einzugehen.

Herr Höhne, nach welcher Maßgabe gestalten Sie Ihre Investmentprodukte?

Höhne: Als KAG eines Versicherungsunternehmens verfolgen wir einen eher konservativen Investmentansatz. Das schließt jedoch nicht aus, attraktive Rendite-Risiko-Profile für unsere Kunden zu kreieren. Daher ist meine Definition von Multi Asset eine im Grunde konservative Definition, nämlich eine Strategie, die mehr als zwei klassische Anlageklassen umfasst, wobei wir Cash nicht als eigene Asset-Klasse definieren. Die Möglichkeiten der Strategieumsetzung haben sich in den letzten Jahren mit zum Beispiel alternativen Investments, ETF, ETC und Zertifikaten erheblich erweitert. Auch die Investmentstile haben sich verändert, und es gibt heute Zugang zu einer weitaus größeren Zahl von Marktsegmenten. Dies alles kann man in Multi-Asset-Portfolios nutzen.

Die Nutzung neuer Tools und Möglichkeiten führt aber nicht per se zu einer besseren Performance. Wir werden in den kommenden Jahren sehen, wie sich solche Produkte am Markt behaupten werden. Aber die grundlegende Definition ist für uns gleich geblieben. Zweck ist, ein hoch diversifiziertes Portfolio zu gestalten und damit ein attraktives Rendite-Risiko-Profil anbieten zu können. Zukünftige Risiken an den Finanzmärkten lassen sich nun aber nicht vollständig kontrollieren und managen. Diversifikation ist für uns daher das einzige kostenfreie Instrument, einen Puffer gegen starke Marktabschwünge aufzubauen. Mit unserem Investmentansatz konnten wir unseren Kunden in den vergangenen Jahren vor, während und nach der Finanzkrise einen Mehrwert und ein attraktives Rendite-Risiko-Profil darstellen.

Budinsky: „Rendite-Risiko-Profil“ ist das entscheidende Stichwort. Wir machen uns in der Finanzindustrie viel zu viel Gedanken über Produkte. Ein Produkt ist für mich immer etwas Vorgefertigtes, das wenig Gestaltungsfreiraum belässt. Die Kunden unterscheiden sich aber in ihren Zielsetzungen und ihrer Risikobereitschaft. Deshalb verstehen wir unseren Multi-Asset-Ansatz als eine auf den einzelnen Kunden zugeschnittene Lösung, die wir im Rahmen eines Beratungsgesprächs zusammen mit den Kunden erarbeiten.

Herr Geldard, wie vermitteln Sie Investmentwissen und klären Ihre Kunden auf?

Geldard: In guten Zeiten gehe ich zu Kunden und erzähle oft genau das Gegenteil von dem, was der Vertrieb sagt, nämlich dass auch Phasen mit Verlusten kommen



Miles Geldard



Hanna Berglund



Dr. Ralf Budinsky

werden. Es ist also wichtig, die Erwartungen von Kunden zurechtzurücken. Über die Zeit erwarten wir, dass sich ein institutioneller Ansatz in der Kundenbeziehung herausbildet. Einige unserer repräsentativen Investoren haben entschieden, dass ein konservativ ausgerichteter Fonds grundsätzlich in ihr Portfolio gehört, anstatt zum Beispiel einen Teil am Geldmarkt anzulegen. Die Aufklärung von Kunden bleibt jedoch eine große Herausforderung. Dabei ist es extrem wichtig, sich viel Zeit zu nehmen und sehr offen gegenüber Kunden zu sein. Das ist ein kontinuierlicher Prozess. Je besser der Kunde versteht, was ein Manager tut, desto nachhaltiger ist auch die Kundenbeziehung.

Frau Berglund, wer sind Ihre Kunden?

Berglund: Wir haben zwei sehr unterschiedliche Vertriebswege. Zum einen den Vertrieb über die LGT-Gruppe. Über diesen Vertriebsweg haben wir keinen direkten Kontakt zu Kunden. Hier erläutern wir den Relationship-Managern unseren Investmentansatz und unsere Fonds in der Tiefe. In den vergangenen Jahren war es nun seitens des Vertriebs immer sehr einfach, auf die historisch gute Performance und vordere Rankings zu verweisen. Das ist aber keine Garantie für die Zukunft. Insbesondere in schwierigen Marktphasen sind Verluste wahrscheinlich. Wir legen daher Wert darauf, dass unsere Produkte auch wirklich verstanden werden. Eine Strategie, die auf fünf Jahre ausgelegt ist, kann kurzfristig negativ performen. Wenn man diesen Anlagehorizont hat, sollte man nicht nach einem Jahr wieder aussteigen.

Auf der anderen Seite haben wir einen großen Anteil institutioneller Gelder in unseren Multi-Asset-Produkten. Hier können wir mit den Investoren die Strategien sowie ihre Anforderungen und Bedürfnisse diskutieren. Basierend auf unseren Fondsprodukten können wir institutionellen Anlegern auch individuelle Lösungen in Form von Mandaten ausarbeiten. Bei diesen Kunden gibt es auch ein ganz anderes, tieferes Verständnis in Bezug auf Multi-Asset-Strategien.



Herr Budinsky, wie erklären Sie Kunden das Rendite-Risiko-Profil Ihrer Multi-Asset-Fonds?

Budinsky: Wir führen mit dem Kunden zunächst ein Strategiegelgespräch. Der Kunde legt seine Ziele offen, definiert die anvisierte Zielrendite und das Risikokapital, das er bereit ist einzusetzen. Ferner werden die Anlagerestriktionen, insbesondere die zulässigen Asset-Klassen, festgelegt. Im nächsten Schritt erläutern wir dem Kunden unseren Investmentprozess. Hier ist die größte Überzeugungsarbeit zu leisten, da die Kunden die Entstehung ihres Rendite-Risiko-Profiles verstehen wollen. Wir setzen dabei auf einen fundamentalen Bewertungsansatz, bei dem sich die Prognosen für die Asset-Klassen streng ökonomisch ableiten lassen. Die Prognosen bringen wir sodann mit den Kundenvorgaben zusammen, um ein maßgeschneidertes Kundenportfolio zu erstellen. Als potenzielle Kunden für einen derart ausgestalteten Multi-Asset-Ansatz sehe ich in erster Linie Stiftungen, Versorgungswerke, Sparkassen und Family Offices.

Herr Merz, Sie haben eine andere Herangehensweise. Wie klären Sie Ihre Kunden auf?

Merz: Die Kundenaufklärung ist nicht einfach. Zum Beispiel lassen sich alternative Asset-Klassen einem Privatanleger kaum so erklären, dass er es versteht. Wir zeigen dem Kunden auf, in welche Anlageklassen er mit einer Multi-Asset-Strategie investiert, und erläutern ihm, in welchen Bandbreiten wir bei den einzelnen Anlageklassen investieren können. Ein Problem ist, dass Anleger oftmals denken, dass sie mit einem Multi-Asset-Ansatz niemals Verluste hinnehmen müssen. Wir haben das Ziel positiver Renditen in den vergangenen Jahren, auch in 2008, erreicht. Aber wir müssen in den Kundengesprächen Anleger auf mögliche Verlustgefahren hinweisen. Multi Asset heißt eben nicht, jedes Jahr einen Absolute Return zwingend zu erreichen.

Herr Kempe, wie ist es bei Ihnen?

Kempe: Wir stehen in direktem Kontakt zu unseren Kunden, die meist ein großes Know-how sowie eigene Einschätzungen mitbringen. Die Gespräche sind sehr individuell, weil die Wünsche und Anforderungen extrem unterschiedlich sind. Wir verstehen uns nicht als Produktverkäufer. Wir haben zwar Multi-Asset-Fonds, aber unser Geschäft sind individuell gestaltete Mandate, die hinsichtlich der erwarteten Renditen und Risiken eine große Spannbreite haben. Insofern ist auch der Diskussions- und Erklärungsprozess für jeden Kunden sehr individuell. Aufklären können wir über unseren Ansatz, über unsere Philosophie und auch darüber, wie wir zu unseren Markteinschätzungen kommen. Unser Fokus, unser Know-how ist hierbei die Asset Allocation, nicht einzelne Instrumente oder Anlagensegmente. Zu Letzteren holen wir uns externe Expertise in unseren Allokationsausschuss hinzu, wenn es zum Beispiel um die Frage geht, welches Corporate-Bond- oder Wandelanleihen-segment interessant sein könnte.

Herr Höhne, wie arbeiten Sie mit Ihrem Fondsmanagement zusammen und setzen die Asset Allocation auf? Geschieht dies auch individuell nach Kundengruppen?

Höhne: Ich arbeite eng mit den Fondsmanagern zusammen, um genau zu verstehen, welche Strategien sie fahren und warum sie welche Entscheidungen treffen, insbesondere in schwierigen Marktphasen. Unsere Zielkunden teilen wir in zwei Gruppen. Das sind einerseits institutionelle Investoren im Konzernverbund, in erster Linie Versicherungsgesellschaften, die sehr detaillierte Anforderungen hinsichtlich ihres Versicherungsportfolios an uns stellen. Zum Beispiel müssen die Multi-Asset-Mandate zu ihrer Asset-Liability-Struktur passen. Auf der anderen Seite haben wir semi-institutionelle und private Kunden. Wir vertreiben unsere Produkte zum Beispiel auch über Banken an Endanleger. Für dieses Kundensegment bieten Multi-Asset-Produkte meiner Meinung nach ein gutes Basisinvestment in eine standardisierte Vermögensverwaltung. Meine wesentliche Aufgabe ist hierbei, Produkte mit unterschiedlichen Strategien zu positionieren sowie Rendite- und Risikoerwartungen zu diskutieren und zu klassifizieren. Die jeweiligen Produktprofile müssen hierzu gegenüber unseren Vertriebspartnern und Kunden intensiv kommuniziert und erklärt werden.

Stellen Multi-Asset-Fonds als standardisierte Vermögensverwaltung für Anleger eine gute Lösung dar, um ihr gesamtes Geld in einen einzigen Fonds anzulegen?

Geldard: Das halte ich für gänzlich unangebracht, auch wenn ich natürlich gern hätte, dass Anleger mir all ihr Geld anvertrauen würden. Eine Diversifikation über Anlageklassen ist essenziell, aber ebenso entscheidend für den langfristigen Erfolg ist eine Diversifikation der Asset Manager.

Berglund: Ich stimme zu. Es gibt sehr unterschiedliche Ansätze, einen Multi-Asset-Fonds zu managen. Und es ist wichtig, auch in unterschiedliche Strategien und Managerstile zu investieren.

„Sehr wichtig ist, an einer Strategie festzuhalten, aber unterschiedliche Marktverfassungen in die Asset Allocation mit einfließen zu lassen.“

Hanna Berglund

Herr Merz, wie ist Ihr Ansatz?

Merz: Wir bieten keine Multi-Asset-Fonds an. Unsere Expertise ist die Asset Allocation. Wir investieren auch nicht in solche Produkte, sondern gestalten und managen Portfolios für unsere Kunden auf Basis unterschiedlicher Asset-Klassen, die wir entsprechend den Anlagezielen und unserer Markteinschätzung gewichten. Wir setzen unsere Portfoliostrategien dann über von uns selektierte Fonds um, insbesondere unter Einsatz von ETF und ETC. Asset Allocation, Market Timing und Risiko-Controlling sind hierbei die entscheidenden Themen, über die wir unseren Kunden einen Mehrwert bieten können. Insofern müssen unsere Zielfonds klar definierte Marktsegmente abdecken. Wir bevorzugen hierbei aus Kostengründen passive Produkte, lediglich in Ausnahmefällen setzen wir auf aktive Manager.

Herr Kempe, was macht Ihre Investmentphilosophie aus?

Kempe: Als Family Office gehen wir Wetten auf Themen und Marktsegmente auf Basis unserer Rendite-Risiko-Einschätzungen ein. Für uns sind hierbei unter anderem die sogenannten Megatrends und Innovationsschübe ausschlaggebend. Wie Herr Merz investieren wir in Asset-Klassen und Marktsegmente, jedoch nicht in Asset-Allocation-Fonds. Wir setzen unsere Allokationsstrategien allerdings weniger über ETF, sondern über aktive Manager um. Wir versuchen hierbei, gute Fondsmanager zu selektieren, diversifizieren aber auch innerhalb der Asset-Klassen über verschiedene Manager. Wir haben andererseits kein Problem damit, einem Asset Manager die rote Karte zu zeigen, falls er von seinem Ansatz abweicht. Und wenn wir das Marktumfeld sehr negativ sehen, gehen wir auch schnell komplett aus einem Markt, aus einer Asset-Klasse heraus.

