

Aufbruch Alternatives, Vorsicht Strukturen!

Gute Zeiten, schlechte Zeiten: Ersterer sollten genutzt werden, während neue Vehikel und mehr Diversifizierung dabei helfen sollten, Letztere besser zu managen. Über Ausblick und Ausgangspunkt sprach portfolio institutionell mit Dr. Kleeberg, Dr. König und Rainer Buth.

Meine Herren, wie ist Ihre Prognose für ein institutionelles Portfolio in 2012, wo erwarten Sie die größten Veränderungen?

Dr. Kleeberg: Das hängt stark davon ab, wie sich die Zinsen entwickeln werden. Insofern kann man diesen Blick nur sehr begrenzt nach vorne richten, weil das eine wesentliche Determinante ist. Wenn wir von der gegenwärtigen Situation ausgehen, erwarte ich, dass wir deutlich mehr Mittel im alternativen Bereich sehen werden.

Ein anderes wichtiges Thema ist Absolute Return, wenn man darunter Rechtsschiefe subsumiert. Das wird zunehmend an Bedeutung bei Investoren gewinnen. Im Zinsbereich erwarte ich eine stärkere Diversifikation im Hinblick

auf inflationsindexierte Anleihen und auf der Aktienseite stärker noch das Thema High Alpha. Beim passiven Portfoliomanagement werden wir eher Abflüsse sehen. Passives Management wird zumindest partiell durch enhanced Management ersetzt werden.

Buth: Ich gehe davon aus, dass wir wesentlich mehr Diversifizierung in den Portfolios und auch neue Vehikel sehen werden. Im Bereich Alternatives sind wir zum Beispiel derzeit erst bei ein bis zwei Prozent. Das ist erst der Anfang. Die Investoren müssen aber auch lernen, mit der steigenden Komplexität umzugehen.

Dr. König: Im Ergebnis mag das alles zutreffen. Darüber hinaus kann ich mir vorstellen, dass institutionelle Portfolios in fünf Jahren noch sehr viel fokussier-

ter gemanagt werden als heute. Dies würde für alle Asset-Klassen sehr viel klarere Stilpositionierungen mit sich bringen.

Ist es dann sinnvoll, innerhalb des Portfolios Absolute-Return-Mandate zu vergeben? Der Absolute-Return-Ansatz ist ja auf Gesamtportfolioebene eines Investors zu sehen.

Dr. Kleeberg: Es kommt darauf an, wo man es ansiedelt. Man kann es als Overlay-Steuerung machen, dann hat man letztendlich dieses Thema und diesen Bedarf normalerweise auch erfüllt. Andererseits hat man auch die Möglichkeit, innerhalb einzelner Mandate eine entsprechende Absolute-Steuerung einzuziehen. Wenn man Absolute Return



sagt, dann sind wir auch in den alternativen Asset-Klassen, dann sind wir bei Hedgefonds. Also letztlich alle Anlagevehikel, die ein festes Renditeziel zugrunde legen, ohne eine stochastische Benchmark zu verwenden.

Dr. König: Absolute Return ist eigentlich eher eine Art rustikales LDI und damit auf der strategischen Ebene passiv. Hier stellt sich die Frage, ob Investoren nicht mehr qualifizierte Verantwortung übernehmen sollten. Danach kommt die taktische Allokation, und auch hier ist Absolute Return in den Strategien oft nicht genau spezifiziert. Ein institutioneller Investor muss eine investierbare strategische Benchmark festlegen, der Asset Manager muss genau darauf aufsetzen und sich daran messen lassen.

Buth: Das Ziel von Investoren, jedes Jahr eine attraktive Rendite zu erzielen, hat sich nicht verändert. Das eine ist Absolute Return für das Gesamtportfolio, das andere ist Absolute Return als ein Portfoliobaustein. Wenn man Hedgefonds als Absolute Return definiert, dann ist das eine Asset-Klasse mit einer Renditeerwartung von zum Beispiel Geldmarkt plus zwei bis drei Prozent. Sie trägt damit auf aggregierter Ebene zu einem besseren Rendite-Risiko-Mix bei.

