

## Alternative Investments in institutionellen Portfolios

Die Vorteile von Alternative Investments zur Verbesserung des Rendite-Risiko-Profiles institutioneller Portfolios sind bekannt: Alternative Investments bieten ein attraktives Renditepotenzial sowie eine geringe Korrelation zu den traditionellen Assetklassen Aktien und Renten. Aus dem vielfältigen Universum der alternativen Anlagen gelten vor allem Hedgefonds als Paradebeispiel solcher „ertragreichen Diversifizierer“, zielen sie doch generell ab auf positive Renditen unabhängig von der allgemeinen Marktentwicklung, also auf „absolute Returns.“ Insbesondere durch ihre Möglichkeiten, auch von fallenden Kursen zu profitieren, können sie ein Portfolio gegen Kursrückschläge bei den traditionellen Anlagen stabilisieren.

### Vorausschauende Asset Allokation mit alternativen Anlagestrategien

Durch die Finanzkrise sind allerdings Zweifel an den Rendite- und Diversifikationsvorteilen von Hedgefonds in den Vordergrund getreten. So verzeichneten im Zuge der starken Kurseinbrüche an den globalen Aktienmärkten von November 2007 bis Februar 2009 auch Hedgefonds hohe Verluste. Diese Beobachtung führt häufig zu der Einschätzung, dass Hedgefonds ihre Absolute-Return-Versprechen gerade dann nicht einlösen können, wenn es die Portfolios der Investoren besonders dringend benötigen. In Anbetracht der Heterogenität von Hedgefonds- beziehungsweise Absolute-Return-Strategien greift eine derart pauschale Aussage aber zu kurz. Zudem birgt sie die Gefahr, eine generelle Abkehr von alternativen Anlagen zu fördern und zu einer unzureichenden Diversifikation in institutionellen Portfolios beizutragen.

Gerade in der aktuellen Kapitalmarktsituation bleiben alternative Anlagen eine wichtige Säule der Asset Allokation. Denn vor

dem Hintergrund niedriger Zinsen und hoher fundamentaler Unsicherheiten sind die typischen Renditeziele institutioneller Investoren allein durch traditionelle Aktien- und Rentenanlagen nicht oder nur mit großem Risiko zu realisieren. Absolute-Return-Strategien bieten hier vielfältige Möglichkeiten, um den Bedarf an zusätzlichen Rendite- und Diversifikationsquellen zu erfüllen. Jedoch lehrt die Finanzkrise, dass eine „naive Diversifikation“ über alternative Anlagen nicht ausreicht; eine nachhaltige Verbesserung der Portfolioeffizienz erfordert vielmehr eine gezielte Analyse und Auswahl von „passenden“ Strategien.

Die Analyse einer konkreten Anlagevariante beginnt regelmäßig mit der Auswertung der Performance-Historie hinsichtlich durchschnittlicher Rendite, Volatilität, Korrelationen und weiterer Kennziffern. Die spezifischen Renditeeigenschaften von Absolute-Return-Strategien lassen sich allerdings oft nur unzureichend aus ihren historischen Anlageergebnissen erschließen.

*Nader Purschaker, Geschäftsführer, Metzler Asset Management GmbH, und Dr. Christoph Heumann, Metzler Applied Research, Frankfurt am Main*

*Alternative Investments, vor allem Hedgefonds, sollen als „ertragreiche Diversifizierer“ marktunabhängig positive Renditen erzielen. Dass die Hedgefonds-Indizes in der Krise im Gleichschritt mit den Aktienkursen sanken, spricht aus Sicht der Autoren nicht grundsätzlich gegen Absolute-Return-Produkte, sondern für eine sorgfältige Analyse der Strategien. Gerade im aktuellen Kapitalmarktumfeld messen sie Absolute-Return-Fonds eine wichtige Diversifikationsfunktion für institutionelle Portfolios bei. Sie halten am Anspruch fest, mit einzelnen Strategiekonzepten eine marktunabhängige Performance zu erzielen. (Red.)*

Eine Einschätzung des Ertrags- und Diversifikationspotenzials erfordert daher ebenso eine Analyse des Strategiekonzeptes sowie seiner Rendite- und Risikoquellen.