Budinsky: Für die simultane Bewertung einer Vielzahl von Asset-Klassen sind eine Vielzahl an Informationen zu berücksichtigen. Um diese Informationen systematisch auszuwerten, greifen wir auf einen regelgebundenen Investmentprozess zurück. In einer Vielzahl von Asset-Klassen konnten wir dabei über die Jahre sehr hohe Trefferquoten erzielen. Im Endeffekt geht es darum, den Kunden von dem Investmentprozess und der Qualität der Prognosen zu überzeugen. Dabei sollte man aber auch ehrlich dem Kunden die Grenzen des Anlageprozesses aufzeigen. Unser Ansatz ist zum Beispiel für illiquide und wenig volatile Asset-Klassen nur bedingt geeignet.

Kempe: Wir führen eine große Anzahl von Gesprächen mit Fondsmanagern und erhalten darüber sehr viele Informationen, anhand derer wir unsere Einschätzungen validieren und zusätzliche Marktperspektiven aufnehmen können. Falls es uns zweckmäßig erscheint, übertragen wir das Management von Teilen unseres Portfolios auch an einen externen Fondsmanager, der uns überzeugt. Und falls für einen Kunden ein bestimmtes Fondsprodukt adäquat und passend ist, empfehlen wir dies durchaus.

Die Aufgabe bei Multi-Asset-Produkten besteht nun nicht nur darin, Asset-Klassen zu allokiieren, sondern beinhaltet auch eine Strategie und ein definiertes Rendite-Risiko-Profil. Wie lassen sich solche Strategien erfolgreich am Markt platzieren?

Geldard: Es ist sicherlich einfacher, eine Story zu verkaufen als ein sehr erklärungsbedürftiges Produkt. Man zeigt zum Beispiel auf den Track Record eines China-Fonds und die Argumente liegen auf der Hand. In der Realität ist es nun so, dass Anleger die langfristigen Performance-Chancen nicht realisieren, weil sie oftmals schnell wieder aussteigen. Die Fondsindustrie ist oft sehr marketinggetrieben, und in der Konsequenz wird das in den



Fokus gestellt, was sich gerade am besten verkaufen lässt. Das ist für Anleger vielfach eine Lizenz, Geld zu verlieren. Einen Multi-Asset-Fonds zu verkaufen, ist sehr schwierig, weil es ein erklärungsbedürftiges Produkt ist.

Berglund: Obwohl wir Kunden und Vertriebspartnern unsere Multi-Asset-Produkte und unseren Investmentprozess intensiv erläutern, schauen die meisten privaten Anleger letzten Endes auf die vergangene Wertentwicklung. Aufgrund der sehr guten Performance in den vergangenen Jahren lassen sich unsere Produkte auch sehr gut verkaufen. Es ist jedoch eine Herausforderung, mit und für den Kunden die geeignete, individuell passende Strategielösung zu erarbeiten. Bei institutionellen Anlegern ist das sicherlich anders, weil dort einfach ein viel größeres Verständnis der Märkte und Produkte vorhanden ist.

Ihre Ansätze sind recht unterschiedlich. Wie lassen sich die Strategien beschreiben, und was macht sie aus?

Budinsky: Unser Multi-Asset-Ansatz ist das Ergebnis von drei aufeinander abgestimmten Strategiebausteinen. Den ersten Baustein bildet ein Ansatz zur Bewertung eines breiten Spektrums an liquiden Asset-Klassen. Dieser ist durch die Berücksichtigung eines Sets an fundamentalen Indikatoren als Preistreiber ökonomisch unterlegt und in seiner Grundstruktur nicht statisch, sondern vielmehr dynamisch. Unser Ansatz ist als ein adaptiver Bewertungsansatz zu verstehen, der sich an die aktuellen Marktbedingungen anpasst. Dabei geht es nicht darum, ein perfektes Timing zu erzielen, sondern vielmehr die großen Zyklen zu identifizieren und im Zeitablauf die positiven Risikoprämien der Asset-Klassen einzusammeln. Den zweiten Baustein bildet ein Mechanismus zur Überführung der Prognosen für die einzelnen Asset-Klassen in eine robuste Portfolioallokation. Der dritte Baustein ist für das Risikomanagement zuständig und hat die Aufgabe, für die Einhaltung der vom Kunden vorgegebenen Wertuntergrenze zu sorgen und die Rückschlagrisiken zu begrenzen.

Bei allen drei Bausteinen kommt man mit traditionellen Ansätzen nicht aus. Daher haben wir eigene Ansätze entwickelt, die sich als wesentlich praxisnäher und robuster erweisen. Wir bevorzugen ferner einen Mix an Strategien, da nicht nur die Asset Allocation, sondern auch die Strategien selbst diversifiziert sein sollten.

Merz: Unsere Expertise ist die Analyse von Asset-Klassen und die darauf aufbauende Konstruktion von Portfolios. Sehr wichtig ist in der laufenden Steuerung ein solider Risikomanagementprozess, denn wir sehen derzeit eine Vielzahl von Problemen und Risiken. Der Schutz von Kundenportfolios durch sinnvolle Maßnahmen und schnelle Reaktionen ist daher für uns essenziell.





Hanna Berglund



Miles Geldard



Dr. Ralf Budinsky

Kempe: Um ein Gesamtbild über die Risikolandschaft an den Märkten zu erhalten, in der wir agieren, analysieren wir insbesondere auch das Entstehen und Platzen von Blasen sowie Marktanomalien. Dazu gehört auch die Analyse von Faktoren des Herdenverhaltens und die Treiber des Verhaltens von Fondsmanagern. Dieses Verständnis unterstützt uns dabei, sinnvolle Allokationsentscheidungen zu treffen. Das bewahrt uns natürlich nicht ganz davor, auch Fehlentscheidungen zu treffen.

Gibt es Raum für solche Multi-Asset-Produkte auch in der Versicherungsindustrie, deren ureigene Kompetenz die Asset Allocation ist?

Höhne: Gewiss. Bevor wir ein Multi-Asset-Produkt auf den Markt bringen, entwickeln wir zunächst die Strategie. Hinsichtlich individueller Lösungen für institutionelle Kunden muss die Strategie den Kundenanforderungen und der Mandatsdefinition entsprechen. Auf der anderen Seite entwickeln wir restriktionsfreie Anlagestrategien für Privatkunden. Die Strategie und das Risiko-Rendite-Profil sind klar definiert und werden über den Produktzyklus auch nicht geändert.

Ich denke auch grundsätzlich, dass eine Strategieänderung zum Beispiel aufgrund von Marktverwerfungen eher kritisch zu sehen und Kunden schwer vermittelbar ist. Der Erfolg beruht vielmehr auf einer klar kommunizierten Strategie sowie einem sehr breit diversifizierten Portfolio, das in Krisenzeiten Marktabschwünge in einem gewissen Maße abfedern kann, ohne die mögliche Partizipation an nachfolgenden Erholungen aufzugeben.

Brauchen wir eigentlich eine Benchmark für Multi-Asset-Strategien?

Geldard: Absolut, denn wie könnte man sonst den Erfolg beurteilen? Gleichwohl hat die Beschaffenheit von Benchmarks eine enorme Auswirkung auf die Konstruktion von Portfolios. Das Problem ist, dass während starker Marktphasen aggressive Benchmarks gesetzt und gesucht werden. Geldmarkt plus zwei Prozent war in 2008 phantastisch, aber in den Jahren zuvor oder in 2010 wohl kaum.

Angesichts der vor uns liegenden immensen Probleme – denken Sie nur an die ausufernden Staatsdefizite – ist ein konservatives Risikoprofil künftig vielleicht gar nicht so schlecht. Ich glaube auch, dass es eine große Nachfrage nach Rendite-Risiko-Profilen wie Geldmarkt plus x Prozent gibt, künftig sicherlich auch nach Inflation plus x Prozent. Das heißt aber auch, in boomenden Marktphasen Underperformance hinzunehmen. Es kommt daher meiner Meinung nach darauf an, in Phasen, in denen eine Asset-Klasse als fundamental ungünstig betrachtet werden muss, auch ganz andere Positionen im Portfolio einzugehen.

Frau Berglund, ist Geldmarkt plus x Prozent Ihr Ziel?

Berglund: Unsere Portfolios werden nicht mit der Vorgabe Geldmarkt plus x gemanagt. Wir haben ein Shortfall-Konzept mit dem Ziel positiver Renditen über vordefinierte Zeiträume. Wir verfolgen hierbei einen flexiblen Ansatz, der das Upside von Marktentwicklungen mitzunehmen versucht und das Downside begrenzt. Ausgangspunkt hierfür ist eine strategische Asset Allocation als interne Benchmark, von der aus wir zur taktischen Allokation übergehen. Als zusätzliches Element haben wir ein Overlay für das Portfoliomanagement installiert. Entsprechend können wir den Erfolg unserer Strategie messen. Darüber hinaus schauen wir uns Peergroup-Fonds mit ähnlichen Multi-Asset-Strategien an. Eine Benchmark Geldmarkt plus x wäre in unserem Ansatz, Multi-Asset-Portfolios zu managen, also irreführend.

Budinsky: Generell ist es sicherlich sinnvoll, eine Benchmark zum Vergleich heranzuziehen. Jedoch ist es bei Multi-Asset-Strategien schwierig, eine geeignete Benchmark zu definieren. Am meisten macht für mich noch eine Benchmark Sinn, die sich an einer fixen Zusatzrendite gegenüber der Geldmarktverzinsung orientiert. Andererseits muss man bei Multi-Asset-Fonds auch den Anspruch erfüllen, langfristig mehr Performance als bei einem Mischportfolio zu erzielen. Daher könnte man auch ein festes Verhältnis von Aktien und Anleihen als Benchmark nehmen. Eine dritte mögliche Benchmark-Definition wäre ein vorab festgelegter statischer Mix aus den im Fondsspektrum berücksichtigten Asset-Klassen. Die Outperformance würde sich dann in der Über- und Untergewichtung gegenüber dieser strategischen Benchmark manifestieren.

Herr Merz, welchen Nutzen sehen Sie in Benchmarks, und wie messen Sie die Performance Ihrer Strategie?

Merz: Zunächst muss man sich fragen, wofür man eine Benchmark benötigt, ob für die Kunden oder aber für die Messung der Managementleistung des eigenen Portfoliomanagements. Um den Erfolg von Letzterem messen zu können, braucht man eine Benchmark, die alle investierbaren Asset-Klassen einschließt.

Ist die Zusammensetzung einer solchen Benchmark im Zeitablauf konstant?

Merz: Für unsere internen Ziele ja. Aber man braucht im Grunde zwei Benchmarks, eine absolute mit Geldmarkt plus x Prozent, um das Performance-Ziel dem Kunden aufzuzeigen, und eine zweite, die einen Vergleich zu den tatsächlichen Marktentwicklungen ermöglicht. Die Betrachtung einer Peer-Group ist darüber hinaus sinnvoll, um die Positionierung gegenüber Wettbewerbern festzustellen.

Besteht bei Multi-Asset-Strategien nicht auch die Gefahr, dass bei derzeit als wenig korreliert geltenden Asset-Klassen wie Commodities und Real Estate die Korrelationen künftig deutlich ansteigen könnten?

Geldard: Das Thema Korrelationen ist ein ernstzunehmendes Problem. Sehr viele Marktteilnehmer handeln nahezu genau gleich. Das kann extrem hohe Korrelationen zur Folge haben. Man kann auch nicht sicher sein, dass sich entstandene Ungleichgewichte nach kurzer Zeit wieder einpendeln und Bewertungen in der Tendenz auf ihren langfristigen Mittelwert zurückkehren. Wir werden mit solchen Marktverwerfungen umgehen müssen.



Wenn man ein Long-Portfolio managt und kein großer Anteil „sicherer“ Asset-Klassen enthalten ist, muss man in hohem Maße auch taktische Allokationsentscheidungen treffen. Und Market Timing ist enorm schwierig. Man muss also stets nach weiteren diversifizierenden Strategien suchen.

Berglund: Ansteigende Korrelationen sind sicherlich ein großes Problem. Wir fragen uns aber auch, was ein „sicheres“ Investment ist. Bislang waren das Staatsanleihen. Das gilt heute nicht mehr.

Was kann man auf der positiven Seite dagegen tun?

Berglund: In flexible, breit diversifizierte Multi-Asset-Strategien investieren, die unterschiedliche Asset-Klassen, Marktsegmente und Instrumente integrieren. So kann man mit der Problematik umgehen und ist nicht unbedingt auf eine Unterlegung des Portfolios mit festverzinslichen Wertpapieren angewiesen.

Höhne: Sicherlich ist das Thema Korrelationen vor dem Hintergrund der Marktentwicklungen in 2008 differenzierter zu betrachten. Ein anderer wichtiger Punkt ist die Performance-Attribution. Wir nehmen keine Asset-Klassen in unser Portfolio auf, die vielleicht eine negative Korrelation zu anderen Anlageklassen aufweisen, gleichzeitig jedoch einen negativen Performance-Beitrag liefern. Ideal sind für uns Assets, die gering korreliert sind und ein attraktives Ertragspotenzial haben. Dazu gehören zum Beispiel einige Währungsstrategien.