Strategien bei Hedgefonds funktionieren in Abhängigkeit vom Marktumfeld sehr unterschiedlich. Gleichwohl ist es das Ziel, absolute Verluste zu vermeiden. Lässt sich hier über eine Diversifikation Rechtsschiefe in ein Portfolio hineinbringen?

Dr. Kleeberg: Bei Hedgefonds sicherlich schwierig. Da hat man eher eine Linksschiefe, wenn man sich die Strategien anschaut. Hedgefonds haben vor allem das Ziel, Alpha in ein Portfolio zu bringen. Bei Rechtsschiefe sind wir bei anderen Konzepten, wie zum Beispiel Wandelanleihen oder CPPI-Strategien, um der Verteilung auch eine bestimmte Form zu geben. Das hat mit Hedgefonds erst mal nichts zu tun.

Die Portfolios institutioneller Anleger funktionieren bei einem Anteil von bis zu 80 Prozent Anleihen doch selbst im Grunde wie eine Wertsicherungsstrategie. Warum dann teure CPPI-Strategien einsetzen?

Dr. Kleeberg: Das macht auch nur für solche Investoren Sinn, die wirklich aus bilanziellen Überlegungen heraus ein bestimmtes Renditeniveau nicht unterschreiten dürfen.

Sind die Bedürfnisse von Investoren andere, als von Asset Managern vielfach behauptet?

Dr. König: Die deutschen KAGen und Asset Manager sind relativ stark produktgetrieben.

Dr. Kleeberg: Wenn ich da einhaken darf: Ich glaube nicht, dass die deutschen Häuser stärker produktorientiert sind als die angelsächsischen Häuser. Meiner Meinung nach ist es so, dass vor allem die großen angelsächsischen Häuser reine Produktverkäufer sind. Die ziehen etwas aus der Schublade und sagen, take it or leave it. Wenn Sie mit einer deutschen KAG sprechen, stellen Sie eine stärkere Kundenorientierung fest. Ein Produkt wird oftmals in den Details so verändert, dass es für den Kunden eher passt.

Dr. König: Das ist richtig. Ich meinte mit produktgetrieben etwas anderes, nämlich die Produkte aus dem Financial Engineering. Das ist in Deutschland stärker. Wir sehen es ganz ausgeprägt in der Zertifikatewelt und bei strukturierten Produkten, aber auch bei Fonds mit Wertsicherung. In der angelsächsischen Welt stehen nach wie vor die klassischen Produkte im Vordergrund.

Alpha und Financial Engineering: Viele Investoren haben sich Strukturen ins Portfolio gelegt, die sie kaum oder gar nicht bewerten können. Sind solche Strukturen sinnvoll?

Dr. Kleeberg: Die Anlageentscheidung haben die Investoren selber getroffen.

Nur waren sie sehr wohl mit der Bewertung dieser Instrumente überfordert. In der Tat ist es heute schwierig, diese Strukturen zu bewerten. Wir verbringen in der Beratung, was die strategische Asset Allocation betrifft, auch relativ viel Zeit mit der Analyse des Renditedirektbestandes. Und da spielen solche Strukturen eine Rolle. Es gibt Investoren, die einen signifikanten Teil ihres Direktbestandes mit Strukturen belegt haben. Am Ende sind dies Insellösungen, die Investoren sich in ihr Portfolio einkaufen. Strukturierte Produkte sind grundsätzlich teuer und mit Risiken unterlegt. Und wenn ich diese Risiken nicht richtig steuern kann, dann haben sie in der Direktanlage eigentlich nichts verloren.

Strukturen gehören also nicht zu den künftigen Best Ideas ...

Buth: Unter gewissen Voraussetzungen schon. Wir haben aktuell zwei Mandanten bei größeren Projekten mit Strukturen beraten. Wenn die Kunden bei einer Rendite von 3,5 Prozent einen Fünf-Prozent-Kupon bei garantiert vier Prozent Rendite plus Kapitalgarantie angeboten bekommen, dann sagen sie sich im ersten Moment, da kann ja fast nichts schief gehen. Die Risiken liegen dann allerdings zum Beispiel in Callable-Strukturen und Optionalitäten, die mit eingekauft werden. Darauf müssen Produkthanbieter die Kunden jedoch hinweisen. Hinzu kommt, dass traditionelle ALM-Berechnungen mit Strukturen oft überfordert sind.

