

Absolute-Return-Strategien

ERFOLGSFAKTOREN

BEI DER UMSETZUNG IN

DER KAPITALANLAGE

MAI 2012 PORTFOLIO PLATTFORM



In Zeiten niedrigster Zinsen und höchst volatiler Märkte führt für Investoren kein Weg an Absolute Return vorbei. Lesen Sie, was es bei der Auswahl der richtigen Manager, Strategien und Vehikel zu beachten gilt.





Kay-Peter Tömmes
Geschäftsführer,
Antecedo Asset Management

Michael Montag
Managing Director,
Aquila Capital



Moderation
Frank Umlauf
Geschäftsführer,
Tajdo Consulting



Rolf Dreiseidler

*Leiter Institutional Clients Germany,
Man Investments*

Dajana Brodmann

*Abteilungsleiterin Alternative Investments & Aktien,
Versorgungswerk der Wirtschaftsprüfer und der
vereidigten Buchprüfer im Lande NRW*

Christian Kempe

*Portfoliomanager,
Focam AG*



Absolute Return ist das Thema unseres heutigen Roundtables. Lassen Sie uns gleich in medias res gehen. Was bedeutet Absolute Return für Sie, Frau Brodmann?

Brodmann: „Absolute Return“ an sich ist für mich lediglich ein Kunstwort, ein neues Etikett der Asset-Management-Industrie. Im Grunde zähle ich darunter alles, was nicht gegen eine Benchmark, einen Index, gemessen werden kann und damit ein relativer Vergleich nicht angemessen ist. Alle illiquiden Themen, wie beispielsweise Private Equity, Infrastruktur, Wald und erneuerbare Energien, subsumiere ich unter die Absolute-Return-Betrachtung. Aber auch alles, was unter Hedgefondsstrategien am Markt zu finden ist. Allein aus der Bezeichnung „Absolute Return“ leite ich aber nicht automatisch ein positives Ergebnis ab. Grundsätzlich erwarte ich, dass der Manager in der Lage ist, das Downside-Risiko der Strategie zu managen, und dass er die Ergebnisse erzielt, die er dem Investor zuvor in seinen wunderschönen Hochglanzbroschüren verspricht.

Irgendwann erwarten Sie aber schon einen positiven Return, oder?

Brodmann: Selbstverständlich, denn bei genauerer Betrachtung verfolgen wir als institutioneller Investor eine Absolute-Return-Strategie mit einem fest definierten, jährlichen, positiven Renditeziel – dem Rechnungszins.

Dreiseidler: Sachlich betrachtet ergibt sich aus dem Begriff „Absolute Return“ kein Versprechen von stetig positiven Renditen. Absolute Return steht im Gegensatz zu Relative Return. Der wesentliche Unterschied zwischen beiden Konzepten liegt im Risikomanagement. So ist die risikolose Position eines Relative-Return-Managers seine Benchmark. Dieses passive Risikomanagement führt dazu, dass der Investor in schwierigen Kapitalmarktphasen vollständig dem Risiko der Benchmark ausgesetzt ist. Der Manager hat demnach kein Mandat, das Kapital seines Investors zu schützen. Dies ist bei Absolute Return grundsätzlich anders. Die risikolose Position des Managers ist hier Cash, er betreibt damit ein aktives Risikomanagement und hat durchaus den Auftrag, das Kapital des Investors in schwierigen Marktphasen bestmöglich zu schützen. Das ist nicht gleichbedeutend mit einem Versprechen stetig positiver Renditen. Aus meiner Sicht ist das eine wichtige Differenzierung.

„Das Versprechen bei Absolute Return heißt, dass irgendwann in einem bestimmten Zeitraum – es muss nicht ein oder zwei Monate sein – eine positive Rendite herauskommt.“

Kay-Peter Tönnnes, Antecedo Asset Management

Tönnnes: Ich würde vielleicht ein bisschen weiter gehen, weil die Differenzierung, wie wir sie jetzt haben, zwischen Benchmark und nicht Benchmark, werden wir bei der Masse der Kunden garantiert so nicht wiederfinden. Denn ein gewisses Versprechen ist bei Absolute Return schon gegeben.

Dreiseidler: Wenn wir weiter über Versprechen diskutieren wollen, dann sollten wir es aber konsequenterweise auch bei Relative Return tun.

Tönnnes: Ja, aber der Manager verspricht, er schlägt die Benchmark. Nur, das Versprechen bei Absolute Return heißt, dass irgendwann in einem absehbaren Zeitraum – es muss nicht ein oder zwei Monate sein – eine positive Rendite herauskommt. Man sollte aus meiner Sicht Absolute Return nicht einfach nur mit niedriger Volatilität verwechseln, es sollte zumindest in einem Zwei- oder Dreijahresfenster mit einer hohen Wahrscheinlichkeit

gewährleistet sein, dass auch ein absolut positiver Ertrag herauskommt. Da will ich die Trennlinie zu den Hedgefonds ziehen, wo die Strategien benchmarkfrei umgesetzt werden und, wenn es wirklich schiefgeht, auch über einen längeren Zeitraum ein negativer Ertrag steht. Eine gewisse Dominanz des Risikomanagements sollte im Absolute-Return-Bereich immer noch gegeben werden. Es muss nicht Low Volatility heißen, aber dass nach einer annehmbaren Zeit ein positiver Ertrag stehen muss, das ist eine Grundvoraussetzung. Sonst ist es wirklich nur ein Modewort.

Dann bräuchten wir bei Aktien nur zwölf Jahre warten und haben auch einen absoluten Ertrag. Das Gleiche gilt für Private Equity oder andere längerfristige Themen.

Brodmann: Was wir bei der ganzen Diskussion über Absolute Return nicht vergessen dürfen und was ich hier heute betonen möchte, ist, dass die bei Absolute-Return-Strategien eingesetzten Instrumente auch nur Aktien, Anleihen, Derivate oder Cash sind. Absolute Return wird mittlerweile in ALM-Studien als eigene Asset-Klasse simuliert, was ich persönlich sehr kritisch hinterfrage, weil wir auf das zugrundeliegende Instrument schauen und dann die jeweilige Strategie, die Investitionsstile, betrachten müssen, die der Asset Manager anwendet. Hier wäre es zielführender, wenn zum Beispiel eine Unterscheidung vorgenommen wird in aktienbasierte, anleihenbasierte und Multi-Asset-basierte Absolute-Return-Strategien.

Das heißt, in Ihrer Asset Allocation haben Sie keinen eigenständigen Absolute-Return-Block? Wenn Sie einen Long-Short-Equity-Manager haben, haben Sie den in Ihrem Aktiensegment?

Brodmann: Wir haben einen eigenständigen Block für Absolute-Return-Strategien in unserer Asset Allocation. Dennoch zählen aktienbasierte Absolute-Return-Strategien neben den klassischen Long-only Aktieninvestments für mich gedanklich zum Aktienportfolio, ebenso Investments in Private Equity. Die Anlageverordnung sieht es anders. Sie subsummiert diese Strategien oftmals unter der Hedgefonds- beziehungsweise der Private Equity-Quote.



Herr Kempe, bei Family Offices gibt es nur noch Absolute Return, oder?

Kempe: Ja, wir haben natürlich eine Kundenklientel, die sehr stark auf Kapitalerhalt schaut und das von uns erwartet. Das Ertragsziel lautet beispielsweise Inflation plus x oder Geldmarkt plus x. Ob wir es immer erreichen, ist eine andere Frage. Für mich wäre Absolute Return relativ simpel zu definieren: Man hat als Ziel, einen positiven Ertrag über einen Zeitraum von zwei bis drei Jahren zu erwirtschaften. Auf Zwölfmonatsbasis lässt sich ein absoluter Ertrag aber nicht garantieren. Und ich sehe das ähnlich wie Herr Tönnies: Man sollte bei Absolute Return ganz klar sagen, dass der Fokus auf dem Risikomanagement liegt. Die Wegstrecke zwischen einem relativen Kursgipfel zu einem nächsten relativen Tal sollte zeitlich kurz als auch vom Ausmaß gering ausfallen.

Herr Montag, letztes Jahr habe ich in Bezug auf Ihr Risk-Parity-Produkt gesagt, das sei kein Absolute Return. Was sagen Sie?

Montag: Bisher ist das Produkt diesem Anspruch durchaus gerecht geworden. Wir waren 2008 und 2011 positiv und sind auch seit Jahresanfang positiv. Das Produkt basiert auf risikoparitätischer Allokation von vier Asset-Klassen, welche nicht oder nur sehr gering miteinander korrelieren und zudem eine Risikoprämie bieten. Zentraler Bestandteil des Produktes ist das Risikomanagement, über das die Volatilität gemäß den spezifischen Vorgaben gesteuert wird.

Aber wenn die Risikoprämien einmal nicht mehr da sein sollten und Aktien weiterhin Probleme sowie Renten einen Zinsanstieg haben, dann wird es problematisch.

Montag: Dann wird es sicherlich problematisch. Wenn zwei von vier Zugpferden ausfallen, dann wird das Produkt wahrscheinlich Probleme bekommen. Dann kommen einfach die Grenzen des Produktes zum Tragen. Es ist ein Long-only-Produkt.

Sie haben auch einen klassischen CTA im Programm. Wie würden Sie die beiden Strategien voneinander abgrenzen?

Montag: Wir sehen, dass die Kunden durchaus beide Produkte in den Bereich Absolute Return einschließen. Der Unterschied ist einfach der, dass der Spectrum Fund als CTA Short-Positionen eingeht, was die Risk-Parity-Strategie nicht kann. Darin unterscheiden sich beide zentral.

Herr Dreiseidler, Ihr Haus ist auf der engeren Definition von Absolute Return unterwegs. Früher hat man es Hedgefondsstrategien genannt. Nennen Sie das immer noch so?

Dreiseidler: Vor nicht allzu langer Zeit haben viele Investoren bei dem Begriff „Hedgefonds“ schon abgewunken, ohne sich mit den Inhalten auseinandergesetzt zu haben. Ein enormer Vorteil der Ucits-Richtlinien ist, dass sich der Fokus der Diskussionen mit institutionellen Investoren grundlegend gewandelt hat. Es geht jetzt um den Kern einer Strategie, deren Risiken und Nutzen. Auf Basis solcher Analysen wird die Entscheidung getroffen, ob sich aus dem Profil einer solchen Strategie ein potenzieller Mehrwert für den Investor ergibt oder nicht. Diese Entemotionalisierung und Versachlichung ist eine sehr erfreuliche Entwicklung.

Wenn wir mit Investoren über Absolute Return sprechen, kommt häufig die Kritik: keine Transparenz. Werden Sie damit auch konfrontiert?



Michael Montag



S&P
CAPITAL IQ

Gold
FUND GRADING

Die AC Risk Parity Funds*

Diversifizieren – aber richtig!

The Alternative Investment Company

Die traditionelle Form der Diversifikation steht zunehmend auf dem Prüfstand. Stattdessen rücken anspruchsvollere Strategien in den Vordergrund – wie das Risk-Parity-Konzept. Es gehört zu den wenigen Anlagestrategien, die auch in den vergangenen Krisenjahren jährlich positive Erträge generiert haben.

Das Konzept der Risikoparität ist dabei vom Grundsatz her kein Anlageprozess, sondern eine Portfoliokonstruktionsmethode. Die Strategie folgt dem Grundgedanken, dass in einem diversifizierten Portfolio nicht die prozentuale Gewichtung, sondern der prozentuale Risikobeitrag der Anlageklassen entscheidend ist. Die AC Risk Parity Funds investieren dazu in alle liquiden, unkorrelierten Assetklassen, die eine Risikoprämie bieten: Aktien, Anleihen, Rohstoffe und kurzlaufende Zinsen. Das Risikomanagement-System FundCreator® sorgt zusätzlich für eine tägliche Risikooptimierung.