Merz: Man muss bei Korrelationen die Zeitachse betrachten. Auf lange Sicht funktionieren die Korrelations-eigenschaften unterschiedlicher Asset-Klassen. Das Problem sind Stressszenarien, in denen die Korrelationen hochschießen. Dieses Problem lässt sich durch aktives Management oder durch eine Portfolioabsicherung adressieren. Das Problem der Portfolioabsicherung ist wiederum, dass private Anleger dies nicht immer verstehen. In positiven Phasen kostet die Versicherung einen wesentlichen Teil der Rendite. Was man tun kann, ist, andere, dekorrelierte Strategien und Instrumente, wie zum Beispiel Währungsstrategien, in das Portfolio mit aufzunehmen.

Letzte Frage: Wie sehen Sie Zukunft und Potenzial von Multi-Asset-Strategien?

Geldard: Man sollte Portfolios nicht über Asset-Klassen definieren. Die Kernaufgabe unserer Industrie ist das Management von Portfolios. Das gilt natürlich auch für Multi-Asset-Fonds. Der Vorteil von Multi-Asset-Strategien liegt in ihrer Flexibilität. Und wenn man diese Flexibilität klug nutzt, kann man die Wünsche und Ziele von Kunden darstellen. Ich betrachte Multi-Asset-Investments weiterhin sehr optimistisch.

Berglund: Die letzten Jahre haben die Nachfrage nach Expertise in Bezug auf Asset Allocation und ihrer laufenden Steuerung deutlich erhöht. Wir werden künftig definitiv eine stärkere Bedeutung von Multi-Asset-Strategien haben, und diese Strategien werden sich auch künftig weiterentwickeln.

Budinsky: Auch ich sehe eine große Zukunft für Multi-Asset-Strategien. Anleger haben inzwischen verstanden, wie wichtig eine Diversifikation über unterschiedliche Asset-Klassen ist. Für uns kommt es nun darauf an, als nachhaltiger Player im Markt dauerhaft wahrgenommen zu werden. Dazu werden wir weiterhin flexibel auf die Kundenbedürfnisse und Marktveränderungen reagieren und unsere bestehenden Ansätze laufend überprüfen und weiterentwickeln.

Vielen Dank für Ihre Einsichten und Meinungen! Das Thema Multi Asset wird uns sicherlich auch über die nächsten Jahre mit Diskussionen begleiten.



Obere Reihe von links nach rechts:

Dr. Ralf Budinsky, Leiter Portfolio Engineering Group, Warburg Invest

Miles Geldard, Fondsmanager, Global Equities und Multi-Asset Strategies, Jupiter Asset Management

Stefan Höhne, Senior Produktspezialist, Ampega Gerling Investment

Prof. Dr. Dietmar Franzen, Fachhochschule Frankfurt am Main, Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, insb. Finanzierung und Risikomanagement

Untere Reihe von links nach rechts:

Christian Kempe, Portfoliomanager, Focam

Hanna Berglund, Portfoliomanager, Investment Management Multi Asset Class, LGT Capital Management

Dieter Merz, Leiter Asset Management, Quirin Bank

Multi-Asset-Fonds: Von der Asset Allocation zur Risk-Return-Allocation

Prof. Dr. Dietmar Franzen, Fachhochschule Frankfurt am Main, Fachgebiet Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Finanzierung und Risikomanagement



Das in Mischfonds investierte Vermögen hat sich gemäß BVI-Statistik innerhalb der letzten drei Jahre auf circa 120 Milliarden Euro per Ende Februar 2011 verdoppelt. Es ist damit deutlich stärker gewachsen als der durch die BVI-Statistik erfasste Gesamtbestand, der im gleichen Zeitraum nur um rund sechs Prozent gestiegen ist. Wie ist die neue Popularität dieses keinesfalls neuen Konzepts zu erklären, das die Investmentbranche neuerdings unter dem Begriff „Multi-Asset-Fonds“ anbietet?

In Gesprächen mit Branchenvertretern werden vor allem die folgenden zwei Gründe immer wieder genannt: Zum einen hätten die gestiegenen Spreads bei zahlreichen Staatsanleihen von Euro-Staaten die Verwendung dieser Asset-Klasse als Form der sicheren Anlage in klassischen Investmentstrategien infrage gestellt. Zum anderen wird gesagt, dass die zunehmende Produktvielfalt insbesondere im Bereich der Exchange Traded Funds und Exchange Traded Commodities den Fondsmanagern bestimmte Asset-Klassen und Marktsegmente erst zugänglich gemacht habe.

Fondsmanager haben sich bislang überwiegend auf bestimmte Asset-Klassen beziehungsweise Marktsegmente spezialisiert und Investoren in diesen Segmenten aufgrund ihres spezifischen Know-hows eine Überrendite durch aktives Management in Aussicht gestellt. Die Allokation zwischen den unterschiedlichen Asset-Klassen erfolgte auf Investorenebene durch einen Vermögensverwalter, einen Kundenberater oder durch den Investor selbst.

Indem die Manager von Multi-Asset-Fonds die Allokation zwischen den einzelnen Asset-Klassen auf Fondsebene übernehmen, bieten sie eine Form der standardisierten Vermögensverwaltung an, die zunächst eine Konkurrenz zu den klassischen Vermögensverwaltern zu sein scheint. Es ist jedoch nicht zu erwarten, dass damit die traditionelle Aufgabenteilung zwischen Fondsmanagern und Vermögensverwaltern aufgehoben wird. Vielmehr ergeben sich aus der zunehmenden Verbreitung von Multi-Asset-Fonds neue Anforderungen an Vermögensverwalter und auch Consultants.

Wie ändern sich die Anforderungen an Vermögensverwalter?

Multi-Asset-Fonds verfolgen im Allgemeinen das Ziel, in allen Marktphasen eine Rendite zu erzielen, die höher ist als die nominale oder reale Geldmarktrendite. Da Multi-Asset-Strategien per Definition eine Zusammenstellung überwiegend risikobehafteter Asset-Klassen enthalten, lassen sich Verluste jedoch nicht ausschließen. Multi-Asset-Fonds sind also per se keine Produkte mit Kapitalgarantie und sollten als solche nicht verwendet werden.

Die Höhe der erwarteten Überrendite und damit auch des Verlustrisikos hängt wie üblich von den eingegangenen Risiken ab. Die Strategien der Multi-Asset-Fondsmanager unterscheiden sich daher vor allem hinsichtlich des Risikomanagements. Das betrifft zum Beispiel die absolute Höhe der eingegangenen Risiken, die verwendeten Risikokennzahlen und den Risikohorizont. So gibt es beispielsweise Strategien, die den Maximum Drawdown für einen bestimmten Anlagehorizont begrenzen. Die Zusammensetzung der Asset-Klassen wird sich notwendigerweise in Abhängigkeit vom Marktumfeld ändern müssen und kann nicht im Rahmen starrer Vorgaben auf der Basis von Musterportfolios erfolgen.

Vermögensverwalter und Kundenberater sind nun gefordert, das Vermögen ihrer Klienten so auf die unterschiedlichen Produkte aufzuteilen, dass das gewünschte individuelle Rendite-Risiko-Profil erreicht wird. Die Wahl der geeigneten Asset Allocation wird zumindest teilweise an die Fondsmanager delegiert. Vermögensverwalter sind im Gegenzug gefordert, sich stärker der Risk-Return-Allocation zu widmen, also der Zusammensetzung geeigneter Investmentstrategien im Hinblick auf die Rendite-Risiko-Profile ihrer Klienten. In diesem Zusammenhang ist selbstverständlich auch zu überprüfen und zu bewerten, inwieweit die Fondsmanager mit ihren strategischen Ansätzen die selbst gesteckten oder vorgegebenen Ziele erreichen.

Die grundsätzliche Empfehlung, das Vermögen wohldiversifiziert anzulegen, gilt auch für die Auswahl von Multi-Asset-Produkten. Die für Versicherungen geltende Vorschrift, dass zur Vermeidung des Managerrisikos maximal 20 Prozent des gebundenen Vermögens von ein und demselben verantwortlichen Portfoliomanager verwaltet werden dürfen, könnte in ähnlicher Weise auch für andere Anlegergruppen als Orientierung dienen.

Was sind die Gefahren?

Der Einsatz neuer Asset-Klassen ist kein Selbstzweck. Auch wegen der Neubewertung der Risiken der früher als risikolos geltenden Staatsanleihen werden Assets benötigt, die eine niedrige oder negative Korrelation zu den klassischen Asset-Klassen Aktien und Anleihen aufweisen. Asset-Klassen wie Immobilien oder Rohstoffe sind aus diesem Grund seit vielen Jahren fester Bestandteil zahlreicher Multi-Asset-Strategien institutioneller Investoren. Durch den zunehmenden Einsatz dieser Asset-Klassen in Investmentstrategien besteht jedoch die Gefahr, dass realwirtschaftliche oder andere fundamentale Faktoren zunehmend weniger Einfluss auf die Preisbildung haben und dass sich dadurch die Korrelation zu den traditionellen Asset-Klassen erhöht. Diese Gefahr bestünde insbesondere dann, wenn sich in großem Umfang algorithmische Investmentstrategien durchsetzen würden, die auf der Basis bestimmter Kauf- und Verkaufsindikatoren Umschichtungen zwischen den einzelnen Asset-Klassen auslösen. Eine solche Entwicklung könnte auch erhebliche makroökonomische Folgen haben.

Durch eine zunehmende Korrelation entfiele eine wichtige Voraussetzung für den Einsatz dieser Anlageklassen in Multi-Asset-Strategien. Es ist daher damit zu rechnen, dass wir in Zukunft weitere neue Anlageinstrumente in Multi-Asset-Strategien sehen werden, wie zum Beispiel Cat Bonds oder Volatilitätsprodukte.

Wie wird sich der Markt entwickeln?

Die starke Track-Record-Fixierung vieler Investoren wird dazu führen, dass wohl erst nach einem vollständigen Konjunkturzyklus Aussagen über die Nachhaltigkeit der Multi-Asset-Fonds getroffen werden können. Die Manager der zahlreichen erst nach der Finanzkrise in den Jahren 2007/2008 aufgelegten Fonds müssen erst noch beweisen, dass sie ihr Versprechen einlösen können, im Abschwung die Verluste der Investoren zu begrenzen.

Eine Verdrängung von Aktien-, Renten und Immobilienfonds durch Multi-Asset-Fonds wird es jedoch nicht geben. Insbesondere institutionelle Investoren, die über eine jahrzehntelange Erfahrung im Bereich des Kapitalanlagemanagements unter Einsatz verschiedener Asset-Klassen verfügen und die darüber hinaus vielfach aufsichtsrechtlichen Beschränkungen bezüglich ihrer Asset Allocation unterliegen, werden Multi-Asset-Fonds allenfalls in geringem Umfang beimischen. Der Markterfolg der Multi-Asset-Fonds wird also stark davon abhängen, inwieweit den unterschiedlichen Kundengruppen im Bereich der privaten Anleger die Funktionsweise und der Mehrwert der neuen Strategien vermittelt werden können.

Risikobudgetierung als konsequente Weiterentwicklung von Multi-Asset-Anlagen

*Miles Geldard, Fondsmanager, Director Global Equities und Multi-Asset-Strategies,
Jupiter Asset Management*



Absicherung durch eine Diversifikation über unterschiedliche Anlagen ist keine neue Idee. Eine gut 2.000 Jahre alte Weisheit besagt, dass man sein Geld zu je einem Drittel in Land anlegen, in seine Geschäfte investieren und als Reserve zurücklegen sollte. Dieses frühe Beispiel eines ausgewogenen Portfolios ist angesichts der jüngsten Marktentwicklungen überraschend modern, da es der Risikodiversifizierung größere Bedeutung als der Renditemaximierung zumisst.

Anlagerisiken lassen sich selten ganz ausschalten. Allerdings haben die Anleger ihre Strategien, die mit den Renditen verbundenen Risiken zu reduzieren, mittlerweile weiterentwickelt. Das Prinzip der Diversifizierung lässt sich am besten mit dem Sprichwort „Setz nicht alles auf eine Karte“ zusammenfassen. Kursschwankungen von 50 Prozent innerhalb eines Jahres bei einzelnen Aktien sind keine Seltenheit. Geht das betreffende Unternehmen jedoch in Konkurs, ist das gesamte Vermögen verloren. Umfasst ein Portfolio dagegen 20 verschiedene Aktien, so büßt es lediglich fünf Prozent seines Werts ein, sollte eines der Unternehmen Konkurs anmelden. Wer in genügend unterschiedliche Unternehmen investiert, kann dieses Risiko in erheblichem Maße reduzieren. Wenn Anleger von „Risiko“ sprechen, meinen sie daher in der Regel die durchschnittliche Standardabweichung der Jahresrenditen.