Strukturierte Produkte sind nicht grundsätzlich fragwürdig, nur sollte man mit Bedacht solche Instrumente einsetzen und sich vorher das Rendite-Risiko-Profil genau anschauen.

Dr. Kleeberg: Das Risiko bei einer Struktur ist, dass der Investor letztendlich einen Anbieter hat, der ihm bilateral etwas anbietet. Ein Investor muss also vorher wissen, was er braucht. Dann kann er auch bestimmen, welches

Produkt mit welchen Eigenschaften er haben möchte und sich von verschiedenen Anbietern Angebote einholen. Dann kann auch ein strukturiertes Produkt von der Kostenseite attraktiv sein.

Werden derivative Instrumente in Zukunft eine größere Rolle spielen, um bei einzelnen Portfoliobausteinen Rechtsschiefe in die Struktur hinein-zubekommen?

Buth: Strukturierte Produkte werden weiterhin genutzt. Ich glaube aber nicht, dass Investoren selbst in größerem Umfang direkt mit Derivaten handeln und Strukturen in ihren Portfolios aufbauen werden. Das wird eher outgesourct, weil bei vielen Investoren nicht das notwendige Know-how besteht.

entsprechend auszusteuern, natürlich auf der Gesamtportfolioebene auch den Value-at-Risk im Auge zu behalten, sowie die Ausfallrisiken zu messen und auszusteuern.

Buth: Der Risikobegriff hat sich sicherlich weiterentwickelt. Mit Ausfallrisiken und Value-at-Risk wissen die Investoren jetzt etwas anzufangen. Früher gab es nur Volatilität, und diese ist für ein institutionelles Portfolio ein sehr ungenügender Risikobegriff. Dass ein Portfolio schwankt, ist eine triviale Erkenntnis. Aber eine Volatilität von fünf oder zehn sagt wenig über die Risiken bezüglich der Liabilities eines Investors aus. Wir definieren Risiko als das Risiko, ein bestimmtes Ziel zu verfehlen. Darauf muss sich der Investor

Buth: Institutionelle Anleger konnten auch nicht kaufen. Nach den Jahren 2001 und 2002 waren die Risikobudgets bei den meisten, wenn man Lebensversicherer als Beispiel nimmt, aufgebraucht. Falls wir von der Zinsseite keine deutliche Entspannung bekommen, dann rechne ich auch nicht damit, dass die Aktienquoten bei Lebensversicherungsgesellschaften in den nächsten drei Jahren deutlich ansteigen werden. Dafür braucht man genügend Polster bei den Risikobudgets.

Dr. König: Da sind wir uns einig. Man sollte stärker betonen, dass es eine Änderung im Umgang mit Risiko gibt, die zu einem guten Teil durch eine Änderung der Regulierung durch die Aufsicht verursacht wurde. Ob das schlecht oder gut ist, lasse ich dahingestellt. Wir stellen aber auch fest, dass mit Versicherungsvervehikeln anders umgegangen wird als beispielsweise mit Pensionsfonds. Und es macht einen sehr großen Unterschied, ob ich einen bestimmten Garantiezins im Durchschnitt über zwölf Jahre oder ob ich ihn jedes Jahr erwirtschaften muss. Das ist ein kleiner Nebensatz in der Regulierung mit sehr weitreichenden Folgen. Dieser Nebensatz ist vielleicht nicht falsch, aber er wird viel zu wenig hinterfragt.

Buth: Richtig, diese Dinge stehen mit den Aufsichtsregulierungen in Zusammenhang. Wenn wir mit Angelsachsen sprechen, dann sagen die auch, ihr habt keinen Zeitraum von 20 Jahren, sondern von 20 Mal einem Jahr, den ihr optimieren müsst. Die Erträge daraus können über die nächsten 20 Jahre dann nur suboptimal sein.

