

Weniger Risiko und mehr Diversifikation durch Portfoliobildung mit Absolute Return-Konzepten

von Prof. Dr. Thomas Zimmerer

► CFB0399860

» Executive Summary

» Absolute Return-Konzepte sind benchmarklose Investmentstrategien, die losgelöst von der allgemeinen Aktien- und Rentenmarktentwicklung eine Geldmarkt-Plus-Rendite erwirtschaften möchten. Der vorliegende Beitrag stellt einen sachgerechten Analyserahmen vor und zeigt, wie man durch sinnvolle Kombination und Integration von mehreren Absolute Return-Konzepten in eine traditionelle Asset Allocation aus Aktien und Renten das Portfoliorisiko reduzieren und die Diversifikation erhöhen kann.

» Absolute return concepts are benchmark-free and aim to deliver a money-market-plus-return that is independent from the bond and equity market environment. The article introduces an appropriate analysis framework and demonstrates how both portfolio risk can be reduced and diversification can be improved if a well balanced combination of several absolute return concepts is integrated into a traditional asset allocation of bonds and equities.

I. Einleitung

Die Entwicklung auf den internationalen Aktien- und Rentenmärkten in der letzten Dekade führte sehr deutlich vor Augen: eine Risikoprämie wird – wenn überhaupt – nur für die Übernahme von (Markt-)Risiken verdient. So sah bzw. sieht sich ein zum Januar 2001 etabliertes Euroland-Aktienengagement per Ende September 2010 mit zwei großen weltweiten Wirtschafts- und Finanzkrisen und den damit verbundenen erheblichen Kursrückschlägen konfrontiert. Die Erholung von der Finanzmarktkrise ist auf dem Aktienmarkt aktuell zwar im Gange, aber es sind noch nicht einmal die Einstandskurse wieder erreicht. Demgegenüber konnte ein zeit-

gleich initiiertes Investment in Euroland-Staatsanleihenmärkten einen stetigen Wertzuwachs verzeichnen und v.a. in der Finanzmarktkrise von seinem Safe Haven-Status profitieren. Ein klassisches 30% Aktien / 70% Renten-Balanced Portfolio hätte am aktuellen Rand eine positive Gesamtwertentwicklung aufzuweisen wie *Abb. 1* zeigt.

Die Diversifikation zwischen Aktien- und Rentenmärkten führte scheinbar zu einem guten Ende der ersten Dekade im neuen Jahrzehnt. Daraus aber zu schließen, dass Diversifikation auch auf kurze Sicht gilt, ist zu kurz gesprungen. *Abb. 2* zeigt die Jahresrenditen in den Euroland-Aktien- und Rentenmärkten sowie im gemischten 30/70-Portfolio.

Auf Jahressicht ist Diversifikation nicht garantiert: in drei von 10 Jahren (2010 umfasst neun Monate) hat das gemischte 30/70-Portfolio im Durchschnitt negativ rentiert und im Durchschnitt mit 2,99% p.a. lediglich eine geldmarktnahe Durchschnittsrendite erwirtschaftet. Eine statische Allokation in den Risikoprämienträgern Aktien und langen Renten sieht sich dem Problem ausgesetzt, dass Diversifikation genau dann, wenn man sie am nötigsten braucht, versagt, da in einem Krisenumfeld, wenn sich die Märkte zunehmend gleichgerichtet verhalten, die Korrelationen zusammenbrechen.

Die gute Nachricht, dass ein kurzfristiges Ausbleiben der Diversifikation durch deren langfristige Gültigkeit „ausgeglichen“ wird, mag eine beruhigende Feststellung sein. Selbst für institutionelle Langfristinvestoren ist jedoch am Kalenderjahresende auch die kurzfristige Sicht relevant, wenn es um das Erreichen von Zielrenditen oder Einhalten von Risikobudgets, die üblicherweise auf Jahressicht disponiert werden, geht.

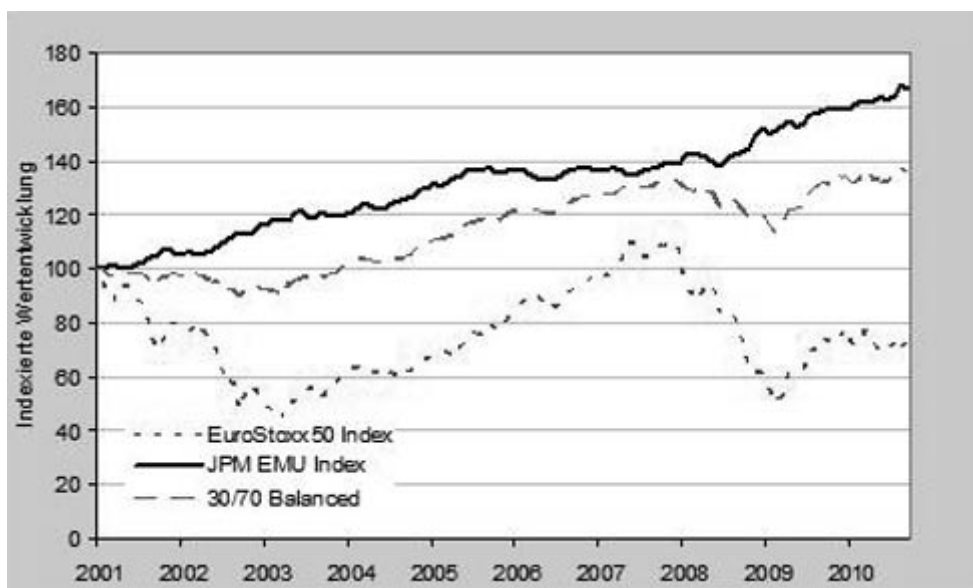


Abb. 1: Wertentwicklungsverläufe von Euroland-Aktien- und Rentenmärkten in 2001-2010

absolut positiv und sicher ist –

» AUTOR Prof. Dr. Thomas Zimmerer

Prof. Dr. Thomas Zimmerer ist Professor für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre mit Studienschwerpunkt Finanz-, Bank- und Investitionswirtschaft an der Hochschule Ansbach und Senior Consultant bei der alpha portfolio advisors GmbH, Bad Soden/Ts. Forschungsschwerpunkte: Quantitative Portfolio- und Risikomanagementmodelle, Portfolio Insurance, Absolute Return, Rentenportfolioanalyse.

Eine statische Allokation in Aktien und langen Renten sieht sich dem Problem ausgesetzt, dass Diversifikation genau dann, wenn man sie am nötigsten braucht, versagt.

Jahr	EuroStoxx50 Index	JPM EMU Index	30/70 Balanced
2001	-19,15%	5,90%	-1,72%
2002	-36,11%	9,85%	-5,29%
2003	18,42%	3,98%	8,69%
2004	9,38%	7,74%	8,31%
2005	24,30%	5,28%	10,83%
2006	18,05%	-0,25%	5,02%
2007	9,59%	1,78%	4,19%
2008	-42,40%	9,37%	-8,88%
2009	25,65%	4,32%	11,05%
2010	-4,83%	4,96%	2,21%
Gesamt	-3,80%	5,26%	2,99%

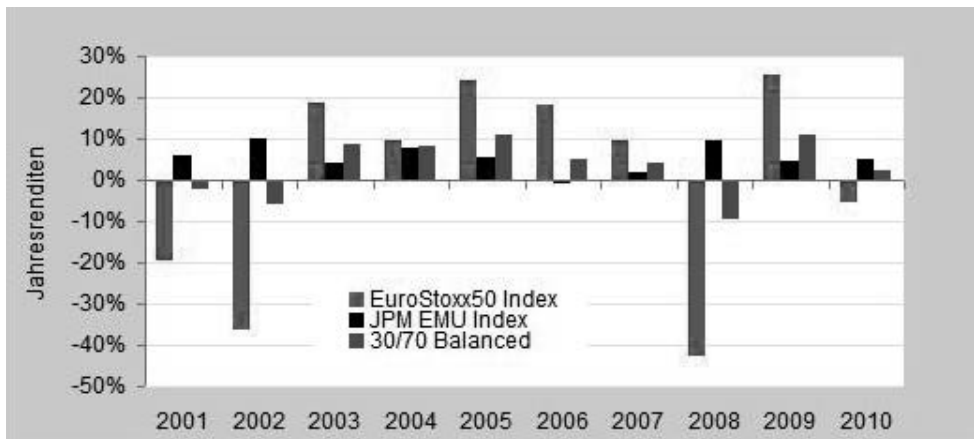


Abb. 2: Jahresrenditen von Euroland-Aktien- und Rentenmärkten in 2000-2010

abgesehen vom Gegenparteirisiko – nur ein aktuell sehr niedriger risikoloser Geldmarktzins. Im Umfeld eines historisch niedrigen Zinsniveaus und nach wie vor angeschlagenen und bisweilen hochvolatilen Aktienmärkten ist das Bedürfnis nach Absolute Returns größer denn je. So auch das Angebot an Anlagekonzepten, die sich mit dem Attribut Absolute Return schmücken. Für den Investor stellt sich damit eine Reihe von Fragen, denen dieser Beitrag nachgeht:

- » Welche Absolute Return-Konzepte gibt es?
- » Welche Assetklassen liefern Absolute Return?
- » Wie prüft man sachgerecht, ob ein Anlagekonzept Absolute Return liefert?
- » Wie bildet man ein Portfolio aus Absolute Return-Konzepten?

Der Beitrag arbeitet diese Fragestellungen systematisch ab. In Abschnitt II erfolgt nach einer kurzen Definition von Absolute Return eine Systematisierung der Absolute Return-Konzepte. Abschnitt III zeigt exemplarisch anhand realer historischer und eines simulierten Track Records die systematische Überprüfung von wünschenswerten Absolute Return-Eigenschaften. Abschnitt IV zeigt, wie man ein Portfolio aus Absolute Return-Konzepten zusammenstellen und deren vorteilhafte Effekte innerhalb des Portfolioverbundes mit traditionellen Anlageklassen wie Aktien und Renten darstellen kann. Abschnitt V schließt den Beitrag resümierend ab.

II. Systematisierung von Absolute Return-Konzepten

Das Angebot an Absolute Return-Produkten am Markt ist sehr groß. Die Produktvielfalt verbunden mit einer stellenweise unübersichtlichen und nicht klaren Abgrenzung gegenüber traditionellen Asset-

klassen ist der Tatsache geschuldet, dass es keine einheitliche und allgemein anerkannte Definition für den Begriff „Absolute Return“ gibt. Die folgende Abgrenzung von Renditebegriffen und Beschreibung von Absolute Return-Konzepten weist eine starke Ähnlichkeit zu den Anlagezielen von Portfolio Insurance-Konzepten auf¹. Eine sachgerechte Abgrenzung von Absolute Returns von gängigen Renditebegriffen lässt sich anhand Abb. 3 vornehmen.