* vollständige Namen laut Verkaufsprospekt: AC – Risk Parity 7 Fund bzw. AC – Risk Parity 12 Fund

Risikohinweis: Diese Anzeige dient ausschließlich der Information. Für die dargestellten Informationen wird keine Gewähr übernommen. Diese Anzeige ist kein Verkaufsprospekt und enthält kein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf. In die Zukunft gerichtete Voraussagen und Angaben basieren auf Annahmen und enthalten daher Risiken und Unsicherheiten. Erträge aus der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Erträge. Neben den genannten Chancen bestehen Wechselkurs-, Länder-, Emittenten-, Kontrahenten- und Ausfallrisiken. Es werden derivative Finanzinstrumente eingesetzt. Der Anteilswert kann jederzeit unter den Kaufpreis fallen, zu dem der Kunde den Anteil erworben hat.

Aquila Capital

Tel.: +49 (0)40 87 50 50-199

Fax: +49 (0)40 87 50 50-179

info@aquila-capital.de

www.aquila-capital.de

AC Risk Parity 7 Fund – EUR A

WKN: A0M2SJ

ISIN: LU0326194015

AC Risk Parity 12 Fund – EUR A

WKN: A0Q578

ISIN: LU0374107992



Kay-Peter Tömmes

Dreiseidler: Damit werden wir noch immer konfrontiert. Die Industrie hat allerdings gelernt, dass Transparenz ein notwendiges Kriterium für die Investoren ist. Beispielsweise erhalten unsere Investoren auf Wunsch vollständige Positionstransparenz. Je nach Fonds sprechen wir hier unter Umständen über mehrere tausend Positionen, die ohne entsprechende Expertise nur schwer interpretierbar sind. Mittels sophistizierter Risiko-Reports überführen wir die Positionstransparenz in aussagekräftige Risikotransparenz für unsere Investoren. Neuerdings haben Investoren unserer Managed Accounts sogar die Möglichkeit, sich über einen Online-Zugang direkten Zugang zu den Daten zu verschaffen und mittels eines eigens entwickelten Analysetools detaillierte Auswertungen, wie Exposure-, Performance- oder Stressauswertungen, zu erstellen. Das Thema Intransparenz ist für mich damit eindeutig ein Thema der Vergangenheit.

Montag: Ich glaube schon, dass es ein Thema für die Investoren ist. Aber ich glaube auch, dass es von der Anbieterseite wesentlich proaktiver angegangen wird als in der Vergangenheit. Vor drei, vier Jahren haben Hedgefonds immer noch versucht, eine gewisse Aura aufzubauen und keinerlei Transparenzangaben gemacht. Sie haben noch nicht einmal versuchsweise Positionen offengelegt, aus welchen Gründen auch immer.

Waren die Strategien vielleicht zu einfach und die Gebühren zu hoch dafür?

Montag: Das lässt sich so nicht verallgemeinern. Allerdings kennen wir die Analysen von Professor Harry M. Kat, der versucht hat, diverse Hedgefondsstrategien nachzubilden. Dabei hat er festgestellt, dass einige Hedgefondsstrategien simple Optionen sind, die man mit wenigen Positionen darstellen kann. Solche Strategien sind mit Gebühren in Höhe von zwei plus 20 überbezahlt.

Dreiseidler: Wobei man hier fairerweise hinzufügen muss, dass viele der sogenannten Hedgefondsreplikatoren auf dem Papier erfolgreicher waren, als sie es in der Praxis sind. Aber grundsätzlich ist die Situation für mich vergleichbar mit der Relative-Return-Industrie. Auch da gibt es Manager, die im Endeffekt ihr Geld nicht wert sind. Die große Herausforderung bei der Geldanlage ist es eben, aus der Angebotsmasse diejenigen zu identifizieren, die wirklich nachhaltig Mehrwert liefern.

Wie steht es mit Ihren Anforderungen an Transparenz bei solchen Strategien?

Brodmann: Transparenz ist wichtig, aber sie muss auch interpretierbar sein. Wenn ich zum Beispiel ein Reporting bekomme mit 30.000 Positionen, stellt sich natürlich für mich die Frage: Was soll ich damit anfangen? Da macht es Sinn, auf aggregierte Exposures zu schauen. Aber es gibt auch Strategien, die nur zehn Positionen beinhalten, da möchte ich natürlich alle Positionen sehen, weil wir diese Informationen im Risikomanagement bei uns benötigen, um unser Portfolio zu steuern.

Dann haben wir noch das zweite Totschlagargument: Derivate.

Dreiseidler: Für mich ist dieses Argument nicht nachvollziehbar. Wenn ich mir die Long-only-Industrie anschau, ist dort alles voll mit Derivaten. Konsequenterweise müsste ich diesen „Vorwurf“ im Grunde der ganzen Asset-Management-Industrie machen und nicht nur dem Absolute-Return-Bereich. Zudem, wenn ich zurückschauen auf das Jahr 2008: Futures waren beispielsweise eines der wenigen Marktsegmente, die in der Krise funktioniert haben und jederzeit liquide waren.

Kempe: Derivate sind für mich mehr oder weniger wie das Skalpell eines Chirurgen. Das Messer in der Hand eines Chirurgen ist sinnvoll, er kann damit Leben retten. Ein Messer in der Hand eines Kriminellen kann dagegen gefährlich sein. Am Ende des Tages sind Derivate für mich kein Teufelszeug. Sie stellen vielmehr nützliche Werkzeuge dar. Mit Optionen können verschiedenste Chance-Risiko-Profile aufgebaut werden. So kann davon profitiert werden, wenn eine Aktie oder ein anderes Underlying fällt, seitwärts läuft oder steigt. Insofern sind für mich Derivate heutzutage fast notwendig, um in schwierigen Märkten wie jetzt einigermaßen durchzunavigieren.

Fragen wir einen der Chirurgen, der Derivate einsetzt in seinen Strategien.

Tönnies: Das Derivat ist ein Instrument wie jedes andere auch. Worum es dabei wirklich geht, ist, andere Profile erschaffen zu können. Wir leben in einer Zeit, die nicht mehr ist wie in den 90er Jahren, wo die Aktien einfach gelaufen sind und die Renten sieben Prozent Zinsen abgeworfen haben. Diese Zeiten sind vorbei. Wir müssen andere Rendite-Risiko-Profile erschaffen.

„Wir nutzen überwiegend börsengehandelte Derivate, weil wir deren hohe Liquidität schätzen.“

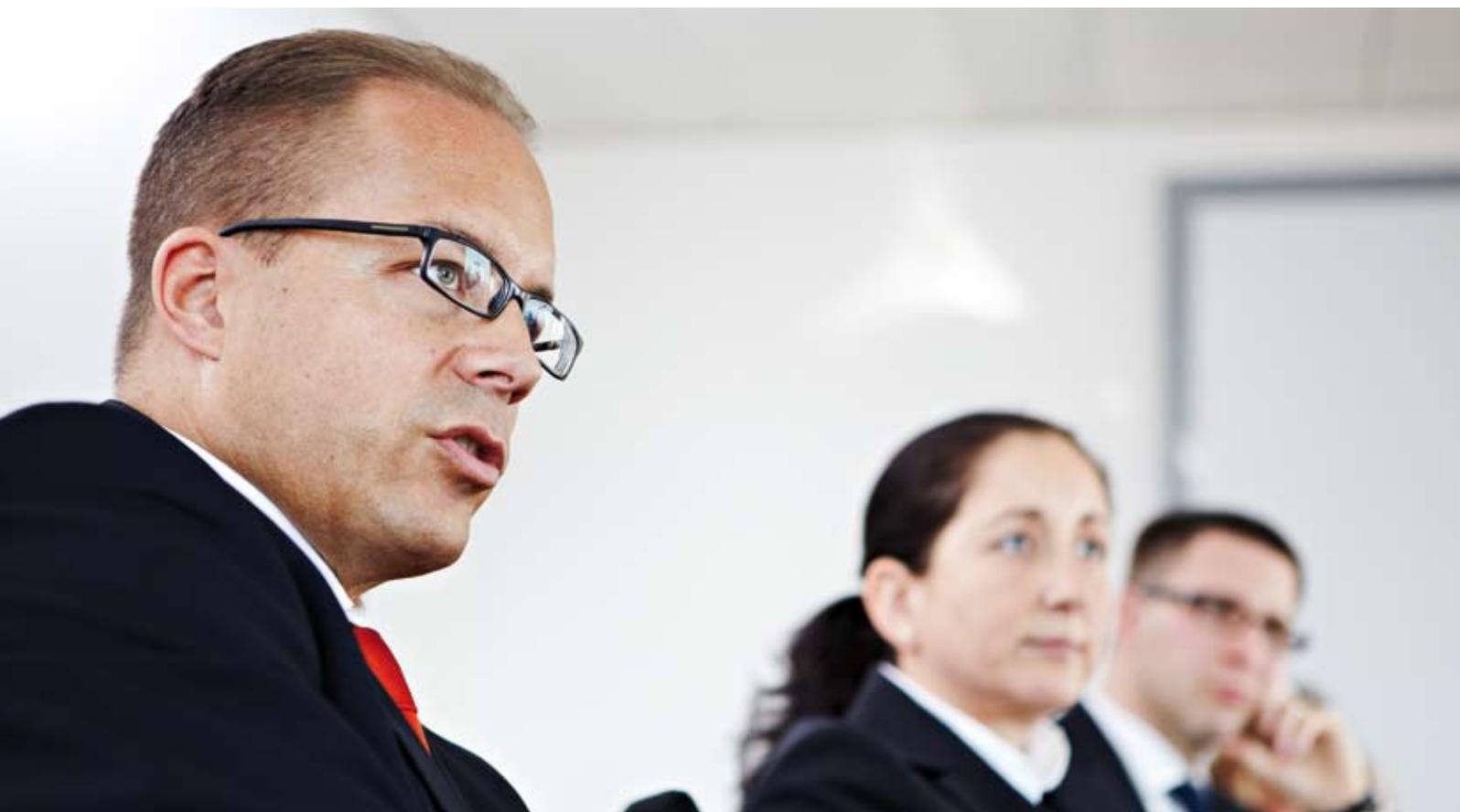
Michael Montag, Aquila Capital

Woher, glauben Sie, kommt die Aversion gegenüber Derivaten?

Tönnies: Das einzelne Derivat, Call oder Put ist immer relativ riskant. Denn für das einzelne Derivat ist ein Totalverlust um 100 Prozent der Wertentwicklung immer möglich. Einfach nur Derivate einsetzen, funktioniert nicht. Da sind wir bei der Aussage von Buffet: Das sind Massenvernichtungswaffen. Instrumente, die so einen Hebel entwickeln können, müssen in einem vernünftigen Risikomanagement eingebunden sein. Und natürlich wurden sehr häufig mit Derivaten Hebel erzeugt, die man nachher nicht beherrscht hat. Das hat dazu geführt, dass gerade diese Entwicklungen in Verruf gekommen sind.

Unterscheiden Sie zwischen gelisteten Derivaten und OTC-Derivaten?

Tönnies: Ja, ganz klar. Wir machen grundsätzlich niemals OTC-Derivate. Ich bin der Meinung, ein Instrument, das solche Hebel und Wirkung entfaltet, braucht die höchstmögliche Transparenz und die höchstmögliche





Christian Kempe



Kolff Dreiseidler

Sicherheit im Clearing. Ich bin selbst ein gebranntes Kind, ich habe es erlebt damals nach dem 11. September, als ich mit OTC-Derivaten hängengelassen wurde und wochenlang keinen Preis bekam. Ich bin der Meinung, diese Instrumente

gehören an eine gelistete Börse und dürfen nicht im Hinterzimmer gehandelt werden.

