

Dirk Söhnholz | Sascha Rieken | Dieter G. Kaiser

Asset Allocation, Risiko-Overlay und Manager-Selektion

Dirk Söhnholz
Sascha Rieken
Dieter G. Kaiser

Asset Allocation, Risiko-Overlay und Manager-Selektion

Das Diversifikationsbuch



Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek
Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der
Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über
<<http://dnb.d-nb.de>> abrufbar.

1. Auflage 2010

Alle Rechte vorbehalten

© Gabler Verlag | Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH 2010

Lektorat: Guido Notthoff

Gabler Verlag ist eine Marke von Springer Fachmedien.

Springer Fachmedien ist Teil der Fachverlagsgruppe Springer Science+Business Media.

www.gabler.de



Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Umschlaggestaltung: KünkellOpka Medienentwicklung, Heidelberg

Gedruckt auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier

Printed in Germany

ISBN 978-3-8349-2408-7

Geleitworte

Diese Publikation stellt ein exzellentes Referenzwerk über Asset Allocation im Multi-Manager-Kontext für Praktiker dar. Die Vorbehalte bei der Anwendung moderner Techniken zur Konstruktion von Multi-Asset/Multi-Manager-Portfolios machen dieses Buch zu einem unverzichtbaren Hilfsmittel für Portfolio-Manager, Berater und Investoren.

*Dr. Noël Amenc
Professor für Finanzwirtschaft
Edhec Business School, Nizza*

Bücher zum Thema Diversifikation von Kapitalanlagen konzentrieren sich üblicherweise auf spezifische Einzelaspekte oder stellen theoretische Konzepte vor, ohne dabei die für die praktische Implementierung relevanten Fragen zu stellen – geschweige denn zu beantworten. Die drei in Beratung und Portfolio-Management erfahrenen Feri-Experten legen hier ein Buch vor, das der Anlagepraxis entspringt und die Bedürfnisse des Kapitalanlegers im Blickpunkt hat. Die für die Praxis wichtigen Fragen, einschließlich der Behandlung alternativer Assets und der Managerselektion, werden durchleuchtet und innovative Konzepte zur Risikosteuerung vorgestellt. Mein Fazit: Das Diversifikationsbuch ist ein Must-Have für Finanzexperten und professionelle Kapitalanleger und erspart zudem so manche hochpreisige Berater-Stunde.

*Stefan Mittnik, PhD
Professor für Finanzökonomie
Ludwig-Maximilians-Universität München*

Besitzen klassische Diversifikationskonzepte nach den Erfahrungen der jüngsten Finanzkrise überhaupt noch Gültigkeit? Haben die Investmentansätze von US-Stiftungsvermögen wie Yale und Harvard als Vorbild ausgedient? Muss die Sichtweise auf aktives und passives Management neu überdacht werden und welche Rolle spielen Portfolio-Optimierungen in einer sich strukturell wandelnden Zukunft? – Die Autoren verstehen es, in ihrem „Diversifikationsbuch“ fundierte Antworten auf diese und weitere aktuelle Fragestellungen einer modernen Asset Allocation zu geben und dabei wissenschaftliche Erkenntnisse mit ihrer langjährigen praktischen Erfahrung zu verbinden. Die Umsetzung und Steuerung einer geeigneten Anlageklassen-Diversifikation erfordern (nicht nur) für institutionelle Investoren eine kritische Reflexion bei der Manager- und Fondsselektion. Hierfür liefern die Autoren eine Fülle interes-

santer und hilfreicher Denkanstöße, nicht zuletzt, um gegenüber Beratern und anderen externen Dienstleistern in der Lage zu sein, die „richtigen“ Fragen zu stellen.

*Dr. Andreas Kretschmer
Hauptgeschäftsführer
Ärzteversorgung Westfalen-Lippe, Münster*

Diversifikation ist und bleibt die wichtigste Methode zur Gestaltung der Risiko- und Ertrags-eigenschaften eines Anlageportfolios. Die zunehmende Globalisierung der Kapitalmärkte und insbesondere die strukturellen Veränderungen unserer Weltwirtschaftsordnung stellen den Anleger vor große Herausforderungen, wenn es darum geht, seine Ertragsziele unter Berücksichtigung eines begrenzten Risikobudgets zu erreichen. Das Denken über den sogenannten Tellerrand hinaus wird bei der Auswahl möglicher Anlageklassen und der Konzeption eines zukunftsfähigen Anlageprozesses zur Pflicht, der Einsatz quantitativer Verfahren zur Portfolio-Optimierung und im Risikomanagement ist unabdingbar. Das „Diversifikationsbuch“ bietet einen umfassenden Überblick über die verschiedenen Ansätze zur Gestaltung einer modernen Asset Allocation. Es gelingt den drei Autoren auf hervorragende Weise, eine rigorose Analyse der Wirksamkeit von Konzepten zusammenzuführen mit ihrer jahrelangen Erfahrung aus der Anlage- und Beratungspraxis. Der Leser des Buches findet eine Vielzahl interessanter Anknüpfungspunkte, um seine Anlageorganisation durch neue Prozesselemente oder Methoden zu ergänzen und daraus langfristig Mehrwert zu schaffen. Die Lesezeit für das Buch ist gut investiert!

*Dr. Peter Oertmann
Chief Executive Officer
Vescore Solutions AG, St. Gallen*

Dieses Buch, das von langjährig praxiserfahrenen Experten in Sachen Kapitalanlagekonzepte geschrieben wurde, beleuchtet den Themenbereich Asset Allocation samt Zubehör (Manager-Selektion, Overlay-Steuerung) post 2008/09 neu. Dies ist mutig und wichtig, haben doch einige „moderne“ Kapitalanlagekonzepte in der Krise nicht wie erwartet oder gar nicht funktioniert. Einstige Superstars wie US-Stiftungen mussten 2008/09 vor allem für ein bis dato völlig unterschätztes Risiko, nämlich das Liquiditätsrisiko, mit herben Verlusten bezahlen. Andere Investoren litten darunter, dass sie Diversifikation schon für Risikomanagement gehalten haben. Die Autoren verstehen unter Diversifikation nach der Krise den Veränderungsprozess der theoretischen Anlagekonzepte und Investmentprozesse. Besonders gefällt mir die Darstellung einer modernen, pragmatischen Strukturierung der Kapitalanlagen institutioneller Investoren und daraus abgeleiteter konkreter Entscheidungsverfahren in der Praxis veränderter Märkte. Dieses Buch ist sehr wertvoll für jeden, der sich mit Anlageentscheidungen auseinandersetzt, und regt zum Nachdenken und Reflektieren an.

*Günther Schiendl
Vorstand
VBV Pensionskasse AG, Wien*

Vorwort

Nichts ist so alt, wie die Zeitung von gestern!

Dieser Satz trifft seit den denkwürdigen Ereignissen im Herbst des Jahres 2008 auch auf eine große Zahl von Finanzpublikationen zu, die vor diesem Datum erstellt worden sind und deren Ergebnisse und Schlussfolgerungen die Erkenntnisse der Finanzkrise nicht berücksichtigen. Auch manche Theorie, manches Dogma ist seit dieser Zeit überholt. Manche Selbstverständlichkeit hat sich in Luft aufgelöst. Daher ist es an der Zeit, die Erfahrungen aus der Krise und die Ergebnisse überholter Studien neu zu bewerten. Es ist auch Zeit für neues Denken und neue Theorieansätze und damit Zeit für eine neue Generation von Büchern, die diese Veränderungen kompakt, strukturiert sowie praxisnah für den Leser aufbereiten.

