

## Multi-Assetklassen-Fonds mit Risiko-Overlay

In den vergangenen zehn Jahren ging es an den Kapitalmärkten deutlich turbulenter zu als in der Zeit davor. Je nach Marktphase, Anlagezeitpunkt und -klasse konnten hohe Renditen erzielt werden. Allerdings gab es auch immer wieder Etappen, in denen es zu hohen Verlusten kam. Zusätzlich sind an den Märkten Menge und Vielfalt von teilweise widersprüchlichen Informationen gewachsen. Damit wird es für Anleger immer schwieriger, bei der Wahl der besten Anlageklasse und des geeigneten Einstiegszeitraums die richtigen Entscheidungen zu treffen. Gleichzeitig verlangen die rasch wechselnden Marktströmungen besonders flexible Anlagelösungen, die sich durch ein modernes Risikomanagement auszeichnen.

### Risiken streuen und Renditechancen wahrnehmen

Für institutionelle Anleger, die einen stetigen Ertrag auf Kalenderjahresbasis erwirtschaften müssen, stellen die aktuellen Marktgeschehnisse eine besondere Herausforderung dar. Aus diesem Grund setzen viele Investoren auf Multi-Assetklassen-Fonds (MAF), die möglichst breit in die verschiedensten Anlageformen investieren, um Risiken zu streuen und Renditechancen wahrzunehmen. Diese seit Umsetzung der EU-Richtlinie zu UCITS III in deutsches Recht zugelassenen Fonds können sich nahezu frei im Anlageuniversum bedienen und somit eine Vielzahl von Anlagemöglichkeiten und -vehikeln wie beispielsweise Einzelaktien, Fonds oder Zertifikate nutzen.

Der Fondsmanager kann dadurch auf jede Marktlage und Entwicklung reagieren, indem er die zur Verfügung stehenden Anlagevehikel unterschiedlich stark gewichtet. Das gilt sowohl bei der Umsetzung in Form von Publikumsfonds, wie zum Beispiel beim Deka-Wertkonzept S (A), der speziell

für institutionelle Anleger aufgelegt wurde, als auch bei analog gestalteten Spezialfonds. Während beim Publikumsfonds das Fondsmanagement im Rahmen der Vertragsbedingungen allein über die Asset-Allokation entscheidet, erfolgt bei den Spezialfonds die Definition von Anlagerestriktionen wie zum Beispiel Zielrendite, Risikobudget, Anlageuniversum und Anlageformen in enger Absprache mit dem Kunden.

Das Ziel von solchen Multi-Assetklassen-Fonds ist es, eine positive Jahresperformance mit einer möglichst gleichmäßigen

*Oliver Behrens, Mitglied des Vorstands, DekaBank Deutsche Girozentrale, und Thomas Reiland, Leiter Multi-Assetklassen-Fonds, Deka Investment GmbH, beide Frankfurt am Main*

*Angesichts der rasch wechselnden Marktströmungen registrieren die Autoren einen Zuspruch vieler institutioneller Investoren auf sogenannte Multi-Assetklassen-Fonds (MAF). Diese möglichst breit in die verschiedensten Anlageformen investieren, um Risiken zu streuen und Renditechancen wahrzunehmen. Die wahre Kunst des Fondsmanagers sehen sie dabei in der unterschiedlichen Gewichtung der Vielzahl der zur Verfügung stehenden Anlagevehikel im vorgegebenen Risikobudget. Und als wichtige Nebenbedingung jeder Anlageentscheidung nennen sie die jederzeitige Liquidität. Die erforderliche Anpassungsgeschwindigkeit an sich verändernde Marktbedingungen kann ihrer Einschätzung nach über die Aussteuerung der Risiken des Gesamtdepots durch ein Overlay-Management gewährleistet werden. In ihrer rückblickenden Überprüfung der Methodik an den Extremsituationen der vergangenen drei Jahre halten sie das Konzept für bewährt. (Red.)*

Rendite zu erzielen. Ihrem Wesen nach ähneln sie den bekannten Total-Return-Konzepten und basieren auf einem aktiven Risikomanagement mit folgenden drei Säulen:

- weltweite Diversifikation,
- konsequente Stop-loss-Systematik,
- Value-at-Risk-Steuerung (VaR).