Diversifikation im richtigen Maß

Im Jahr 1977 veröffentlichte das „Journal of Business“ eine Studie von Elton und Gruber. Ausgehend von einem Anlageuniversum mit 3.290 Aktien konstruierten sie mehrere gleich große Portfolios, die sich aus eins bis 1.000 Titeln zusammensetzten. Die typische jährliche Standardabweichung betrug bei einem Portfolio mit einer Aktie 50 Prozent und bei einem Portfolio mit 20 Titeln nur noch 21 Prozent. Bei einer größeren Zahl von Aktien ging das zusätzlich reduzierte Risiko rasch zurück. Bei zufällig ausgewählten Portfolios mit 1.000 Aktien verringerte sich die jährliche Standardabweichung lediglich auf 19 Prozent. Diese geringfügige Verbesserung wird unter Umständen durch die zusätzlichen Transaktionskosten für kleine Portfolios zunichte gemacht.

2003 erklärte Professor Gordon Tang in einer Studie, dass mit einem Portfolio aus 20 Titeln im Schnitt 95 Prozent des diversifizierbaren Risikos eliminiert werden können, ohne die erwartete Rendite zu schmälern. Um weitere vier Prozent des diversifizierbaren Risikos (also insgesamt 99 Prozent) auszuschalten, müssen der Studie zufolge 80 zusätzliche Aktien (insgesamt 100 Titel) in das Portfolio aufgenommen werden. Der Anlagehorizont, der Stichprobenzeitraum und die zugrundeliegenden Märkte hatten keinen Einfluss auf dieses Ergebnis.

Das systemische Risiko bleibt

Mit der zahlenmäßigen Diversifizierung lässt sich das Risiko jedoch nicht vollständig eliminieren. Das systemische Risiko, das vom gesamten Aktienmarkt ausgeht, kann nicht ausgeschaltet werden. So könnte beispielsweise eine überraschende Zinserhöhung zu steigenden Abzinsungs- und Kreditkosten führen und negative Folgen für fast alle Aktien beziehungsweise Unternehmen haben. In einem nächsten Schritt wurden Portfolios über zwei Anlageklassen hinweg diversifiziert – in der Regel Aktien und Anleihen. Ziel dieser strategischen Vermögensallokation war ein Anlagemix, der langfristig orientierten Anlegern ein optimales Risiko-Rendite-Profil bieten sollte.

Schon 1949 riet Benjamin Graham in seinem Buch „The Intelligent Investor“ defensiven Anlegern dazu, ihr Vermögen jeweils zur Hälfte in Aktien und Anleihen zu investieren und ihre Portfolios regelmäßig neu auszurichten. Damit sollte verhindert werden, dass die Anleger ein zu hohes Aktienrisiko eingehen, wenn die Kurse auf gefährlich hohe Niveaus steigen.

In den folgenden Jahren kamen Akademiker zu dem Schluss, dass ein Portfolio aus mehreren Anlageklassen die besten risikobereinigten Renditen verspricht. In den 1950er Jahren begründete Harry Markowitz die moderne Portfoliotheorie. Sein Diversifizierungsansatz besagt, dass das Risiko nicht nur eine unerwünschte Nebenwirkung des Strebens nach höheren Renditen ist, sondern vielmehr die Erträge steigert, dass das Portfolio die zugrundeliegenden Vermögenswerte dominiert und dass die Kovarianzen zwischen den Renditen der einzelnen Portfoliokomponenten minimiert werden müssen, um das mit einer spezifischen Renditeerwartung verbundene Risiko zu reduzieren. Auf Grundlage dieser Theorie wurde das Value-at-Risk-Modell (VaR) zur Berechnung des potenziellen Verlusts entwickelt. Nach dem Zusammenbruch von Long Term Capital Management im Jahr 1998 setzte sich der VaR als gängiges Risikomaß der Finanzinstitute durch. Investmentbanken interessiert dabei das tägliche Verlustpotenzial, während Pensionsfonds den VaR oftmals auf monatlicher Basis berechnen.

Während die moderne Portfoliotheorie wegweisend für die Finanzinstitute war, wurden die fragwürdigen Annahmen, die ihr zugrunde liegen, nur wenig beachtet: Erstens wird von konstanten Korrelationen zwischen verschiedenen Anlagen ausgegangen. Zweitens wird die Standardabweichung der Renditen als einziger Referenzwert für das Risiko herangezogen. Drittens wird eine Normalverteilung der Anlagerenditen vorausgesetzt. Viertens wird angenommen, dass die Anleger stets rational handeln und risikoscheu sind. Und fünftens geht das Modell davon aus, dass das Anlegerverhalten die Kursentwicklung nicht beeinflusst.

Das Risiko fatter Verteilungsenden

In der Praxis handeln die Anleger natürlich sehr wohl irrational, und Panikverkäufe können die Kurse durchaus beeinträchtigen. Einzelne Anleger gehen zudem gezielt Risiken ein. Von größerer Bedeutung ist aber, dass die Renditen nicht normal verteilt sind, sondern sogenannte fette Verteilungsenden (Fat Tails) aufweisen. Das heißt, dass Ereignisse, deren Eintrittswahrscheinlichkeit als sehr gering eingestuft wird, häufiger eintreten als angenommen. Weitreichende Ereignisse, wie ein schwerer Börsenkrach, der Konkurs eines großen Unternehmens, die Aufgabe einer Währungsbindung oder ein staatlicher Zahlungsausfall, können verheerende Folgen für die Finanzmärkte haben. Dies wiederum hat bedeutende Konsequenzen für Finanzinstitute, die sich auf den VaR verlassen und ihr Risikoengagement aus diesen Gründen womöglich stark unterschätzen.

In Zeiten einer Finanzkrise wird die Korrelation zwischen vermeintlich diversifizierten Anlageklassen häufig positiv, da diese sich in dieselbe Richtung, nämlich nach unten, bewegen. Die angeblichen Vorteile der modernen Portfoliotheorie verschwinden daher genau dann, wenn die Anleger am dringendsten auf eine Verlustbegrenzung angewiesen sind. Dafür gibt es zahlreiche Beispiele: die Asien-Krise im Jahr 1997, der Zahlungsausfall Russlands im Jahr 1998 und die Kreditkrise von 2007, die eine weltweite Flucht in Qualitätstitel auslöste.

Roger C. Gibson hat im Rahmen verschiedener Studien zahlreiche Portfolios untersucht und gezeigt, dass die Volatilität stetig abnimmt, wenn Anleger ihre Portfolios von einer Anlageklasse auf zwei, drei und vier Anlageklassen umstellen. Da die verschiedenen Portfoliokomponenten unterschiedliche Renditeprofile aufweisen, überrascht

dieser Rückgang der Volatilität nicht. Interessant ist dagegen, dass die Renditen im Allgemeinen steigen. Dies hat mit der Art und Weise zu tun, wie die Renditen der einzelnen Anlageklassen miteinander korrelieren. Der größte Diversifikationseffekt wird erzielt, wenn unterschiedliche Anlageklassen kombiniert werden.

Anleger präferieren Renditeerwartungen

Ungeachtet dieser Vorteile hält sich das Interesse an solchen Multi-Asset-Anlagen aus verschiedenen Gründen in Grenzen. Zum einen sind Anleger oftmals überzeugt, dass es eine Möglichkeit gibt, vorherzusagen, welche Anlageklasse in einem bestimmten Jahr am besten abschneiden wird. Zum anderen sehen Kunden durchaus ein, dass sich mit Hilfe der Diversifizierung die Volatilität verringern lässt. Sie glauben jedoch, dass gleichzeitig auch die Renditen sinken. Drittens tendieren Anleger meist dazu, ihren Heimatmarkt als Bezugsrahmen zu verwenden. Das ist kein Problem, wenn beispielsweise europäische Aktien schlechter abschneiden als andere Anlageklassen, da die Anleger für die Diversifizierung in Performance-stärkere Märkte belohnt werden. Entwickelt sich ihr Heimatmarkt dagegen gut, haben Kunden oftmals das Gefühl, dass ihnen Gewinne entgehen und dass die Diversifizierung ihre Renditen geschmälert hat. Dadurch können sie dazu verleitet werden, eine diversifizierte Multi-Asset-Anlage aufzugeben.

Um die langfristigen Vorteile einer Multi-Asset-Strategie auszuschöpfen, empfiehlt sich daher neben dem Investment in verschiedenen globalen Anlageklassen wie Aktien, Anleihen, Geldmarktinstrumente und Währungen unter Umständen ein umfangreicheres Engagement in einer bestimmten Anlageklasse, von der die Kunden langfristig überzeugt sind. Für einige Anleger eignen sich hierzu Wandelanleihen, da diese in der Vergangenheit höhere risikobereinigte Renditen als herkömmliche Anleihen oder Aktien erzielt haben.

Wie lässt sich dies bei effizienten Märkten erklären? Theoretisch betrachtet sind Wandelanleihen Hybridpapiere, die sich aus einer Anleihen- und einer Aktienkomponente zusammensetzen. Ein Portfolio mit zwei Anlageklassen hat ein attraktiveres Risiko-Rendite-Profil als ein Portfolio mit nur einer Anlageklasse. Die praktische Begründung ist die, dass der Ausgabekurs von Wandelanleihen in der Regel günstig ist. Mit der Emission einer Wandelanleihe verringert das Unternehmen vorübergehend die Kosten für die Kapitalbeschaffung, indem es die Ausgabe neuer Aktien verzögert. Im Gegenzug setzen die Unternehmen den Preis für die Optionsvolatilität meist zu niedrig an.

Strikte Risikobudgetierung und liquide Anlagen

Die Diversifizierung über Multi-Asset-Anlagen kann durch eine risikoorientierte Vermögensallokation weiter optimiert werden. So wie einige Treuhänder von Pensionsfonds Vorsorgeverpflichtungen als Benchmark heranziehen, verwenden wir einen Multi-Asset-Ansatz, der mit einer Volatilität von drei bis vier Prozent ein sehr geringes Risiko anstrebt und eine strikte Risikobudgetierung sicherstellt. Gleichzeitig bewahren wir uns in unserem Investmentansatz die Möglichkeit, auch unter extremen Marktbedingungen liquide zu bleiben. Damit sollten wir besser in der Lage sein, auch in unterschiedlichen Marktphasen die erwarteten Zielrenditen zu erwirtschaften und die Anlagebedürfnisse unserer Kunden zu erfüllen.



Multi asset. Single aim.

In einem von Ungewissheit geprägten Marktumfeld verfolgt der Jupiter Strategic Total Return Fund ein klares Ziel: attraktive Renditen bei kontrolliertem Risiko. Die Fondsmanager Miles Geldard und Lee Manzi nutzen ihre Erfahrung und Expertise, um durch die aktive Verwaltung verschiedener globaler Anlageklassen wie Aktien, Anleihen, Wandelanleihen, Währungen und Geldmarktpapiere bei unterschiedlichen Marktbedingungen positive langfristige Renditen zu erzielen. Die beiden Manager verwalten den Fonds mithilfe eines Absolute-Return-Ansatzes und kombinieren bei der Wertpapierauswahl eine makroökonomische Top-Down-Analyse mit quantitativem und qualitativem Research.

Für weitere Informationen wenden Sie sich bitte an Ihre Jupiter Ansprechpartner Martina Günzl oder Daniel Blum unter europesales@jupiterinternational.com bzw. +49 (0)89 9733 0893 oder besuchen Sie unsere Website unter www.jupiterinternational.com.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Maßstab für künftige Ergebnisse. Es gibt keine Garantie dafür, dass positive Renditen erzielt werden, da der Wert einer Anlage sowohl steigen als auch fallen und außerdem Wechselkurschwankungen unterliegen kann. Sie erhalten unter Umständen den investierten Betrag nicht in vollem Umfang zurück. Aufgrund der Anlagestrategien, die den Fondsmanagern zur Verfügung stehen, wird der Fonds wahrscheinlich nicht parallel zu den Märkten, in die er investiert, steigen bzw. fallen.

Jupiter Asset Management Limited
1 Grosvenor Place, London, SW1X 7JJ, Großbritannien



On the planet to perform

Erfolgsfaktoren im Multi-Asset-Management

Marcel Schnyder, Head Investment Management Multi Asset Class, LGT Capital Management



Multi-Asset-Fonds gelten als neue Königsdisziplin in der professionellen Vermögensverwaltung. Sie versprechen ein überlegenes Risiko-Rendite-Profil gegenüber traditionellen Investmentanlagen durch aktives Management über eine Vielzahl von Asset-Klassen hinweg. Die Anforderungen sind ebenso wie die Erwartungen hoch. Diversifikation, Dynamik und Wertsicherung müssen in ein schlüssiges Investmentkonzept integriert werden.