Montag: Da bin ich voll und ganz bei Ihnen. Wir nutzen überwiegend börsengehandelte Derivate, weil wir deren hohe Liquidität schätzen. Bei Swaps versuchen wir, das Counterparty-Risiko komplett auszuschalten.

Bei einigen Strategien, Herr Dreiseidler, kommen Sie nicht umhin, OTC-Derivate einzusetzen für die Short-Seite.

Dreiseidler: Ja, und ich teile die Einschätzung gegenüber OTC-Derivaten auch nur eingeschränkt. Es ist immer die Frage, welche Ressourcen und prozessuale Infrastruktur ein Anbieter im Hintergrund hat, um die Gegenparteien zu kontrollieren und gegebenenfalls die Position und Gegenparteien zeitnah auszutauschen. Auch durch verschiedene weitere Maßnahmen lassen sich die Risiken auf ein Minimum reduzieren.

Brodmann: Solange der Manager damit umgehen kann, haben wir kein Problem mit OTC-Derivaten.

Nehmen wir mal den Worst Case an: Wir haben einen Ucits-Fond, der Short-Position über Swaps hat, und eine große Investmentbank steht dagegen, die auszufallen droht. Was jetzt?

Dreiseidler: Bevor sie einen solchen Swap mit der einen Bank eingegangen sind, brauchen Sie als Anbieter eigentlich schon Verträge mit ein oder zwei anderen Banken, die in einem solchen Fall einspringen können. Nur so können Sie im Krisenfall ausreichend schnell reagieren. Zudem ist darauf zu achten, dass die Besicherung der Swaps entsprechend hochwertig und im Falle eines Konkurses segregiert ist.

Was im schlimmsten Fall ein bisschen dauern kann, siehe Lehman ...

Montag: Lehman war eine Sondersituation, würde ich sagen, in der zumindest teilweise keine klare Trennung zwischen Custodian, Prime Broker und Fonds stattgefunden hat. Es hat eine Vermischung zwischen eigenen Vermögensgegenständen und Kundenvermögen stattgefunden, das war natürlich eine Katastrophe.

Würden Sie sagen, dass der Ucits-Rahmen gegenüber Offshore-Vehikeln einen besseren Schutz bietet?

Dreiseidler: Grundsätzlich ja, allerdings muss man sich das Konstrukt im Detail anschauen. Wichtige Fragen sind: Ist es ein Direct-Trading-Ucits? Handelt es sich um eine Total-Return-Swap-basierte Lösung? Wie ist der Total-Return-Swap aufgesetzt und gesichert? Insbesondere im letzteren Fall braucht es eine operationelle Due Diligence, um sich ein detailliertes Bild über mögliche Risiken zu machen. Die dafür

erforderliche Transparenz bekommen Sie durch den Ucits-Rahmen allerdings nach vereinheitlichten Standards. Zudem gibt es durch Ucits vorgeschriebene Mindeststandards und Limitierungen, zum Beispiel hinsichtlich Besicherung und Leverage, die auch vom Regulator fortlaufend überwacht werden. Von daher gehen die Schutzmechanismen sicherlich deutlich weiter, als dies bei Offshore-Vehikeln der Fall ist.



Dajana Brodmann



Macht nicht jeder

ANTECEDO INDEPENDENT INVEST

Die Entwicklung an den Börsen gleicht oftmals dem Ritt auf einem wilden Bullen.

Doch in beiden Fällen ist es das Entscheidende im Sattel zu bleiben.

Unser Fonds „Antecedo Independent Invest“ (WKN A0RAD4) hat trotz allen Verwerfungen an den Börsen von März 2011 bis März 2012 eine Rendite von 4,4 % erzielt.

Seit Auflegung am 28. Januar 2009 beträgt die durchschnittliche Jahresrendite 9,37 %.*

Lernen Sie Antecedo Asset Management kennen und Sie werden von unseren Anlagestrategien überzeugt sein.



Antecedo Asset Management GmbH · 61348 Bad Homburg v. d. H.
Tel. +49 (0)61 72-99 77 13-0 · info@antecedo.eu · www.antecedo.eu

*Alle Daten beziehen sich auf die Anteilsklasse A per 31.03.2012. Quelle: INKA Kapitalanlagegesellschaft mbH, Düsseldorf.

Disclaimer: Diese Anzeige dient lediglich der Information und stellt kein Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Fondanteilen dar. Grundlage für den Kauf von Fondanteilen sind die jeweils gültigen Verkaufsprospekte und die letzten geprüften Halbjahres- oder Jahresberichte, die bei der Verwaltungsgesellschaft erhältlich sind. Eine positive Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für eine zukünftige positive Wertentwicklung. Es werden derivative Finanzinstrumente eingesetzt. Der Wert der Fondanteile kann sowohl steigen als auch fallen und es ist möglich, dass der Anleger den ursprünglich angelegten Betrag nicht zurückerhält. Für die dargestellten Informationen wird keine Gewähr unternommen.



Key-Peter Tömmes

Vom Vehikel her ist Ucits III eigentlich kein Segen für Investoren. Hedgefonds sind, sobald sie reguliert sind, ein bisschen sperrig. Bei Ucits III machen wir das Gleiche, aber es fragt keiner mehr danach.

Brodmann: Ich habe mich bislang, trotz der negativen Presse, in der Offshore-Hedgefondswelt ganz wohlfühlt. Mir ist es wichtig, dass die Manager möglichst große Handlungsspielräume haben, um ihre Handelsstrategie optimal umzusetzen. Offshore-Hedgefonds bieten hierfür die größ-

ten Freiheitsgrade. Ucits III schränkt den Manager in der Umsetzung seiner Strategie ein. So muss beispielsweise eine gewisse Liquidität vorgehalten werden, er darf nicht physisch shorten und muss Risikolimits einhalten.

Herr Montag, für Ihre Strategie haben Sie keine Offshore-Fonds, sondern nur Ucits-Fonds.

Montag: Das könnten wir alles auch offshore machen, aber warum? Es hat einfach große Vorteile für Investoren, im Ucits-Rahmen investiert zu sein. Es würde für uns keinen Sinn machen, jetzt auf diese Schiene zu gehen.

Wenn Sie zwei gleiche Strategien haben, einen Ucits- und einen Offshore-Fonds. Welchen nehmen Sie?

Brodmann: Wenn sie gleich sind, nehme ich den, der mir die beste Liquidität gibt. Und das sind in der Regel die Ucits-Fonds. Denn die Offshore-Fonds geben dem Investor eigentlich nur monatliche oder quartalsweise Liquidität, obwohl das Underlying in Sekunden liquidierbar ist.

Wenn Sie eine Strategie offshore umsetzen, durchlaufen Sie die Anforderungen an Hedgefonds gemäß Bafin. Kaufen Sie die Ucits-Variante, fragt keiner mehr irgendetwas. Das ist nicht im Sinne des Erfinders, oder?

Brodmann: Ich weiß nicht, ob sich der Regulator nicht selbst etwas vormacht. Meiner Meinung nach muss ein Ucits-III-Fonds genauso geprüft werden wie ein Offshore-Hedgefonds. Da gibt es für mich keinen Unterschied in der Prüfung. Die ganze Due Diligence, die ich im Hedgefondsbereich durchlaufe, durchlaufe ich heutzutage auch bei Ucits-III-Fonds. Wer also auf die regulatorische Scheinsicherheit des Ucits-Vehikels vertraut, ist aus meiner Sicht ein bisschen blind.

Es gibt sogenannte gewappte Ucits-Fonds, in denen man nur Cash und einen Total-Return-Swap findet. Ist das aus Investorensicht ein K.o.-Kriterium?

Brodmann: Ja, definitiv.

Kempe: Auch wir als Focam umschiffen Swap-basierte Produkte. Im Bereich Hedgefonds sind wir der Meinung, dass man bei der Due Diligence auch einen externen Berater mit einbinden muss. Diesen muss man entsprechend bezahlen können und wollen. Zumindest an diesem Punkt sind wir aktuell noch nicht angekommen. Für uns ist ganz wichtig, dass wir Produkte und Konstrukte nachvollziehen können.

Herr Montag, Sie haben Ihre Fonds direkt aufgesetzt. Das ist eher untypisch, weil die CTA-Strategien häufig hineingewappt werden aufgrund der Problematik mit Rohstoffen.

Montag: Das Problem lässt sich relativ simpel lösen. Wir haben das über einen luxemburgischen Spezialfonds gelöst und auf diesen Zertifikate abgebildet, die wiederum in den Zielfonds



Frank Umlauf

hineingekauft werden, das ist machbar. Die Kosten dafür sind gering, das bewegt sich ungefähr bei 40, 50 Basispunkten für das Zertifikat. Maximal zehn Prozent dürfen wir davon kaufen, das heißt, die Kostenbelastung liegt bei fünf Basispunkten auf der Gesamtportfolioebene.

Warum haben Sie sich nicht gleich entschieden, den Rest auch noch mitzuswapen?

Montag: Wir haben die Möglichkeit, das innerhalb von Ucits über Futures abzudecken. Da spielt die Liquidität eine Rolle und die Kostenseite. Hier sind Futures klar im Vorteil. Schauen Sie: Über den gesamten Fonds wären das wahrscheinlich Kosten von 60, 70 Basispunkten für die Swaps, die man rechnen müsste, das ist unnötig.

Herr Tönnies, gibt es in Ihrer Strategie irgendetwas, das Sie im Ucits-Rahmen aufgesetzt haben und Sie limitiert?

Tönnies: Es gibt natürlich die Risikovorgaben beim qualitativen Ansatz, dass ich über bestimmte Hebel nicht hinausgehen darf. Aber diese Hebel erreiche ich sowieso bei Weitem nicht. Von daher ist das keine Limitierung. Es gibt an sich nichts, was mich wirklich limitiert. Und wenn ich darüber hinausgehen würde und aggressivere Strategien rausbringen würde, würde ich sie als Hedgefonds deklarieren, auch wenn ich es nicht müsste. Ich würde sie noch immer in dem Ucits-Rahmen bekommen, das würde ich dann aus Klarheit gegenüber dem Anleger aber nicht machen.

Dreiseidler: Mir gefällt dabei nicht, dass Sie im Grunde Hedgefonds gleichsetzen mit aggressiven Produkten. Diverse langjährige Statistiken belegen genau das Gegenteil.

Tönnies: Ich setze das nicht gleich, aber das ist die Wahrnehmung, wenn ich mit Investoren spreche. Im Prinzip würde ich es, wenn ich so vorgehen würde, als Instrument benutzen, weil die Außensicht so ist. Bei einem Produkt, das mit einem höheren Hebel und einem höheren Durchschlag noch ein bisschen schärfer gemacht wird und eine höhere Volatilität hat, würde ich „Hedgefonds“ draufschreiben.

Montag: Na ja, das ist aber schwierig. Ich glaube, für den einen ist eine Fünfer-Volatilität schon viel, und für den anderen ist eine 15er-Volatilität noch akzeptabel. Ich glaube, es wird schwierig, da eine Trennung herbeizuführen.

Tönnies: Volatilität ist sowieso immer eine zwiespältige Sache. Aber das muss der Investor wissen. Ich kann das Produkt anbieten und muss einigermaßen klar rüberbringen, was dahintersteckt. Ich kann dem Investor nicht die Entscheidung abnehmen, was er nachher macht.

Nehmen wir an, ein Investor kauft zwei Absolute-Return-Fonds und erwartet daraus ein positives Ergebnis. Nehmen wir an, das klappt nicht. Was sagen Sie?