### Eigenes Research als Basis der Investmententscheidungen

Die Anlage erfolgt in ein weltweit diversifiziertes Portfolio, bei dem drei Haupt-Assetklassen abgedeckt werden: Renten, Aktien und Alternative Investments. Innerhalb dieser Assetklassen kann das Fondsmanagement in eine breite Palette von Sub-Assetklassen (zum Beispiel Corporates oder Emerging Markets) und Regionen investieren.

Mit Hilfe dieses Anlagekonzepts soll eine Rendite erwirtschaftet werden, die deutlich über dem 3-Monats-Euribor liegt. In der praktischen Umsetzung basieren die Portfolioentscheidungen auf den Analysen des Deka-Bank-eigenen Researchs. Dahinter stehen:

- Bottom-up-Research mit über 2 000 Unternehmenskontakten im Jahr,
- Top-down-Research für Regionen, Länder und Sektoren,
- Top-down-Research auf Makro- und Sektorebene.

Darauf aufbauend erfolgt eine Diversifikation der Alphaquellen via Durationsmanagement, Einzeltitelselektion und derivativen Overlay-Strategien. Sämtliche

## Multi-Assetklassen-Fonds mit Risiko-Overlay

Investmentideen haben klare Ertragsziele und werden permanent überwacht.

### Risikoadjustierung als Grundlage

Das Portfoliomanagement filtert die Informationen zu möglichen Investmentideen und führt sie in einem Prognose-Tableau zusammen. Dieser sogenannte MAF-Monitor enthält Total-Return-Prognosen für alle potenziellen Investments, wie zum Beispiel Aktien oder Euro-Pfandbriefe. Für jede Assetklasse des MAF-Monitors existiert zu jedem Zeitpunkt eine Total-Return-Prognose in Form eines spezifischen Preis-/Kursziels. Darauf basierend erfolgt die risikoadjustierte Umsetzung dieser Prognosen in der Portfoliokonstruktion.

Bei einer Spezialfondslösung ist die wesentliche Basisentscheidung bei der Zusammensetzung des jeweiligen Portfolios zunächst die Bestimmung des Ausnutzungsgrades des vorhandenen Risikobudgets. Hierbei gilt die vom Anleger vorge-

gebene Maximalgrenze als Restriktion. Die Markteinschätzung erfolgt dabei in zwei Schritten: Zunächst wird in Abhängigkeit von der erwarteten Risikoneigung der Marktteilnehmer die Grundausrichtung des Portfolios festgelegt. Anschließend erfolgt die Auswahl und Zusammensetzung der einzelnen Assetklassen im Portfolio auf fundamentaler Basis, verbunden mit der optimalen Zusammensetzung hinsichtlich der jeweiligen Korrelationen.

Hierbei wird auch der Value-at-Risk-Wert des Portfolios auf Monatsbasis und einem Konfidenzniveau von 99 Prozent ermittelt und mit den vom Spezialfonds-Anleger festgelegten maximalen Verlustgrenzen abgeglichen. Ziel bei Anlageentscheidungen ist die jederzeitige Liquidität.

### Begrenzung von Verlusten

Bei der Spezialfondslösung gilt hinsichtlich der zulässigen Assetklassen grundsätzlich, dass über die vom Anleger selbst gemach-

ten Restriktionen hinaus Anlageentscheidungen nur dann getroffen werden, wenn ein Analyst die Investmententscheidung in ihrer Entwicklung verfolgt und das Instrument in jeder Marktlage liquide bleibt. In der Regel kommen daher Instrumente zum Einsatz, die nach ihrer Handelbarkeit, der Kosten und der Liquidität ausgesucht werden. Hierbei handelt es sich überwiegend um Derivate. Investiert wird in der Regel in Märkte und marktweite Indizes. Ein Engagement in Einzeltitel wird nur nach einer klaren Empfehlung eines Analysten in Betracht gezogen.