Normal erscheint der Wunsch institutioneller Investoren, die Situation an den Finanzmärkten nach der tiefen Rezession der Jahre 2008/2009 wieder optimistisch zu sehen. Trotzdem bleibt die Welt unsicher, was auch das Thema Staatsbankrott zeigt. Die Märkte haben es den Investoren 2009 durch signifikante Wertaufholungen in nahezu allen Anlagesegmenten fast zu einfach gemacht, aber nur wenige haben davon wirklich profitieren können. Investoren wünschen, dass diese Ruhe sich als dauerhaft und stabil erweist.

Nur: Diese alte Normalität wird es nicht mehr geben! Es hat sich eine neue Normalität herausgebildet, die Industrie wie Investoren vor starke Herausforderungen stellen wird. Viele ahnen den Veränderungsdruck. Was dies aber für die tägliche Kapitalanlagepraxis und die mittel- bis langfristige Asset Allocation bedeutet, ist häufig nur in Ansätzen erkennbar. Nicht nur aufgrund des Marktumfelds, auch vonseiten der Stakeholder, Aufsichtsorgane und der Öffentlichkeit gibt es einen enormen Druck auf Investoren. Es sollen kompetitive Erträge erzielt werden, jedoch bei extrem kontrollierten Risiken. Die Eigenkapitalanforderungen werden immer restriktiver, die Risikobudgets aber immer kleiner. Dieser Spagat der Ansprüche ist mit den alten Konzepten, aber auch mit der Denke der Vergangenheit nicht zu bewältigen. Die neue Normalität wird geprägt sein von Ungewissheit, Volatilität und Krisen, von niedrigen Zinsen und versteckten Risiken. Der einfache Weg der 1990er-Jahre mit kontinuierlich steigenden Kursen ist vorbei.

Wir befinden uns im Übergang zu einer neuen Welt, die vor allem vom Risikomanagement und von den individuellen Fähigkeiten der Investoren und Vermögensverwalter geprägt sein wird, kontrollierte Risiken einzugehen und sich multidimensional und mit viel Know-how in der Welt aufzustellen. Viele Asset-Manager brauchen mit ungehedgten Long-only-Konzepten bei institutionellen Investoren nicht mehr vorstellig zu werden. Die passive Welt der Exchange Traded Funds (ETFs) wächst rasant und bietet genügend Beta-Exposure, so dass man

für ein wenig mehr Rendite und marginal geringere Risiken kaum noch bereit ist, sein Risikobudget aufs Spiel zu setzen. Jetzt fokussieren sich die Asset-Manager auf die alternativen Ideen wie z. B. den Absolute-Return-Ansatz, der häufig nichts anderes darstellt als eine Modifikation der Strategien aus der Hedgefonds-Welt. In Kombination mit dem Thema Multi-Asset und Multi-Strategie ist dies für viele Investoren jedoch die einzige Möglichkeit, nachhaltig ihr Risikobudget einzuhalten.

Alle Investoren müssen seit der Finanzmarktkrise eine neue langfristige Strategie für ihre Asset Allocation entwickeln. Für die Versicherungsindustrie sichern die hohen Cash-Bestände nicht die laufenden Verpflichtungen und die niedrigen Zinsen verstärken den Effekt schmerzhaft. Eine mittelfristig drohende Inflation würde die Nettorenditen ins Negative treiben bzw. über steigende Zinsen zu Kursverlusten bei Anleihen führen. Aktien-Investments sind in der „Long-only“-Variante aus Risikoerwägungen heraus für die VAG-Welt nicht mehr einsetzbar und viele Investoren suchen eher nach asymmetrischen Renditeprofilen, denn ihr Risikobudget lässt anderes nicht mehr zu. Für institutionelle Investoren stellt sich aber auch die Frage, was die Schlussfolgerungen aus der Krise sein könnten. In der Versicherungsbranche herrscht die Meinung vor, dass sogenannte konservative Anleger, also die mit einer hohen Quote an festverzinslichen Wertpapieren, richtig gehandelt haben, da hier die Verluste in der Krise am geringsten gewesen sind. Investoren, die das Risikoportfolio stärker genutzt haben, sind in den Augen vieler abgestraft worden. Zweifellos hat die Kernschmelze der Risikoaktiva und alternativer Strategieansätze in der Singularität der Finanzkrise dazu geführt, dass viele der gewünschten Diversifikationseffekte nicht eingetreten sind. Fraglich ist, ob man von einer drohenden Wiederholung dieser Singularität ausgehen muss, oder der Weg der multidimensionalen Diversifikation innerhalb der Risikokapitalquote weiter verfolgt werden sollte.

Die Antwort kann nicht generell, ohne Verständnis der unterschiedlichen Restriktionen der institutionellen Investoren, gegeben werden. Es wäre aber fatal, wenn die Krise dazu führen würde, dass führende Investoren – stärker, als es ohnehin schon der Fall ist – nur noch als Halter festverzinslicher Titel auftreten würden. Den ständigen Marktzinsschwankungen ausgesetzt, können sie vielfach nur reagieren und kämpfen mit enormem Einsatz um einzelne Basispunkte an Outperformance. Was für eine Verschwendung von menschlicher Finanzkompetenz!

Wenn nach Inflation, Kosten und Steuern für die Endinvestoren nur noch ein Kapitalerhalt erwirtschaftet wird, macht sich die auf Versicherungsprodukten aufbauende Altersvorsorge langfristig selbst überflüssig. Daher bleibt es notwendig, die Risikokapitalquoten zu nutzen, um ein Gegengewicht zu den festverzinslichen Anlagen zu schaffen, langfristig Reserven aufzubauen und Marktchancen mit allen heute verfügbaren Investment-Strategien zu nutzen.

Was könnte an die Stelle der aktuellen Asset-Allocation treten? Eines hat die Krise gezeigt: Marktrisiken (Beta) korrelieren im Falle von Krisen und liefern keine Diversifikation mehr (Korrelationsrisiko). Es kommt daher darauf an, den Fokus von einem in der Vergangenheit dominierenden Long-only- bzw. Buy-and-Hold-Ansatz abzuwenden und flexiblere Ansätze in der Asset Allocation zu verfolgen. Diese finden sich vielfach im Bereich der Alternative Investments und insbesondere in der Werkzeugkiste der Hedgefonds- und Absolute-Return-

Manager: Leerverkäufe, variables Management des Investitionsgrades, Fremdkapitaleinsatz und -abbau, Nutzung von Derivaten, Investments in unterschiedliche Anlageklassen und Risikoprämien, Alpha-Generierung und das aktive Risikomanagement des Beta-Exposures sind die Zukunftsthemen.

Investoren werden zukünftig vermehrt Ertragsziele und Risikobudgets vorgeben. Wenn eine Kapitalanlagegesellschaft neben aktiven Long-only- auch Long-Short-Strategien, marktneutrale Produkte und andere asymmetrische Risikoprofile anbieten kann, wird die bisherige Unterscheidung zwischen „traditionellen“ und „alternativen“ Investments endlich aufgehoben.