Brodmann: Da müssen wir differenzieren. Es gibt Hunderte von Managern und unendlich viele Strategien, die in sich noch einmal heterogen sind. Es ist eine große Herausforderung, den besten Manager mit dem passenden Produkt zu identifizieren. Der Investor muss meines Erachtens ein tiefes Verständnis für den Markt und die jeweilige Strategie mitbringen. Wenn das Marktumfeld für eine Strategie gerade nicht passt, wundert es mich auch nicht, wenn der Manager ein negatives Ergebnis abliefern. Dann ist es an mir als Investor zu sagen: Die Strategie wird nicht funktionieren im derzeitigen Umfeld, ich liquidiere lieber und gehe in Cash oder allokiere eine zutreffendere Strategie. Das bloße Festhalten an Investments ist aus meiner Sicht nicht zielführend. Heutzutage sehe ich das aus Investorensicht einfach taktischer, wir können nicht immer nur darauf vertrauen, dass die Manager schon alles richtig machen werden.

Tönnies: Also wird der Investor selber zum Manager, wenn es nur noch um die Taktik geht?

Brodmann: Nein, das sicherlich nicht. Der Investor greift ja nicht aktiv in das Portfoliomanagement des Fonds ein. Aber es gibt Marktsituationen, in denen auch ein Investor erkennen muss, dass eine Strategie vielleicht nicht funktioniert. Dann ist es an ihm zu handeln.

Tönnies: Das sieht man doch immer erst, wenn die Marktsituation schon fast vorüber ist.





Michael Montag

Kempe: Idealerweise weiß man ex ante, worauf man sich einlässt. Man pflegt den engen Austausch mit einem Manager und lässt sich den Investmentprozess offenlegen. Dann haben wir ein gewisses Verständnis dafür, in welchen Marktphasen er eventuell Probleme bekommt. Ein guter Manager kann klar kommunizieren, in welchen Marktphasen er eine solide Performance abliefert und wann er Probleme bekommt. Problematisch wird es, wenn ein Manager das nicht kann. Wir müssen die Kapitalmarktanlage wie ein Bild sehen. Da gibt es einen Bilderrahmen und ein Bildmotiv. Das

Bildmotiv kann jeder Investor selbst malen und seinen Investmentprozess danach gestalten. Der Bilderrahmen jedoch ist das Kapitalmarktumfeld, und das ist heutzutage stark makrogetrieben. Außerdem beobachten wir manisch-depressive Märkte, die praktisch von einem Punkt auf den anderen zwischen Risk-off und Risk-on umschalten. Heute ist es eminent wichtig zu wissen, wie sich ein Portfolio in einem Risk-off-Stadium entwickelt. Ein hohes Makroverständnis und das Wissen von historischen Börsenzyklen sind im aktuellen Marktumfeld extrem hilfreich.

Für ein schwieriges Umfeld hat der Investor doch gerade seine Absolute-Return-Manager. Oder arbeiten die nur bei schönem Wetter gut?

Kempe: Idealerweise steigt der Investor in ein Flugzeug ein und der Absolute-Return-Manager ist der Flugkapitän. Der weiß, was zu tun ist in den verschiedenen Marktumfeldern, und der weiß auch, wann er sein Modell anwenden kann und wann er von Autopilot auf Handsteuerung umschalten muss.

Montag: Aber genau das wollen die Investoren doch nicht. Die Investoren wollen einen klar definierten Prozess, der nicht beliebig von Autopilot auf Handsteuerung umgeschaltet wird.

Kempe: Nein, ich glaube, dass am Ende des Tages immer noch jemand da sein muss, der im Zweifelsfall in gewisser Weise in das System eingreifen kann.

Montag: Aber das muss dann Bestandteil des Investmentprozesses sein, den Sie klar definieren. Sie müssen die maximalen Verluste definieren und sagen, wie viel Prozent sie maximal im Monat verlieren dürfen. Was Sie, Herr Kempe, schildern, ist genau der Kritikpunkt der Investoren, dass Sie im Laufe des Investmentprozesses Dinge verändern und plötzlich manuell eingreifen, wo Sie vorher immer einen systematischen Prozess kommuniziert haben. Ich glaube, den Fehler darf man als Manager auf keinen Fall machen.

Kempe: Das sollte man nicht machen, stimmt. Wenn klar kommuniziert wurde und der Manager kein Styledrift macht, sondern genau das, was er vorher in Aussicht gestellt hat, habe ich auch kein Problem, wenn er eine Durststrecke hat.

Tönnies: Wir wissen nicht, ob das Umfeld, das in den letzten Jahren so volatil war, auch die nächsten Jahre anhalten wird. Es könnte sein, dass heute genau der Tag des Wendepunktes ist. Wir wissen im Prinzip immer erst im Nachgang genau, in welcher Phase wir waren.

Kempe: Deswegen ist es wichtig, dass derjenige, der vorne der Pilot ist, sein Makroverständnis klar an seine Investoren kommuniziert. Jeder, der im drei- oder sechsmonatigen Takt anfängt, die Maschinerie zu überdenken, wird ständig überrannt von den Märkten.

Montag: Deswegen ist ein vollkommen agnostischer Ansatz wahrscheinlich das Bessere, so dass man das Risiko ganz klar auf feste Anlageklassen verteilt und mit diesen das vorher definierte Risiko fährt.

Nehmen Sie doch mal den Ansatz Long-Short-Equity-Market neutral. Den interessiert kein Makro.



Dajana Brodina

Kempe: Das sehe ich nicht so. Fakt ist, auch ein Long-Short-Manager weiß, dass er bei einem stark steigenden, zyklischen geprägten Markt ein Problem bekommt, wenn er Telekomaktien long und Autoaktien short ist.

Tönnies: Der Manager hat immer eine implizierte Meinung, weil der Markt sich aufgrund von Makroveränderungen bewegt. Er agiert in diesem Markt. Ich kann natürlich sagen: Ich blende das in meinem Managementansatz aus und habe damit nichts zu tun. Aber ich habe damit immer eine offene Flanke, dass ich auf einmal ganz unerwartet damit etwas zu tun bekomme. Die Möglichkeit besteht immer.

Was erwarten Sie eigentlich von Ihrem Absolute-Return-Manger?

Kempe: Als Asset Allocator geht es mir bei Absolute Return mehr um die Senkung des Gesamtrisikos eines Portfolios als um die Erwirtschaftung von Renditen.

Tönnies: Am Ende geht es doch immer um die Rendite.

Kempe: Das sehe ich anders. Ich stelle ganz grundsätzlich sehr stark auf das Risiko ab. Zur Erreichung des finanziellen und mentalen Wohlergehens sollten die zwischenzeitlichen Drawdowns in einer Absolute-Return-Strategie möglichst minimiert werden.

Tönnies: Wir laufen hier auf ein Grundproblem. Mit all unserer Forschung haben wir es bis heute nicht geschafft, den Begriff „Risiko“ zu operationalisieren. Wir nehmen gerne Volatilität. Volatilität ist nichts anderes als die Schwankung um den Mittelwert. Und letzten Endes geht es natürlich bei jeder Kapitalanlage darum, was am Ende dabei rauskommt. Die Frage ist doch: Wie ist der Weg dahin? Ich persönlich bin der Meinung, ein Drawdown, solange man mit einer vernünftigen Sicherheit und einem vernünftigen Zeitraum wieder eingeholt werden kann, ist mit einem Absolute Return durchaus konform. Ansonsten befinde ich mich auf diesem Volatilitätsbegriff, der aber dazu führt, dass man versucht, jede kleine Schwankung rauszunehmen, aber damit nehme ich letzten Endes auf Dauer den Ertrag aus der Kapitalanlage.

Was soll Absolute Return bei Ihnen bewirken, Frau Brodmann?

Brodmann: Grundsätzlich muss ich Herrn Kempe in seinen Ausführungen recht geben, man muss das Makrobild im Auge behalten. Ich fühle mich extrem unwohl momentan mit einem Aktienportfolio, das ausschließlich Long-



only-Strategien beinhaltet. Also versuche ich, daneben Manager mit aktienbasierten Strategien zu identifizieren, die in der Lage sind, das Downside-Risiko zu managen und sowohl long als auch short gehen können in Aktien.

Sollen Ihre Manager in Phasen, wo der Long-only-Bereich verliert, nichts verlieren, weniger verlieren oder sogar etwas gewinnen?

Brodmann: Idealerweise gewinnt er in dieser Situation oder schafft es zumindest, das Kapital zu erhalten. Aber mit dem Kenntnisstand, dass ein Manager beispielsweise ein 40-prozentiges Aktienmarkt-Exposure halten darf, wundert es mich dann nicht, wenn ein solches Produkt in fallenden Aktienmärkten auch im negativen Territorium endet. In Relation zum Long-only-Manager bin ich der Meinung, dass selbst so eine Strategie in fallenden Aktienmärkten deutlich weniger vom kostbaren Gut „Risikobudget“ verbrauchen sollte, als ein Manager, der ein 100-prozentiges Aktienmarktrisiko eingehen darf.

Es gibt ein ganzes Bündel an Strategien und Managern. Die Auswahl ist eine anspruchsvolle Aufgabe. Ist sie anspruchsvoller als bei Long-only-Aktienmanagern?

Brodmann: Ich würde das auf jeden Fall bejahen. Die Managerselektion ist aus meiner Sicht der Schlüsselfaktor.

Würden Sie sagen, wenn ein Investor nicht mit gutem Gewissen in der Lage ist, Manager auszuwählen, sollte er es lassen oder auf einen Fund of Funds zurückgreifen?

Brodmann: Die Zeiten, in denen hohe Kupons bei festverzinslichen Wertpapieren und wenig volatile Aktienmärkte den institutionellen Kapitalanlegern paradiesische Verhältnisse, rückblickend betrachtet, geboten haben, sind leider schon lange vorbei. Die Spielregeln haben sich seitdem grundlegend geändert. Die Kapitalanlage von heute ist deutlich anspruchsvoller geworden und erfordert spezifische Fachkenntnisse auf Seiten des Investors, um die Flut an immer komplexeren Produkten durchschauen zu können. Daher gibt es meines Erachtens auf Ihre Frage drei Lösungsansätze. Erstens: Der Investor lässt sich nicht beeindrucken und investiert diese Strategien nicht. Zweitens: Er stellt sich Personen mit Erfahrung in diesem Bereich ein. Oder aber drittens: Er vertraut sich einem Consultant beziehungsweise einem Dachfondsmanager an und baut nach und nach eigene Expertise im Haus auf.

Wenn Sie mit Ihren Investoren über Absolute Return sprechen, wie wird das aufgenommen? Gibt es Vorbehalte?

Montag: Es ist sehr stark vom einzelnen Investor abhängig. Es gibt viele, die sich schon lange Zeit mit dem Thema auseinandersetzen, die auch eine gewisse Kompetenz über die Jahre hinweg aufgebaut haben. Aber es gibt andere, die nicht wirklich verstehen, was überhaupt gemacht wird. Und ich glaube, das sind genau diejenigen, die Hilfe der Consultants brauchen und noch lange Zeit benötigen werden, um überhaupt in diese Produkte zu investieren.

Wir können also festhalten, dass auf Sicht eigentlich kein Weg an Absolute Return vorbeiführt und es sich lohnen kann bestehende Vorbehalte durch entsprechenden Know-how-Aufbau weiter abzubauen. Ich danke Ihnen für die anregende Diskussion.



Christina Kemppe





Im Bild zu sehen von links nach rechts:

Christian Kempe

Focam AG

Dajana Brodmann

Versorgungswerk der Wirtschaftsprüfer und der vereidigten Buchprüfer im Lande NRW

Frank Umlauf

Tajdo Consulting

Kay-Peter Tönnies

Antecedo Asset Management

Michael Montag

Aquila Capital

Rolf Dreiseidler

Man Investments

Absolute Return – ein Jahr weiter



*Frank Umlauf,
Geschäftsführer, Tajdo Consulting*

Vor einem Jahr ist an dieser Stelle von uns eine Übersicht zu Absolute-Return-Strategien gegeben worden. In diesem Jahr soll nun ein Blick auf die Ergebnisse aus 2011 geworfen werden. Diese lassen bei schneller Betrachtung und im Durchschnitt über die Strategien nur den Schluss zu: Test nicht bestanden. Welche Erkenntnisgewinne gibt es aus dem vergangenen Jahr? Und ist der strategische Nutzen dieser Ansätze sogar infrage zu stellen?