In der Umsetzung eines solchen Ansatzes ist die Anwendung eines professionellen Risikomanagements essenziell für den Gesamterfolg. Das Risikomanagementsystem dient hierbei nicht nur der fortlaufenden Überwachung der wesentlichen Risikoparameter, sondern auch als Optimierungswerkzeug hinsichtlich der ex ante vorgenommenen VaR-Berechnung. Durch strikte Anwendung des Risikoprozesses sollen ab-

Tabelle: Korrelationsmatrix – MAF-Monitor

Corr	Aktien Euro-land	Aktien USA	Aktien Japan	Aktien Welt	Aktien Emerging Markets Europa	Staatsanleihen Deutschland	Staatsanleihen PIIGS-Staaten	Staatsanleihen USA	Staatsanleihen UK	Staatsanleihen Japan	Pfandbriefe	Renten Corporates	Renten Emerging Markets Euro	Renten High-Yield	Renten Inflation-Link Anleihen	Renten ABS	Rohstoffe	Volatilität Aktienmarkt	Wandelanleihen	Hedgefonds	Immobilien	Euro USD	Euro JPY	Euro CHF	Euro AUD
Aktien Euro-land	1,00	0,64	0,39	0,86	0,74	-0,49	0,41	-0,32	-0,40	-0,13	-0,36	0,38	0,56	0,33	0,00	-0,06	0,62	-0,76	0,39	0,60	0,01	0,43	0,65	0,45	-0,56
Aktien USA	0,64	1,00	0,13	0,89	0,49	-0,26	0,19	-0,39	-0,24	-0,05	-0,24	0,18	0,39	0,16	-0,10	-0,01	0,48	-0,41	0,11	0,54	0,03	0,24	0,41	0,35	-0,35
Aktien Japan	0,39	0,13	1,00	0,42	0,50	-0,32	0,27	-0,09	-0,20	-0,40	-0,14	0,29	0,55	0,52	0,03	-0,07	0,24	-0,40	0,58	0,38	-0,04	0,25	0,38	0,28	-0,42
Aktien Welt	0,86	0,89	0,42	1,00	0,73	-0,41	0,44	-0,38	-0,34	-0,16	-0,31	0,44	0,60	0,35	-0,05	-0,04	0,63	-0,63	0,34	0,69	0,00	0,47	0,61	0,45	-0,52
Aktien Emerging Markets Europa	0,74	0,49	0,50	0,73	1,00	-0,49	0,45	-0,37	-0,35	-0,25	-0,35	0,48	0,61	0,37	-0,07	-0,09	0,59	-0,59	0,43	0,57	0,00	0,50	0,64	0,37	-0,51
Staatsanleihen Deutschland	-0,49	-0,26	-0,32	-0,41	-0,49	1,00	-0,15	0,44	0,65	0,26	0,76	-0,11	-0,23	-0,18	0,33	0,00	-0,33	0,46	-0,26	-0,28	0,02	-0,20	-0,48	-0,30	0,34
Staatsanleihen PIIGS-Staaten	0,41	0,19	0,27	0,44	0,45	-0,15	1,00	-0,01	0,02	-0,10	0,03	0,93	0,35	0,22	0,32	-0,11	0,37	-0,36	0,18	0,29	-0,08	0,81	0,52	0,22	-0,05
Staatsanleihen USA	-0,32	-0,39	-0,09	-0,38	-0,37	0,44	-0,01	1,00	0,44	0,08	0,41	0,00	-0,14	-0,04	0,21	-0,02	-0,32	0,23	-0,01	-0,24	0,04	-0,08	-0,35	-0,21	0,27
Staatsanleihen UK	-0,40	-0,24	-0,20	-0,34	-0,35	0,65	0,02	0,44	1,00	0,16	0,62	0,01	-0,19	-0,14	0,38	-0,06	-0,31	0,33	-0,19	-0,26	0,02	-0,13	-0,40	-0,19	0,31
Staatsanleihen Japan	-0,13	-0,05	-0,40	-0,16	-0,25	0,26	-0,10	0,08	0,16	1,00	0,19	-0,08	-0,13	-0,18	0,05	-0,01	-0,09	0,13	-0,27	-0,09	0,00	-0,06	-0,18	-0,09	0,22