Aber der institutionelle Anleger in Deutschland muss in dem gegebenen Umfeld versuchen, das Beste daraus zu machen. Und gerade deshalb helfen wir, das Risikobudget, das zur Verfügung steht, so effizient wie möglich einzusetzen. Da macht eine Diversifikation in Anlagen wie Hedgefonds, Private Equity oder Infrastruktur sicherlich Sinn.

Einen Blick in künftige institutionelle Portfolios werfen:



Dr. Jochen M. Kleeberg,
alpha portfolio advisors:

„Ich erwarte, dass wir deutlich mehr Mittel im alternativen Bereich sehen werden.“



Dr. Peter König,
DVFA:

„Eine stärker fokussierte Kapitalanlage wird viel klarere Stilpositionierungen mit sich bringen.“



Rainer Buth,
Faros Consulting:

„Die Zielallokationen bei Hedgefonds werden als Stabilisierungsinstrument allmählich aufgefüllt.“

Werden Risikobegriff und Risikowahrnehmung auch künftig durch Marktumfeld und Zeitläufe bestimmt, oder hat man das durch den aufsichtsrechtlichen Rahmen, interne Richtlinien und das ALM im Griff?

Dr. Kleeberg: Beides ist wichtig. Wenn Sie sich in einem aufsichtsrechtlichen Umfeld bewegen, dann sind die Stresstests relevant, und die Vorgaben dieser Tests müssen eingehalten werden. Auf der anderen Seite sind die Marktrisiken auch eine wichtige Größe, wenn Portfolios Mark-to-Market gesteuert werden. Bei aktiven Mandaten ist es wichtig, den Tracking Error

fokussieren, gleich ob das Ziel durch die Aufsicht vorgegeben ist oder in den Satzungen steht.

Dr. König: Übrigens, eine interessante Beobachtung in diesem Zusammenhang ist, dass der sehr rasante Anstieg des Aktienmarktes seit 2003 nicht mit einem Anstieg der Aktienquote in institutionellen Portfolios einherging. Die Investitionsentscheidungen sind offensichtlich völlig anders ausgefallen als gegen Ende der 90er Jahre, und so ist wohl die Wahrnehmung der Risiken heute eine andere.

Dr. Kleeberg: Das ist Behavioural Finance!

In Deutschland kommen wir von einer quantitativ orientierten zu einer qualitativ orientierten und prinzipienbasierten Aufsicht. Heißt das auch mehr Möglichkeiten für Investoren, Chancen zu nutzen?

Buth: Viele Möglichkeiten haben sie schon jetzt. In 2000 durften Anleger weder in Hedgefonds noch in Private Equity richtig investieren. Heute kann selbst in Rohstoffe investiert werden. Und dieses Jahr wird es mit der neuen Anlageverordnung noch besser.

Worum es vor allem gehen muss, ist, das Know-how für solche Investments aufzubauen und anzufangen. Sehr große Investoren in Deutschland sind hier Vorreiter, und ich gehe davon aus, dass andere nachfolgen werden. Es wird also in den nächsten Jahren deutlich breiter diversifiziert werden, denn die einfachste Art des Risikomanagements ist es, sich breit diversifiziert und unkorreliert aufzustellen.

Dr. Kleeberg: Denke ich auch. Wenn wir uns die Investorenlandschaft in Deutschland anschauen, haben die meisten ihre zulässigen Quoten bei den Risikoklassen noch nicht ausgefüllt. Hedgefonds ist ein großes Thema, nach wie vor niedrige Zinsen auf der einen Seite, auf der anderen Seite haben wir bei Aktien eine strammere Bewertung als vor drei oder vier Jahren, und von daher gehen heute viele Anleger in diesen Bereich rein. Wir werden in diesem Jahr, wenn ich alles zusammenrechne, insgesamt 16 Mandate im Hedgefonds-Bereich begleitet haben. Das ist sehr viel mehr als in den vergangenen Jahren und sicherlich auch in den kommenden Jahren ein Trend.

Buth: Sehen wir auch. Auch wir stellen eine deutliche Beschleunigung bei der Vergabe von Hedgefonds-Mandaten in unserem täglichen Geschäft fest. Es gibt inzwischen eine Zielallokation dafür, und diese Allokation wird allmählich gefüllt, auch und gerade als diversifizierendes Stabilisierungsinstrument.