Gesamtportfoliorenditen (Total Returns) umfassen grundsätzlich die Menge aller möglichen Renditen in einem Portfolio bestehend aus ordentlichen Erträgen (Zinsen und Divi-

¹ Vgl. Zimmerer, T./Meyer, H., Theoretische und praktische Aspekte zur Constant Proportion Portfolio Insurance: Optimierung der Strategieparameter, in: FINANZ BETRIEB, 03/2006 S. 163 (171).

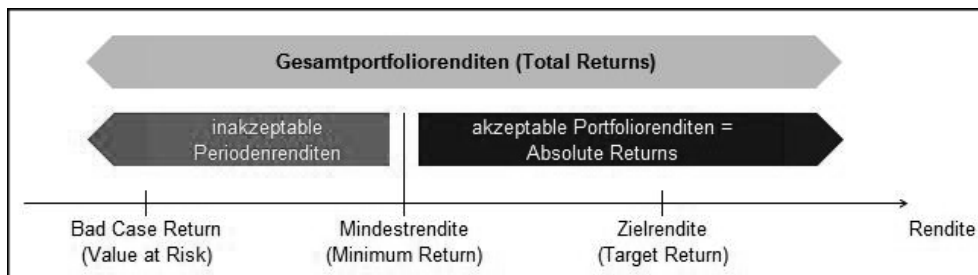


Abb. 3: Abgrenzung verschiedener Return-Begriffe

denden) und außerordentlichen Erträgen (Kursgewinne). Absolute Return-Konzepte versuchen Risiko-Ertragsprofile zu erzeugen, die nicht nur Bad Case-Renditen in Form eines (negativen) Value at Risk vermeiden, sondern Renditen unterhalb einer vordefinierten, u.U. bereits davor liegenden Mindestrendite (Minimum Return) komplett abschneiden: die Mindestrendite, die in jedem Einzeljahr mit hinreichender Konfidenz erwirtschaftet werden soll, teilt aus der Sicht des Investors die Gesamtportfoliorenditen in akzeptable und inakzeptable Renditen, wobei letztere die eigentliche Definition und Abgrenzung von Absolute Returns und Total Returns ermöglichen: Absolute Returns sind die Teilmenge von Total Returns, die einen Minimum Return sicher übertreffen bzw. nicht unterschreiten sollen. Die Analogie zur Wertsicherung ist damit bereits in der Terminologie erkennbar. Während man bei Absolute Return-Konzepten die Anlageziele auf Renditebasis formuliert, erfolgt deren Konkretisierung bei Portfolio Insurance-Konzepten auf Basis von Wertsicherungsniveaus. So ist z.B. die Vermeidung der Unterschreitung einer Mindestrendite von Null Prozent identisch mit dem Anstreben eines Wertsicherungsniveaus von 100%. Somit ist jedes Mindestrenditeziel als Wertsicherungsniveau darstellbar und umgekehrt. Das Anstreben attraktiver Zielrenditen auf lange Sicht unter gleichzeitiger Einhaltung darunter liegender Mindestrenditen bzw. Wertsicherungsniveaus auf kurze, i.d.R. jährliche Sicht, ist Gegenstand von Absolute Return- oder Portfolio Insurance-Konzepten. Wie nahe die Mindestrendite an der Zielrendite liegen kann, wird indirekt durch die risikolose Rendite bestimmt: sie ist eine „natürliche“ Obergrenze für die Mindestrendite. Dabei gilt: je höher die Mindestrendite, umso „geldmarktnäher“ wird letztendlich die Zielrendite sein. Eine signifikante Geldmarkt-Plus-Zielrendite kann somit mittel- bis langfristig nur erreicht werden, wenn der Investor auf Einzeljahressicht einen gewissen „Verzicht“ auf sichere Rendite übt. Der Renditeverzicht in Form des Risikobudgets, das der Investor pro Anlageperiode „at Risk“ gibt, wird sich dann mittel- bis langfristig als Risikoprämie manifestieren. Vor diesem Hintergrund lassen sich vier Eigenschaften formulieren, die eine Anlagestrategie aufweisen sollte, damit sie als Absolute Return klassifiziert werden kann²:

- » Zielkonformes Upside-Potenzial, so dass die Zielrendite mit einer hohen Wahrscheinlichkeit bestmöglichst in jeder Betrachtungsperiode (z.B. Geschäftsjahr) erreicht bzw. übertroffen werden kann.

2 Vgl. Dichtl, H./ Zimmerer, T., Absolute Return – Definition, Analyseverfahren und Strategievergleich, in: absolut report, 46/2008 S. 16 (27) und Dichtl, H./ Zimmerer, T., Absolute Returns: Wichtige Eigenschaften, sachgerechter Analyserahmen und systematischer Strategievergleich, in: Österreichisches BankArchiv, 57. Jahrg., 12/2009 S. 890 (906).

- » Geringes Verlust-Potenzial (geringe Verlustwahrscheinlichkeit und geringes Verlustausmaß).
- » Asymmetrische Renditeverteilung (höheres „Upside-“ als „Downside-Potenzial“).
- » Weitgehende Unkorreliertheit mit den Renditen zugrundeliegender traditioneller Märkte (z.B. Aktien- und

Rentenmärkte), insbes. in den schwierigen Marktphasen.

Die klassische Kategorisierung von Absolute Return-Strategien nimmt i.d.R. eine Einteilung nach den folgenden beiden Kriterien vor: nach operativen Aspekten in statische und dynamische Konzepte und nach den Sicherungsinstrumenten in Konzepte mit und ohne Optionen³. Unsauber oder nicht adressiert ist bei dieser Art der Klassifizierung, ob es sich um absolute oder relative Risiko-Ertragsquellen handelt, d.h. ob die Renditebeiträge Marktrisiken (Beta) enthalten oder frei davon sind (Alpha). Im Folgenden wird eine alternative Differenzierung von Absolute Return-Konzepten in Beta-basierte und Alpha-basierte Absolute Return-Konzepte getroffen.

1. Beta-basierte Absolute Return-Konzepte

Die klassische Kategorisierung von Absolute Return-Strategien nach Managementstil und Sicherungsinstrumenten wird wie folgt reformiert. Anstelle der Sicherungsinstrumente rückt die „Härte“ der Mindestrendite- bzw. der Wertsicherungszusage. Die Grundidee bei einer harten Wertsicherungsstrategie besteht darin, an einer positiven Marktentwicklung (z.B. des Aktienmarktes) zu partizipieren und gleichzeitig das Verlustpotenzial auf ein fest vorgegebenes Limit (z.B. 0%, -5% oder -10% p.a.) zu beschränken. Die Wertuntergrenze ist insofern „hart“, da das Ausfallrisiko, diese Wertuntergrenze zu unterschreiten im Idealfall Null (statische Strategien) bzw. annähernd Null (dynamische Strategien) sein soll. Auf diese Weise entsteht eine asymmetrische Renditeverteilung, welche die wünschenswerte Eigenschaft der Rechtsschiefe aufweist. Die Differenzierung in statisch vs. dynamisch setzt an der operativen Umsetzung bzw. an den Anlageinstrumenten an: so sind optionsbasierte Strategien statisch, da die Portfoliostruktur bestehend aus Underlyings und Optionen einmalig zum Beginn der Anlageperiode implementiert und unverändert bis zum Ende der Anlageperiode beibehalten wird (z.B. Protective Put oder Zero Plus Call). Dynamische Strategien kommen ohne Optionen aus und erfordern ein kontinuierliches Anpassen der Portfoliostruktur im risikotragenden vs. risikofreien Asset, um die Wertsicherung per Ende der Anlageperiode sicherzustellen (z.B. Synthetic Put, Constant Proportion Portfolio Insurance, kurz CPPD)⁴.

Neben den dynamischen Wertsicherungsstrategien mit harter Wertuntergrenze existieren auch solche mit einer weichen Wertuntergrenze. Die Wertuntergrenze ist insofern „weich“, als sie (nur) mit einer vordefinierten Konfidenzwahrscheinlichkeit erreicht wird, d.h. mit einem quantifizierbaren Ausfall-

3 Vgl. Zimmerer, T., Mythos Absolute Return: Was bestimmt die Partizipationsquote von statischen und dynamischen Konzepten?, in: FINANZ BETRIEB, 02/2008 S. 129 (139). (Fußnote 4 auf S. 77).

risiko versehen ist⁵. Die Abgrenzung zwischen hart und weich äußert sich v.a. in den Kosten der Wertsicherung. Die Kosten einer harten Wertsicherung sind je nach Marktumfeld nicht unerheblich: so werden gerade in einem volatilen Marktumfeld hohe Versicherungsprämien in Form der impliziten Volatilität für optionsbasierte Konzepte bzw. in Form von volatilitätsbedingten Transaktionskosten auf Basis der realisierten Volatilität bei der CPPI bezahlt. Das Dilemma für den Anleger ist, dass eine harte Wertsicherung in einer Situation, in der sie am stärksten benötigt wird, am teuersten ist. Die (Opportunitäts-)Kosten manifestieren sich letztendlich in einer geringeren Partizipation am abzusichernden Risikoträger bei steigenden Märkten, d.h. der Anleger erhält im Gegenzug dafür, dass das Wertsicherungskonzept bei fallenden Märkten eine harte Wertuntergrenze (ohne Ausfallrisiken) einhält, nur eine geldmarktnahe Rendite, wenn die Märkte steigen. Da das Bedürfnis nach Sicherheit bei der Entscheidung für ein Wertsicherungskonzept im schlechten Marktumfeld hoch ist, wird die Notwendigkeit einer möglichst attraktiven Partizipation im guten Marktumfeld gedanklich oft unterbewertet bzw. gar nicht bedacht. Dabei ist die Maximierung des Upside-Potenzials ebenso wichtig wie die Minimierung bzw. Vermeidung des Downside-Potenzials. Eine Abhilfe für den hohen Preis harter Wertsicherungskonzepte bieten weiche Wertsicherungskonzepte. Wenn der Investor bereit ist, ein limitiertes Ausfallrisiko und eine quantifizierbare Ausfallhöhe im Falle des Ausfalles zu tragen, dann wird er für die Übernahme dieser Risiken mit einer höheren Partizipationsrate belohnt, m.a.W. das weiche Konzept ist „billiger“ als das harte Konzept. Immer beliebter in der Praxis sind daher Value at Risk (VaR)⁶- oder Shortfall Risk-basierte⁷ Konzepte, die die Einhaltung eines individuellen Risikobudgets kalenderjährlich mit einer Konfidenzwahrscheinlichkeit von z.B. 99% in Aussicht stellen. Dabei wird je nach Umsetzungsfrequenz die Portfoliostruktur unter Einrechnung aufgelaufener Erträge bzw. Verluste derart (re)allokiert, dass der Ist-VaR dem Soll-VaR in Form des disponierten Risikobudgets entspricht. Der Mechanismus ist demnach eine dynamische VaR-Steuerung (Dynamic Value at Risk Control, kurz DVC) und erfordert lediglich die Schätzung einer Varianz-Kovarianzmatrix der involvierten Assetklassen, über die der VaR des Portfolios berechnet werden kann.