Klassifizierung

Nach wie vor gibt es keine allgemeingültige Definition für den Begriff „Absolute Return“. Fast jeder Anleger hat dazu ein unterschiedliches Verständnis. Abhängig von der Risikoeinstellung des jeweiligen Investors werden aber häufig die folgenden drei Anforderungen festgelegt: 1) geringe Korrelation zu anderen Anlagen, 2) möglichst keine Verluste über zwölf Monatszeiträume und 3) eine hohe Sharpe Ratio. Wir sehen diese Ansprüche durchaus als weiterhin gerechtfertigt an und würden von diesen nicht abrücken, auch wenn das Umfeld die Umsetzung nicht gerade einfacher gemacht hat.

Vor diesem Hintergrund und speziell zur Erzielung der gewünschten Korrelationseigenschaften empfehlen wir aber weiterhin, die nachfolgende enger gefasste Definition zu verwenden: Das eingesetzte Produkt sollte unabhängig von der Richtung der ihm zugrundeliegenden Märkte in der Lage sein, eine positive Wertentwicklung zu generieren. Diese Definition legt somit den Fokus auf einen hohen Anteil an managementspezifischen Erträgen. Unter Anwendung dieser einfachen Regel ist es möglich, eine entsprechende Filterung vorzunehmen.

Gemischte Mandate, Multi-Asset-Fonds oder auch die derzeit beliebten Risk-Parity-Ansätze würden sich damit zum Beispiel nicht als Absolute-Return-Strategie qualifizieren. Diese Investitionsmöglichkeiten leben in erster Linie von den Wertsteigerungen der zugrunde liegenden Märkte. Dieser Werttreiber, also das Beta, ist in den meisten Portfolios jedoch bereits mehr als genug vorhanden, speziell im Rentenbereich, und sollte

deshalb nicht noch über einen weiter ausgelegten Absolute-Return-Begriff erhöht werden.

Das Ucits-Absolute-Return-Universum

Der Ucits-III-Rahmen hat sich inzwischen als bevorzugtes Umsetzungsinstrument für Absolute-Return-Strategien bei deutschen Investoren durchgesetzt. Speziell Investoren, die sich erstmals dieser Thematik nähern, benutzen diesen Weg. Investoren mit Hedgefondsinvestitionen verwenden daneben auch Managed-Account-Plattformen, um einzelne Manager einzusetzen. Das Geschäft mit Dachhedgefonds ist dagegen praktisch zum Erliegen gekommen. Die Anzahl der im Ucits-Rahmen verfügbaren Strategien hat sich weiter erhöht und liegt nun in Abhängigkeit der zugrunde gelegten Definition bei circa 750 bis 1000 Produkten.

„Aus unserer Erfahrung sind mindestens acht bis zehn Manager erforderlich, um den Aspekt der Managerdispersion zu eliminieren.“

Auch wenn dieser Rahmen für Investoren gut geeignet ist, so bildet er zwar ein reguliertes Umfeld, das aber dennoch recht weit gefasst ist und eine Überprüfung operativer Risiken durch den Investor nicht ersetzt. Der ein oder andere Beobachter scheint deshalb fast schon sehnsüchtig auf einen „Unfall“ zu warten. Swap-basierte Varianten, in der der Fonds nur aus Cash und einem Total-Return-Swap auf einen Managed Account beziehungsweise auf einen Finanzindex besteht, sind dafür aus unserer Sicht anfälliger. Sie sollten außerdem aus möglichen zukünftigen aufsichtsrechtlichen Aspekten weiterhin gemieden werden. Auch wenn 80 Prozent der verfügbaren Fonds über eine tägliche Liquidität verfügen, hat sich nichts daran geändert, dass die Liquidität eines Produkts durch die natürliche Liquidität – und zwar auch der in Krisenzeiten

– der zugrunde liegenden Märkte bestimmt wird. Die Situation von offenen Immobilienfonds sollte nicht so schnell aus dem Gedächtnis verschwinden.

Der strategische Nutzen

Das durchschnittliche Ergebnis von Absolute-Return-Strategien für 2011 liegt bei etwa minus drei Prozent. Die Verluste wurden speziell in den turbulenten Monaten der Eurokrise von Juli bis Oktober eingefahren. Viel bemerkenswerter ist allerdings die Tatsache, auch im Vergleich zu 2008, dass nicht eine einzige Sub-Strategie mit einem positiven Ergebnis das Jahr beenden konnte. Dieses sehr ungewöhnliche Phänomen spricht dafür, dass es sich um sehr spezielle, geradezu chaotische Umstände handelte. Dennoch muss aus Investorensicht die Frage erlaubt sein, ob die oben angeführten drei Anforderungen nur bei schönem Wetter erreicht werden können? Davon sollte allerdings nicht ausgegangen werden, denn ein differenzierter Blick auf 2008 zeigt, dass gerade die liquiden Strategien gute Ergebnisse erzielen konnten.

Was 2011 dagegen verdeutlicht, ist die überragende Bedeutung der Portfoliokonstruktion. Die geringen Korrelationen der Manager untereinander werden mit einer deutlich höheren Dispersion der Ergebnisse erkauft. Das heißt, die Erträge der Manager liegen weiter auseinander, als dies zum

Beispiel bei klassischen Aktien- oder Rentenmanagern der Fall ist. Die Auswahl von ein bis zwei Managern unter der Annahme, „die machen das schon, weil Absolute Return draufsteht“, greift daher zu kurz. Aus unseren Erfahrungen ist vielmehr eine Anzahl von mindestens acht bis zehn Managern erforderlich, um den Aspekt der Managerdispersion zu eliminieren und die gewünschten Eigenschaften zu erreichen. Der hohe Anteil an managerspezifischen Risiken setzt zudem eine andere Art des Controllings voraus. Es erfordert eine sehr genaue Kenntnis der Werttreiber der jeweiligen Strategie und sollte auch in deutlich kürzeren Abständen durchgeführt werden. Aus unserer Sicht lässt sich nur mit einem zeitnahen „Erwartungsmanagement“ ein Gefühl für die Strategien aufbauen und Fehlverhalten der Manager frühzeitig erkennen. Die „Fehler“ der besonders schlechten Manager eignen sich beispielsweise hervorragend, um neue Aspekte für das Managercontrolling zu lernen.

Wir sehen den strategischen Nutzen von Absolute-Return-Strategien in der von uns präferierten engeren Auslegung auch nach den Ergebnissen des vergangenen Jahres weiterhin intakt. Auch wenn die Phrase der „Alternativlosigkeit“ jüngst sehr oft bemüht worden ist, bleibt die Frage: Was ist die Alternative mit vergleichbarem Liquiditätsprofil, um die bestehenden Portfoliostrukturen näher an die gewünschten Portfolioeigenschaften heranzuführen?

Umsetzungsmöglichkeiten für Absolute-Return-Strategien

	Hedgefonds (offshore)	Managed-Account-Plattformen	Ucits-Fonds
Universum	1	3	2
Liquidität	3	1	2
Sicherheit	3	2	2
Einfachheit	3	2	1
Return-Potenzial	1	3	2
Transparenz	3	1	2
	14	12	11

Quelle: Tajdo Consulting - subjektives Scoring (1 = beste Ausprägung)

Auf die richtige Diversifikation kommt es an



*Michael Montag, Managing Director,
Aquila Capital*

Vermögen verwalten war schon immer eine Kunst. Aber Investoren wie auch Anbieter mussten die Erfahrung machen, dass die vergangenen zwölf Jahre eine Veränderung der Rahmenbedingungen mit sich brachten. Vor diesem Hintergrund definiert sich das Anforderungsprofil für in heutigen Zeiten erfolgreiche Produkte: Sie sollten eine niedrige Korrelation zu Aktien- und Rentenmärkten haben, die risikoadjustierte Rendite sollte attraktiv sein und dementsprechend die Sharpe Ratio hoch. Das zentrale Element bei der Erzielung stabiler Erträge ist es unseres Erachtens, das Risiko richtig zu messen und zu beherrschen. Hierfür steht seit langem „Diversifikation“ als das entscheidende Stichwort. Salopp gesagt wird es als „Lege nicht alle Eier in einen Korb“ interpretiert. Die Erkenntnisse der Modern Portfolio Theory von Harry Markowitz sind in Lehre und Praxis anerkannt und werden seit vielen Jahren beim Aufbau von Investmentportfolios berücksichtigt. Durch die Diversifikation der Kapitalanlagen über verschiedene Asset-Klassen soll das Risiko des Gesamtportfolios reduziert werden. Der für das Portfolio pro Risikoeinheit erwartete Ertrag steigt an. Durch den Diversifikationsprozess wird das Portfolio effizienter. Soweit die Theorie.

Hohe Volatilität trotz Diversifikation

In den vergangenen Jahren und vor den oben erwähnten neuen Realitäten wiesen aber viele Portfolios trotz Diversifikation hohe Volatilitäten und starke Verluste auf. Waren die viel gepriesenen Vorteile der Diversifikation plötzlich verschwunden? Hatten die Kritiker der Modern Portfolio Theory recht, wenn sie bemängelten, das Modell basiere auf zu vereinfachten Annahmen wie normalverteilten Erträgen und rational handelnden Investoren? Oder aber war es so, dass die Portfolios nicht wirklich diversifiziert waren? Viele Portfolios hatten und haben in nur wenige Asset-Klassen, zum Beispiel Aktien und Bonds, investiert. Zudem erfolgt die Diversifikation über die Aufteilung des eingesetzten Kapitals, also zum Beispiel 40 Prozent des Kapitals in Aktien, 60 Prozent in Bonds. Da aber Aktien um ein Vielfaches volatil sind als Bonds, wird die Portfolio-Performance – trotz reduzierter Aktienquote – durch die volatilen Aktien dominiert. Es ist wissenschaftlich bewiesen und auch intuitiv nachvollziehbar, dass die

Dominanz einer Asset-Klasse in einem Portfolio zu suboptimalen Ergebnissen führt. Weitaus sinnvoller erscheint eine Diversifikation über zusätzliche Asset-Klassen sowie eine Aufteilung der Investitionssumme nach Risiko- statt Geldeinheiten.

Eine effiziente Risikostreuung ist der Eckpfeiler jeder erfolgreichen Investmentstrategie. Daher sollten Portfolios breit diversifiziert sein. Überraschenderweise ist das Risiko in einem typischen Anlageportfolio mit der Mischung aus Anleihen und Aktien – ob privat oder institutionell – in viel zu geringem Maße gestreut. Und dies sowohl in Bezug auf die Anzahl der Anlageklassen als auch auf die einzelnen Positionsgrößen. Das Ergebnis: zu großes Risiko für zu wenig Ertrag. Offenbar muss die alte Weisheit „Lege nicht alle Eier in einen Korb“ neu betrachtet werden. Obwohl die meisten Investoren mit dem Sprichwort vertraut sind, wird diese Weisheit oft fälschlicherweise interpretiert als „Verteile dein Kapital auf unterschiedliche Anlageklassen“. Der Fehler ist, dass „Korb“ kein Synonym für „Anlageklasse“ ist. Stattdessen steht der „Korb“ für „Risiken“, die der Investor eingeht. Das Sprichwort „Nicht alle Eier in einen Korb“ sollte daher besser als „Verteile dein Risiko“ verstanden werden und nicht bloß als „Verteile dein Geld“. Hätten alle Anlageklassen dasselbe Risikoprofil, wäre diese Unterscheidung unnötig. Allerdings ist dies nicht der Fall. Renten sind risikoreicher als kurz- oder mittelfristige Zinsen. Aktien sind risikoreicher als Renten, und Rohstoffe sind risikoreicher als Aktien. Die einfache Streuung von Kapital ist eben nicht dasselbe wie die Streuung von Risiko.