Die Finanzkrise hat die Erwartungen der Anleger an ihre Kapitalanlage neu justiert. Statt Renditemaximierung steht bei vielen Investoren nun der stabile Mehrertrag bei kontrolliertem Risiko im Vordergrund. Verändert haben sich aber auch die Bedingungen an den Finanz- und Kapitalmärkten. Die Zeiten langer Wirtschaftszyklen und stabiler Trends sind vorerst vorbei und scheinen so schnell nicht wiederzukommen. Ein Blick zurück auf die vergangenen Jahre zeigt: An den Märkten geht es nun schneller, wechselhafter und unübersichtlicher zu.

Das hat Folgen auch für die verschiedenen Anlageklassen. Ihre relative Attraktivität zueinander ist weniger stabil und wechselt in kürzeren Zeitabständen. Anlagen, die bisher als sicher galten, werden nun auch unter Risikogesichtspunkten neu bewertet. Um in diesen Zeiten einen adäquaten Mehrertrag über dem Geldmarkt zu erzielen, reicht eine „Buy-and-Hold-Strategie“ nicht mehr aus. Gefragt ist vielmehr ein aktives Management, das flexibel und situationsgerecht eine Vielzahl von Anlageklassen zu berücksichtigen in der Lage ist.

Mit aktiv verwalteten Mischfonds kann man dieser Herausforderung grundsätzlich gerecht werden. Die BVI-Statistik zeigt, dass diese Erkenntnis auch bei Anlegern Platz zu greifen beginnt. Mit Nettomittelzuflüssen von 13,8 Milliarden Euro führten Mischfonds im vergangenen Jahr jedenfalls die Absatzliste des Branchenverbandes mit deutlichem Vorsprung an. Entsprechende Strategien sind also auf dem Vormarsch. Mit den traditionellen Mischfonds der ersten Stunde haben diese Konzepte allerdings kaum noch etwas gemeinsam. Multi-Asset-Fonds investieren heute von Aktien über Rohstoffe bis hin zu Private Equity in die unterschiedlichsten Anlageklassen und können seit Ucits III dafür auch Investmentinstrumente, wie zum Beispiel Zertifikate oder Derivate, nutzen.

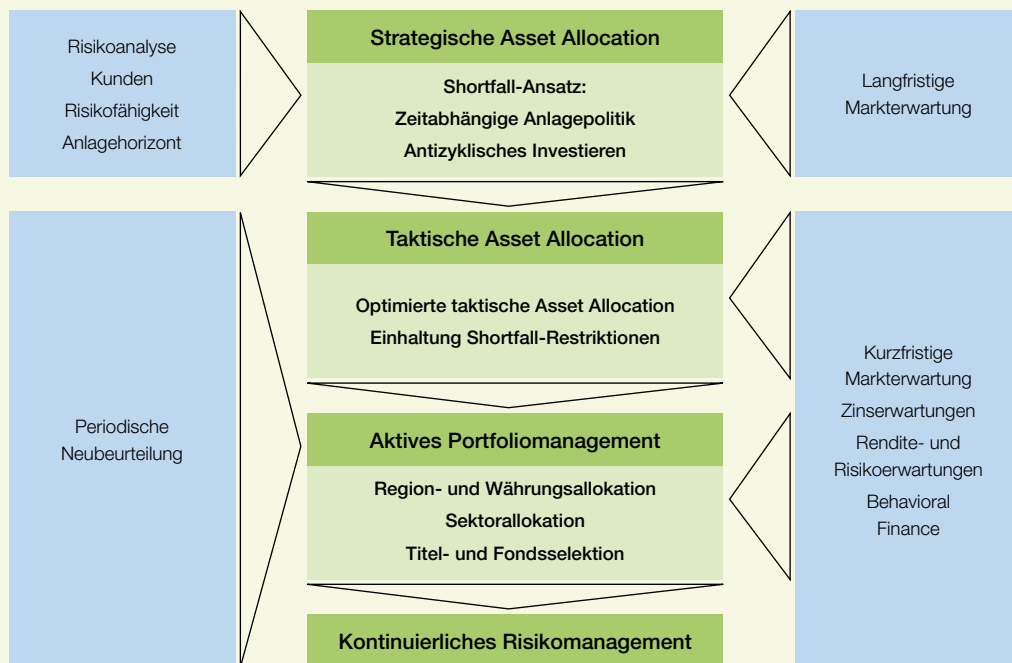
Mehrwert durch strukturierte Vielfalt

Kern aller Multi-Asset-Strategien ist die Diversifizierung. Denn seit Markowitz wissen wir, dass durch die Streuung des Vermögens auf mehrere, möglichst unkorrelierte Anlageklassen das Risiko-Rendite-Profil des Gesamtportfolios optimiert werden kann. Die Auswahl der zu berücksichtigenden Anlageklassen und deren Gewichtung erfolgt im Rahmen der strategischen Asset Allocation. Hierbei geht es vor allem darum, im Rahmen einer langfristigen Strategie die grundsätzliche Struktur des Portfolios zu bestimmen. Neben der Rendite- und Risikoschätzung einer jeden Anlageklasse erfolgt hier auch die Korrelationsschätzung zwischen den Anlageklassen.

Gerade der letzte Punkt ist von zentraler Bedeutung und kann über Mehr- oder Minderertrag eines Multi-Asset-Fonds entscheiden. Wer beispielsweise während der letzten Krise nicht oder nur sehr gering gewichtet in Rohstoffe investiert war, konnte den Diversifikationseffekt nur mäßig nutzen. Während nämlich die Renditen nahezu aller Asset-Klassen nach unten gingen, entwickelten sich die Renditen von Rohstoffanlagen gegenläufig.

Diversifikation endet allerdings nicht auf der Ebene der Asset-Klassen. Ein wirkungsvoller Mix bedeutet auch, auf Länder- und Sektorebene breit aufgestellt zu sein. Insbesondere die gezielte internationale Ausrichtung des Portfolios auch unter Einbeziehung der Emerging Markets ist dabei im Auge zu behalten. Denn in der globalen Wirtschaft entwickeln sich die regionalen Märkte nicht gleichförmig und bieten damit ein nicht zu unterschätzendes Diversifikationspotenzial. Um dieses Potenzial verlässlich heben zu können, benötigen Vermögensverwalter gerade in regionalen Nischenmärkten mitunter spezielles und lokales Expertenwissen. Einige Anbieter von Multi-Asset-Produkten, wie zum Beispiel die LGT Capital Management, nutzen daher unter anderem im Rahmen des Multi-Manager-Ansatzes gezielt das Know-how von spezialisierten Fondsmanagern rund um den Globus. So kann die regionale Diversifikation mit dem Wissen und der Erfahrung von ausgewiesenen Spezialisten gesichert und mit hoher Qualität in das Portfoliomanagement implementiert werden.

Exemplarischer Anlageprozess am Beispiel der LGT Multi-Asset-Fonds



Mehrwert durch Flexibilität

Ein weiterer Erfolgsfaktor von Multi-Assets-Fonds besteht darin, flexibel und dynamisch auf Veränderungen des Marktumfeldes reagieren zu können. Dies geschieht im Rahmen der taktischen Asset Allocation, bei der die langfristigen Renditeerwartungen der Anlageklassen mit den kurzfristigen Markterwartungen synchronisiert werden. Hierbei stehen die Portfoliomanager vor zwei zentralen Herausforderungen. Erstens: Wie stark dürfen die Abweichungen von der strategischen Positionierung sein, und wie können diese regelgebunden und diszipliniert hergeleitet werden, ohne am Ende das Resultat eines beliebigen oder gar hektischen Handelns zu sein? Zweitens: Wie lässt sich die flexible Steuerung des Portfolios technisch effizient und zuverlässig umsetzen?

Bei den LGT Strategiefonds erfolgt die Synchronisierung von strategischer und taktischer Asset Allocation jeweils zum Ende eines Quartals im Rahmen eines dreitägigen strukturierten Prozesses. Am ersten Tag diskutieren die Investmentspezialisten aus dem Portfoliomanagement und Research die Renditeerwartungen und

Markteinschätzungen. Am zweiten Tag folgt zusätzlich der Input externer Berater sowie die Diskussion aller Asset-Klassen im Vergleich durch das Strategieteam. Als einer der wenigen Asset Manager berücksichtigt die LGT Capital Management in dieser Phase auch Erkenntnisse aus dem Bereich der Behavioral Finance. Am dritten Tag wird abschließend die taktische Asset Allocation (TAA) nach dem Black-Litterman-Ansatz optimiert und die neue TAA durch ein fünfköpfiges Kernstrategieteam verifiziert.

Mittels dieses strukturierten und mehrstufigen Prozesses ist sichergestellt, dass die taktische Steuerung des Portfolios nachvollziehbar und regelgebunden stattfindet. Bei der konkreten Implementierung sind allerdings die Vorgaben des Shortfall-Ansatzes sowie gewisse Restriktionen des Risikomanagements limitierende Faktoren.

Um sich ein Höchstmaß an Flexibilität und die Möglichkeit zum zeitnahen Ausnutzen von Opportunitäten zu erhalten, benötigt das Fondsmanagement von Multi-Asset-Fonds jederzeit volle Handlungsfähigkeit. In diesem Zusammenhang spielt Liquidität eine herausgehobene Rolle. Das Management der LGT Strategiefonds stellt daher zu jeder Zeit die Liquidität aller Anlagen ohne den Einsatz von Leverage sicher. Das interne Ziel besteht darin, 95 Prozent des Portfolios innerhalb eines Tages liquidieren zu können. Auf diese Weise sind die Portfoliomanager stets zu 100 Prozent handlungsfähig und in der Lage, auf Investmentchancen zu reagieren.

Mehrwert durch Absicherung

Moderne Multi-Asset-Fonds können heute auf systematische Absicherungsmechanismen und verlässliches Risikomanagement nicht mehr verzichten, wenn sie wettbewerbsfähig bleiben wollen. Grundvoraussetzung für den nachhaltigen Anlageerfolg ist zunächst ein ausgefeiltes System zur Identifizierung, Messung und Steuerung der Risiken. Im Fall von Multi-Asset-Produkten ist das Risikomanagement aufgrund des erweiterten Anlagepektrums besonders anspruchsvoll. Jede Asset-Klasse verfügt über besondere Risikokomponenten, die alle berücksichtigt und zu einem Gesamtbild zusammengefügt werden müssen. Entsprechende Prozesse gehören inzwischen allerdings zum Standard und bilden gewissermaßen die Pflicht.

Über das klassische Risikomanagement hinaus verfolgen viele Multi-Asset-Fonds heute als Kür daher zumeist asymmetrische Absicherungsansätze, die eine Partizipation an aufwärts tendierenden Märkten bei gleichzeitiger Absicherung nach unten gewährleisten sollen. Je nach Anbieter kommen dabei unterschiedliche Modelle zum Einsatz. Die LGT Strategiefonds zum Beispiel arbeiten mit einem Shortfall-Konzept. Dabei wird das Portfolio so strukturiert, dass nach Erreichen eines rollierenden Anlagehorizonts von zwei bis fünf Jahren mit einer Wahrscheinlichkeit von 95 Prozent positive Erträge erzielt werden können. Die Absicherung wird sowohl durch die breite Streuung als auch durch das Investieren gegen den Markttrend erreicht. Dabei werden erzielte überdurchschnittliche Gewinne in aktuell unterbewertete Anlagen mit guten Erfolgsaussichten investiert.

Fazit: Moderne Multi-Asset-Fonds haben mit klassischen Mischfonds heute kaum noch etwas zu tun. Ihre Steuerung ist komplexer und anspruchsvoller geworden. Erst wenn alle wesentlichen Komponenten schlüssig und abgestimmt ineinandergreifen, können moderne Multi-Asset-Strategien das halten, was sie versprechen.





Johann Baptist Lampi, Detail aus »Porträt des Fürsten Johann I. von Liechtenstein«, 1816
© Sammlungen des Fürsten von und zu Liechtenstein, Vaduz-Wien, LIECHTENSTEIN MUSEUM, Wien, www.liechtensteinmuseum.at

Unsere Fonds. Von Experten ausgezeichnet.



LGT Capital Management wurde von Lipper als »Best Group Overall – Large« in Europa, Deutschland und Österreich ausgezeichnet. Dies sind nur drei der insgesamt 30 prestigeträchtigen Auszeichnungen, die wir im Jahr 2011 erhalten haben.

Zudem erhielten die LGT Strategiefonds mit ersten Plätzen innerhalb ihrer Kategorie auch in diesem Jahr eine weitere Bestätigung für ihre hohe Qualität. Profitieren auch Sie von unserer Erfahrung und unserem Wissen im Anlagebereich.

Wir freuen uns auf Ihren Anruf: +49 69 6986 8850

www.lgt.com



**Capital
Management**

Risikoinweise/Disclaimer: Der vollständige und vereinfachte Prospekt sowie die Geschäfts- und Halbjahresberichte können bei folgenden Stellen kostenlos bezogen werden: LGT Bank in Liechtenstein AG und LGT Capital Management AG, beide: Herrengasse 12, FL-9490 Vaduz. Zahl- und Informationsstelle in der Bundesrepublik Deutschland: Landesbank Baden-Württemberg, Am Hauptbahnhof 2, D-70173 Stuttgart.