4 Gegenstand dieses Beitrages ist nicht die Darstellung der hinreichend bekannten Portfolio Insurance-Konzepte. Für eine Skizzierung und Kurzbeschreibung der Konzepte nach dem traditionellen Klassifikationsschema und entsprechendem Literaturverweis siehe Zimmerer, T., Mythos Absolute Return: Was bestimmt die Partizipationsquote von statischen und dynamischen Konzepten?, in: FINANZ BETRIEB, 02/2008 S. 129 (139) und Zimmerer, T., Mythos Absolute Return: Gibt es das bessere Absolute Return-Konzept?, in: FINANZ BETRIEB, 03/2008 S. 207 (215). Hinsichtlich eines Strategievergleichs siehe auch Benninga, S., Comparing Portfolio Insurance Strategies, in: Finanzmarkt und Portfolio Management, 4. Jg., Nr. 1/1990 S. 20 (30).

5 Dabei ist das Ausfallrisiko = 1-Konfidenzwahrscheinlichkeit.

6 Für die Darstellung eines Value at Risk-basierten dynamischen Wertsicherungskonzeptes sei verwiesen auf Dichtl, H./Zimmerer, T., Absolute Returns: Wichtige Eigenschaften, sachgerechter Analyserahmen und systematischer Strategievergleich, in: Österreichisches BankArchiv, 57. Jahrg., 12/2009 S. 896. Eine weitere Darstellung weicher Risikomanagementkonzepte findet man bei Hafner, R./Korn, M./Stephan, T., Moderne Risikomanagementkonzepte für institutionelle Anleger, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 16/2009 S. 766 (769).

7 Vgl. Herold, U./Maurer, R./Purschaker, N., Total Return Fixed-Income Portfolio Management, in: The Journal of Portfolio Management, Spring 2005 S. 32 (43) und Herold, U./Maurer, R./Stamos, M./Thanh Vo, H., Total Return Strategies for Multi-Asset Portfolios: Dynamically Managing Portfolio Risk, in: Journal of Portfolio Management, Vol. 33, Winter 2007 S. 60 (76).

Den Schwächen der tagesbasierten Wertsicherungskonzepte mit der – trotz Einbau von Handelsfiltern – hohen Anfälligkeit gegenüber Sägezahnmärkten und der Gefahr des Ausstoppens kann durch eine zeitliche Glättung, d.h. durch eine wöchentliche oder gar monatliche Anpassungsfrequenz begegnet werden. Das dadurch entstehende Gap-Risiko zwischen zwei Anpassungszeitpunkten muss im Restrisiko der Höhe Eins minus Konfidenzwahrscheinlichkeit aufgefangen werden. Die Bereitschaft, dieses Restrisiko zu tragen, öffnet zusätzlichen Raum für die Integration von Assetklassen in die Wertsicherungsaussage, für die nicht notwendigerweise börsengehandelte Derivate zur Absicherung zur Verfügung stehen müssen. Die Einräumung eines mit einer vordefinierten Konfidenzwahrscheinlichkeit einzuhaltenden, aber tolerierbaren Ausfalles (Value at Risk) und das Bewusstsein über die Höhe des Ausfalles im Falle eines Ausfalles (Conditional Value at Risk) eröffnen somit einen größeren Möglichkeitsraum für Assetklassen und Anlagestrategien für den Anleger einerseits und das Abrücken von einem hochfrequenten Portfolio-monitoring andererseits.

Harte und weiche Konzepte in puncto Leistungsfähigkeit zu vergleichen ist streng genommen nicht zielführend. Die Wahlmöglichkeit zwischen einem harten oder weichen Konzept ist in der Praxis oftmals gar nicht gegeben, sondern von Vorgaben oder Rahmenbedingungen abhängig, denen sich ein Investor ausgesetzt sieht. Beta-basierte Absolute Return-Konzepte, egal ob hart oder weich, haben aber zwei zentrale Schwächen: sie weisen konzeptbedingt eine hohe Marktabhängigkeit auf und sind teuer. Da der Absolute Return letztendlich rein auf einer Verlustvermeidung bzw. -begrenzung des Risikoprämienträgers beruht, ist man de facto an einer partiellen Marktabhängigkeit, nämlich an der nach oben interessiert. Die Upside Participation ist aber im Gegenzug für die geforderte Downside Protection nur limitiert. Eine Steigerung der Partizipation ist nur dadurch möglich, wenn eine entsprechende Risikobereitschaft mitgebracht wird. Streng genommen ist die Absolute Return-Eigenschaft letztendlich ein asymmetrisches, abgesichertes Beta. Den Grad der Beta-Abhängigkeit steuert man über die Mindestrendite bzw. das Wertsicherungsniveau. Diese letztendlich mehr oder weniger hohe Beta-Abhängigkeit ist eigentlich unerwünscht: gefragt sind Konzepte, die in steigenden wie fallenden Aktienmärkten Absolute Return liefern.

2. Alpha-basierte Absolute Return-Konzepte

Alpha-basierte Absolute Return-Konzepte vermeiden die Schwächen der Beta-basierten Konzepte dadurch, dass sie in der Grundidee kein oder kaum Marktexposure aufweisen sollen. Die Grundcharakteristika von Alpha-basierten Absolute Return-Konzepten, wie sie aktuell verstärkt von institutionellen Investoren wie Versicherungen und Pensionskassen nachgefragt werden, weisen die folgenden Merkmale auf:

- » Keine Vorgabe einer Benchmark
- » Absolutes Renditeziel in Abhängigkeit des zur Verfügung stehenden Risikobudgets
- » Höchste Priorität auf Verlustvermeidung
- » Asymmetrisches Risikoprofil
- » Konstante und schwankungsarme Wertentwicklung
- » Grundsätzlich keine bzw. wenig Beschränkungen für den Asset Manager im Rahmen der gesetzlichen bzw. aufsichtsrechtlichen Anlagegrenzen

Durch den Verzicht auf eine Benchmark sind Alpha-basierte Konzepte grundsätzlich offen für alle Assetklassen. Der Investor verfolgt nicht die Orientierung an einen Referenzindex, sondern die Erwirtschaftung eines absoluten Renditeziels, das üblicherweise einer strategischen Zielrendite entspricht, die sich beispielsweise aus einer Asset-Liability-Überlegung ergeben kann. Für die Erwirtschaftung der langfristigen Zielrendite räumt der Anleger ein jährliches Risikobudget ein, das man in eine auf Jahressicht einzuhaltende Mindestrendite übersetzen kann. Obwohl das Risikobudget damit Verluste im „Bad Case“ zulässt, liegt i.d.R. trotzdem eine hohe Verlustaversion vor, d.h. aufgrund der „Myopic Loss Aversion“⁸ besteht oftmals ein Unterschied zwischen dem „gefühlten“ Risiko und dem „eingeräumten“ Risiko. So ist es bei der quantitativen Due Diligence von Absolute Return-Produkten durchaus interessant zu sehen, wie sich der tagesbasierte Wertentwicklungsverlauf des Produktes darstellt. Gerade in Krisenzeiten neigen Investoren dazu, täglich das Portfolio zu betrachten und nehmen verstärkt die kurzfristigen Wertschwankungen auf Tagesbasis zur Kenntnis, obwohl das Risikobudget auf Basis von Jahresvolatilitäten disponiert wurde. Insgesamt sind Anleger an einer konstanten und schwankungsarmen Wertentwicklung interessiert, d.h. das Produkt sollte auch oder gerade in einem hochvolatilen Marktumfeld eine gewisse Robustheit aufweisen.

Dieser Anforderungskatalog bedingt letztendlich eine Marktneutralität der Portfoliostruktur, die sich nur durch den Einsatz von Derivaten darstellen lässt und die es erlauben, kostengünstig und schnell die Beta-Komponente im Portfolio auszublenden. Die Erfüllung dieses Anforderungskataloges nimmt eine Assetklasse besonders für sich in Anspruch, die viele Investoren allerdings nicht erwerben können oder wollen. Hedge Fonds sind geradezu prädestiniert dafür, durch ihre fehlende Kreditaufnahmebeschränkung sowie durch den unbeschränkten und flexiblen Einsatz von Derivaten pures Alpha ohne Beta-Exposure zu erwirtschaften. Trotz der Vorbehalte gegenüber Hedge Fonds besteht ein zunehmendes Interesse institutioneller Investoren an Alpha, das bei steigenden und fallenden Märkten generiert werden soll. Eine Möglichkeit, diesem Interesse nachzukommen, sind UCITS III-Fonds, die einen hohen regulatorischen Standard in Bezug auf erwerbbarer Vermögensgegenstände, Derivateinsatz und anzuwendende Risikomanagement-Methoden vorschreiben⁹. Die „UCITS-Richtlinie“ (Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13.07.2009) ermöglicht letztendlich den Erwerb von ansonsten nur in Offshore-Vehikel abbildbaren alternativen Investmentstrategien in Form von streng regulierten Onshore-Vehikeln via Publikumsfonds mit der erwünschten Transparenz und Liquidität von traditionellen Anlagestrategien.