Ein wichtiger Ansatzpunkt ist die Zerlegung der erwarteten Rendite und des Risikos in Beta- und Alpha-Komponenten. „Beta“ steht für Renditebeiträge, die aus anerkannten Risikoprämien stammen und die der Investor eigenständig zu geringen Kosten durch passives Marktexposure abbilden kann. „Alpha“ bezeichnet dagegen Renditebeiträge, die der Investor nicht eigenständig generieren kann, sondern die spezielles Research voraussetzen und häufig durch innovative, dynamische Handelsstrategien erzielt werden.<sup>1)</sup>

Zur Verbesserung des Rendite-Risiko-Profiles kommt es für den Investor darauf an, vor allem solche Alpha-Quellen in das Portfolio zu integrieren, die eine geringe Korrelation zu seinen Beta-Komponenten aufweisen. Hier bieten Absolute-Return-Ansätze wichtige Vorteile gegenüber traditionellen (Relative-Return-)Strategien. Während Letztere neben Alpha-Beiträgen regelmäßig auch ein hohes Beta-Exposure mit sich bringen – das Standardbeispiel ist ein aktiver Aktienfondsmanager, der mit geringem Tracking Error Über- und Untergewichtungen gegenüber einer Indexbenchmark vornimmt –, zielen Absolute-Return-Strategien darauf ab, das Alpha isoliert und mit einer bestimmten Volatilität bereitzustellen.

### Form der Renditeverteilung

Allerdings ist auch bei Absolute-Return-Strategien das Beta-Exposure nicht immer vollständig eliminiert. Zum Beispiel sind Hedgefonds der Kategorie „Long/Short Equity“ nicht marktneutral, sondern haben oft ein Beta von etwa 0,5 gegenüber dem Aktienmarkt. Sofern solche Strategien ein

Alpha generieren können, ist eine Allokation zwar durchaus sinnvoll. Jedoch sind ein verminderter Diversifikationseffekt sowie eine geringere Stabilisierung des Portfolios gegen große Kursverluste am Aktienmarkt zu erwarten.

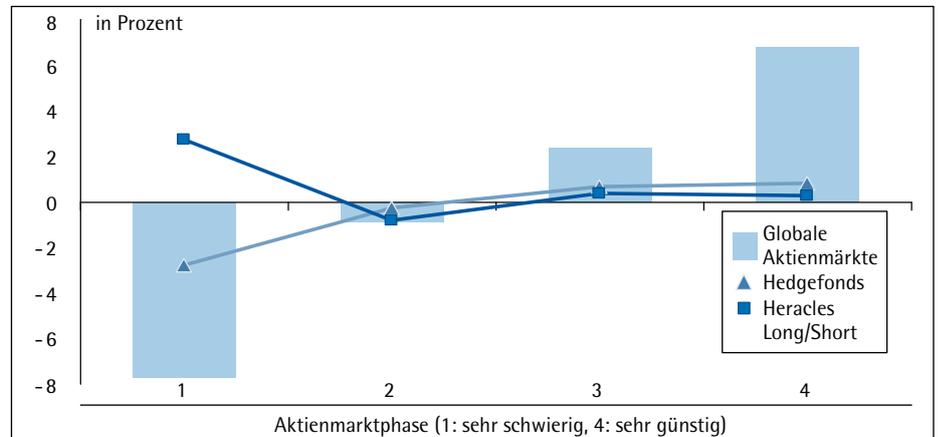
Ein weiterer Analysepunkt betrifft die Form der Renditeverteilung, die bei einigen Absolute-Return-Strategien stark linksschief ist. Diese erzielen laufend kleinere, positive Renditen bei geringer (realisierter) Volatilität, denen jedoch ein „Fat-Tail-Risiko“ von seltenen, aber sehr hohen Verlusten gegenübersteht. Beispiele hierfür sind Relative-Value-Strategien in illiquiden Wertpapieren, Carry-Strategien bei Währungen oder Optionsstrategien, die Stillhalterprämien aus dem Schreiben von Out-of-the-Money-Optionen verdienen. Grundsätzlich können auch diese Strategien die Portfolioeffizienz verbessern, wenn sie Renditebeiträge liefern, die der Investor nicht durch andere Anlagevarianten darstellen kann.

**Ertragreiche Diversifizierer gesucht**

Bei der Analyse ist aber zu beachten, dass sich das Fat-Tail-Risiko in der Regel nicht in der Performance-Historie widerspiegelt. Die durchschnittliche Rendite und die realisierte Volatilität werden daher die tatsächlich zu erwartende Rendite deutlich überschätzen und das Risiko der Strategie stark unterschätzen. Darüber hinaus treten Tail Events meist in Phasen mit erhöhter Volatilität an Aktien- und Rentenmärkten auf – also wenn typischerweise auch die traditionellen Assetklassen deutliche Verluste verzeichnen.