Die Fondsmanager müssen jetzt ihren Mehrwert bzw. die Mehrkosten über aktives Management erzielen. Das wird nur noch möglich, wenn sie sich von ihren Benchmarks lösen, über aktives Risiko- und Exposure-Management und das Hebeln ihrer Alpha-Potenziale. Denn die Möglichkeiten, asymmetrische Renditeprofile in traditionellen Anlageklassen zu erzielen, werden nur mit dem Werkzeugkasten der Hedgefonds-Manager zu erzielen sein. Auch in Deutschland bereiten sich führende Investmenthäuser auf die Themen Long-Short-Equity und Equity-Market-Neutral vor oder haben entsprechende Produkte bereits in ihrem Sortiment.

Die Hedgefonds-Strategien werden sich in Zukunft gedanklich und inhaltlich unter den Anlageklassen sammeln und den Investoren nicht als eigenständige Asset-Klasse, sondern als Zugangsweg zu bestimmten Risikoprämien dienen. Diese neuen Strategien werden zum Lösungsansatz für asymmetrische Renditeprofile werden und die einzige Rettung traditioneller Asset-Manager vor der Marktverdrängung durch die ETFs sein.

Absolute Return ist ein Begriff, der in den letzten Monaten eine Renaissance in den Köpfen von institutionellen Investoren erlebt hat. Absolute Return ist aber auch der Begriff, der in Deutschland in den Jahren nach 2001 von einigen Anbietern mit falschen Produkten verbrannt wurde, da „Relative Return“ als „Absolute Return“ verkauft wurde und viele Produkte flopten. Letzteres hat sich in den Köpfen vieler Investoren verankert.

Die Unternehmen, die traditionell aufgrund ihrer Freiheitsgrade absolute Renditen erzielen können, also die Hedgefonds-Manager, haben sich hier die Butter vom Brot nehmen lassen. Vorurteilsbeladene Hedgefonds-Strategien waren immer schlechter zu verkaufen als Absolute-Return-Strategien. Sei es, wie es ist. Die Welt hat sich nach dem Jahr 2008 radikal verändert.

Für Investoren ohne oder mit nur geringem Risikobudget wird Absolute Return der einzige Weg zu mehr risikokontrollierter Rendite sein. Daher muss der Blickwinkel sich erneut auf eine Kapitalanlage richten, die dem Absolute-Return-Gedanken folgt und sukzessive dazu beiträgt, die Reserven wieder aufzubauen. Was aber Absolute Return bedeutet, ist unterschiedlich belegt. Das Ziel, stets positive Renditen zu erzielen, ist nicht zu erreichen. Vielmehr verbindet sich damit der Anspruch, mit jeder Kapitalanlage ein asymmetrisches Risiko-Rendite-Profil unter Vermeidung von Extremrisiken zu erzielen und in der Kombination von unterschiedlich korrelierenden Kapitalanlagestrategien über alle Anlageklassen hinweg die

Wahrscheinlichkeit zu minimieren, dass das Portfolio Verluste erleidet bzw. das individuelle Risikobudget des Investors aufgebraucht wird.

Das vorliegende Buch stellt neue Investmentansätze vor, die die Investmentpraxis um zahlreiche interessante Facetten bereichern. Die *Naive Strategische Asset Allocation (NaSAA)*, der von den Autoren propagierte Ansatz, ist sowohl prognose- als auch benchmarkfrei. Das bedeutet, dass die Asset Allocation nicht von konkreten Prognosen (traditionelle Ansätze verwenden Prognosen vor allem für Assetklassenrenditen, -volatilitäten und Korrelationen, die auf Fortschreibungen der Vergangenheit und/oder anderen Annahmen beruhen) auskommt und sich auch nicht an Benchmarks oder Peergroups orientiert. Prognoseorientierte Ansätze sind allerdings nicht immer klar von Peergroup-orientierten Ansätzen zu trennen. Andernfalls wäre es kaum zu erklären, warum Asset-Liability-Matching Modelle für vergleichbare Investoren teilweise zu sehr unterschiedlichen Asset Allocation Empfehlungen kommen, wie das z.B. bei Versorgungswerken in angelsächsischen versus kontinentaleuropäischen Ländern der Fall sein kann – selbst wenn sie vom gleichen Consultant beraten werden. Der NaSAA-Ansatz kann außerdem als Maxi-Asset-Konzept (in Abgrenzung zu sogenannten Multi-Asset Ansätzen, die aber oft nur wenige Assetklassen umfassen) mit möglichst annahmefreier breiter und robuster Diversifikation bezeichnet werden.

Ausgehend von dem im Buch vorgestellten *Zero-based Tactical Asset Allocation (ZebTAA)* Ansatz wird angenommen, dass diskretionäre Asset-Allocation-Verbesserungen nur selten dauerhaft erfolgreich sind. Andererseits wird mit dem regelbasierten prognosefreien *Multi-Asset Risiko-Overlay Concept (MAROC)* herausgearbeitet, dass Risikobegrenzungen (der Strategischen Asset Allocation, SAA) mit einem solchen Ansatz durchaus erfolgreich sein können. Zusätzlich wird von den Autoren ein Absolute-Return Overlay-Konzept eingeführt, welches vor allem für aufsichtsrechtlich beschränkte Investoren attraktiv sein kann, denn andere Investoren können grundsätzlich direkt in die dem Absolute-Return-Overlay zugrundeliegenden Wertpapiere investieren. Daher kann die SAA ohne Overlay nach Ansicht der Autoren nicht zum besten Anlageerfolg führen. Auch das steht im Gegensatz zu den vorherrschenden prognoseorientierten oder diskretionären Ansätzen der taktischen Asset Allocation (TAA).

Die *Investmentstrategieselektion* innerhalb der einzelnen Anlageklassen wird nicht separat von der Assetklassen-Diversifikation untersucht, da zwischen Investment-Strategien und Anlageklassen nicht grundsätzlich unterschieden wird. So nehmen die Autoren an, dass eigenständig attraktive Strategien (attraktiv kann auch Short sein), sofern sie genügend attraktive Investmentmöglichkeiten bieten, gleichmässig (naiv) im Portfolio vertreten sein sollten. Das heißt, das auch hier ein prognose- und benchmarkfreier Ansatz verfolgt wird, anders als viele andere Ansätze, die Investment-Strategien benchmarknah allokalieren.

Bei der *Manager- bzw. Fondsselektion* verfolgen die Autoren einen systematischen Ansatz mit einer prognosefreien quantitativen Vorselektion und strukturierter qualitativer Analyse. Auch hier treffen sie, ähnlich wie bei der SAA, Annahmen über die künftigen möglich Attraktivität von Managern bzw. Fonds, im Sinne der Frage: Erwartet der Investor mit hoher Konfidenz, dass künftig eine gute Performance erreicht werden kann? Um die vergangene

Performance beurteilen zu können, werden Markt- bzw. Peergruppen-Benchmarks benötigt. Die künftige erwartete Rendite muss allerdings nicht prognostiziert werden und auch Manager ohne direkt relevante Kurshistorie können nach Meinung der Autoren durchaus ins Portfolio aufgenommen werden, zum Beispiel, wenn sie innovative und dadurch im Gesamtportfoliokontext diversifizierende Investment-Strategien verfolgen. Andere Ansätze sind rein quantitativ oder mit einer Orientierung an Star-Managern stark qualitativ geprägt oder verfolgen sogenannte passive Benchmark-Investmentansätze, die die Autoren in nur wenigen liquiden und effizienten Märkten für erfolgreich umsetzbar halten.