Warburg Multi-Asset-Strategie – ein innovativer Total-Return-Ansatz

Dr. Ralf Budinsky, Leiter Portfolio Engineering Group, Warburg Invest



Die verheerenden Aktienmarktverluste im Zuge des Platzens der Internetblase Anfang des Jahrtausends sowie die negativen Erfahrungen mit der Finanzmarktkrise haben zu einem Umdenken breiter Anlegerkreise geführt. Anlagekonzepte, die ihr Heil in der Selektion von vermeintlich unterbewerteten Anlagen suchen und sich dabei eng an einer Benchmark orientieren, konnten sich den Verlusten nicht entziehen und haben die Erwartungen der Anleger enttäuscht.

Diese schmerzvollen Erfahrungen haben bei den Anlegern die an sich schon „alte Weisheit“ ins Bewusstsein zurückgerufen, dass es nicht so sehr darauf ankommt, die richtigen Titel innerhalb eines Marktes auszuwählen, sondern im richtigen Zeitpunkt in den richtigen Asset-Klassen und Märkten investiert zu sein.

Unterschiedliches Verhalten der Asset-Klassen im Konjunkturzyklus

Die Investmentbranche hat mit der Entwicklung von Multi-Asset-Strategien, die über eine Investition in einen breiten Mix von Asset-Klassen die sich bietenden Diversifikationsmöglichkeiten nutzen, auf diese veränderten Anlegerbedürfnisse reagiert. Diesen Trend hat auch Warburg Invest mit einem Ansatz, der sich als Plädoyer für eine dynamische Asset Allocation versteht, frühzeitig aufgegriffen. Dabei nutzen wir den empirischen Befund, dass sich die Asset-Klassen im Konjunkturzyklus unterschiedlich verhalten. Während sich in einer Phase des Konjunkturaufschwungs der theoretisch postulierte positive Zusammenhang zwischen Rendite und Risiko auch empirisch einstellt, kehrt sich diese Relation in einer Phase des Konjunkturabschwungs um, das heißt, die Übernahme von Risiken wird nicht abgegolten, sondern vielmehr bestraft.

Für uns bedeutet dies: Statische Allokationskonzepte, die sich nicht an das aktuelle Marktumfeld anpassen, sind nicht geeignet, die Ertragsanforderungen der Investoren zu erfüllen und stellen letztlich eine Gefahr für die Überschreitung des Risikokapitals dar. Benötigt werden dynamische Allokationsansätze, die im Zeitablauf konsequent die Positionierungen in den Asset-Klassen verändern. Der dabei von Warburg Invest beschrittene Lösungsweg beruht auf einem Investmentprozess, der sich aus drei aufeinander abgestimmten Bausteinen zusammensetzt, die die Ebenen der Bewertung, der Allokation und der Risikosteuerung miteinander verbinden. Im Rahmen dieses als Total-Return-Ansatz konzipierten Investmentansatzes verfolgen wir das Ziel, die Risikoprämien der Asset-Klassen einzusammeln und zu einem Portfolio zu verbinden, das eine im Zeitablauf positive und stabile Wertentwicklung aufweist.

Warburg Multi-Asset-Strategie: die Bausteine zum Erfolg

Im Zentrum unserer Multi-Asset-Strategie steht ein fundamentaler Bewertungsansatz für ein breites Spektrum an liquiden Asset-Klassen aus dem Umfeld der globalen Aktien-, Renten- und Rohstoffmärkte. Dahinter steht die selbst gesteckte Zielsetzung, dass jede Positionierung ökonomisch begründet und gegenüber unseren Kunden erklärbar sein muss. Zur Bewertung einer Vielzahl von Asset-Klassen müssen zunächst die gemeinsamen Preistreiber identifiziert werden. Diese Aufgabe erweist sich als äußerst komplex, da die Einflussfaktoren, die die Märkte bewegen, vielschichtiger Natur sind und darüber hinaus in ihrer Bedeutung im Zeitablauf variieren. Wir lösen dieses Problem, indem wir die Faktoren, die sich dauerhaft für die Performance als relevant erweisen, systematisieren.

Neben der Konjunktur als dem zentralen Anker berücksichtigen wir Bewertungsfaktoren, Rohstoff- und Güterpreise und die Liquiditätslage. Weiterhin erfassen wir das aktuelle Stimmungsbild sowie den Risikoappetit der Investoren. Diese übergeordneten Marktaspekte werden durch ein Set an fundamentalen Indikatoren, wie zum Beispiel dem Ifo-Index, dem Kurs-Gewinn-Verhältnis, der Geldmenge M3, Zinssätzen und Volatilitätsindikatoren, beschrieben. Die einzelnen Indikatoren werden sowohl nach ihrer aktuellen Ausprägung im Vergleich zum langfristig ausgerichteten Trend im Konjunkturzyklus als auch nach ihrer kurzfristigen Dynamik ausgewertet und unter Beachtung der Wirkungsrichtung mit den Asset-Klassen in Beziehung gesetzt. Während die Betrachtung der Niveaus relativ zum Trend geeignet ist, die großen Zyklen in der Bewegung der Asset-Klassen zu erklären, hat die Dynamik die Aufgabe, frühzeitig Impulse hinsichtlich eines Übergangs in eine neue Marktphase zu geben.

Attraktivitätsstatus von Asset-Klassen durch eine Vielzahl von Indikatoren

Besteht nun der Anspruch, eine Vielzahl von Asset-Klassen im Zeitablauf zu bewerten, so reicht eine einzelne Kennzahl nicht aus. Wir beobachten in der Summe weit mehr als 100 Indikatoren, deren Auswahl auf langjähriger Erfahrung und fortlaufender Überprüfung der Erklärungskraft beruht. Die Bedeutung der einzelnen Preistreiber wird statistisch ermittelt und passt sich im Rahmen unseres adaptiven und regelgebundenen Bewertungsansatzes dynamisch den aktuellen Marktverhältnissen an. Erst ein derart abgeleitetes Aggregat an Preistreibern kann den Anspruch erfüllen, ein verlässliches Bild über den Attraktivitätsstatus von Asset-Klassen zu geben.

Unter direkter Berücksichtigung der fundamentalen Signale für die einzelnen Asset-Klassen leiten wir im nächsten Schritt eine robuste Portfolioallokation ab, die die Trennung zwischen strategischer und taktischer Allokation überwindet. Der Ansatz ermöglicht darüber hinaus die Einbeziehung von mehrdimensionalen Zielsetzungen und vermeidet dadurch die praxisferne Verkürzung auf ein einzelnes Zielkriterium. Im Rahmen einer Simulation werden Tausende denkbare Renditepfade generiert und für alternative Allokationsstrukturen die Zielerreichungsgrade ermittelt. Die letztlich abgeleitete optimale Allokationsstruktur kann die konkurrierenden Zielkriterien bestmöglich erfüllen. Von dieser Zielallokation wird im Rahmen der dynamischen Steuerung nur bei einer negativen Bewertung einzelner Asset-Klassen durch eine Reduktion der Investitionsquoten abgewichen. Dabei gehen wir differenziert vor und legen die Höhe der Umsetzungsquoten in Abhängigkeit von der Prognosequalität unseres Bewertungsansatzes für die einzelnen Asset-Klassen fest.

Innovative Sicherungskonzeption via Risiko-Overlay

Diese dynamische Allokationssystematik kann optional durch einen Risiko-Overlay abgesichert werden. Dies erweist sich insbesondere dann als notwendig, wenn der Kunde eine feste Wertuntergrenze definiert. Auch im Rahmen unseres Risiko-Overlays beschreiten wir unkonventionelle Wege, die sich in einer innovativen Sicherungskonzeption niederschlagen, welche die Probleme klassischer Wertsicherungsansätze überwindet. Dabei kombinieren wir eine flexibilisierte CPPI-Strategie mit dem Warburg Trendindikator. Während die CPPI-Strategie für die Einhaltung der Wertuntergrenze auf der Ebene des Gesamtportfolios sorgt, steuert der Warburg Trendindikator die taktische Positionierung innerhalb der einzelnen Asset-Klassen.

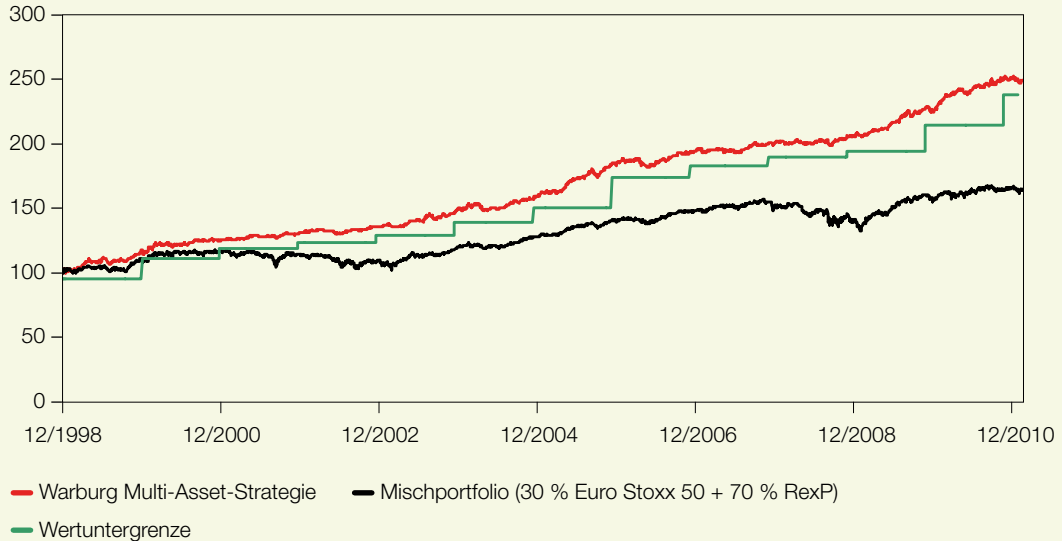
Bei der Ableitung der Sicherungsparameter wird auf realitätsferne Verteilungsannahmen verzichtet. Diese werden vielmehr aus der empirischen Analyse von Worst-Case-Szenarien abgeleitet und sind daher aufgrund der unmittelbaren Berücksichtigung von extremen Renditerealisationen (Fat Tails) mit einem wesentlich höheren Konfidenzniveau als bei klassischen Value-at-Risk-Ansätzen ausgestattet.

Der Warburg Trendindikator hat die Aufgabe, die Trendumkehrpunkte zu identifizieren und dabei frühzeitig Risikokapital aus einzelnen Asset-Klassen abzuziehen oder diesen wieder zuzuführen. Dadurch können aufgelaufene Gewinne bei einsetzendem Abwärtstrend gesichert werden. Ferner wird das Risikokapital nicht proportional aus allen Asset-Klassen abgeschöpft und dadurch der ausgleichende Effekt von Asset-Klassen mit weiterhin intakten Trends genutzt. Die dargestellte Überführung der fundamentalen Bewertungssignale für ein breites Set an Asset-Klassen in eine robuste Allokationsstruktur auf Portfolioebene und deren Veredelung durch die weitere Aufspannung eines „Risikoschirms“ kennzeichnet unsere Multi-Asset-Strategie.

Was kann unsere Multi-Asset-Strategie leisten?

In der Rückrechnung einer spezifischen Portfolioallokation, die mit einem jährlichen Risikokapital von fünf Prozent auskommt, konnten wir über den Zeitraum Januar 1999 bis März 2011 die Rendite im Jahresdurchschnitt nach Kosten gegenüber einem Mischportfolio, bestehend aus 30 Prozent europäischen Aktien (Euro Stoxx 50 TR) und 70 Prozent deutschen Staatsanleihen (RexP), von 4,1 auf 7,7 Prozent erhöhen und dabei die Volatilität von 7,4 auf 4,2 Prozent per anno sowie den maximalen Rückschlag in der Wertentwicklung von -15,7 auf nur -4,8 Prozent reduzieren. Die jährliche Wertuntergrenze von fünf Prozent wurde stets eingehalten.

Wertentwicklung der Warburg Multi-Asset-Strategie im Vergleich



Die hohen Zuflüsse im dreistelligen Millionenbereich im vergangenen Jahr zeigen, dass sich unsere Multi-Asset-Strategie inzwischen im Markt etabliert hat. Mit dieser Strategie bietet Warburg Invest breiten Investorengruppen eine interessante Anlagealternative, um sich in einem Umfeld steigender Marktzinsen durch die Erschließung alternativer Ertragsquellen vor Wertverlusten zu schützen und die geforderten Zielrenditen auch in Zukunft zu erwirtschaften.