Dr. König: Ich komme noch einmal darauf zurück, dass die Asset-Allokation zwischen produktiven Aktienanlagen und sicheren Investments zu hinterfragen ist, weil sie – ob durch Governance-Strukturen, Bafin oder Behavioural Finance getrieben – wahrscheinlich nicht da ist, wo sie sein sollte. Wir sprechen immerhin über zwei bis drei Prozent Risikoprämien von Aktien gegenüber sicheren Anlagen im Jahr. Und jetzt geht man durch die Hintertür mit einigen kleinen Investments in Alternatives und sammelt sich die Basispunkte zusammen.

Es ist für mich nicht rund, wenn man bei Aktienquoten von vielleicht acht Prozent jetzt nach den verschiedensten Hedgefonds oder komplexen strukturierten Produkten schaut. Wenn es gut geht und vor allem, wenn man den Überblick behält, steht am Ende dann vielleicht ein Alpha von deutlich weniger als einem Prozent.

Buth: Wir sind ein großer Protagonist von High Alpha und verwenden viel Zeit für die Suche nach entsprechenden Qualitäten bei Asset Managern. Bei einer Aktienanlage geht man derzeit von acht Prozent Renditeerwartung aus. Bei einem Hedgefonds erwarten Sie vielleicht sechs bis sieben Prozent. Dann ist dieser im Rendite-Risiko-Verhalten aber einfach attraktiv. Erst wenn sie bei der Aktienanlage einen hohen Alphawert annehmen, wird diese relativ gesehen interessanter. Bloß wird in vielen ALM-Studien die Alpha-Komponente kaum berücksichtigt, und die Anleger sind hohe Alphas einfach nicht gewöhnt.

Dr. König: Ich will ja nicht gegen die Vielfalt der Kapitalanlagen reden. Wenn ein Investor allerdings nur mit einem sehr geringen Prozentsatz seiner Kapitalanlagen in Alternatives investiert, wirkt sich das kaum auf die Gesamtrendite aus, auch wenn das Alpha noch so hoch oder gar extrem hoch ist.

Dr. Kleeberg: Das ist ein Anfang und ein langer Prozess.

Beobachten Sie, dass Investoren beginnen, auch ihre Direktanlagen zu optimieren?

Dr. Kleeberg: Investoren, die ohne Berater unterwegs sind, stellen sich die Frage unstrukturiert. Da wird letztendlich von den Anbietern etwas verkauft. Und das ist in aller Regel hinterher im Ergebnis suboptimal.

Wenn wir eine Asset Allocation durchführen, dann ist die Analyse des Direktbestandes ein ganz wesentlicher Baustein einer Asset-Allocation-Studie, weil das in aller Regel auch der wesentliche Bestand der Kapitalanlagen ist. Von daher ist das schon ein ganz wichtiger Klimmzug und eine grundsätzliche Überlegung, die institutionelle Anleger anstellen sollten.

Buth: Anleger sind wenig geneigt, sich in dem Bereich an die Hand nehmen zu lassen, weil dieser Bereich als Buy-and-Hold-Strategie relativ überschaubar ist, und viele meinen, diesen Bestand selbst managen zu können. Wenn ein Anleger seine aktiv vergebenen Rentenmandate anschaut, stellt er im Endeffekt oftmals fest, dass er selbst vielleicht sogar besser war als der aktive Rentenmanager. Den Direktbestand mit strukturierten Produkten zu mischen, ist aber schwierig und bedarf eigentlich der Beratung.

Dr. Kleeberg: Wir sagen unseren Kunden ganz klar, dass es vernünftiger ist, die Direktanlage selber zu managen. Aber wir sagen, aufpassen bei strukturierten Produkten, genau anschauen, genau rechnen, sich vorher überlegen, was gut reinpasst. Dies geschieht in aller Regel nicht. Insofern haben sich viele Investoren auch Risiken eingekauft, die sie per heute überhaupt noch nicht überschauen können.

Buth: Das ist letztendlich ein Thema, dem sich auch die Aufsicht stärker annehmen sollte.

*Die Gesprächsrunde moderierte
Martin Aehling.*