Die aktuelle Entwicklung an den Kapitalmärkten wird in ein neues Investment-Paradigma münden, an dessen Ende ein auf Basis individueller Risikoanforderungen der Investoren stehendes Portfolio steht. Dieses Portfolio sollte sowohl die Diversifikation zwischen Assetklassen als auch zwischen Strategien (Multi-Asset-/Multi-Strategie-Mix) effizient nutzen.

Die Zeiten sind so günstig wie nie, einen neuen Investment-Prozess anzustoßen, denn die Marktverwerfungen waren zu tief, als dass man sie ignorieren könnte. Trotz mancher Komplexität bieten die in diesem Buch dargestellten neuen Ansätze hohe Renditepotenziale und Chancen, die Risiken zu diversifizieren und individuell einzustellen. Den Autoren dieses Buches ist es zu verdanken, dass Sie neue Ideen entwickelt und in kompakter und leicht lesbarer Form zusammen getragen haben und Investoren und allen an Finanzthemen interessierten Lesern einen hervorragenden Einstieg in die Zukunft des Asset-Managements bieten.

Der institutionelle Investor von heute – und vor allem von morgen – muss den Blick über den Tellerrand heben und sich ansehen, welche Anlageklassen, Risikoprämien und Opportunitäten, sei es Alpha oder Beta, am Markt existieren. Er muss neue Wege beschreiten und innovativ sein. Er sollte dabei nicht blind jeder Mode vertrauen, aber dennoch versuchen sich frei zu machen von gängigen Sichtweisen, Vorurteilen und Einschätzungen, die in der Vergangenheit nicht zum Ziel geführt haben.

Möge auch dieses Buch sie dabei begleiten!

Michael Busack
Geschäftsführer, Absolut Research GmbH
Herausgeber des Absolut Report

Hamburg, im Juni 2010

Inhaltsverzeichnis

Geleitworte	5
Vorwort	7
1. Einleitung	15
2. Grundlagen	23
2.1 Diversifikation.....	23
2.2 Asset Allocation	35
2.3 Rebalancing.....	41
2.4 Bedeutung der Asset Allocation für den Portfolio-Erfolg.....	46
2.5 Liquidität	50
2.6 Alternative Anlagestrategien	53
2.6.1 Überblick	53
2.6.2 Investierbare Hedgefonds-Indizes.....	67
2.6.3 Replikation von Hedgefonds-Renditen	70
3. Portfolio-Optimierung.....	73
3.1 Portfolio-Optimierung nach Markowitz.....	73
3.2 Zwei-Fonds-Theorem und Capital Asset Pricing Model	78
3.3 Portfolio-Optimierung mit dem Conditional Value-at-Risk.....	87
3.4 Erweiterungen	89
3.5 Umsetzbarkeit traditioneller Optimierungsverfahren	96
3.6 Illiquide Asset-Klassen und Drei-Fonds-Theorem	97
4. Moderne Asset Allocation-Ansätze.....	99
4.1 Naive Asset Allocation (NaSAA)	101
4.2 Zero-based Tactical Asset Allocation (ZebTAA)	111
4.3 Vergleich systematischer und diskretionärer Ansätze.....	117

5. Manager-Selektion.....	121
5.1 Quantitative Manager-Selektion.....	121
5.1.1 Performancemaße.....	121
5.1.2 Risikomaße.....	127
5.1.3 Quantitative Analysemethoden.....	132
5.2 Qualitative Manager-Selektion.....	137
5.3 Empirische Erkenntnisse und konzeptionelle Ansätze.....	140
6. Overlay-Strategien.....	155
6.1 Risiko-Overlay für traditionelle Anlageklassen.....	157
6.2 Multi-Asset-Risiko-Overlay-Concept (MAROC).....	165
6.3 Absolute-Return-Overlays.....	177
6.3.1 Ertragskomponenten.....	177
6.3.2 Implementierungsbeispiel.....	183
7. Ideal-Portfolio und Implementierungsrestriktionen.....	187
8. Zusammenfassung.....	195
Abbildungsverzeichnis.....	199
Tabellenverzeichnis.....	203
Literaturverzeichnis.....	205
Die Autoren.....	217
Stichwortverzeichnis.....	219

1. Einleitung

Praktisch alle Investoren, die signifikant in andere Anlagekategorien als Staatsanleihen investiert waren, haben in 2008 erhebliche Verluste mit ihren Kapitalanlagen erlitten. Nach der New-Economy- bzw. Aktienmarktkrise vom Anfang des Jahrtausends und mehreren anderen größeren Krisen fragen sich Investoren nun besonders intensiv, wie sie einerseits den Wert ihrer Kapitalanlagen nachhaltig erhalten und andererseits genügend Rendite erzielen können, um ihre Pläne – besonders in Bezug auf kurzfristige Auszahlungen und andere Verpflichtungen – erfüllen zu können. Das gilt besonders auch deshalb, weil künftig weitere, ggf. sogar häufigere und heftigere Finanzmarktkrisen erwartet werden.¹ Der klassische Rat zur Risikobegrenzung in der Vergangenheit lautete Diversifikation der Kapitalanlagen. Die konzeptionelle Basis dazu lieferten vor allem die Arbeiten von Harry Markowitz (1952) und die vielen darauf basierenden Ansätze. Einige Investment-Grundthesen vieler Investoren, z.B. dass Anlageklassen-Diversifikation immer gut ist, um Risiken zu reduzieren und man mit guten Modellen auf Basis von Vergangenheitsdaten fast alles erklären und prognostizieren kann, sind jedoch erschüttert worden. Bedeutet die Erfahrung von 2008 aber wirklich, dass Diversifikation ein Konzept der Vergangenheit ist, wie das viele Praktiker und auch einige Theoretiker behaupten?² Heute gibt es eine anerkanntermaßen zunehmende Komplexität und Interdependenz der Anlagemärkte.³ Brauchen Investoren deshalb eine komplett neue Anlagephilosophie?⁴

Seit der Finanzkrise gibt es eine zunehmende Zahl von Marktteilnehmern, die propagieren, es solle nur in die Anlagekategorien bzw. Produkte investiert werden, die man selbst vollständig verstehen würde. Das hört sich sehr plausibel an und wird daher selten kritisch hinterfragt. Aber kann davon ausgegangen werden, dass selbst die Entwicklung von Standard-Anlageklassen, wie z.B. deutschen Large-Cap-Aktien, repräsentiert durch den DAX, wirklich verstanden wird? Wie ist es dann zu erklären, dass dieser Index von 30 deutschen Standardwerten durch die Volkswagen-Aktie mit immensen Preisveränderungen in 2008/2009 so stark beeinflusst wurde und viele Investoren negativ getroffen hat? Wo bliebe außerdem die Innovation und das Ausnutzen ineffizienter Märkte, welche z.B. die Stiftung der US-Universität Yale gut demonstriert hat, wenn man sich nicht trauen würde, auch in innovative Investment-Strategien zu investieren? Gerade Investoren in Kontinentaleuropa sind ohnehin schon stark durch strikte Regulatoren und oftmals mangelnde Beraterkenntnisse in ihrer Diversifikation beeinträchtigt. Das bedeutet nicht, dass Investoren das Risiko für sie neuer Anlageformen nicht möglichst gut verstehen sollten. Aber es kann von keinem Investor erwartet werden, alle sinnvollen Anlagemöglichkeiten bis ins kleinste Detail zu verstehen. Investoren sollten aller-

¹ Vgl. Kaiser, H. (2009), S. 12.