WARBURG INVEST



WARBURG - DUO BEST SELECTION - FONDS

*Ein attraktives Renditepotenzial
mit der „Best-of-N“-Strategie*



WARBURG INVEST

Claudia Hunter

Telefon +49 40 3282-5146 · claudia.hunter@warburg-invest.com

Ferdinandstraße 65-67 · 20095 Hamburg

www.warburg-fonds.com

Diversifikation: extrem nützlich, aber nicht statisch

Stefan Gretschel, Senior Portfoliomanager Multi-Asset-Strategien, Ampega Gerling Investment



Seit Harry Markowitz vor fast 60 Jahren wissenschaftlich untersucht hat, wie einzelne Wertpapiere in einem Portfolio zusammenwirken und so dessen Chance-Risiko-Profil bestimmen, ist eindeutig belegt, dass es bei der Konstruktion eines Portfolios sehr sinnvoll ist, sich Gedanken zum Thema Diversifikation zu machen. Wichtigste Erkenntnis dabei sollte sein, dass neben den Rendite- und Risikoeigenschaften der einzelnen Wertpapiere auch deren Zusammenspiel untereinander Auswirkungen auf die Rendite-Risiko-Eigenschaft des Gesamtportfolios hat.

Durch eine sinnvolle Streuung kann die Risikoeigenschaft des Portfolios verbessert werden, ohne auf Renditepotenzial verzichten zu müssen. Entscheidend ist dabei der Grad an Gleichlauf der Wertpapierschwankungen im Zeitverlauf. Die Korrelation zwischen zwei Wertpapieren drückt nun aus, wie ähnlich deren Performance schwankt. Schwankt die Performance im absoluten Gleichklang, liegt der Korrelationskoeffizient bei eins; die Wertpapiere sind vollständig korreliert, und es kann kein Diversifikationsnutzen erzielt werden. Die meisten Wertpapiere sind allerdings nicht vollständig korreliert, so dass man eine erwünschte Risikominderung durch Portfoliodiversifikation erreichen kann.

Da bei Multi-Asset-Fonds Investitionen in sehr unterschiedliche Anlageklassen und -segmente vorgenommen werden können, die sich im Zeitverlauf auch entsprechend unterschiedlich verhalten sollten, hat hier der Diversifikationseffekt eine hohe Bedeutung.

Während die Performance leicht als wertgewichtete Performance der Einzelsegmente errechnet werden kann, ist die Quantifizierung des Gesamtrisikos jedoch nicht mehr so intuitiv abzuschätzen. Grund dafür ist, dass die Korrelationen zwischen den Asset-Klassen einen nichtlinearen Einfluss auf das Ergebnis haben. Mit modernen Computern stellt die Lösung dieser Formeln – und darauf basierend die Berechnung der optimalen Gewichtung für die einzelnen Segmente – aber keine technische Herausforderung mehr dar.

Fortlaufende Anpassung der Inputvariablen

Deutlich problematischer bleibt allerdings weiterhin die Abschätzung der einzelnen Inputvariablen. Diese sind nämlich im Zeitverlauf nicht statisch und müssen daher theoretisch fortlaufend angepasst werden. Hier wird in der Praxis nun gerne darauf verwiesen, dass Renditen zwar stark schwanken, jedoch die Volatilitäten, insbesondere die Korrelationen, hingegen verhältnismäßig stabil seien. Basierend auf diesen Annahmen werden nun unterschiedliche Modelle konstruiert und zur Portfoliosteuerung und Risikobewertung verwendet. Zur Veranschaulichung dieser These werden in der Grafik auf der gegenüberliegenden Seite exemplarisch die Korrelationseigenschaften der drei überschneidungsfreien Asset-Klassen Aktien, Anleihen und Rohstoffe im historischen Zeitverlauf dargestellt.

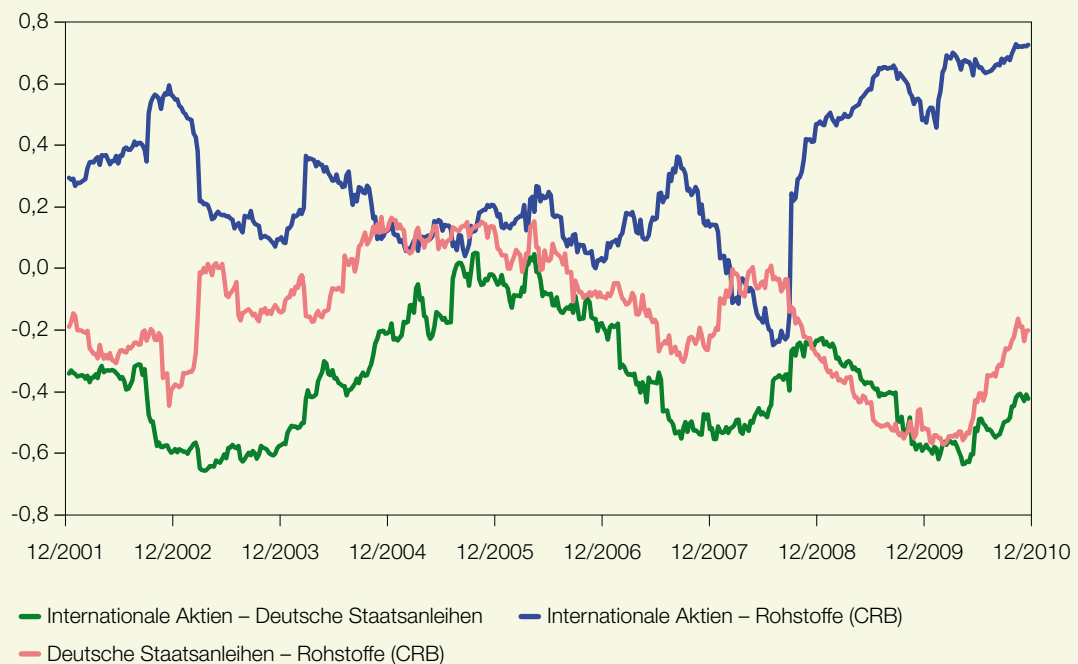
Hier wird zum einen deutlich, dass immer Diversifikationspotenzial für ein Multi-Asset-Portfolio vorhanden war, zum anderen aber auch, dass die Korrelationen im Zeitverlauf alles andere als statisch waren und somit eine genaue Quantifizierung des Diversifikationseffektes ex-ante kaum möglich ist. Zudem neigen Korrelationen dazu,

sich besonders dann zu ändern, wenn man Diversifikation am stärksten benötigt, nämlich im Krisenumfeld. Wenn man sich dies vor Augen hält, mit dem Wissen, dass die Ausprägungen bei Renditen und Volatilitäten noch schwerer zu schätzen sind, sollte man eine gewisse Prognoseunsicherheit bei der Portfoliokonstruktion bewusst einkalkulieren. In diesem Zusammenhang kann man Modelle, die auf weniger Annahmen beruhen, deutlich konservativer einstufen, was deren Robustheit und Stabilität in unterschiedlichen Marktphasen angeht.

Robuste Modelle mit validen Annahmen notwendig

In den zurückliegenden Finanzmarktkrisen und auch bei den jüngsten Vorkommnissen in Japan wurde immer wieder deutlich, dass die Finanzmärkte kurzfristig kaum prognostizierbar sind und nur ein breit diversifiziertes Portfolio einen gewissen Schutz gegen diese Unsicherheit bieten kann. Um diesen Mehrwert der Diversifikation dauerhaft ausschöpfen zu können, sollten allerdings robuste Modelle zur Portfoliokonstruktion eingesetzt werden, die auf validen Annahmen beruhen und neben dem Risiko- auch das Renditepotenzial nicht vernachlässigen. Multi-Asset-Fonds bieten dabei eine gute Möglichkeit, solche breit aufgestellten Basisportfolios systematisch und integriert in einem Produkt umzusetzen.

Korrelationen von Aktien, Anleihen und Rohstoffen im Zeitablauf (rollierend über 52 Wochen)



Fazit: Diversifikation bietet essenziellen Mehrwert für ein Portfolio, kann aber ex-ante schwer exakt quantifiziert und optimiert werden. Ein systematisches Modell mit wenigen validen Annahmen kann in der Umsetzung als konservativeres Instrument besser eingeschätzt und oft erfolgreicher vom Investor eingesetzt werden als ein elaboriertes Modell, das permanent Prognosen mit hoher Schätzgüte benötigt.

Wie sieht ein zukunftsfähiges Multi-Asset-Portfolio aus?

Christian Kempe, Portfoliomanager, Focam AG



Neben den traditionellen Anlagen in Aktien und Renten sollten in einem zukunftsfähigen Multi-Asset-Portfolio neben Rohstoffen, unter Einschluss von Gold, auch Immobilien sowie soweit möglich auch Land- und Forstwirtschaft Berücksichtigung finden. Für den Diversifikationseffekt sind die Korrelationseigenschaften einzelner Anlageklassen untereinander entscheidend. Deshalb wurden ausgewählte Indizes aus den Bereichen Aktien, Renten, Wandelanleihen und Rohstoffe sowie zwei Währungspaare untersucht und deren Korrelationskoeffizienten ermittelt. Die Datenbasis stellen Wochenrenditen im Zeitraum von 2000 bis 8. April 2011 dar.

Ideale Bausteine im Portfoliokontext

Aus Aktiensicht wiesen, wie die Abbildung 1 verdeutlicht, Renten, Rohstoffe, hierbei insbesondere das Edelmetall Gold, sowie die Niedrigzinswährungen Yen und Schweizer Franken (jeweils gegenüber Euro) im Beobachtungszeitraum ab dem Jahr 2000 bis heute negative Korrelationen auf und boten damit gute Diversifikationsbausteine im Portfolio. Der MSCI Deutschland, in der Abbildung die erste Zeile „Aktien D“, hatte die größte negative Korrelation mit deutschen Staatsanleihen (-0,41), globalen Staatsanleihen (-0,32) und dem Schweizer Franken (-0,31). Aber auch der Yen (-0,27), europäische Unternehmensanleihen (-0,17) sowie Gold (-0,03) stellten ideale Bausteine, sprich eine negative Korrelation, im Portfoliokontext dar.

Zwei unterschiedliche Töpfe für das Korrelationsverhalten

In einer Krisensituation gewinnen Anleger den Eindruck, dass plötzlich alle Anlageklassen synchron fallen und die Korrelationen sprunghaft ansteigen. Wie stark ist aber dieser Effekt, und wo sind im Krisenfall die sicheren Häfen? Sämtliche Renditedaten wurden zur Untersuchung dieser Frage konzeptionell in zwei unterschiedliche Töpfe geworfen. Im ersten Topf landen die zugehörigen Renditedaten bei steigenden deutschen Aktien (MSCI Germany-Wochenrendite positiv). Im anderen Topf landen die verbleibenden Renditedaten (MSCI Germany-

Abbildung 1: Korrelationskoeffizienten verschiedener Anlageklassen

	Aktien								Renten				WA	Rohstoffe			Währungen		
	D	Jap	USA	GL	EM	Im	PE	Wald	G gl.	G D	IFL	C	Eur.	CRB	Öl	Gold	JPY	CHF	
Aktien D	1,00	0,56	0,81	0,85	0,72	0,62	0,74	0,83	-0,32	-0,41	-0,21	-0,17	0,70	0,28	0,14	-0,03	-0,27	-0,31	
Jap		1,00	0,54	0,61	0,65	0,53	0,65	0,63	-0,32	-0,30	-0,10	-0,05	0,53	0,29	0,18	0,02	-0,28	-0,24	
USA			1,00	0,89	0,71	0,62	0,75	0,88	-0,36	-0,35	-0,15	-0,11	0,64	0,32	0,17	0,02	-0,31	-0,32	
GL				1,00	0,63	0,65	0,83	0,77	-0,10	-0,40	-0,22	-0,16	0,65	0,21	0,12	-0,14	-0,07	-0,23	
EM					1,00	0,62	0,68	0,83	-0,46	-0,34	-0,12	-0,06	0,65	0,46	0,27	0,22	-0,39	-0,29	
Im						1,00	0,72	0,70	-0,29	-0,29	-0,04	-0,01	0,55	0,33	0,16	0,01	-0,28	-0,22	
PE							1,00	0,78	-0,18	-0,35	-0,12	-0,04	0,63	0,35	0,23	-0,07	-0,15	-0,21	
Wald								1,00	-0,57	-0,40	-0,13	-0,03	0,71	0,49	0,31	0,17	-0,54	-0,31	
Renten G gl.									1,00	0,45	0,22	0,26	-0,27	-0,37	-0,21	-0,25	0,90	0,35	
G D										1,00	0,69	0,75	-0,20	-0,20	-0,14	0,05	0,21	0,24	
IFL											1,00	0,67	0,02	0,01	0,01	0,08	0,05	0,10	
C												1,00	0,09	-0,03	-0,06	0,00	0,05	0,13	
Wandel Eur.													1,00	0,28	0,16	0,09	-0,25	-0,27	
Rohst. CRB														1,00	0,81	0,38	-0,29	-0,11	
Öl															1,00	0,25	-0,16	-0,07	
Gold																1,00	-0,19	0,03	
Whrg. JPY																	1,00	0,36	
CHF																		1,00	

Datenbasis: Bloomberg; Basis sind Wochendaten im Zeitraum 2000 bis 8. April 2011

Legende/Kürzel:

D = Aktien Deutschland, MSCI Deutschland, Euro; Jap = Aktien Japan, MSCI Japan, Yen; USA = Aktien 93 Prozent USA und 7 Prozent Kanada, MSCI North America, US-Dollar; GL = Aktien Global, MSCI World, Euro; EM = Aktien Emerging Markets, MSCI Emerging Markets, US-Dollar; Im = Immobilienaktien Europa, EPRA Total Return, Euro; PE = Aktien Listed Private Equity, LPX Major Market Total Return, Euro; Wald = S&P Global Timber & Forestry (ab Dez. 2003), US-Dollar; G. gl. = Renten Staatsanl. Global, EFFAS Global Market, Euro; G D = Renten Staatsanleihen Deutschland, EFFAS Deutschland, Euro; IFL = Renten inflationsgeschützt, Barclays Euro Government Inflation-Linked Bond, Euro; WA = Wan-

Wochenrendite negativ). Es werden somit in Abhängigkeit von der Aktienmarktentwicklung zwei Korrelationskoeffizienten ermittelt, wobei als Referenzpunkt deutsche Aktien dienen. In der unten stehenden Abbildung 2 ist die Differenz der nach dieser Systematik berechneten Korrelationskoeffizienten dargestellt. Ein positives Delta des Korrelationskoeffizienten (in der Abbildung grün) bedeutet, dass bei negativen Aktienrenditen der Gleichlauf in der Wertentwicklung in unerwünschter Weise und wie erwartet zunimmt, das heißt, dass weniger Schutz im negativen Marktumfeld besteht.