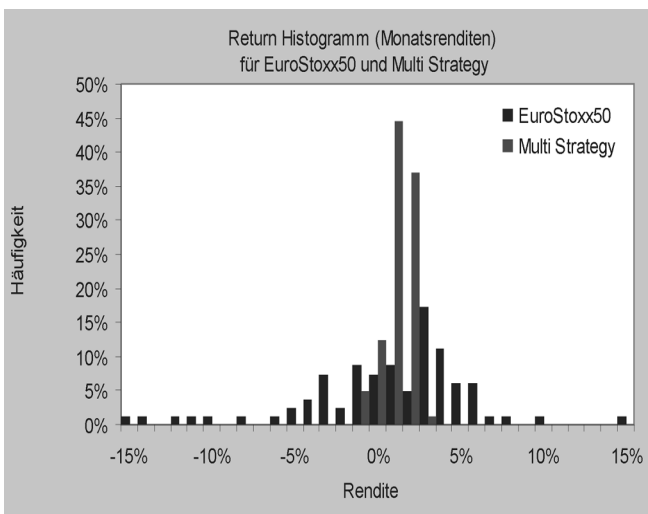
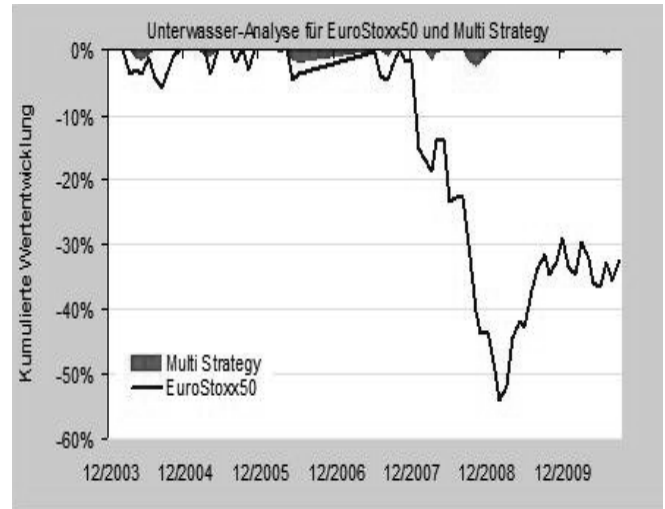
8 Zum psychologischen Phänomen der unterschiedlichen Wahrnehmung von Gewinnen und betragsgleichen Verlusten sei verwiesen auf Kahneman, D. / Tversky, A., Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk, in: *Econometrica*, Vol. 47/1979 S. 263 (291), Tversky, A. / Kahneman, D., Advances in Prospect Theory: Cumulative Representation of Uncertainty, in: *Journal of Risk and Uncertainty*, Vol. 5/1992 S. 297 (323) und Benartzi, S. / Thaler, R.H., Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle, in: *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 110, Fall 1995 S. 73 (92).

9 Für eine ausführliche Darstellung der rechtlichen Rahmenbedingungen von UCITS III-Fonds sei verwiesen auf Kayser, J. / Schlicker, G., Alternative Investmentstrategien im UCITS-Format – ein Überblick, in: *absolut report*, 52/2009 S. 58 (67) und Kayser, J. / Lindemann, A. / Holleschek, L., Einsatzmöglichkeiten von Alternative-Investment-Indizes unter UCITS III, in: *absolut report*, 46/2008 S. 44 (53).

Die nachfolgend skizzierten Absolute Return-Konzepte weisen sämtliche obigen Anforderungen auf und sind alle über UCITS III-Vehikel investierbar. Sie zeichnen sich ferner durch eine ähnliche Basisstruktur aus: das Bodensatzinvestment der Anlagekonzepte stellt ein kurzlaufendes Renteninvestment, i.d.R. Staatsanleihen oder hochqualitative Pfandbriefe erster Bonität dar, das als Gegenposition für die je nach Anlagekonzept unterschiedlichen Derivate Overlays dient und für eine geldmarktähnliche Basisrendite sorgt. Die Derivate Overlays verfolgen den Zweck, einzelne oder multiple Alpha-Quellen synthetisch zu erschließen und sorgen für die über die Basisrendite hinausgehende Zusatzrendite. Dabei werden Derivate ge- und verkauft, d.h. der Portfoliomanager exponiert sich Long wie Short in verschiedene Assetklassen oder Einzeltitel, wobei die saldierte Gesamtposition im Optimum ein Beta von Null aufweist. Die Unterschiede in den Anlagekonzepten, die nachfolgend kurz skizziert werden, liegen ausschließlich in den Alphaquellen, die erschlossen werden.

- » **Multi Strategy-Ansätze:** Anlagekonzepte aus diesem Bereich sind im Wesentlichen Global Tactical Asset Allocation (GTAA)-Konzepte, die keine Einschränkungen bezüglich des Anlagespektrums aufweisen und als Makro-Strategie durch den Einsatz von liquiden Derivaten auf verschiedene Assetklassen wie Aktien, Anleihen, Rohstoffe¹⁰, Währungen und Geldmarkt eine breite und taktische Steuerung der Marktexposures erlauben. Durch ihre geringe Marktkorrelation, ihre globale Ausrichtung und fundamentale Nachvollziehbarkeit sind Multi Strategy-Ansätze auf Investorenmenseite gut platzierbar.
- » **Optionsbasierte Ansätze:** Kauf und Verkauf von börsenhandelten Call- und Put-Optionen auf Aktienindizes und/oder Einzelaktien zur Ausnutzung von Bewertungsanomalien (Volatilitäts-Smile). Durch den systematischen Kauf „billiger“ und Verkauf „teurer“ Volatilität durch Variation von Laufzeiten und Basispreisen eines Basisobjektes ist es möglich, Preiskorridore zu etablieren, innerhalb derer eine positive Wertentwicklung erwirtschaftet werden kann, egal ob der Kurs des Basisobjektes steigt oder fällt. Durch die Kombination unterschiedlicher Optionsprofile entlang der Preisachse des Underlyings ist es möglich, die Wahrscheinlichkeit, in jeder Marktphase Wertentwicklungsbeiträge einzusammeln, zu maximieren. Optionsbasierte Konzepte erfordern aufgrund ihrer Komplexität ein funktionierendes Risikomanagement-System des Portfoliomanagers und eine jederzeitige Handlungsfähigkeit gerade im Umfeld von Volatilitätssprüngen wie am Börsentag des „Flash Crash“. Darüber hinaus erfordern die Konzepte eine gewisse Offenheit und Akzeptanz auf Investorenmenseite, sich intransparenten und anspruchsvollen Optionsstrategien anzunähern.
- » **Fixed Income Absolute Return:** Das Spektrum möglicher aktiver Positionierungen sowie der derivative Instrumentenbaukasten sind im globalen Fixed Income-Bereich

10 Zu beachten ist hierbei, dass sich Rohstoff-Strategien nur auf Indizebene im UCITS III-Format abbilden lassen, d.h. der synthetische Erwerb von Single Commodities stellt keine zulässigen Vermögensgegenstände im Sinne des § 51 Abs.1 InvG dar. Zulässig ist die Etablierung von Rohstoffstrategien, die sich auf einen referenzkonformen Finanzindex, d.h. den Rohstoffmarkt als Ganzes oder einen Teilbereich des Rohstoffmarktes beziehen.



Maximum	EuroStoxx50		Multi Strategy	
Drawdown	Datum	Max DD	Datum	Max DD
Beginn	Okt 07	-54,21%	Aug 08	-2,35%
Ende	Feb 09		Okt 08	
Risiko-Ertragszahlen	Euro-Stoxx50	Multi Strategy		
Geom. Mittel p.a.	2,88%	8,05%		
Arithm. Mittel p.a.	4,46%	8,09%		
Volatilität	17,37%	2,69%		
Schiefe	-0,60	-0,80		
Kurtosis	4,66	3,64		
Sharpe Ratio	0,08	1,89		

Abb. 4: Direktvergleich EuroStoxx50 vs. Multi Strategy Absolute Return

sehr umfangreich. Die Darstellung der Absolute Return-Charakteristik kann durch synthetische Durations- und Zinsstrukturkurvenpositionierungen (Bullet vs. Barbell), Branchen- und Sektorallokationen, Auswahl der Credit-Segmente, Steuerung der Länderrisiken sowie titelspezifische Positionierungen erfolgen. Als Instrumente stehen Zinsterminkontrakte (Futures) und Optionen, Swaps auf einzelne Corporate Bonds (CDS-Kontrakte) oder Indizes (CDX-Kontrakte) sowie Total Return Swaps auf ganze Indexaggregate zur Verfügung.

» **Emerging Markets Debt (EMD):** Die fundamentalen Langfristperspektiven der Schwellenländer sind deutlich optimistischer einzuschätzen als die der entwickelten Industrieländer. Die Schwellenländer weisen aufgrund ihres hohen Rohstoffaufkommens und durch die weiter zunehmende Globalisierung sowie aufgrund ihrer im Vergleich zu den hochentwickelten Industrieländern besseren demographischen Rahmenbedingungen ein Wachstumspotenzial auf, an dem Investoren vermehrt partizipieren möchten. Die vergleichsweise geringe Verschuldung der Schwellenländer bei inzwischen mehr als 30 Nationen mit Investment Grade-Rating machen ein Anleiheengagement zunehmend attraktiv. Die operative Umsetzung der Anlagestrategie ist vergleichbar zum Fixed Income Absolute Return, geht jedoch fokussiert auf EMD-Investments vor.

» **Währungen:** Taktische (zumeist technisch bzw. quantitativ bedingte) Positionierung im Währungsbereich durch Implementierung über Derivate im Kassa- und Terminmarkt sind das Charakteristikum von währungsbasierten Absolute Return-Konzepten. Die Einzelpositionen weisen meist eine nur kurze bis mittlere Haltedauer von wenigen Handelstagen bis maximal mehreren Wochen auf. Durch die rein technische Signalgenerierung im hochfrequenten Datenbereich mit Loslösung von fundamentalen „Grundströmungen“ im Markt weisen Absolute Return-Konzepte im Währungsbereich interessante Kreuzkorrelationseffekte zu den übrigen Absolute Return-Konzepten und zu traditionellen Assetklassen auf.