² Vgl. Hewitt Associates LLC (2009), S. 3 und Aehling (2009), S. 34 im Gegensatz zu Kaiser, H. (2009), S. 13.

³ Vgl. Waitzer (2009), S. 4 und Lo (2009a), S. 57.

⁴ Vgl. Krämer (2009), S. 3.

dings in der Lage sein und sogar dazu verpflichtet werden, bei mangelndem Eigenverständnis erfahrene Berater hinzuzuziehen. Hier wird angenommen, dass Asset Allocation und Overlays sowie die Manager- bzw. Fondsselektion die wichtigsten Themen für Investoren sind. Es wird die These vertreten, dass sich Direkt-Investments, gerade wenn Investoren in sehr vielen unterschiedlichen Märkten investiert sein wollen, meist nicht anbieten. Der Fokus dieses Buches liegt daher nicht auf dem Thema Direkt-Investition bzw. Titelselektion.

Das Buch nutzt die sich aus der Finanzkrise ergebende Chance, ehemals unumstößliche „Wahrheiten“ im Kontext der Asset Allocation in Frage zu stellen, um die Kernfrage der richtigen bzw. besten Asset Allocation noch einmal von Anfang an zu entwickeln. Das Ziel dieses Buches ist es, Denkanstöße zu liefern, die Investoren dazu in die Lage versetzen sollen, ihre bisherige unzureichende Anlageklassen-Diversifikation in Richtung einer Investment-Strategie-Diversifikation auszubauen.⁵ Dabei halten wir uns bei der Verwendung des Wortes „Anlageklasse“ nicht immer stringent an die akademische Definition, sondern verstehen hierunter auch teilweise Anlagesegmente, Anlagekategorien oder Investitions- bzw. Investment-Strategien. Zu Beginn des Buches wird auf die Auswirkungen der Finanzkrise auf einzelne Asset-Klassen und Diversifikation im Allgemeinen eingegangen. Nach der Begriffsabgrenzung diverser Asset Allocation-Konzepte wird im Zusammenhang mit der zeitlichen Dimension das Thema Rebalancing analysiert, welches gerade in Bezug auf die Strategische Asset Allocation oft vernachlässigt wird. Die These, dass Diversifikation überholt ist, wird am Beispiel von in der Vergangenheit besonders erfolgreichen und bekannten „Diversifizierern“, nämlich der US-Universitätsstiftungen von Yale und Harvard, diskutiert.⁶ Dabei zeigt sich, dass eine unvoreingenommene Analyse zu dem Schluss kommt, dass Diversifikation durchaus weiterhin sehr attraktiv sein kann. Neben Rendite und (Verlust-)Risiko wird auf ein in der Diskussion der Finanzkrise dominantes Ziel eingegangen, nämlich das Liquiditätsziel. Dazu wird auf das sogenannte Magische Dreieck der Kapitalanlage verwiesen. Im Zusammenhang mit der Finanzkrise wird oft postuliert, man solle nur in komplett liquide Anlagen investieren. Das würde jedoch die Möglichkeiten der Diversifikation eines Portfolios signifikant einschränken. Auf die Frage, welche Ziele sich Investoren konkret im Einzelfall setzen sollten, kann hier allerdings kaum eingegangen werden, da dies unserer Auffassung nach nur sehr individuell zu beantworten ist. Am Ende des Grundlagenkapitels werden wichtige sogenannte alternative (oft nicht voll liquide) Asset-Klassen kurz vorgestellt. Dabei wird neben Private Equity, Immobilien, Infrastruktur und Rohstoffen auch auf Managed Futures und Hedgefonds eingegangen, obwohl die beiden letzteren eigentlich Investment-Strategien bzw. Anlagevehikel sind, oft aber als eigenständige Anlageklassen bezeichnet werden. Die Asset-Klassen-Diskussion wird außerdem um das Konzept der sogenannten alternativen Betas bzw. innovativen Investment-Strategien erweitert.

Im Kapitel Portfolio-Optimierung wird zunächst der klassische sogenannte Markowitz-Ansatz kurz aufgezeigt. Da dieser auf zahlreichen unrealistischen Annahmen basiert, wird danach auf die inzwischen recht weit verbreitete Portfolio-Optimierung mit dem Conditional

⁵ Vgl. z.B. Hilpold/Kaiser (2010).

⁶ Vgl. z.B. Swensen (2000) sowie Fraser-Sampson (2006).

Value-at-Risk (CVaR) eingegangen. Aber auch dieser Ansatz ist verbesserungsfähig, was anhand eines erweiterten CVaR-Ansatzes gezeigt wird. Im Anschluss an dieses Verfahren wird mit der Naiven Strategischen Asset Allocation⁷ (NaSAA) die mathematische Optimierung für die Strategische Asset Allocation an sich in Frage gestellt. Mit der sogenannten Zero-based Tactical Asset Allocation (ZebTAA) wird auch für die Taktische Asset Allocation aufgezeigt, dass die Konfidenz in die Treffsicherheit von Asset Allocation Entscheidungen sehr hoch sein muss, um attraktive Ergebnisse erzielen zu können. Die Frage, ob grundsätzlich systematische oder diskretionäre Asset Allocation-Modelle vorzuziehen sind, wird anhand eines Vergleichs von Managed Futures- und Global Macro-Fonds thematisiert.

Im Kapitel Manager-Selektion wird zunächst auf die verschiedenen zur Verfügung stehenden Performance- und Risikomaße, aber auch die sogenannte Peergroup-Definition für quantitative Selektionen eingegangen. Danach werden die Grundzüge der qualitativen Manager-Selektion bzw. Due Diligence aufgeführt. Im Anschluss wird die Performance von aktiven (Long-Only) Managern in Relation zu Vergleichsindizes unter Einbezug aktueller Daten von 2008 und 2009 untersucht und in diesem Zusammenhang die Frage nach der Rolle von aktivem versus passivem Management gestellt.

Zu den wesentlichen Portfolio-Management-Instrumenten gehört auch das Risiko-Management. Hier liegt der Fokus auf regulatorischen bzw. vom Investor selbst vorgenommenen Anlagebeschränkungen sowie auf Risiko-Overlays. Dagegen wird auf Risiko-Management im Sinne von Monitoring und Controlling bzw. auf das operative Risiko-Management, z.B. mit Hilfe von sogenannten Balanced-Scorecards, nicht eingegangen. Nach der Vorstellung eines Risiko-Overlay-Ansatzes für traditionelle Anlagen, der sich in der Finanzkrise gut bewährt hat, wird auch auf ein mögliches Risiko-Overlay für (semiliquide) Hedgefonds (sogenannter Hedge Hedge) eingegangen, welches zu einem Multi-Asset Risiko-Overlay Concept (MAROC) weiterentwickelt wird. Im Rahmen der Overlay-Konzepte wird zudem ein Rendite-Overlay vorgestellt, welches ebenfalls auf Hedgefonds (bzw. Absolute Return-Fonds) aufbaut.

Am Ende des Buches wird ein konzeptionelles Muster-Portfolio für einen idealtypischen (institutionellen) Investor skizziert, der restriktionslos, ähnlich wie die US-Universitätsstiftungen, investieren kann. Da es Ideal-Investoren und restriktionslose Umgebungen nicht gibt, sollte klar sein, dass gute Investment-Berater weiterhin sehr wichtig sein werden. Investoren soll es mit Hilfe dieses Buches aber zumindest ermöglicht werden, die richtigen Fragen zu stellen, um Vorschläge von Beratern und Produkthanbietern kritisch beurteilen zu können.