Genau diese Betrachtungsweise haben wir bei der Konzeption unserer AC Risk Parity Funds zugrunde gelegt. Diese sind nachweislich unkorreliert mit Aktien und Renten, und sie entwickeln sich langfristig unabhängig davon, was an den globalen Kapitalmärkten passiert. Die Performance beläuft sich beim AC Risk Parity 7 Fund (Stand März 2012) seit Berechnungsstart der Strategie im Juli 2004 auf 89,31 Prozent, seit Auflegung als Ucits-Fonds (Isin: LU0326194015) am 5. Februar 2008 auf 21,78 Prozent. Seit Start der Strategie im Jahr 2004 hat der Fonds kein Jahr mit negativem Ergebnis abgeschlossen. Die annualisierte Performance

beläuft sich auf 8,58 Prozent bei einer annualisierten Volatilität von 7,33 Prozent. Im Krisenjahr 2008 fielen von September bis Dezember die Aktienkurse weltweit um 26 Prozent, Hedgefonds büßten 15 Prozent ein und Energierohstoffe fielen um 51 Prozent. Der AC Risk Parity 7 Fund gewann in diesem Zeitraum 8,5 Prozent an Wert. Mit diesen real erzielten Ergebnissen halten wir die AC Risk Parity Funds für ideale Instrumente zur Diversifizierung eines jeden Portfolios.

Die AC Risk Parity Funds gibt es mit zwei unterschiedlichen Schwankungsbreiten: Der AC Risk Parity 7 Fund strebt eine Volatilität von sieben Prozent per annum an. Beim AC Risk Parity 12 Fund liegt die Zielvolatilität bei zwölf Prozent pro Jahr. Beide Fonds kombinieren ein hocheffizientes Multi-Asset-Portfolio mit einem taktischen Overlay auf Basis einer Reihe verschiedener Verhaltensindikatoren und bieten den Anlegern mittels des Risikomanagementsystems „Fund-Creator“ dauerhaft ein attraktives und stabiles Risikoprofil. Bei der Konzeption der Fonds haben wir uns von folgenden Überlegungen leiten lassen: Die Wunscheigenschaften „Rendite“ und „Risiko“ stehen grundsätzlich in einem gegensätzlichen Verhältnis zueinander. Je höher das Renditeziel ist, desto höher wird das Risiko sein, das man dafür eingehen muss. Hier kommt es aus unserer

Sicht darauf an, aus einem gegebenen Risikobeitrag eine höchstmögliche stabile Rendite zu erzielen. Stabilität kann nur erreicht werden, wenn verschiedene Anlageklassen klug gemischt werden.

Diese Überlegungen haben wir zum Ausgangspunkt für unsere Produkte „AC Risk Parity 7 Fund“ und „AC Risk Parity 12 Fund“ genommen. Hier haben wir einen Ansatz entwickelt, der die beiden Ziele relativ höhere Rendite bei eingegangenem Risiko und Stabilität der Erträge erreicht. Vereinfacht gesprochen, bilden wir einen Korb aus vier verschiedenen Anlageklassen, unter anderem Aktien und Anleihen. Diese vier Anlageklassen nehmen wir nach ihrem jeweiligen Risikobeitrag gleichgewichtet in den Fonds auf. Für das ganze Depot wollen wir dann bei einem festgelegten Risikobeitrag einen möglichst hohen und stabilen Ertrag liefern. In eine hochriskante Anlageklasse, wie zum Beispiel Aktien, die ein Viertel des Risikobudgets des Fonds zugewiesen bekommt, investieren wir also weniger Kapital als in stabilere Anlageformen wie Anleihen, damit sie auf den gleichen Risikobeitrag für den Fonds kommen. Dazu kommt, dass die Anlageklassen, in die wir investieren, eine möglichst geringe, eventuell sogar negative Korrelation zueinander aufweisen. Aus finanzmathematischen Gründen kann bei der richtigen Mischung auf diese Weise das

Erträge des AC Risk Parity 7 Funds im Vergleich zum Euro Stoxx 50



Zwischen Juli 2004 und März 2012 besteht keinerlei Korrelation zwischen dem Euro Stoxx 50 und AC Risk Parity 7 Fund.

Quelle: Aquila Capital Research, Bloomberg

Gesamtrisiko des Portfolios um rund die Hälfte gesenkt werden – bei gleichbleibender Rendite. Anders betrachtet heißt dies, dass die Rendite gemessen an einem Risikoziel erhöht werden kann. Wir handeln nur über Futures und Swaps und setzen uns damit weder Kreditrisiken, Gegenpartei- risiken noch Liquiditätsrisiken aus. Damit erzielbare Renditen und zuge- wiesene Risikoportionen auch wirklich in einem möglichst optimalen Verhältnis zueinander stehen, bedienen wir uns zusätzlich eines wissen- schaftlich fundierten Risikomanagementsystems. Es wird FundCreator genannt und wurde von Professor Dr. Harry M. Kat entwickelt, dem ehe- maligen Director des Alternative Investment Research Centre der London Cass Business School. Seit November 2007 wird FundCreator (exklusiv) von den AC Risk Parity Funds eingesetzt. Das angestrebte Risikoprofil entspricht im Wesentlichen einer Normalverteilung mit einer Nullkorrelation zu den Aktienmärkten. Wir haben die Risikoziele im Einzelnen wie folgt festgelegt: Die Volatilität soll für den AC Risk Parity 7 Fund sieben Prozent pro Jahr betragen, entsprechend zwölf Prozent per annum für den AC Risk Parity 12 Fund. Es wird eine Schiefe von null angestrebt und eine Korrelation zum Euro Stoxx 50 von ebenfalls null.

Hat sich das System nun bewährt? Um diese Frage zu beantworten, wer- fen wir noch einmal einen Blick auf den Krisenzeitraum Februar 2008 bis Februar 2009. Berechnungen auf Basis der tatsächlichen Performance (nach Abzug aller Gebühren) des AC Risk Parity 7 Fund für diesen Zeit- raum ergeben folgendes Ergebnis: Die Volatilität belief sich auf 7,14 Pro- zent, die Schiefe lag bei minus 0,46, und die Korrelation zum Euro Stoxx 50 belief sich auf minus 0,03. Demnach stimmten die Beispielparameter für diesen Zeitraum weitgehend mit den gesetzten Risikozielen überein. Diese Ergebnisse sind noch bemerkenswerter, wenn man bedenkt, dass sich die einzelnen Marktvolatilitäten in diesem Zeitraum verdoppelt und für einige Wochen sogar verdreifacht haben und zudem die Korrelationen zwischen den Asset-Klassen für längere Zeit extrem hoch war. Unseres Erachtens kann das Risiko-Rendite-Profil des typischen institutionellen Portfolios durch eine spürbare Beimischung der AC Risk Parity Funds nachhaltig verbessert werden. Die Gründe dafür sind die positiven Eigen- schaften der AC Risk Parity Funds, wie zum Beispiel eine hohe Durch- schnittsrendite mit Nullkorrelation zu allen gängigen Anlageklassen. Die Fonds absorbieren sozusagen das Risiko und verbessern die Risikokenn- zahlen im Portfolio eines jeden Investors unabhängig von der Ausgangs- lage. Wir denken, dass die AC Risk Parity Funds im gegenwärtigen und vermutlich auch zukünftig nicht wesentlich anders werdenden Markt- umfeld genau die Eigenschaften bieten, die Investoren suchen: Unkorre- liertheit zu Aktien und Anleihen und eine attraktive risikoadjustierte Rendite.

Nachgefasst bei Michael Montag

Was heißt für Sie Absolute Return?

Absolute Return bedeutet für mich, in jeder Markt- phase stabile positive Erträge zu erzielen. Dies heißt jedoch nicht, dass zu keinem Zeitpunkt Verluste eintreten dürfen. Um dieses Ziel zu erreichen, gibt es viele unterschiedliche Strategien.

Mit welchen Strategien arbeiten Sie, um Absolute Return zu erzielen?

Mit unseren AC Risk Parity Funds verfolgen wir eine Risikoparitätsstrategie. Entscheidend ist hier, dass wir nicht nur über verschiedene Asset-Klassen diversifi- zieren, sondern jede dieser Asset-Klassen denselben Anteil am Gesamtrisiko des Portfolios trägt. Das führt konsequenterweise dazu, dass schwankungsärmere Asset-Klassen einen größeren Anteil am Gesamtport- folio haben als stark schwankende. Die AC Risk Parity Funds gehen ausschließlich long. Das Ergebnis der Risikoparität: Bei gleichbleibender Rendite halbiert sich das Risiko.

Der AC Spectrum Fund hingegen verfolgt eine opti- mierte Trendfolgestrategie: Er kann sowohl von stei- genden als auch fallenden Kursen profitieren. Der Fonds handelt an 41 unterschiedlichen Märkten. Das Trendfolgekonzept wird um zwei komplementär wirkende Strategien ergänzt: Carry und Correlation. Aufgabe dieser beiden Strategien ist es, einerseits eigenständig einen positiven Gewinnbeitrag zu leisten und andererseits Ertragschwankungen des Trend- folgesystems auszugleichen und damit den Ertrags- strom des Fonds zu glätten. Das Zusammenspiel der drei Strategien optimiert die Fonds-Performance und generiert stabilere Erträge.

Welche Verluste tolerieren Sie im Rahmen Ihrer Absolute-Return-Strategie?

Unsere AC Risk Parity Funds verfügen über monat- liche Soft Floors. Beim AC Risk Parity 7 Fund wird ein monatlicher Kapitalerhalt von mindestens 96 Prozent angestrebt, beim AC Risk Parity 12 Fund von 93 Pro- zent. Seit Auflegung der Risk-Parity-Strategie im Jahr 2004 wurden diese Soft Floors stets eingehalten. Beim AC Spectrum Fund, der tendenziell deutlich volatil ist, haben wir keine fixen Verlustgrenzen. Aller- dings möchte ich darauf hinweisen, dass es uns seit Auflegung aller genannten Fonds bisher in jedem Jahr gelungen ist, auf Jahressicht positive Ergebnisse zu erzielen.

Michael Montag, Aquila Capital

Thema 2012

16. und 17. Oktober 2012,
Hyatt Regency Düsseldorf

Mit zwei
halbtägigen Specials:
Custody and
Administration sowie
Trends in Transitions
und Transactions



portfolio-masters.de

Die Konferenz für
die institutionelle
Kapitalanlage

Von Investoren für Investoren

Papierwert oder
Wertpapier:
Die Aktie

Volatilität als Asset-Klasse



*Kay-Peter Tönnes, Geschäftsführer Antecedo Asset Management,
Bereichsverantwortung für Produktentwicklung und Portfolio Management*

Seit die Welt im Zuge der Globalisierung immer enger zusammengedrückt ist, sind die Möglichkeiten der Diversifikation über verschiedene Aktien- oder Rentenmärkte immer geringer geworden. Dies hat sich auch auf den klassischen Kapitalmärkten und im Anlegerverhalten niedergeschlagen. Auf der Suche nach Diversifikationsmöglichkeiten sind Asset-Klassen entstanden, die früher nur eine Randerscheinung oder als Anlageobjekt fast völlig unbekannt waren. Beispiele sind die Rohstoffmärkte oder Infrastrukturfonds. Neben diesen Entwicklungen erlebten die Derivatmärkte ein explosionsartiges Wachstum. Immer weitergehende Absicherungswünsche oder auch reine Spekulation waren hier die Triebfedern. Vor diesem Hintergrund ist die Volatilität als eigene Asset-Klasse entstanden.