III. Systematische Analyse der Absolute Return-Konzepte

In diesem Abschnitt werden exemplarisch die folgenden vier Absolute Return-Konzepte quantitativ untersucht:

- » Dynamic Value at Risk Control (DVC)
- » Multi Strategy
- » Optionsbasiert
- » Emerging Markets Debt (EMD)

Die Untersuchung eines Beta-basierten Konzeptes (DVC) und von drei Alpha-basierte Konzepten zielt im Wesentlichen darauf ab, herauszuarbeiten, inwieweit die Konzepte

Evaluationskennziffern	Euro Stoxx50	JPM EMU	DVC	Multi Strategy	Options-basiert	EMD
Standard-Risiko-Ertragskennziffern						
Realisierte Rendite p.a.	2,88%	4,88%	5,79%	8,05%	22,47%	8,28%
Volatilität p.a.	17,37%	3,52%	3,29%	2,69%	6,78%	5,55%
Sharpe Ratio	-0,01	0,53	0,85	1,88	2,87	0,95
Differenzierte Risiko-Ertragskennziffern						
Downside-Potenzial						
Verlusthäufigkeit	40,74%	35,80%	27,16%	17,28%	19,75%	30,86%
95% VaR	-9,61%	-1,21%	-1,09%	-0,99%	-1,42%	-1,59%
conditional 95% VaR	-12,14%	-1,30%	-1,49%	-1,24%	-1,89%	-2,33%
Minimum	-14,66%	-1,42%	-2,23%	-1,45%	-3,09%	-3,15%
Maximum Drawdown	-54,21%	-3,61%	-4,77%	-2,35%	-3,09%	-8,30%
Upside-Potenzial						
Partizipationsrate Aktienmarkt			32,51%	29,77%	51,53%	38,14%
Partizipationsrate Rentenmarkt			53,42%	54,28%	45,73%	56,57%
Asymmetrie						
Schiefe	-0,60	0,29	-0,25	-0,80	0,23	0,55
Omega	1,21	2,59	3,44	6,59	11,19	3,16
Korrelation						
zum Aktienmarkt			0,42	0,28	0,13	0,38
zum Rentenmarkt			0,59	0,17	-0,10	0,06

Tab. 1: Analyseergebnisse zur Überprüfung der Absolute Return-Eigenschaften

wünschenswerte Absolute Return-Eigenschaften aufweisen¹¹. Das der Untersuchung zugrunde gelegte Datenmaterial umfasst im Falle des Beta-basierten Absolute Return-Konzeptes die simulierten monatlichen Renditen der DVC-Strategie basierend auf Euroland-Aktien (EuroStoxx50-Index) und Euroland-Renten (JP Morgan EMU Government Bond Index). Dabei wurde das Konzept so parametrisiert, dass bei monatlicher Umsetzung die Aktien-Rentenaufteilung ggf. unter Beimischung von Kasse so angepasst wird, dass zu jedem Monatsanfang ein Soll-VaR von -5% p.a. bei einer Konfidenzwahrscheinlichkeit von 99% eingehalten wird. Die drei Alpha-basierten Absolute Return-Konzepte werden durch die monatlichen Euro-Renditen realer Produkte vor Kosten im Zeitraum der längsten gemeinsamen Historie auf Kalenderjahresbasis von Januar 2004 bis September 2010 abgebildet. Als Vergleichsmaßstab zur Herausarbeitung der Marktunabhängigkeit der Absolute Return-Konzepte wird der EuroStoxx50 Index (kurz EuroStoxx50) sowie der JP Morgan EMU Government Bond Index (kurz JPM EMU) verwendet.

11 Die Ausführungen folgen dem von Dichtl, H./ Zimmerer, T., Absolute Return – Definition, Analyserahmen und Strategievergleich, in: absolut report, 46/2008 S. 16 (27) und Dichtl, H./ Zimmerer, T., Absolute Returns: Wichtige Eigenschaften, sachgerechter Analyserahmen und systematischer Strategievergleich, in: Österreichisches BankArchiv, 57. Jahrg., 12/2009 S. 890 (906) entwickelten Analyserahmen zur Überprüfung von Absolute Return-Eigenschaften und beschränken sich auf die reine Anwendung und Interpretation ausgewählter Kennziffern sowie graphischer Evaluationstechniken. Für ein tiefer gehendes Studium des kompletten Analyserahmens und der verwendeten Kennziffern sei auf die beiden Beiträge verwiesen.

Die Analysen können zum einen paarweise für jedes einzelne Absolute Return-Konzept gegenüber dem Marktindex sowie komparativ auf Basis von sachgerechten Kennziffern bzw. in Form von aussagekräftigen Graphiken über alle Absolute Return-Konzepte hinweg vorgenommen werden. Für die paarweise Gegenüberstellung sei im Folgenden exemplarisch das Ergebnis der Gegenüberstellung des EuroStoxx50 mit dem Multi Strategy-Konzept dargestellt:

Die linke obere Graphik in Abb. 4 zeigt die indexierten Wertentwicklungen im Analysezeitraum. Die post 2003-Erholungsphase im Euroland-Aktienmarkt ist ebenso ersichtlich wie auch dessen Absturz im Umfeld der Finanzmarktkrise. Das Multi Strategy-Konzept zeigt sich davon unberührt und weist einen stetigen Aufwärtspfad auf. Die Unterwasser-Analyse in der rechten oberen Graphik unterstreicht eindrucksvoll die Begrenzung des Downside-Potenzials: während der Aktienmarkt signifikant

und dauerhaft unter die Nulllinie untertauchte, sind im Multi Strategy-Konzept nur minimale Draw Downs erkennbar. Der maximale Draw Down als ungünstigste kumulierte Abfolge von Verlusten weist im Euroland-Aktienmarkt -54,21% über einen Zeitraum von 16 Monaten von Oktober 2007 bis Februar 2009 auf, im Multi Strategy-Konzept dagegen nur -2,35% über einen Zeitraum von nur 2 Monaten von August bis Oktober 2008, wie der rechten unteren Tabelle entnommen werden kann. Darüber hinaus sind neben der realisierten Rendite in Form des geometrischen annualisierten Durchschnitts die vier Verteilungsmomente der Wertentwicklungshistorien wiedergegeben. Die beiden höheren Verteilungsmomente Schiefe und Kurtosis zeigen, dass diese Verteilungsmaße per se nur wenig Aussagekraft besitzen, sondern immer im Quervergleich und unter Einbezug zusätzlicher Evaluationskennziffern zu lesen sind. So weisen das Absolute Return-Konzept wie der Aktienmarkt eine Linksschiefe auf und auch die Kurtosis ist jeweils deutlich größer als bei einer normalverteilten Rendite mit einem Richtwert von 3. Das Verteilungshistogramm in der linken unteren Graphik relativiert dies jedoch und zeigt die Vorzüge des Multi Strategy-Konzepts auf einen Blick: das Verteilungsprofil, wenn auch leicht linkschief, ist deutlich attraktiver als das des Euroland-Aktienmarktes. Dies reflektiert letztendlich auch die Sharpe Ratio, die bei Zugrundelegung einer risikolosen Rendite von 3% p.a. (angelehnt an den durchschnittlichen 12M Euribor-Satz im Untersuchungszeitraum) und unter Heranziehung der arithmetischen Mittel beider Renditeverteilungen auf eine deutlich höhere risikoadjustierte Mehrrendite gegenüber Geldmarkt für das Multi Strategy-Konzept hindeutet.

Für eine sachgerechte und vollständige quantitative Due Dilligence ist jede paarweise Gegenüberstellung zwischen Absolute Return-Konzept und Aktien- bzw. Rentenmarkt erforderlich. Eine komparative Zusammenfassung der Ergebnisse im Quervergleich bietet *Tab. 1*, die auf Basis aussagekräftiger Kennziffern die Abprüfung der vier Absolute Return-Eigenschaften aus Abschnitt II ermöglicht.

Die Standard-Risiko-Ertragskennziffern belegen die Attraktivität der Absolute Return-Konzepte: jedes Konzept weist eine deutlich attraktivere Sharpe Ratio gegenüber einer Geldmarktrendite von 3% p.a. auf als die der Euroland-Aktien- bzw. Rentenmärkte im Untersuchungszeitraum. Die vier Absolute Return-Eigenschaften werden nun durch eine Auswahl von differenzierten Risiko-Ertragskennziffern auf Monatsbasis komparativ gegenübergestellt, um weitere Erkenntnisse über die Absolute Return-Eigenschaften zu gewinnen.

Quantifizierung des Downside-Potenzials

Bei der Überprüfung des Downside-Potenzials kommen verschiedene downside-orientierte Kennziffern zum Einsatz. Die Verlusthäufigkeit misst, wie häufig die jeweilig untersuchte Renditehistorie aus 81 Monatsrenditen negativ rentierte: erstaunlicherweise erwies sich hier der Euroland-Rentenmarkt im Vergleich zum Euroland-Aktienmarkt als annähernd ähnlich riskant, da in rd. 36% der Fälle negative Monatsrenditen vorlagen, während der Aktienmarkt in rd. 41% der Monate negativ rentierte. Im Vergleich dazu kann konstatiert werden, dass auch die Absolute Return-Konzepte mit nicht unerheblicher Häufigkeit negative Monatsrenditen aufwiesen. Dass die Verlusthäufigkeiten auf Monatsbasis nicht überbewertet werden sollen, zeigt das Absolute Return-Konzept EMD mit der höchsten Verlusthäufigkeit unter den Absolute Return-Konzepten von rd. 31%. Der vergleichsweise hohen monatlichen Verlusthäufigkeit steht aber eine relativ niedrige Jahresvolatilität gegenüber. Aus einer vergleichsweise hohen Häufigkeit, die Nulllinie auf Monatsbasis zu verletzen, kann demnach nicht automatisch auf eine hohe Schwankungsintensität der Jahresrenditen geschlossen werden. Zu messen sind als Ergänzung zu den Verlusthäufigkeiten auf Monatsbasis auch die Verlustausmaße. Ein anerkanntes, wenn auch nicht unbestrittenes Risikomaß in diese Richtung ist der empirische Value at Risk (VaR). Der empirisch gemessene 95% VaR quantifiziert beispielsweise die Rendite, die die 5% schlechtesten Monatsrenditen von den 95% besten abtrennt. M.a.W. misst diese Rendite diejenige „Grenzrendite“, die mit einer Konfidenz von 95% im Untersuchungszeitraum nicht unterschritten wurde. Die Absolute Return-Konzepte liegen hier in einer engen Bandbreite beisammen und sind teilweise sogar besser als die Euroland-Staatsanleihenmärkte. Eine Schwäche des VaR ist, dass er nichts über die zu erwartenden Verluste jenseits des VaR aussagt. Der conditional VaR (cVaR) greift diese Schwäche auf und misst die mittlere Rendite unterhalb des VaR: demnach war auf Monatsbasis im Mittel bei EMD ein cVaR von -2,33% zu messen. Interessant bzw. ergänzend dazu ist die minimale Periodenrendite, die beim in dieser Kategorie schlechtesten Konzept bei EMD -3,15% betrug. Die Downside-Risikomaße von EMD können mit einer zunehmenden „Downside-Intensität“ demnach so interpretiert werden: der „Bad Case“ – gemessen am VaR – kann durchaus -1,59% pro Monat unterschreiten. Der „mittlere Bad Case“ – gemessen am cVaR – betrug -2,33%, während der „Worst Case“ – gemessen an der minimalen Monatsrendite bei -3,15% lag. Die Abstufung der Downside-Risikoziffern nach dieser vertei-

lungsfreien Logik ist v.a. bei Zeitreihen hilfreich, die mit Ausreißern am linken Verteilungsende aufwarten. Dass derartige Ausreißer bei den Absolute Return-Konzepten nur Einzelfälle waren, belegt der maximale Drawdown. Ausmaß, Häufigkeit und Andauern der kumulierten Verluste sind bei den Absolute Return-Konzepten vergleichsweise gering. Der schlimmste kumuliert gemessene Verlust bis zur nächsten Wertaufholung war im Aktienmarkt am größten. Im Vergleich dazu fällt lediglich das Konzept EMD auf, wobei auch hier der maximale Drawdown der Schwellenländer-Schuldner im Vergleich zur vermeintlich sichereren Emittentengruppe der Euroland-Staatsanleihen zu sehen ist: auch mit Euroland-Staatsanleihen waren am Stück bis zu rd. 3,6% Verluste möglich. Das höhere kumulierte Verlustpotenzial bei EMD i.H.v. 8,3% wurde allerdings mit einer deutlich höheren realisierten Rendite p.a. entgolten.