Schutz durch Staatsanleihen, Yen und Schweizer Franken

Es lässt sich erkennen, dass in der Historie Staatsanleihen und die beiden Fremdwährungen Yen und Schweizer Franken ihre Schutzwirkung im Krisenfall steigern konnten oder, anders ausgedrückt, die ohnehin negative Korrelation zu Aktien nahm im fallenden Aktienmarkt weiter ab. Kam es in den vergangenen Jahren zu einem deutlichen Aktienrückgang, ging dies häufig mit einem Zurückfahren kreditfinanzierter Investments (Carry Trades) einher. Als Kreditwährung dienten zum Beispiel die Niedrigzinswährungen Yen und Schweizer Franken. Wenn Carry Trades aufgelöst werden, führt das zu einem Anstieg dieser beiden Währungen. Der Effekt ließ sich zum Beispiel im Krisenjahr 2008 ausnutzen. Wer hier Fremdwährungsanleihen auf den Yen und Schweizer Franken mit bester Bonität erwarb, erhöhte damit die Stabilität seines Portfolios.

Staatsanleihen mit Top-Bonitäten als sicherer Hafen

Aber auch eine Goldanlage bot sich als wenig oder gar unkorreliertes Investment in einem Multi-Asset-Konzept an. Für Gold spricht aus heutiger Sicht die zunehmende Wahrnehmung des Edelmetalls als Alternativwährung. Den ultimativen Sicherungshafen in schwierigen Aktienmarktphasen stellten bisher Staatsanleihen dar. Dies könnte sich zukünftig auf einige Top-Bonitäten beschränken.

Als Fazit bleibt: Die Streuung über mehrere Anlageklassen erscheint unumgänglich, wenn der Wunsch vorliegt, Portfolios mit geringeren Risiken zu konstruieren und sie mit einem relativen Sicherheitsnetz durch widrige Marktverhältnisse zu steuern.

Abbildung 2: Veränderung der Korrelationskoeffizienten in einem Abwärtsmarkt

	Aktien							Renten				WA	Rohstoffe			Währungen			
	D	Jap	USA	GL	EM	Im	PE	Wald	G gl.	G D	IFL	C	Eur.	CRB	Öl	Gold	JPY	CHF	
Aktien	D	1,00	0,22	-0,02	-0,01	0,19	0,14	0,18	0,14	-0,12	-0,06	0,26	0,16	0,06	0,27	0,18	0,06	-0,12	0,02
	Jap		1,00	0,22	0,14	0,12	0,26	0,19	0,30	-0,16	-0,09	0,13	0,08	0,21	0,27	0,18	0,00	-0,18	-0,20
	USA			1,00	0,05	0,04	0,11	0,16	0,11	-0,06	-0,09	0,19	0,08	0,06	0,18	0,14	-0,09	-0,07	-0,05
	GL				1,00	0,11	0,05	0,13	0,11	-0,10	-0,02	0,24	0,13	0,10	0,24	0,14	0,01	-0,09	-0,01
	EM					1,00	0,15	0,21	0,08	-0,02	0,00	0,16	0,18	0,22	0,10	0,04	-0,12	-0,06	-0,14
	Im						1,00	0,22	0,15	-0,25	-0,03	0,19	0,13	0,21	0,24	0,16	0,02	-0,27	-0,14
	PE							1,00	0,15	-0,14	-0,05	0,28	0,03	0,17	0,21	0,06	0,03	-0,12	-0,01
	Wald								1,00	-0,19	-0,02	0,27	0,12	0,06	0,22	0,21	-0,07	-0,19	-0,10
Renten	G gl.									1,00	-0,03	-0,10	-0,16	-0,16	-0,18	-0,23	-0,04	0,05	0,01
	G D										1,00	0,02	-0,08	-0,09	-0,18	-0,14	-0,08	0,05	-0,12
	IFL											1,00	0,02	0,20	-0,03	-0,07	-0,18	-0,10	-0,19
	C												1,00	0,16	-0,04	-0,13	-0,21	-0,07	-0,24
Wandel	Eur.													1,00	0,15	0,02	-0,11	-0,16	-0,17
Rohst.	CRB														1,00	-0,03	-0,11	-0,17	-0,13
	Öl															1,00	0,01	-0,22	-0,02
	Gold																1,00	-0,03	-0,10
Whrg.	JPY																	1,00	0,04
	CHF																		1,00

Datenbasis: Bloomberg; Basis sind Wochendaten im Zeitraum 2000 bis 8. April 2011

delanleihen Europa, Exane Eurozone Convertible Bond, Euro; C = Unternehmensanleihen Eurozone, BarCap EuroAgg Corporate TR Index, Euro; CRB = Rohstoffe, CRB Index, US-Dollar; Öl = Rohstoffe, Rohöl WTI Crude, US-Dollar; Gold = Rohstoffe, Gold, US-Dollar; JPY = Währungen, Yen/Euro; CHF = Währungen, Schweizer Franken/Euro.

Multi-Asset-Strategien im heutigen Marktumfeld

Dieter Merz, Leiter Asset Management, Quirin Bank



Die großen Universitätsstiftungen von Yale und Harvard haben über viele Jahre hinweg erfolgreich bewiesen, dass man mit einem Multi-Asset-Ansatz konstante und hohe Renditen erwirtschaften kann. Das schwierige Börsenjahr 2008 hat diesen Nimbus ins Wanken gebracht, da man sich plötzlich mit Einbußen in Höhe von knapp 25 Prozent konfrontiert sah. Was war geschehen? Die besagten Stiftungen hatten zwar Multi-Asset-Portfolios aufgebaut, jedoch im Zusammenhang mit den getätigten Investments in illiquide Anlagen oder in begrenzt liquidierbare und weniger transparente Anlagen unterschätzt, dass unter extremen Marktbedingungen mangelnde Liquidierbarkeit und Transparenz mit Abschlägen in bisher nie da gewesener Größenordnung bestraft wurden.

Ist nun der Multi-Asset-Ansatz obsolet? Sicher nicht, jedoch muss man einige Spielregeln beachten: Der Grundgedanke des modernen Multi-Asset-Ansatzes liegt in der richtigen Ausbalancierung der unterschiedlichen Investmentkategorien. Hierbei sollten sich die jeweils ausgewählten Asset-Klassen möglichst unabhängig voneinander entwickeln. Wichtige Argumente für den Multi-Asset-Ansatz sind die Diversifikations- sowie Dekorrelationseffekte und in der Folge das Erreichen eines ausgewogeneren Chance-Risiko-Verhältnisses als bei traditionellen Aktien-Renten-Portfolios. Diese Effekte haben im längerfristigen Betrachtungszeitraum nichts von ihrer Aktualität eingebüßt. In Stressphasen an den Kapitalmärkten weisen jedoch die meisten Anlageklassen eine deutlich höhere Korrelation als in „normalen Zeiten“ auf.

In solchen Krisenzeiten fungieren erstklassige Staatsanleihen noch als guter Risikopuffer. Aufgrund des sehr niedrigen Zinsniveaus der vergangenen Jahre sind jedoch viele Rentenanleger auf Unternehmensanleihen ausgewichen, da man dort einen spürbaren Renditeaufschlag erhielt. Hinzu kommen die gegenwärtigen Diskussionen über die Sicherheit von Staatsanleihen westlicher Industrieländer. Viele Investoren verkennen jedoch, dass auch Unternehmensanleihen in Stresszeiten Abschläge hinnehmen müssen und sich die Korrelation zu den Aktienmärkten erhöht. Diese Effekte schlagen dann sehr unangenehm auf die Portfolioentwicklung zu Buche.

Eine derzeit schwer investierbare Anlageklasse stellt das Immobiliensegment dar. Die meisten „offenen“ Immobilienfonds sind de facto geschlossen. Direktanlagen sind im Portfoliokontext nicht investierbar, da wir über das Management von liquiden und liquidierbaren Anlagen für Privatkunden oder Stiftungen sprechen. Bei sehr großen Vermögen können strategisch auch illiquide oder lediglich schwer liquidierbare Investitionen als Portfolioergänzung mit hinzugenommen werden. Zwar verliert der Multi-Asset-Ansatz bei einer Vernachlässigung des Immobiliensektors einen wichtigen stabilisierenden Anker, allerdings kann die Anlageklasse in der gegenwärtigen Situation nur sehr eingeschränkt besetzt werden.

Unter dem Strich gehören starre Multi-Asset-Strukturen der Vergangenheit an. Es ist erforderlich, dass auch Multi-Asset-Portfolios aktiv gemanagt werden. Ferner ist es notwendig, ein möglichst klares Bild des Marktumfeldes zu zeichnen. Entsprechend sollte dann auf die jeweiligen Szenarien reagiert werden. Aktive Manager sollten dann auch entsprechende Akzentuierungen im Portfolio vornehmen. Neben der Notwendigkeit eines aktiven Managements bedarf es eines strikten Risiko-Controllings. So müssen die sogenannten Drawdowns genau beobachtet und ein strenges Controlling der Portfolios sowie der Einzelvehikel vorgenommen werden.

Herausgeber:

portfolio Verlagsgesellschaft mbH
Kleine Hochstraße 9–11
60313 Frankfurt am Main

Diese Sonderpublikation ist eine Verlagsbeilage
der portfolio Verlagsgesellschaft mbH
mit freundlicher Unterstützung von
Jupiter Asset Management Limited
LGT Capital Management AG
Warburg Invest Kapitalanlagegesellschaft mbH

Ansprechpartner:

Julia Dingerling
Tel.: +49 (0)69 8570 8119
j.dingerling@portfolio-verlag.com

Druck:

Druckhaus Main-Echo GmbH & Co. KG
Weichertstraße 20, 63741 Aschaffenburg

Fotos:

Alex Habermehl

Autoren:

Dr. Ralf Budinsky, Prof. Dietmar Franzen, Miles Geldard, Stefan Gretschel, Christian Kempe,
Dieter Merz, Marcel Schnyder

ISSN 1613-6772

© Copyright: portfolio Verlagsgesellschaft mbH. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck in jeglicher Form, auch Fotokopien, nur nach vorheriger, schriftlicher Genehmigung des Verlages. Den Artikeln, Empfehlungen und Grafiken liegen Informationen zugrunde, die die Redaktion für verlässlich hält. Eine Garantie für die Richtigkeit können Redaktion und Verlag allerdings nicht übernehmen.

Rechtliche Hinweise:

Alle veröffentlichten Angaben dienen ausschließlich Ihrer Information und stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit kann nicht übernommen werden. Wir empfehlen Ihnen vor Erwerb ein eingehendes Beratungsgespräch mit Ihrem Anlageberater. Alle Angaben und Einschätzungen sind indikativ und können sich jederzeit ändern. Bei dieser Information handelt es sich nicht um eine Finanzanalyse nach aufsichtsrechtlichen Bestimmungen, sondern um eine Werbemitteilung, die nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen genügt und nicht einem Verbot des Handels vor Veröffentlichung von Finanzanalysen unterliegt.

*Die nächste Ausgabe***ROHSTOFFE – Komplexer Weg zu substanzieller Rendite?**

erscheint mit portfolio international am 14. Juni 2011

und mit portfolio institutionell am 17. Juni 2011



portfolioverlag ■