Pfandbriefe	-0,36	-0,24	-0,14	-0,31	-0,35	0,76	0,03	0,41	0,62	0,19	1,00	0,04	-0,15	0,00	0,40	-0,04	-0,32	0,28	-0,13	-0,18	-0,04	-0,14	-0,41	-0,23	0,22
Renten Corporates	0,38	0,18	0,29	0,44	0,48	-0,11	0,93	0,00	0,01	-0,08	0,04	1,00	0,38	0,25	0,19	-0,08	0,40	-0,32	0,20	0,32	-0,10	0,86	0,53	0,21	-0,07
Renten Emerging Markets Euro	0,56	0,39	0,55	0,60	0,61	-0,23	0,35	-0,14	-0,19	-0,13	-0,15	0,38	1,00	0,58	0,05	-0,10	0,46	-0,49	0,50	0,58	-0,02	0,40	0,50	0,33	-0,44
Renten High-Yield	0,33	0,16	0,52	0,35	0,37	-0,18	0,22	-0,04	-0,14	-0,18	0,00	0,25	0,58	1,00	0,19	-0,05	0,24	-0,33	0,60	0,56	-0,10	0,16	0,25	0,20	-0,37
Renten Inflation-Link Anleihen	0,00	-0,10	0,03	-0,05	-0,07	0,33	0,32	0,21	0,38	0,05	0,40	0,19	0,05	0,19	1,00	-0,06	-0,08	-0,06	0,13	0,05	0,00	0,05	-0,10	-0,01	0,10
Renten ABS	-0,06	-0,01	-0,07	-0,04	-0,09	0,00	-0,11	-0,02	-0,06	-0,01	-0,04	-0,08	-0,10	-0,05	-0,06	1,00	0,03	0,04	-0,05	0,02	-0,01	-0,11	-0,08	-0,12	-0,02
Rohstoffe	0,62	0,48	0,24	0,63	0,59	-0,33	0,37	-0,32	-0,31	-0,09	-0,32	0,40	0,46	0,24	-0,08	0,03	1,00	-0,49	0,24	0,53	0,09	0,52	0,60	0,33	-0,46
Volatilität Aktienmarkt	-0,76	-0,41	-0,40	-0,63	-0,59	0,46	-0,36	0,23	0,33	0,13	0,28	-0,32	-0,49	-0,33	-0,06	0,04	-0,49	1,00	-0,42	-0,48	0,01	-0,35	-0,54	-0,32	0,51
Wandelanleihen	0,39	0,11	0,58	0,34	0,43	-0,26	0,18	-0,01	-0,19	-0,27	-0,13	0,20	0,50	0,60	0,13	-0,05	0,24	-0,42	1,00	0,47	-0,05	0,16	0,27	0,16	-0,39
Hedgefonds	0,60	0,54	0,38	0,69	0,57	-0,28	0,29	-0,24	-0,26	-0,09	-0,18	0,32	0,58	0,56	0,05	0,02	0,53	-0,48	0,47	1,00	-0,04	0,34	0,48	0,32	-0,48
Immobilien	0,01	0,03	-0,04	0,00	0,00	0,02	-0,08	0,04	0,02	0,00	-0,04	-0,10	-0,02	-0,10	0,00	-0,01	0,09	0,01	-0,05	-0,04	1,00	-0,05	-0,02	0,05	-0,02
Euro USD	0,43	0,24	0,25	0,47	0,50	-0,20	0,81	-0,08	-0,13	-0,06	-0,14	0,86	0,40	0,16	0,05	-0,11	0,52	-0,35	0,16	0,34	-0,05	1,00	0,67	0,28	-0,09
Euro JPY	0,65	0,41	0,38	0,61	0,64	-0,48	0,52	-0,35	-0,40	-0,18	-0,41	0,53	0,50	0,25	-0,10	-0,08	0,60	-0,54	0,27	0,48	-0,02	0,67	1,00	0,45	-0,43
Euro CHF	0,45	0,35	0,28	0,45	0,37	-0,30	0,22	-0,21	-0,19	-0,09	-0,23	0,21	0,33	0,20	-0,01	-0,12	0,33	-0,32	0,16	0,32	0,05	0,28	0,45	1,00	-0,29
Euro AUD	-0,56	-0,35	-0,42	-0,52	-0,51	0,34	-0,05	0,27	0,31	0,22	0,22	-0,07	-0,44	-0,37	0,10	-0,02	-0,46	0,51	-0,39	-0,48	-0,02	-0,09	-0,43	-0,29	1,00