Die praktische Umsetzung der klassischen Portfolio-Optimierungs- bzw. Asset Allocation-Konzepte bringt in der Praxis viele Probleme mit sich.⁸ Aus Investorensicht ergeben sich unseres Erachtens vor allem folgende Kernfragen:

⁷ Vgl. Söhnholz/Burkert (2008).

⁸ Vgl. Dreu/Bikker (2009), S. 2.

- Welche wesentlichen Investment-Ziele werden verfolgt?
- In welchem Zusammenhang stehen Rendite, Risiko und Liquidität?
- Wie werden Zielrendite, -risiko und -liquidität gemessen und von dem Investor bestimmt bzw. für die Anlagemöglichkeiten prognostiziert?
- Inwieweit bestimmen Verpflichtungen, Zeithorizonte bzw. Risikotoleranz die Asset Allocation, und wie können Verbindlichkeiten bzw. Risikotoleranz verlässlich bestimmt werden?
- Welcher Art sind die Renditeziele: absolut oder relativ (zu einer Benchmark)? Gibt es ggf. Überschneidungen von Zielen oder Zielkonflikte?
- Welche Arten von Annahmen bzw. Prognosen sind nötig und wie robust bzw. stabil (Konfidenz?) oder variabel sind diese?
- Welche Anlageklassen sollen in dem Portfolio vertreten sein?
- Sollen Investitionen nur in liquide Anlagensegmente (bzw. Instrumente) erfolgen oder auch in illiquide?
- Wie sollen die Anlageklassen gewichtet werden? Wann und wie wird die Gewichtung verändert?
- Soll die langfristig orientierte Strategische Asset Allocation (SAA) Grenzen für die kurzfristige Taktische Asset Allocation (TAA) vorgeben? Falls ja, soll die TAA die Grenzen der langfristigen Strategischen Asset Allocation immer, also ausnahmslos, einhalten?
- Soll passiv oder aktiv verwaltet in die jeweiligen Märkte investiert werden?
- Sollen nur Beta-Manager mit Tracking-Error-Vorgaben oder auch Alpha-Manager und Absolute Return-Ansätze berücksichtigt werden?
- Sollen eher systematisch bzw. quantitativ oder eher diskretionär orientierte Fonds bevorzugt werden?
- Soll Long-Only oder mit Hebel bzw. der Möglichkeit des Leerverkaufs in die Märkte investiert werden?
- Soll direkt oder indirekt (über Derivate, strukturierte Produkte, Dachfonds etc.) in die Märkte investiert werden?
- Mit wie vielen und welchen Managern/Fonds/Instrumenten soll die Asset Allocation umgesetzt werden?
- Sollen renditeorientierte und/oder risikoorientierte Overlays eingesetzt werden?
- Ersetzen bzw. konterkarieren Overlays unter Umständen die Asset Allocation oder die Manager-Selektions-Entscheidungen?
- Wie wirken sich regulatorisch-rechtliche bzw. steuerliche Anlagebeschränkungen aus?

- Was soll intern selbst und was soll durch externe Experten verwaltet oder gesteuert werden?
- Soll in unterschiedlichen Marktumfeldern/Regimes unterschiedlich gehandelt werden?
- Wie können Regime differenziert und Regimewechsel identifiziert werden?

Während es zahllose Publikationen zu einzelnen dieser Fragen gibt, sind die teilweise signifikanten Wechselwirkungen der diversen Themen unseres Erachtens bisher zu wenig beachtet worden. So wird in jüngster Zeit isoliert über Diversifikation und auch über Wertsicherungskonzepte diskutiert, aber ihre Wechselwirkung selten analysiert. Auch einzelne Konzepte selbst werden manchmal zu undifferenziert behandelt. So werden bei der Strategischen Asset Allocation traditionelle Modelle selten in Frage gestellt. Diesen traditionellen Modellen wird hier die sogenannte Naive Strategische Asset Allocation (NaSAA) zur Seite gestellt, die bei genauerer Betrachtung weniger naiv ist, sondern zu sehr guten Resultaten führen kann.

Außerdem werden TAA und Overlays differenziert und Risiko-Overlays bewusst von renditeorientierten Overlays (wie zum Beispiel dem im Rahmen dieses Buches vorgestellten ZebTAA-Konzepts bzw. sogenannten Best-of-Two- oder Best-of-N-Modellen) getrennt. In diesem Zusammenhang wird ein neuer Ansatz von Risiko-Overlay vorgestellt, der anders als die meisten anderen Overlay-Konzepte (wie z.B. CPPI), auf einer sogenannten Asset-Klassen-Budgettrennung beruht. Dieser erweitert zudem das Overlay-Konzept auf praktisch alle Anlagesegmente (*Multi-Asset Risiko-Overlay Concept (MAROC)*). Eine mögliche Anwendung wird mit dem sogenannten Hedge Hedge-Konzept aufgezeigt, einem Risiko-Overlay für Hedgefonds-Portfolios.⁹ Mit einem solchen Risiko-Overlay-Ansatz können wesentliche Nachteile illiquider Anlagen abgemildert werden und somit weniger liquide Assets in der Allokation stärker berücksichtigt werden als normalerweise üblich. Die Bedeutung von Illiquidität wird auch mit der Hinterfragung des bekannten Zwei-Fonds-Theorems sowie bei dessen Überarbeitung zu einem *Drei-Fonds-Theorem* auf Basis des Magischen Dreiecks der Kapitalanlage hervorgehoben.

Einen Überblick über die wesentlichen hier erwähnten Instrumente und ihre groben Zusammenhänge gibt Abbildung 1.1.

⁹ Vgl. Söhnholz/Rieken (2009) und Hartmann/Kaiser (2010).

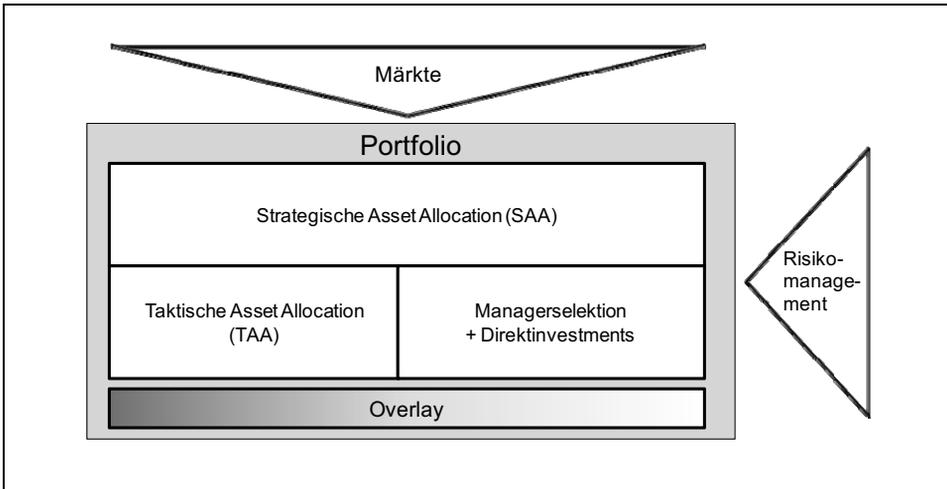


Abbildung 1.1: Das Konzept im Überblick

Quelle: Eigene Darstellung

Die wissenschaftstheoretische Basis für dieses Buch bildet der kritische Rationalismus von Karl Popper. Dieser besagt vereinfacht zusammengefasst, dass eine Theorie nicht positiv bestätigt werden kann, denn mit der Theorie konforme Fälle können diese nicht bestätigen, sondern dienen nur ihrer Illustration. Andererseits kann eine Theorie durch konträre Einzelfälle (wie den vielzitierten schwarzen Schwan¹⁰) nicht formal widerlegt werden; dazu ist zunächst eine alternative Theorie notwendig, die die Beobachtungen besser erklärt. Nach Poppers Ansicht soll fortlaufend nach besseren Theorien gesucht werden, und darum bemühen wir uns hier, weil auch die besten bekannten Theorien Anomalien aufweisen.¹¹ Konzeptionell sind wir dabei skeptisch in Bezug auf wesentliche Annahmen der traditionellen Wirtschaftswissenschaft, besonders wenn diese auch noch stark vereinfacht werden¹², aber auch, wenn Modelle überoptimiert werden – was zu schlechten Prognosen und unrealistischen Ergebnissen führen kann.¹³