Quantifizierung des Upside-Potenzials

Das Upside-Potenzial wird intuitiv über die Partizipationsraten an den Marktindizes der Aktien- und Rentenmärkte gemessen. Die Partizipationsrate misst dabei den prozentualen Anteil der Wertentwicklung des Absolute Return-Konzeptes, wenn der Referenzindex positiv rentierte, m.a.W. wie stark das Konzept an positiven monatlichen Wertentwicklungen des Aktien- oder Rentenmarktes teilhaben konnte. Die gemessene Partizipation von deutlich weniger als 50% beim Beta-basierten Wertsicherungskonzept DVC gegenüber dem Aktienmarkt ist insofern nicht überraschend als sie das Spiegelbild des erwünscht niedrigen Downside-Potenzials ist. Eine Downside Protection, die explizit auf Jahresendsicht durch die dynamische VaR-Kontrolle adressiert wird, geht letztendlich zulasten der Upside Participation. Bemerkenswert ist allerdings, dass die Alpha-basierten Konzepte, die eine Wertsicherung nicht explizit adressieren, teilweise sogar eine höhere Partizipation gegenüber den Aktienmarkt aufweisen, obwohl die gemessenen Korrelationen zum Aktienmarkt niedriger waren. Bereits hier kann der Schluss gezogen werden, dass das Beta-basierte Konzept ein reiner Risikoreduzierer, die Alpha-basierten Konzepte dagegen Risikodiversifizierer sind. M.a.W. heißt das, dass eine hohe Partizipationsrate am Risikoträger Aktien nicht notwendigerweise mit einer hohen Korrelation zu Aktien einhergehen muss. Da die Alpha-basierten Konzepte Multi Strategy, Optionsbasiert und EMD physisch keine Aktien enthalten, ist deren Partizipationsrate zum Aktienmarkt eine „indirekte“ Partizipation, die scheinbar besser funktionierte als die beim Beta-Konzept, das physisch in Aktien investiert war. Die Partizipationsrate gegenüber dem Rentenmarkt ist bei allen Konzepten bis auf Optionsbasiert höher als die gegenüber dem Aktienmarkt. Dies liegt daran, dass sämtliche Konzepte als Basis- bzw. Hauptinvestment Renten umfassen und somit strukturell eine höhere Partizipation gegenüber den Zinsträgern gegeben ist.

Quantifizierung der Asymmetrie

Die Asymmetrie wird wie in *Abb. 4* über die Schiefe und zusätzlich über das Omega-Maß erfasst. Bei der Schiefe fällt auf, dass nur die Absolute Return-Konzepte Optionsbasiert und EMD eine rechtsschiefe Verteilung aufweisen, was aus Sicht des Investors begrüßenswert ist, da mehr Verteilungsmasse in der Renditeverteilung rechts vom Mittelwert gemessen werden kann als links davon. Das in *Tab. 1* ausgewiesene Omega-Maß löst sich von der Referenzrendite des Mittelwertes dahingehend, dass hier die Verteilung hinsichtlich

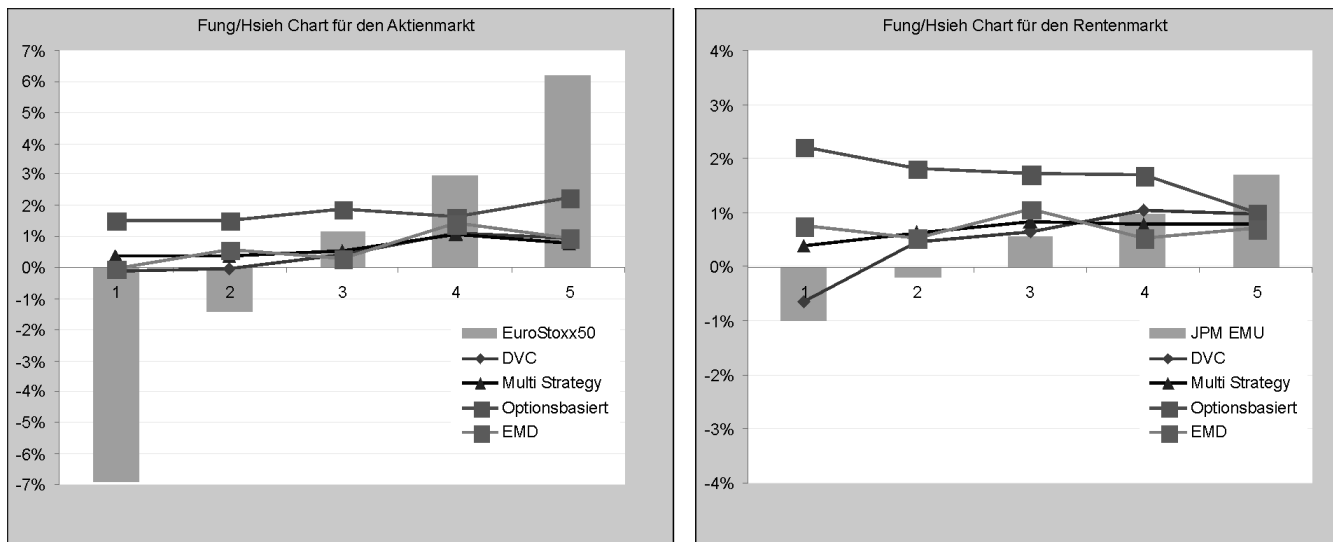


Abb. 5: Analyse der Absolute Return-Konzepte mit dem Verfahren von Fung/Hsieh

einer frei wählbaren Referenzrendite analysiert werden kann. Hier wurde die Verteilungsmasse oberhalb der Nullrendite relativ zur Verteilungsmasse unterhalb der Nullrendite in Relation gesetzt. Das Omega-Maß misst dann den Quotienten aus Upside-Potenzial vs. Downside-Potenzial bezüglich der Nullrendite. Wünschenswert ist hier ein Wert größer Eins, was auf die Chance von mehr positiven als negativen Renditen hindeutet. Sämtliche Absolute Return-Konzepte haben hier deutlich höhere Omega-Werte als die Marktindizes Aktien und Renten und unterstreichen hier nur umso mehr die erwünschten Asymmetrie-Eigenschaften.

Quantifizierung der Korrelation

Die Korrelationseigenschaften der Absolute Return-Konzepte zu den jeweiligen Marktindizes zeigen: die Konzepte weisen attraktive (schwache) Korrelationen zu Aktien und Renten auf. Insofern sind die Konzepte optimale Beimischungskandidaten zu traditionellen Assetklassen und wirken im Gesamtportfoliokontext diversifizierend. Dass das Diversifikationspotenzial des Beta-basierten DVC-Konzeptes geringer ist als das der Alpha-basierten Konzepte ist klar: das DVC-Konzept ist in den originären Assetklassen Aktien und Renten investiert und optimiert (minimiert) die Korrelation zu den Risikoträgern durch eine dynamische Allokation und falls erforderlich durch Beimischung von Kasse. Insofern ist das Konzept ein Mix aus Diversifikation zwischen Aktien und Renten und Investitionsgradsteuerung. Während das Beta-Konzept damit mehr ein Instrument der Risikokontrolle ist, ist die Beimischung der Alpha-Konzepte ein reines Instrument der Risikodiversifikation. Die Konzepte weisen darüber hinaus auch untereinander interessante Korrelationseffekte auf, wie in Abschnitt 4 näher herausgearbeitet wird.

Eine inhaltliche Schwäche des Korrelationskoeffizienten ist, dass er die relative Abhängigkeit der untersuchten Renditekonstellationen gesamthaft in einer einzigen Kennziffer „glattbügelt“. Eine Differenzierung in die bei Absolute Return-Konzepten erwünschte Nicht- bzw. gar negative Korrelation bei fallenden bzw. positive Korrelation bei steigenden Märkten erfolgt beim Korrelationskoeffizienten als aggregierte Kennziffer über alle Beobachtungen nicht. Eine Abhilfe schafft hier eine einfache, graphische Evaluationstechnik: mit Hilfe des nicht-parametrischen Verfahrens von Fung/

Hsieh, ist es möglich, visuell einen sehr guten Eindruck darüber zu vermitteln, welche durchschnittlichen Renditen der Absolute Return-Konzepte im Vergleich zum Markt in jeweils unterschiedlichen Umweltzuständen paarweise zueinander realisiert wurden¹². Abb. 5 zeigt das marktphasenbedingte Renditeverhalten der vier Absolute Return-Konzepte gegenüber dem Euroland-Aktien- und -Staatsanleihenmarkt angelehnt an die Analysetechnik von Fung/Hsieh.

Zur Generierung der Fung/Hsieh-Charts werden zunächst die 81 Monatsrenditen des jeweiligen Marktes (EuroStoxx50 bzw. JPM EMU) von der niedrigsten zur höchsten Monatsrendite sortiert und in Quintile eingeordnet. Das unterste Quintil enthält dann beispielsweise die 20% niedrigsten Monatsrenditen des jeweiligen Marktes und reflektiert somit das schlechteste Marktumfeld. Die grauen Balken in der Abb. 5 repräsentieren demnach die durchschnittlichen Monatsrenditen des EuroStoxx50 (links) bzw. JPM EMU (rechts) in den fünf verschiedenen Quintilen (sehr schwieriges, schwieriges, moderates, gutes und sehr gutes Marktumfeld). Anschließend werden die Renditen der Absolute Return-Konzepte in den entsprechenden Monaten ebenfalls den Quintilen zugeordnet und ihre durchschnittlichen Marktphasenrenditen berechnet. Die so ermittelten Durchschnittsrenditen sind in Abb. 5 für jedes Absolute Return-Konzept mit den jeweiligen mit Linien verbundenen Punkten dargestellt. Es zeigt sich, dass sich die Renditen aller Absolute Return-Konzepte weitgehend losgelöst von der allgemeinen Aktien- bzw. Rentenmarktrendenz entwickelt haben. Die Marktunabhängigkeit wird dadurch sichtbar, dass die „Phasen-Linien“ der Absolute Return-Produkte annähernd horizontal verlaufen, d.h. die Konzepte funktionieren in schlechten wie guten Phasen ähnlich gut.