Datenquelle: Bloomberg Daten vom 15. September 2008 bis 30. Juni 2010 (Unter [www.kreditwesen.de](http://www.kreditwesen.de) besteht die Möglichkeit diese Tabelle herunterzuladen.)

---

solute Verluste innerhalb eines Kalenderjahres vermieden werden.

Die Begrenzung von Verlusten wird durch die Definition eines Maximalverlustes in Höhe des vorgegebenen VaR angestrebt. Eine Besonderheit und ein zusätzlicher Schutzmechanismus liegt in der Anpassung des maximalen Risikopuffers, der bei täglicher Betrachtung und neuen Höchstkursen des Portfolios jeweils justiert wird. Hierdurch wird eine teilweise Höchststandsicherung erreicht, die insbesondere bei längerer Betrachtung dem Anleger ein hohes Maß an Sicherheit bietet.

### **Effiziente Risikokontrolle mit Overlay-Management**

Eine wesentliche Stärke des Konzeptes liegt in der Anpassungsgeschwindigkeit an sich ändernde Marktgegebenheiten. Um hier eine effiziente und kostengünstige Methode anzuwenden, bietet sich das sogenannte Overlay-Management an. Dabei werden nicht die Risiken der Einzelpositionen, sondern die des Gesamtdepots betrachtet und mit Hilfe von börsengehandelten Terminkontrakten angesteuert. Der Vorteil: Die strategische Ausrichtung wird nicht beeinträchtigt, ein Eingriff zur Risikobegrenzung findet nur auf der Ebene des sogenannten Overlay-Segments statt. Damit verlagert sich der Schwerpunkt in turbulenten Marktphasen von der Renditebetrachtung hin zu einem reinen Risikomanagement mit dem Ziel des Kapitalerhalts.

Die Entwicklung der Multi-Assetklassen-Fonds in den vergangenen drei Jahren zeigt, dass die Modelle selbst in solchen Extremsituationen, wie wir sie in diesem Zeitraum an den Märkten hatten, eine stabile positive Wertentwicklung aufweisen. Für institutionelle Anleger, deren Anlageziel ein schwankungsarmer Wertzuwachs ist, bieten diese Fonds in jeder Marktphase die Chance auf einen absolut positiven Ertrag. Die konsequente Risikosteuerung sorgt gleichzeitig für ein hohes Maß an Sicherheit, selbst bei rasch wechselnden Marktströmungen. Damit sind sie ideal als Einzelfondslösung, aber auch als Baustein einer koordinierten Gesamtdepotsteuerung, die sämtliche Eigenanlagen mit einbezieht. Dafür bietet sich eine Master-KAG-Konstruktion an, mit allen damit verbundenen Vorteilen bis hin zu einem aktuellen und detaillierten E-Reporting über alle Anlagen hinweg. ■■■■■