Volatilität als Werttreiber einer Strategie

Volatilität als solche ist kein Vermögenswert oder Anlageobjekt. Werthaltigkeit erfährt der Begriff der Volatilität erst über die Möglichkeiten der Derivatmärkte. Die gehandelten asymmetrischen Auszahlungsprofile gewinnen oder verlieren an Wert mit der Wahrscheinlichkeit, dass eine bestimmte Kursbewegung ausgelöst wird. Diese Wahrscheinlichkeit ist abhängig von der Höhe der Ausschläge, die das zugrundeliegende Instrument vollzieht. Damit wird die Volatilität zu einer der wichtigsten Preiskomponenten an den Derivatmärkten. Die durch Zeit und Volatilität bestimmten Preiskomponenten sind es, die die Werthaltigkeit der Asset-Klasse Volatilität bestimmen. Um das zuvor Gesagte mit Leben zu füllen, soll im Folgenden dargestellt werden, wie aus der Kombination einer Option mit einem volatilen Underlying ein direkter Nutzen entsteht. Das gewählte Beispiel ist als Delta-Arbitrage bekannt. In unserem Beispiel gehen wir davon aus, dass der Händler am 30. April 2012 eine Call-Option gekauft hat. Die Option lautet auf 100 Stück der Aktie X mit einem Basispreis von 100 Euro und einem Verfall am 18. Mai 2012. Bei einem Kurs der Aktie von 100 Euro und einer Volatilität von 25 kostet diese Option 2,24 Euro pro Stück. Da der Händler nicht auf die Kursrichtung spekuliert, sondern aus der Volatilität Gewinn erzielen will, sichert er seine Optionsposition durch ein Delta-Hedge. Er verkauft also so viele Aktien der Firma X, dass die infinitesimale Kursbewegung der Option durch verkaufte Aktien ausgeglichen wird. In

unserem Beispiel verkauft er bei einem Optionsdelta von 0,51 genau 51 Stück der Aktie X. Durch den asymmetrischen Wertverlauf der Option entstehen zwei Faktoren, die bei nicht infinitesimalen Kursbewegungen schlagend werden. Bei steigenden Aktienkursen wird die Option mehr gewinnen, als das Short-Aktienportfolio verliert. Bei fallenden Kursen wird das Short-Aktienportfolio mehr gewinnen, als die Option verliert. Das Gesamtportfolio wird immer Gewinn machen, egal in welche Richtung die Aktie geht. Dabei steigt der Gewinn mit der Höhe der Kursausschläge (siehe Grafik). Doch handelt es sich hier keineswegs um einen risikolosen Gewinn. Zu beachten ist, dass die gekaufte Option Zeitwert verbraucht. Über die Laufzeit betrachtet sind dies 12,44 Euro pro Tag. Der Händler macht also nur Gewinn, wenn die täglichen Kursausschläge mehr Ertrag erzielen, als Zeitwert verbraucht wird. Im Beispiel ist dies bei circa zwei Prozent täglicher Kursbewegung der Fall. Somit wird die Volatilität der Aktien zum eigentlichen Werttreiber dieser Strategie.

Wie das Beispiel zeigt, erfährt Volatilität nur im Zusammenhang mit einer Investmentstrategie Werthaltigkeit. Damit ist die Investmentstrategie das eigentliche Anlageobjekt und die Volatilität nur der Parameter, der den Wertverlauf bestimmt. Da diese Strategien aber sehr unterschiedlich aussehen können, ist es angemessen, diese Strategien als Asset-Klasse Volatilität zu bezeichnen. So unterschiedlich die einzelnen Strategien auch sind, die Anzahl der möglichen Instrumente ist zumindest im börsengelisteten Universum überschaubar. Den wichtigsten Anteil haben die Optionen. In den meisten Fällen werden Optionen auf Aktienindizes eingesetzt. Dies ist jedoch mehr ein Tribut an die hohe Liquidität dieser Marktsegmente als eine alternativlose Notwendigkeit. Die meisten Strategien würden vermutlich auch mit ganz anderen Anlageobjekten funktionieren.

Das Beispiel zeigt ebenfalls, dass ein klassisches Investment (Aktie oder Rente) häufig Bestandteil einer Volatilitätsstrategie wird. In fast allen Fällen ist das Auszahlungsprofil dieser Anlagen durch Derivate so verändert, dass es mit dem Verhalten des ursprünglichen Instruments nicht mehr viel gemeinsam hat. Die neueste Form von Instrumenten sind die Volatilitäts-

Futures. Diese sind ein echtes Volatilitätsinstrument und handeln die Volatilität kurzer Optionen zu einem zukünftigen Zeitpunkt.

Beispiel: Volatilitätsstrategie Antecedo Independent Invest

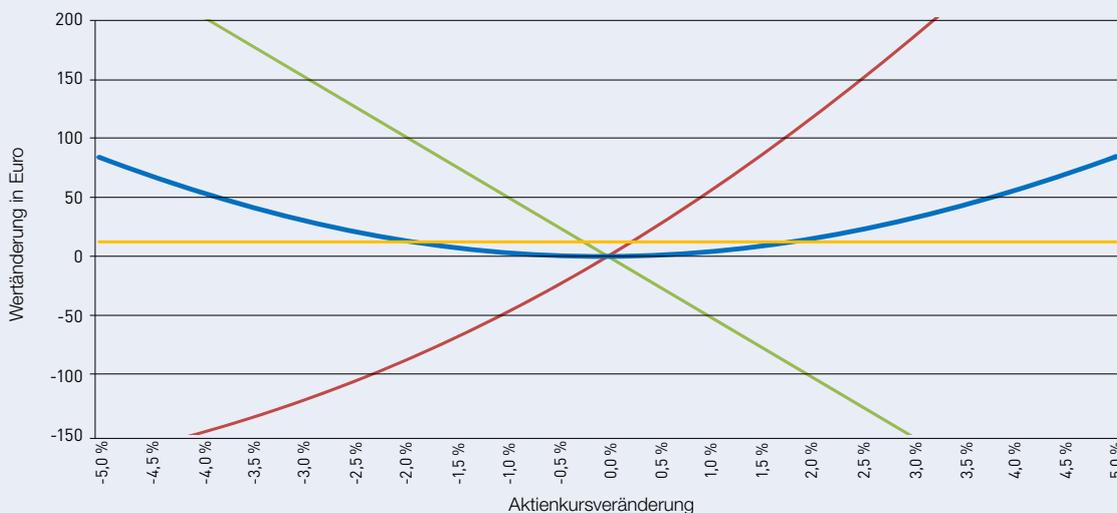
Bei der Umsetzung in Absolute-Return-Fonds bestehen mittlerweile so viele Strategien, dass es unmöglich ist, diese alle hier darzustellen. Stattdessen soll an dieser Stelle exemplarisch der Antecedo Independent Invest Fonds dargestellt werden, der als Absolute-Return-Produkt konzipiert wurde, wobei Absolute Return nicht zwingend eine fortlaufend niedrige Volatilität des Fonds bedeutet. Vielmehr ist die Strategie so konzipiert, dass zwischenzeitliche Rücksetzer vorkommen können, der Ertragsfaktor aber relativ zügig wieder für eine Wertaufholung sorgt. Wir verstehen unter „Absolute Return“ also die Fähigkeit, in einem rollierenden Zeitfenster von ein bis zwei Jahren immer eine positive Rendite zu erzielen.

Die Strategie des Fonds ist dreistufig aufgebaut. Zunächst werden langlaufende Call- und Put-Optionen erworben, um so positiv sensitiv auf jede mögliche Kursbewegung zu sein. Der Preis für diese positiven Sensitivitäten ist der Zeitwertverfall der gekauften Optionen, der auf dieser Stufe Kosten verursacht. Um diese Kosten möglichst gering zu halten, besitzen die gekauften Optionen eine Laufzeit von etwa einem Jahr. Der

Grund für diese recht lange Laufzeit ist, dass der Zeitwertverfall bei langlaufenden Optionen zunächst geringer ist als bei kurzlaufenden. In der zweiten Stufe werden die gekauften Sensitivitäten genutzt, um gegenläufige Sensitivitäten möglichst ertragreich zu verkaufen. Dies bedeutet, dass Call- und Put-Optionen verkauft werden, die nur eine Laufzeit von ein bis zwei Monaten haben und deren Basispreise mindestens zehn Prozent aus dem Geld liegen. Hierdurch entsteht zunächst ein Prämienüberschuss im Zeitablauf, der sich aus dem stärkeren Zeitwertverfall der kurzen Optionen speist. Daneben kann diese Strategie noch Erträge aus der Kursbewegung bei den gekauften langlaufenden Optionen erzielen, wenn die Kursbewegung am Aktienmarkt innerhalb der Bandbreite der verkauften Optionen bleibt. Bei Kursbewegungen, die über die Bandbreite der kurzen Optionen hinauszugehen drohen, ist die dritte Stufe der Strategie gedacht. Hierbei handelt es sich um eine Handelssystematik, die die gesamte Struktur der Optionen mit der Aktienmarktbeziehung verschiebt, so dass nie eine der verkauften Optionen wirklich ins Geld läuft.

Diese Strategie mit all ihren Bestandteilen ist komplex. In der Summe erhält der Anleger aber ein ertragreiches Investment. Dabei speisen sich die Gewinne zunächst aus dem Prämienüberschuss bei den kurzlaufenden Optionen. Daneben entstehen Erträge aus der Kursbewegung

Beispiel Delta-Arbitrage



Quelle: Antecedo Asset Management

der gekauften Optionen. Dieser Faktor ist nicht zu unterschätzen, da er langfristig für knapp die Hälfte aller Gewinne verantwortlich ist. In den drei Jahren seit der Fondsauflegung hat der Independent durchschnittlich 9,37 Prozent pro Jahr (bis 30. März 2012) erzielt. Dies liegt in etwa in dem Rahmen, den wir langfristig von diesem Konzept erwarten. Interessant ist die Betrachtung der Risiken des Konzeptes. Zunächst ist hier das Risiko zu nennen, dass Interventionspunkte der Handelsstrategie verfehlt werden, wenn die Aktienkursbewegung zu groß wird. Dieses Risiko existiert, ist jedoch sehr gering. In der Vergangenheit hat es noch nie eine bedeutende Rolle gespielt, da unsere Strategie notfalls auch innerhalb eines Tages mehrfach angepasst wird und Kursbewegungen über Nacht mehr als doppelt so hoch sein müssten als dies historisch bekannt ist, um größere Rückgänge auszulösen.

Wesentlich bedeutsamer sind Volatilitätsrisiken. Diese resultieren aus der Volatilitätssensitivität der verkauften Optionen. Hinzu kommt ein zweiter Faktor, der in die gleiche Richtung wirkt. Dieser stammt aus der Absicherung der langen Optionen, deren Volatilitätsniveau mit Volatilitäts-Futures abgesichert wird. Da Futures reagibler sind als die lange Optionsvolatilität, erhöhen sie kurzfristig die Volatilitätssensitivität des Fonds. Alle bisherigen Rücksetzer in der Kursentwicklung sind primär auf diese Volatilitätsfaktoren zurückzuführen. Dies gilt auch für den großen Rücksetzer im Spätsommer 2011. Danach wurde die Laufzeit der kurzen Optionen allerdings auf circa einen Monat verkürzt, um derart starke Rückgänge zukünftig zu vermeiden. Das Interessante an den Volatilitätsrisiken ist, dass sie den Fonds nur zeitlich begrenzt belasten. Ein deutlicher Volatilitätsanstieg führt zunächst zu Verlusten im bestehenden Optionsportfolio. Die gestiegene Volatilität sorgt im weiteren Verlauf aber dafür, dass jede neue Veroptionierung viel mehr Prämie einbringt als ursprünglich erwartet. Dies führt zu entsprechend stärkeren Anstiegen des Fonds nach jedem Rücksetzer.