IV. Systematische Portfoliobildung von Absolute Return-Konzepten

Die besondere Stärke der selektierten Absolute Return-Konzepte liegt in ihrer Marktunabhängigkeit von traditionellen Assetklassen. Die Kombination unterschiedlicher Absolute

¹² Vgl. Fung, W. / Hsieh, D.A., Empirical Characteristics of Dynamic Trading Strategies: The Case of Hedge Funds, in: The Review of Financial Studies, Vol. 10, No. 2, Summer 1997 S. 275 (302).

	Euro Stoxx50	JPM EMU	DVC	Multi Strategy	Optionsbasiert	EMD
EuroStoxx50	1,00	-0,16	0,42	0,28	0,13	0,38
JPM EMU	-0,16	1,00	0,59	0,17	-0,10	0,06
DVC	0,42	0,59	1,00	0,24	-0,04	0,13
Multi Strategy	0,28	0,17	0,24	1,00	-0,14	0,61
Optionsbasiert	0,13	-0,10	-0,04	-0,14	1,00	0,00
EMD	0,38	0,06	0,13	0,61	0,00	1,00

Tab. 2: Korrelationsmatrix im Untersuchungszeitraum

Minimum Varianz Portfolio (MVP)	Most Diversified Portfolio (MDP)
$\min_{w_i} \sigma_p^2 = \min_{w_i} \sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N w_i w_j \sigma_{ij}$	$\max_{w_i} DR = \max_{w_i} \frac{\sum_{i=1}^N w_i \sigma_i}{\sigma_p}$
<p>Nebenbedingungen :</p> <p>(1) $\sum_{i=1}^N w_i = 1$</p> <p>(2) $w_i \geq 0$ für $i = 1, \dots, N$</p> <p>(3) $w_i \geq w_{i,Min}$ für $i = 1, \dots, N$</p> <p>(4) $w_i \leq w_{i,Max}$ für $i = 1, \dots, N$</p>	<p>N :Anzahl der Assetklassen</p> <p>σ_p^2 :Portfoliovarianz</p> <p>σ_p :Portfoliovolatilität</p> <p>σ_{ij} :Kovarianz zwischen Assetklasse i und j</p> <p>w_i :Anteil der Assetklasse i im Portfolio</p> <p>w_j :Anteil der Assetklasse j im Portfolio</p>

Tab 3: Zielfunktionen zur Ermittlung des MVP und MDP

Assetklassen	Historische Renditen	Erwartete Renditen	Historische Volatilitäten	Mindestquoten	Maximalquoten
EuroStoxx50	2,88%	6,00%	17,37%	5%	30%
JPM EMU	4,88%	2,50%	3,52%	5%	70%
DVC	5,79%	3,50%	3,29%	5%	15%
Multi Strategy	8,05%	5,00%	2,69%	5%	15%
Optionsbasiert	22,47%	7,50%	6,78%	5%	15%
EMD	8,28%	6,00%	5,55%	5%	15%

Tab. 4: Assetklassenspezifische Risiko-Ertragsparameter und Nebenbedingungen

Return-Konzepte weist zudem interessante Korrelationseffekte zwischen den Konzepten auf, die für eine Portfoliobildung und Integration eines Absolute Return-Segments in eine traditionelle Asset Allocation sprechen. Die Korrelationsmatrix der untersuchten vier Absolute Return-Konzepte mit den beiden Marktindizes auf Basis von Monatsrenditen weist im Untersuchungszeitraum Januar 2004 bis September 2010 die in Tab. 2 dargestellte Struktur auf.

Ergänzend zu den bereits in Tab. 1 ausgewiesenen Korrelationskoeffizienten zwischen den Absolute Return-Konzepten und den Marktindizes erfasst die Korrelationsmatrix auch die paarweisen Korrelationen der Absolute Return-Konzepte untereinander. Die paarweisen Korrelationen der Absolute Return-Konzepte untereinander dokumentieren ein sehr interessantes Diversifikationspotenzial. Die geringen Korrelationen legen die Investition in ein diversifiziertes Portfolio bestehend aus mehreren Absolute Return-Strategien nahe. Die Korrelationen zwischen den klassischen Risikoträgern

(Aktien bzw. Renten) zu den vier Absolute Return-Konzepten fallen ebenfalls durchwegs niedrig aus. Diese Beobachtung deutet darauf hin, dass die Beimischung von Absolute Return-Konzepten für einen in traditionellen Assetklassen investierten Anleger allein aus der Risikoperspektive sinnvoll sein kann.

Die Frage ist nun, in welchem Umfang und in welcher Struktur Absolute Return-Konzepte einer traditionellen Asset Allocation beigemischt werden sollen. Die nachfolgend präsentierte Optimierungslogik erfolgt rein risikotrieben, d.h. es soll eine risikoarme und ausgewogene Gesamtportfoliostruktur identifiziert werden. Für die Ermittlung einer derartigen Struktur existieren zwei Optimierungsansätze, an denen sich das weitere Vorgehen orientiert: das Minimum Varianz Portfolio (MVP)¹³ und das Most Diversified Portfolio (MDP)¹⁴.

Die formalen Optimierungsvorschriften und Nebenbedingungen zur Ermittlung beider Portfolios sind in Tab. 3 zusammengefasst.

Während es beim MVP ausschließlich darum geht, die Varianz und damit die Volatilität des Portfolios zu minimieren, stellt das MDP auf die Maximierung der sog. Diversification Ratio ab, die das Verhältnis

vom Portfoliorisiko ohne Diversifikation vs. dem Portfoliorisiko mit Diversifikation misst. Im Zähler der Diversification Ratio werden die gewogenen Volatilitäten der im Portfolio enthaltenen Einzelanlagen ohne Berücksichtigung der Korrelationen aufaddiert, d.h. man unterstellt implizit eine perfekt positive Korrelation der Einzelanlagen zueinander. Im Nenner der Diversification Ratio wird das Portfoliorisiko unter Einrechnung der Korrelationen berechnet. Im Normalfall ist die Diversification Ratio größer Eins und misst dann den relativen Volatilitätsunterschied zwischen einer Portfoliostruktur ohne vs. mit Diversifikation. Erstrebenswert ist dann eine Portfoliostruktur, die den relativen Diversifikationsvorteil – gemessen über die Diversification Ratio – maximiert. Während das MVP primär die Risikominimierung und sekundär die Risikodiver-

13 Vgl. Markowitz, H. M., Portfolio Selection, in: Journal of Finance, Vol. VII, March 1952 S. 77 (91).
 14 Vgl. Chouefaty, Y./Coignard, Y., Toward Maximum Diversification, in: Journal of Portfolio Management, Fall 2008 S. 40 (51).

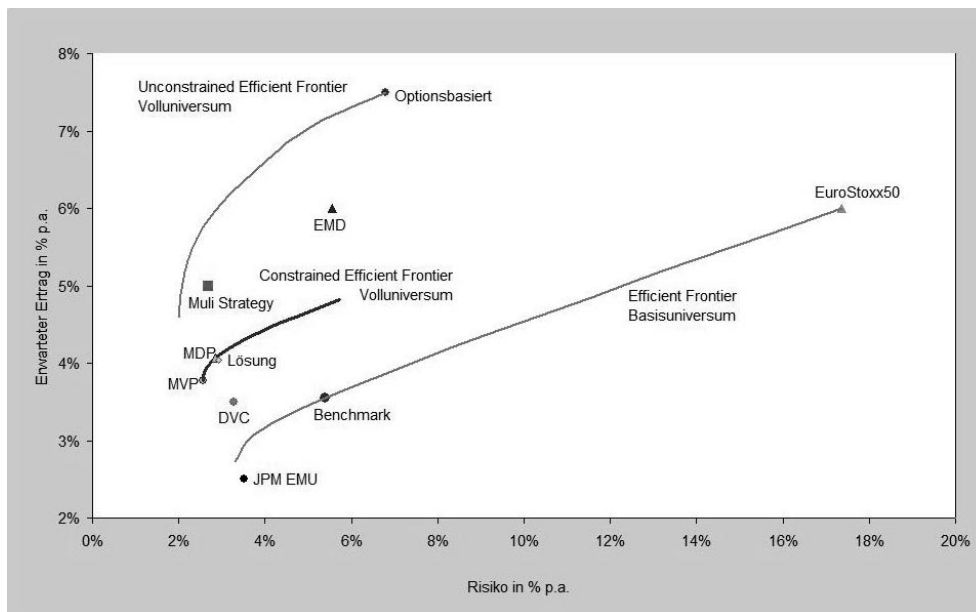


Abb. 6: Visualisierung der Optimierungsergebnisse im Risiko-Ertragsraum

sifikation verfolgt, fokussiert das MDP primär auf die Risikodiversifikation und sekundär auf die Risikominimierung. Diese zunächst theoretisch anmutende Priorisierung der Anlageziele beider Optimierungsansätze lässt sich am nachfolgenden empirischen Anwendungsbeispiel verdeutlichen.

Das Anwendungsbeispiel umfasst die Integration der vier Absolute Return-Konzepte in eine Euroland-Aktien-Rentenstruktur. Die Nebenbedingungen (1) – (4) in Tab. 3 umfassen realitätsnahe Restriktionen, die für eine Vielzahl institutioneller Investoren relevant sein dürften: es gelten das Leerverkaufsverbot, der Ausschluss der Kreditaufnahme und das Portfolio soll voll investiert sein, d.h. es sind nur positive Gewichte zulässig, die in Summe 100% ergeben müssen. Zur Vermeidung von Extremösungen (Corner Portfolios), d.h. konzentrierter Portfoliostrukturen in nur wenigen der sechs involvierten Assetklassen und zur Erzwingung einer Mindestdiversifikation werden über Nebenbedingungen Mindest- bzw. Maximalquoten pro Assetklasse vorgeschrieben. Die Optimierungsergebnisse werden visuell im Risiko-Ertragsraum dargestellt, um die Effizienzeigenschaften der gefundenen Lösungen optisch beurteilen zu können. Dazu ist eine Spezifizierung der erwarteten Erträge nötig, um die Koordinaten der sechs Assetklassen und der optimierten Portfolios zusammen mit den Effizienzkurven graphisch darstellen zu können. Anzumerken ist dabei, dass die spezifizierten Ertragschätzer rein illustrativen Charakter haben, da die Optimierungsansätze des MVP und MDP ausschließlich auf Risikobasis erfolgen. Tab. 4 auf S. 83 gibt einen Überblick über die assetklassenspezifischen Risiko-Ertragsparameter sowie die Nebenbedingungen.