¹⁰ Der schwarze Schwan wird im Buch von Taleb (2007) als Synonym für ein vollkommen unerwartetes Ereignis mit geringer Eintrittswahrscheinlichkeit, aber gleichzeitig extrem negativer Wirkung verwendet. Das Risiko-Management ist auf so ein Black-Swan-Ereignis oft nicht vorbereitet.

¹¹ Vgl. Albert (1991).

¹² Amenc *et al.* (2009b) verweisen darauf, dass die meisten Asset Allocation-Modelle für Privatkunden auf einperiodigen Mean-Variance Optimierungen beruhen, konstante Optimierungsparameter verwenden und Verpflichtungen überhaupt nicht berücksichtigen; vgl. auch Investor Analytics/BNY Mellon (2009), S. 2.

¹³ Vgl. Stern (2009): „Alle unsere Probleme beruhen darauf, dass wir die falschen Dinge richtiger machen“. Nachtweh (2009) verweist auf eine RBS Capital Markets und Economist Intelligence Unit Umfrage: „Mehr als die Hälfte der befragten (Hedgefonds-) Manager stellt die Hypothese effizienter Märkte, die moderne Portfolio-Theorie in Frage“.

Wir orientieren uns konzeptionell am Behavioural-Finance-Denken bzw. dem, was man unter Komplexitätswirtschaftswissenschaft bezeichnet.¹⁴ Dies beinhaltet die Annahme, dass Abweichungen von fundamentalen Marktpreisen bzw. effizienten Märkten sich unter anderem durch unvollständige Informationen, fehlerhafte Entscheidungen und Lernprozesse und damit auch Arbitrage- bzw. Spekulationsmöglichkeiten ergeben,¹⁵ was signifikante Auswirkungen haben kann. Trendfolgemodelle können helfen, solche Abweichungen vom „rationalen Verhalten“ zu identifizieren.¹⁶ Dabei geht es nicht um möglichst schön aussehende sogenannte Chart-Technik, sondern um verhaltenswissenschaftliche bzw. Behavioural Finance basierte Ansätze. Allerdings existieren noch keine modernen Kapitalmarktmodelle, die auf erweiterten verhaltenswissenschaftlichen Annahmen basieren, breit akzeptiert sind und erfolgreich getestet wurden.¹⁷

Wir haben dieses Buch „Diversifikationsbuch“ genannt, weil Diversifikation der Kernbegriff unserer Überlegungen ist – und zwar nicht nur über die Asset Allocation, sondern auch für die Manager-Selektion. Diversifikation bedeutet „Veränderung, Abwechslung und Vielfalt“, besonders die „Spezialisierung auf mehrere, unterschiedliche Gebiete“ bzw. den „Prozess der Veränderung von einer Klasse in mehrere unterschiedliche“.¹⁸ Im allgemeinen Sprachgebrauch wird auf die Unternehmenspolitik¹⁹ hingewiesen und es wird die Linguistik genannt, nicht jedoch die Kapitalanlage, die hier im Vordergrund steht. Auch Alpha- bzw. Absolut-Return-Overlays basieren auf dem Konzept der Diversifikation, während Risiko-Overlays das mögliche Versagen der Diversifikation durch ansteigende Korrelationen der Portfolio-Bestandteile in Stress-Phasen reduzieren sollen. Dieses Buch ist aus aktuellem Anlass – der Finanzkrise 2008/2009 – entstanden. Diese hat sehr viele Fragen bei Investoren, Asset Managern und Beratern in Bezug auf die „beste“ Kapitalanlage aufgeworfen. Andererseits beruht dieses Buch auf langjährigen Diskussionen mit Investoren, Asset Managern und vor allem unseren Kollegen bei Feri.

In diesem Buch wird auf die wichtigsten Asset Allocation-Konzepte im Gesamtzusammenhang und im Hinblick auf deren mögliche künftige Bedeutung nach der Finanzkrise eingegangen. Dieses Buch stellt wesentliche Investitionskonzepte in Frage, ist aber nicht nur von Praktikern für Wissenschaftler und Studenten, sondern vor allem für Investoren, Asset Manager und Kundenberater geschrieben. Dabei liegt der Fokus zwar auf Konzepten für institutionelle Investoren, aber auch anspruchsvolle Privatanleger und ihre Berater sollten von einigen

¹⁴ Ein guter Überblick dazu findet sich bei Investor Analytics/BNY Mellon (2009).

¹⁵ Andere Faktoren sind auch Overconfidence und Hindsight Bias: Overconfidence: So glauben die meisten Bankkunden laut einer Studie, dass sich ihr eigenes Portfolio wesentlich besser als der Vergleichsmarkt entwickelt. Hindsight Bias: So steht die Schätzung der Rendite des eigenen Portfolios für die Vergangenheit in überhaupt keinem Zusammenhang mit der Realität. Vgl. Weber (2009), S. 43.

¹⁶ Zur Prognosekraft von Trendfolgemodellen vgl. Lo *et al.* (2000), Jung/Shiller (2005) und DB Advisors (2009).

¹⁷ Vgl. Weber (2009), S. 42.

¹⁸ Vgl. Wikipedia unter folgendem link: <http://de.wikipedia.org/wiki/Diversifikation> [Stand:31.12.2009].

¹⁹ Bisher gibt es keine Studie, welche die Erkenntnisse aus der Erforschung realwirtschaftlicher Diversifikation von Unternehmen (also die Ausweitung der Aktivitäten in Bezug auf Leistungsbereiche, Kundengruppen oder Regionen) für die finanzwirtschaftliche Anlagendiversifikation darstellt.

der Konzepte profitieren können. Die meisten der Beispiele des Buches basieren auf Beratungsdienstleistungen für deutsche institutionelle Investoren, aber auch nicht-deutsche Leser sollten von diesen Erkenntnissen profitieren können.

Wir gehen davon aus, dass die Forschung zum Thema Asset Allocation, Manager-Selektion und Overlay bzw. Diversifikation noch keinesfalls abgeschlossen ist und hoffen, dass unvermeidbar auftretende Lücken bzw. Fehler in dieser Ausgabe mit künftigen Auflagen des Buches beseitigt werden können. Anregungen, Kommentare und Stellungnahmen von Lesern sind daher sehr erwünscht.

Bei dem vorliegenden Buch handelt es sich nicht um ein offiziell von der Feri herausgegebenes Buch, sondern alle dargestellten Aussagen stellen die persönliche Meinung und Überzeugung der Autoren und nicht notwendigerweise die Position der Feri dar.