Mit dem exemplarisch dargestellten Fondskonzept konnte belegt werden, dass die Asset-Klasse Volatilität gute Wertsteigerungen ermöglicht. Dies gilt nicht nur für das dargestellte Fondskonzept. Der Anleger muss aber wissen, dass diese Fonds nicht völlig frei von Wertschwankungen sind. Dies resultiert aus der mitunter drastischen Veränderung von Volatilität. Man kann dies vergleichen mit einer Rentenanlage. Diese reagiert zunächst auch negativ, wenn die Zinsen steigen, um dann aber höhere Renditen abzuwerfen. Verdoppelungen des Zinsniveaus in kürzester Zeit sind am Rentenmarkt aber eher unüblich. Bei den Volatilitäten geschieht dies hingegen häufiger.

Nachgefasst bei Kay-Peter Tönnies

Was heißt für Sie Absolute Return?

Absolute Return bedeutet für mich, dass in einem akzeptablen Zeitraum von einem bis zwei Jahren kein Verlust entstehen soll. Dabei können zwischenzeitlich Rücksetzer stattfinden, wenn am Ende der Ertrag dies rechtfertigt. Die Strategie sollte so konzipiert sein, dass der Ertragsfaktor relativ zügig wieder für eine Wertaufholung sorgt.

Mit welchen Strategien arbeiten Sie, um Absolute Return zu erzielen?

Wir arbeiten in erster Linie mit Optionsstrategien. Nur das asymmetrische Verhalten dieser Instrumente ermöglicht einen kalkulierbaren Risikoausgleich.

Wie sieht das Rendite-Risiko-Profil Ihrer Absolute-Return-Produkte aus? Über welchen Zeitraum streben Sie absolute Renditen an?

Auch Absolute-Return-Produkte sollten attraktive Renditen erzielen können. Im Antecedo Independent Invest Fonds wollen wir durchschnittlich sechs bis acht Prozent Rendite pro Jahr erreichen. Dabei sollten Verluste normalerweise innerhalb von zwölf Monaten aufgeholt werden.

Welche Verluste tolerieren Sie im Rahmen Ihrer Absolute-Return-Strategie? Stichwort: Maximum Drawdown?

Hohe Erträge lassen sich nicht ganz ohne Drawdowns erzielen. Bei uns kommen diese meistens vor, wenn die Optionsvolatilität stark steigt. Diesem Drawdown steht dann aber immer ein gestiegenes Ertragspotenzial durch die gestiegenen Optionsprämien gegenüber, was dann zu einer ähnlich starken Gegenbewegung führt. Im letzten Jahr haben wir hier aber zu starke Schwankungen zugelassen. Wir haben Maßnahmen ergriffen, die Drawdowns auf circa zehn Prozent begrenzen sollen.

Inwiefern lässt sich Ihre Anlagestrategie modifizieren? Stichwort: portable alpha.

Wir haben mit denselben Strategiebestandteilen den Antecedo Euro Equity als europäischen Aktienfonds aufgesetzt. Im Gegensatz zum Independent wird hier aber physisch in die Aktien des Euro Stoxx 50 investiert. Der Anleger erhält somit ein Aktieninvestment mit der Outperformancekomponente unserer Absolute-Return-Strategie.

Kay-Peter Tönnies, Antecedo Asset Management

Nur was für Sie wichtig ist.



Lesen Sie den Newsletter für institutionelle Investoren: portfolio-newsflash.de

Marktneutral investieren – der Schlüssel zum Erfolg



*Rolf Dreiseidler, Leiter Institutional Clients Germany,
Man Investments*

Die vergangenen zehn Jahre waren für viele Aktieninvestoren nervenaufreibend und auch wenig ertragreich. Extreme Kursrückgänge kamen wesentlich häufiger vor, als es aufgrund von konventionellen statistischen Modellen zu erwarten gewesen wäre. Was einmal im Leben eines Investors vorkommen sollte, häufte sich seit der Jahrtausendwende in ernüchterndem Ausmaß.

Im gegenwärtigen geopolitischen und makroökonomischen Umfeld ist nicht davon auszugehen, dass die nächsten zehn Jahre von stabileren Aktienmärkten geprägt sein werden, als dies im vergangenen Jahrzehnt der Fall war. Der Eintritt in die „Postwachstums-generation“ legt eher das Gegenteil nahe. Eine solche fehlende Grundlage für nachhaltig steigende Aktienkurse sowie die enormen Unsicherheiten erfordern ein Umdenken aufseiten der Investoren. Da der „Rückzug“ in Staatsanleihen aufgrund des vorherrschenden Niedrigzinsumfelds kaum möglich ist, stellt sich die Frage nach Alternativen.

Bei der Suche nach Alternativen muss der Investor gar nicht in „exotische“ Investments ausweichen, denn die Aktie kann grundsätzlich weiterhin als Renditequelle dienen. Allerdings muss die Wertschöpfung grundlegend anders als im Falle eines Long-only-Ansatzes erfolgen. Dies ist erforderlich, um zu verhindern, dass kurzfristige und starke Kursrückschläge die zuvor generierten Renditen zunichtemachen.

Marktexposure neutralisieren

Die Frage stellt sich nun, wie ein solches Ziel erreicht werden kann. Ein wesentliches Element stellt dabei die Minimierung des Marktrisikos dar. Denn wenn der Gesamtmarkt negativ tendiert, haben es selbst aussichtsreiche Einzeltitel schwer, sich im positiven Terrain zu behaupten, und werden oft in „Sippenhaft“ genommen.

Die Wertentwicklung und folglich auch das Risiko eines Portfolios setzen sich aus der Marktbewegung, sprich dem systematischen Risiko (Beta), und der titelspezifischen Bewegung zusammen. Während der Manager

offenkundig an seinen eigenen Fähigkeiten, Alpha zu erwirtschaften, arbeiten kann, ist eine Beeinflussung der Marktbewegung selbst nicht möglich. Aus diesem Grund erachten wir einen marktneutralen Ansatz als wesentlich erfolgversprechender. Anstatt das eingesetzte Kapital dem Risiko einer Fehleinschätzung über die zukünftige Marktentwicklung auszusetzen, sollte ein marktneutraler Long-Short-Ansatz verfolgt werden, der über alle Sektoren diversifiziert. Bei der Titelauswahl wird entweder eine Aktie relativ zu einer anderen ins Verhältnis oder ein Sektor in Relation zu einem anderen gesetzt. Mittels entsprechender Short-Positionen wird das Marktrisiko im Gesamtportfolio neutralisiert und folglich sichergestellt, dass die langfristige Wertentwicklung das Ergebnis aus Kompetenz in der Titelauswahl ist und nicht vom Markt getrieben wird. Gerade in Phasen großer Unsicherheit bildet diese Strategie eine äußerst interessante Anlagealternative für Investoren.

„Bei der Suche nach Alternativen muss der Investor nicht in exotische Investments ausweichen, denn die Aktie kann weiterhin als Renditequelle dienen.“

Intelligentes Risikomanagement

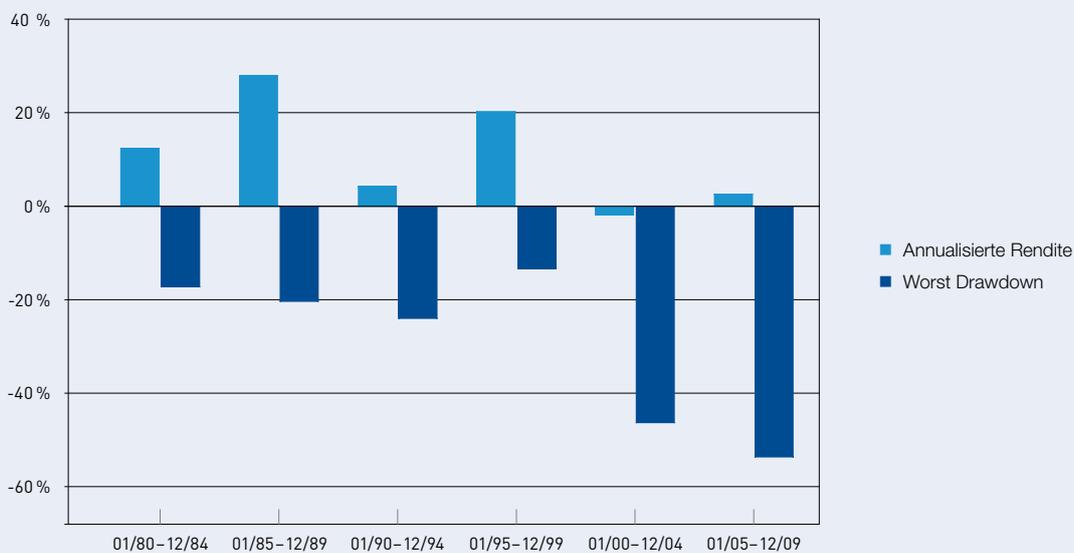
Mit dem vorgenannten Ansatz wird Marktrisiko in managementspezifisches Risiko transferiert. Dies verlangt ein aktives und intelligentes Risikomanagement, welches neben den üblichen Limits und Risikokontrollen zudem die Analyse von Kennzahlen, wie der Erfolgsquote der Transaktionen (Hit-Rates) und das Verhältnis zwischen Gewinn und Verlust (Win/Loss-Ratio), beinhalten sollte. Während die Hit-Rate zeigt, ob der Manager mehr richtige als falsche Entscheidungen gefällt hat, ermittelt das Win/Loss-Ratio, wie stark die Gewinne aus positiven Transaktionen die Verluste aus den negativen übertreffen. Durch die laufende Beobachtung und

Analyse dieser Statistiken ergeben sich nicht nur interessante und entscheidungsrelevante Faktoren für den Investor. Auch können diese Daten vom Manager selbst genutzt werden, um sein Stärke-Schwäche-Profil zu optimieren.

Von Solvency II profitieren

Im Zuge der anstehenden Einführung der Solvency-II-Direktive werden auch die Grundlagen zur Berechnung der Kapitalanforderungen für das Aktienrisiko angepasst. Bei QIS 5 stützt die Ermittlung der Kapitalanforderungen für das Aktienrisiko ausschließlich auf dem (vormals) differenzierten Stresstest ab. Die Kapitalanforderung für das Aktienrisiko basiert auf der Veränderung der im Fonds gehaltenen Einzelpositionen im Schockszenario gegenüber dem risikoneutralen Marktwertszenario. Fonds, die einen marktneutralen Ansatz verfolgen, verfügen über ein geringes (oder kein) Beta. Es besteht daher die Möglichkeit, dass Versicherungsunternehmen vom Einsatz marktneutraler Fonds auch im Hinblick auf die zukünftig geforderte Kapitalunterlegung profitieren können.

Aktienmarktrenditen und Drawdowns in den letzten 30 Jahren



Quelle: Bloomberg

Mit freundlicher Unterstützung von:



Antecedo Asset Management GmbH
Hessenring 121
61348 Bad Homburg v. d. Höhe
Tel.: +49 (0)6172 9977 130
E-Mail: info@antecedo.eu
Web: www.antecedo.eu



Aquila Capital
Valentinskamp 70
20355 Hamburg
Tel: +49 (0)40 87 50 50 – 100
Fax: +49 (0)40 87 50 50 – 129
E-Mail: info@aquila-capital.de
Web: aquila-capital.de

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 Antecedo Asset Management GmbH Aquila Capital

Kontakt:

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:

Alexander Habermehl

© 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.

Autoren:

Frank Umlauf, Michael Montag, Kay-Peter Tönnies, Rolf Dreiseidler

ISSN 1613-6772

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.

Exchange Traded Funds

INDEXSTRATEGIEN FÜR

DAS KAPITALANLAGE-

PORTFOLIO

Die nächste Ausgabe

von portfolio plattform zum

Thema ETF erscheint mit portfolio

institutionell am 15. Juni 2012.



portfolioverlag ■