Ergänzend zu den assetklassenspezifischen Mindest- und Maximalquoten wurde die Maximalquote der Absolute Return-Konzepte auf insgesamt 35% beschränkt, d.h. die Lösungen im restringierten Fall bestehen dann mindestens zu 20% und maximal zu 35% aus Absolute Return-Konzepten. Als nachrichtliche Benchmark fungiert das eingangs erwähnte 30/70 Balanced Portfolio. Die Wirkungsweise der Erweiterung des Anlageuniversums um die Absolute Return-Konzepte sowie der Einführung der Nebenbedingungen kann an Abb. 6 nachvollzogen werden.

Ausgangspunkt der Optimierung ist die Erweiterung des Anlageuniversums für einen Anleger, der aktuell über seine Benchmark zu 30% in Euroland-Aktien und zu 70% in Euroland-Staatsanleihen investiert ist. Der Anleger bewegt sich im Status Quo auf der Efficient Frontier im Basisuniversum. Man erkennt sehr deutlich, dass durch den Einbezug der Absolute Return-Konzepte gegenüber der Efficient Frontier im Basisuniversum bei Erweiterung auf das globale Volluniversum signifikante Effizienzgewinne möglich sind. Im unrestringierten Fall, d.h. ohne Mindest- und Maximalquoten pro modellierter Assetklasse

ist eine deutliche Verschiebung der Effizienzkurve zur Unconstrained Efficient Frontier im Volluniversum beobachtbar. Es ist hinreichend bekannt, dass effiziente Lösungen nicht automatisch ausgewogene Lösungen sein müssen¹⁵. Die Nebenbedingungen sorgen dann zwar für Effizienzverluste, werden aber mit Diversifikationsgewinnen belohnt. Die Mindest- und Maximalquoten verkleinern den Lösungsraum für den Optimierer, verkürzen die Effizienzkurve und drücken die Constrained Efficient Frontier im Volluniversum nach rechts unten. Das in Abb. 6 dargestellte MVP ist der Startpunkt der Unconstrained Efficient Frontier, das MDP liegt leicht rechts oberhalb davon. Das MDP weist demnach etwas mehr Risiko und Ertrag auf als das MVP. Das Lösungsportfolio in Abb. 6 ist ein Kompromiss aus beiden Optimierungsansätzen und auf praktische, kommunizierbare Gewichte gerundet. Inwieweit sich nun die angesprochenen vertauschten Priorisierungen der Risikoreduktion und Risikodiversifikation in den Portfoliostrukturen äußern und welchen positiven Effekt letztendlich die Integration der Absolute Return-Konzepte in die traditionelle Asset Allocation haben, wird anhand von Tab. 5 und Abb. 7 auf S. 85 verdeutlicht.

Die Effizienzgewinne relativ zur Benchmark durch die Erweiterung des Anlageuniversums werden über die Sharpe Ratio gemessen: das MVP und MDP liefern höhere risikoadjustierte Mehrerträge gegenüber einem erwarteten Geldmarktreturn von 3% p.a., wobei die Effizienz sowohl über einen höheren erwarteten Ertrag als auch über eine Risikoreduktion gegenüber der Benchmark erzeugt wurden. Die Steigerung der Diversifikation wird über die Diversification Ratio sichtbar. Der in Abb. 6 bereits konstatierte Unterschied zwischen MVP und MDP in puncto Risiko-Ertragspositionierung kann in Tab. 5 an den unterschiedlichen Portfoliostrukturen fest-

¹⁵ So ist z.B. das MVP der Unconstrained Efficient Frontier im Volluniversum in nur vier der sechs Assetklassen investiert: 19,8% in JPM EMU, 15,7% in DVC, 51,5% in Multi Strategy und zu 13% in Optionsbasiert. Die Assetklassen EuroStoxx50 und EMD finden keine Berücksichtigung in der Lösung. Das MVP ist zwar die risikoärmste, aber nicht die ausgewogenste Lösung. Eine Ausgewogenheit im Sinne einer Portfoliostruktur, in der alle sechs Assetklassen enthalten sind, kann nur über Nebenbedingungen erzwungen werden.

Assetklassen	Benchmark	MVP	MDP	Lösung
EuroStoxx50	30%	5,00%	8,38%	10,00%
JPM EMU	70%	60,00%	56,62%	55,00%
DVC		5,00%	5,00%	5,00%
Muli Strategy		15,00%	5,00%	10,00%
Optionsbasiert		10,00%	15,00%	12,50%
EMD		5,00%	10,00%	7,50%
Summe	100%	100%	100%	100%
Erw. Ertrag p.a.	3,55%	3,78%	4,07%	4,04%
Volatilität p.a.	5,40%	2,56%	2,85%	2,92%
Sharpe Ratio	0,29	0,69	0,73	0,70
Diversification Ratio	1,41	1,74	1,86	1,83

Tab. 5: Portfoliostrukturen und Risiko-Ertragskennziffern

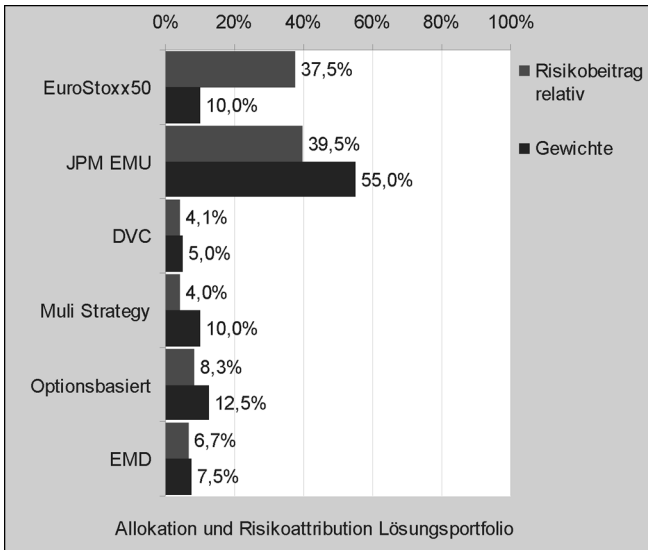


Abb. 7: Vermögensallokation vs. Risikoallokation

gemacht werden. Die Hauptunterschiede zwischen beiden Sturkturen sind das um rd. 3,4% höhere Aktiengewicht und die je um 5% stärkere Gewichtung des optionsbasierten Absolute Return-Bausteins und EMD zulasten von Multi Strategy und der Euroland-Staatsanleihen. Das MDP weist gegenüber dem MVP Effizienz- und Diversifikationsgewinne auf, wie die korrespondierenden Ratios zeigen. Die primär verfolgte Risikoreduktion im MVP ist demnach in puncto Effizienz und Diversifikation dem MDP gegenüber klar im Nachteil. Die Fokussierung auf Risikodiversifikation führt beim MDP zu einer ausgewogeneren Lösung, wenn auch mit etwas mehr Risiko im Vergleich zum MVP. Aus diesen Gründen orientiert sich der Lösungsvorschlag am MDP und rundet die Gewichte auf praktikable Losgrößen.

Die Stärke der Absolute Return-Konzepte im Portfolioverbund sind in Abb. 7 dargestellt. Die Graphik visualisiert die Diversifikationseffekte, indem den Vermögensallokationen (dunkle Balken) die Risikoallokationen (helle Balken) gegen-

16 Die Risikoattribution wird dabei über die mit den Portfoliogewichteten multiplizierten marginalen Risikobeiträge (Marginal Contributions to Risk) gemessen. Zur formalen Darstellung dazu sei verwiesen auf Grinold, R.C. / Kahn, R.N., Active Portfolio Management, 2nd edition 2000, New Jersey, S. 78 (81).

übergestellt werden¹⁶. Die 10% Allokation im EuroStoxx50 liefert demnach 37,5% Beitrag zur Gesamtvolatilität. Zusammen mit dem JPM EMU tragen somit die 65% Gewicht in traditionellen Assetklassen Aktien und Renten zu 77% zum Gesamtrisiko bei. Das Verhältnis von „Cash Allocation“ vs. „Risk Allocation“ ist bei den Absolute Return-Bausteinen hochattraktiv. Insgesamt vereinnahmt jedes der Absolute Return-Konzepte weniger Risikobeitrag auf sich als es an physischem Portfoliogewicht beansprucht. Die visuelle Darstellung einer Vermögensallokation über Abb. 7 ist gerade bei der Vermittlung eines Asset Allocation-Vorschlages sehr hilfreich, da sie vor Augen führt, dass eine physische Allokation des Portfolios strikt zu trennen ist von den Risikobeiträgen, die davon ausgehen. Die vorgeschlagene Lösung ist exemplarisch: je nach Risikobereitschaft des Anlegers hinsichtlich disponiertem Risikobudget oder verkraftbarer Portfoliovolatilität kann die Gesamtlösung mehr oder weniger Absolute Return-Engagement beinhalten. Eines ist aber unabhängig davon im Sinne einer ausgewogenen Gesamtlösung zu beachten: die Lösung sollte mehrere Absolute Return-Konzepte enthalten, um neben deren Risikoreduktions- auch ihre Diversifikationseigenschaften optimal auszunutzen.

V. Zusammenfassung

Der vorliegende Beitrag beschäftigte sich mit der Fragestellung der systematischen Auswahl und Portfoliobildung von Absolute Return-Konzepten. Die Differenzierung der Absolute Return-Konzepte in Beta- und Alpha-basierte Ansätze machte deutlich, dass die erwünschten Absolute Return-Eigenschaften nicht notwendigerweise mit (teuren) Wertsicherungsmechanismen erzeugt werden müssen, die konzeptbedingt eine enttäuschende Renditeerwartung aufweisen, wenn das Wertsicherungsniveau zu hoch bzw. das Risikobudget zu niedrig ist. Alpha-basierte Konzepte liefern am Ende das gleiche oder bessere Ergebnis und bieten einen deutlich größeren Möglichkeitsraum, Absolute Return zu erwirtschaften. Die Abbildung Alpha-basierter Konzepte über UCITS III-Vehikel ermöglicht es institutionellen Investoren und ihren Beratern, diversifizierte Portfolios aus Absolute Return-Ansätzen zusammenzustellen, die eine Volatilität auf dem Niveau von Euro-Staatsanleihen aufweisen. Dass durch die Integration von Absolute Return-Konzepten in eine traditionelle Asset Allocation Diversifikationseffekte und eine Reallokation von Risikobudget möglich sind, wurde in einem Optimierungsbeispiel herausgearbeitet. Von zentraler Bedeutung für die erfolgreiche Integration ist allerdings auch die Auswahl der „richtigen“ Konzepte. Die sorgfältige Prüfung der einzelnen Konzepte und angebotenen Produkte ist der Schlüssel für ein erfolgreiches Absolute Return-Portfolio und erfordert einen vollständigen Marktüberblick, eine systematische quantitative und qualitative Due Diligence sowie das finanztheoretische Verständnis zur Beurteilung der von den Asset Managern eingesetzten Modelle und Instrumente.