Gleichzeitig sind wir Feri sehr zu Dank verpflichtet. Zum einen durften wir von unseren Kollegen, Kunden und Geschäftspartnern im Laufe der Jahre sehr viel lernen. Außerdem danken wir Feri für die Erlaubnis, die im Buch abgedruckten Ergebnisse und Darstellungen zu verwenden sowie für die vielfältige sonstige Unterstützung. Insbesondere weisen wir darauf hin, dass die Autoren nicht die alleinigen „Erfinder“ der im Buch vorgestellten neuen Konzepte sind, sondern fast alle dieser Konzepte auf dem Know-how von herausragenden Feri-Mitarbeitern und -Mitarbeiterinnen bzw. Feri-Teams beruhen.

Wir danken besonders unseren Kollegen Andreas Syguda und Dr. Daniel Hartmann für die Mitarbeit am MAROC-Konzept und Stefanie Drögemüller für ihre hervorragende organisatorische Mitarbeit an diesem Buchprojekt. Auch danken wir Guido Notthoff vom Gabler Verlag für die Möglichkeit der Verwirklichung dieses Buches sowie das Lektorat.

Dirk Söhnholz

Sascha Rieken

Dieter Kaiser

Bad Homburg v.d.H., im März 2010

2. Grundlagen

In diesem Kapitel werden die wesentlichen Grundzüge, auf denen die Asset Allocation aufbaut, beschrieben. Zu diesen zählen als Ausgangspunkt insbesondere der Wunsch der Investoren nach Diversifikation, um nicht zu risikoreich zu investieren und ggf. Klumpenrisiken in einem Portfolio zu vermeiden. In einem nächsten Schritt werden die verschiedenen Arten der Asset Allocation in Relation ihrer Zeithorizonte gegeneinander abgegrenzt. Anschließend wird das wichtige Thema der Rebalancierung der Asset Allocation thematisiert, d.h. wie oft das Portfolio eines Anlegers wieder auf die Strategische Asset Allocation-Ausgangsbasis gebracht werden sollte. Hierauf aufbauend wird die Bedeutung der Asset Allocation für den Portfolio-Erfolg erläutert, bevor eine eingehende Betrachtung von Liquiditätsaspekten erfolgt. Das Kapitel schließt mit einem Überblick über die wesentlichen alternativen Anlageklassen.

2.1 Diversifikation

Unter Diversifikation von Anlageklassen wird im Allgemeinen verstanden, dass sich verschiedene Assets oder Asset-Klassen nicht genau gleich entwickeln. Hält man ein Portfolio von Anlageklassen, die sich unterschiedlich entwickeln, so kann das Portfolio-Risiko reduziert werden.¹ Der Diversifikationseffekt zwischen zwei Asset-Klassen wird in der Praxis meist mit dem Korrelationskoeffizienten (der Korrelation) bestimmt. Der Korrelationskoeffizient misst den linearen Zusammenhang zwischen zwei Merkmalen (Renditen), geht also davon aus, dass der (lineare) Zusammenhang für den gesamten Renditebereich gilt und über die Zeit stabil ist. Anlageklassen neigen teilweise zu einem gleichgerichteten Verhalten in besonders negativen Marktszenarien. Geht ein Anleger von gleichbleibenden Diversifikationseffekten auch in sehr negativen Marktszenarien aus, so unterschätzt er damit das Portfolio-Risiko.²

Die Finanzkrise 2008/2009 hat gezeigt, dass auch Investments, die sich in der Vergangenheit durch relativ geringe Verluste und/oder gute Diversifikationseigenschaften – also stabile und geringe Korrelationen zu anderen Asset-Klassen – auszeichneten, in „Stress-Zeiten“ nicht mehr unbedingt attraktive Investitions- bzw. Diversifikationseigenschaften besitzen (siehe Abbildung 2.1).

¹ Dieser Gedanke geht auf Markowitz (1952) zurück, der gezeigt hat, dass sich das Risiko von Aktien durch ein Portfolio mit vielen Einzelaktien reduzieren lässt.

² Das Konzept der Excess Correlation zeigt beispielhaft, dass die Korrelation für bestimmte Renditepaare gerade im negativen Renditebereich deutlich zunehmen kann, wodurch der Diversifikationseffekt und damit das Portfolio-Risiko bei Annahme der Normalverteilung mit konstanter Korrelation deutlich unterschätzt wird. Vgl. Haas *et al.* (2009).

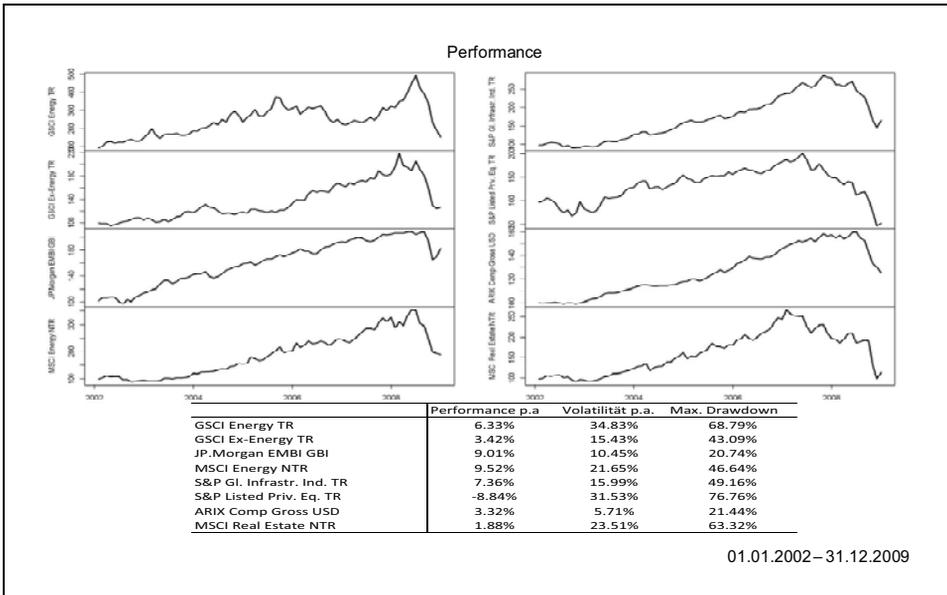


Abbildung 2.1: Gleichzeitiger Stress in vielen alternativen Anlageklassen

Quelle: Feri Institutional Advisors GmbH (2010), Daten: Bloomberg.

Normalerweise zeichnen sich besonders sogenannte alternative Anlageklassen durch relativ geringe Korrelationen zu traditionellen Anlageklassen aus. In Abbildung 2.2 ist zum Beispiel eine langfristige Korrelation von 0,31 zwischen einem breiten investierbaren Hedgefonds-Index (hier der Absolute Return Investable Index, ARIX)³ und dem Euro Stoxx 50 zu sehen. Die Abbildung enthält die Wochenrenditen beider Asset-Klassen im Zeitraum von Januar 2002 bis Dezember 2009. Gerade wenn die Diversifikationseigenschaften besonders benötigt werden – also dann, wenn der Euro Stoxx 50 besonders stark fällt – sind allerdings auch die Hedgefonds-Renditen oft negativ (dunkelgrau markierte Punkte in der Abbildung 2.2).

³ Von Feri entwickelter investierbarer Hedgefonds-Index.