Nach der Analyse der Performance-Historie und des Strategiekonzeptes ist zu beurteilen, ob die Anlagevariante die Portfolioeffizienz verbessert und in das Portfolio integriert werden soll. Eine gängige Kennziffer hierfür ist die Sharpe-Ratio, die die erwartete Überschussrendite über dem risikolosen Zins ins Verhältnis zur Volatilität setzt. Bezeichnen  $SR_{PF}$  und  $SR_A$  die Sharpe-Ratios für das momentane Portfolio und für die betrachtete Anlage und steht  $\rho_{PF,A}$  für den Korrelationskoeffizienten, so lässt sich folgende Entscheidungsregel ableiten: Die Anlagevariante verbessert das Rendite-Risiko-Profil (das heißt sie steigert die Sharpe-Ratio für das Gesamtportfolio), falls  $SR_A > \rho_{PF,A} \times SR_{PF}$ , falls also die Sharpe-Ratio der Anlage größer ist als das Produkt aus Korrelationskoeffizient und Sharpe-Ratio des aktuellen Portfolios.<sup>2)</sup>

**Abbildung: Durchschnittliche Monatsrenditen in unterschiedlichen Aktienmarktphasen (März 2008 bis Mai 2010)**



Die Entscheidungsregel ermöglicht eine einfache Beurteilung einer Anlagevariante. Die historischen Performancezahlen können dabei gemäß der Analyse des Strategiekonzeptes flexibel „nachadjustiert“ werden – zum Beispiel durch Ansetzen einer höheren Korrelation oder einer geringeren Sharpe-Ratio. Ferner macht die Betrachtung im Kontext des Gesamtportfolios deutlich, dass sich ein vergleichsweise niedriger „kritischer Wert“ für die Sharpe-Ratio ergibt, ab dem die Allokation einer gering korrelierten Anlage zu einer Verbesserung der Portfolioeffizienz führt.<sup>3)</sup> Diese Überlegung unterstreicht das Diversifikationspotenzial, das eine gezielte Auswahl von Absolute-Return-Strategien für institutionelle Portfolios bietet.

**Marktunabhängige Performance**

Schließlich sollen Absolute-Return-Strategien ein Portfolio auch gegen starke Verluste bei den traditionellen Anlagen des Investors stabilisieren, wobei das größte Risiko häufig von Kursrückschlägen am Aktienmarkt ausgeht. Sharpe-Ratio und Korrelation geben hier nur eine eingeschränkte Auskunft, sodass eine ergänzende Betrachtung erforderlich ist. Ein geeignetes Verfahren besteht darin, zunächst unterschiedliche Aktienmarktphasen abzugrenzen, die sich an den Quantilen der historischen Monatsrenditen orientieren. So lassen sich zum Beispiel vier Marktsituationen einteilen, wobei Situation 1 den Monaten mit den 25 Prozent schlechtesten Aktienrenditen entspricht (sehr schwierige Marktphase) und Situation 4 den Monaten mit den 25 Prozent besten Renditen (sehr günstige Phase). Für diese Marktphasen

werden dann die jeweiligen Durchschnittsrenditen des Aktienmarktes mit denen der betrachteten Anlagevariante verglichen.

Die Abbildung illustriert dieses Verfahren für vier Marktphasen an den globalen Aktienmärkten (MSCI World in Euro). Die durchschnittlichen Aktienrenditen werden dabei verglichen mit einem breiten Hedgefondsindex (HFRI Fund Weighted Composite in Euro) sowie dem von Metzler Asset Management entwickelten Absolute-Return-Fonds „Heracles Long/Short.“ Heracles Long/Short wurde im März 2008 aufgelegt. Die Abbildung zeigt für die letzten gut zwei Jahre einen deutlichen Gleichlauf zwischen Aktienmärkten und Hedgefonds insgesamt. Am Beispiel Heracles Long/Short wird aber deutlich, dass einzelne Strategiekonzepte durchaus eine marktunabhängige Performance aufweisen und insbesondere auch in sehr schwierigen Marktphasen durch positive Renditen zur Stabilisierung eines traditionellen Portfolios beitragen können.

**Fußnoten**

<sup>1)</sup> Die Unterscheidung von Renditebeiträgen in Beta und Alpha ist nicht immer eindeutig, sondern erfolgt eher entlang eines kontinuierlichen und dynamischen „Alpha-Beta-Spektrums.“ Ein Beispiel hierfür ist die fortgesetzte Diskussion über die Möglichkeiten zur Replikation von Hedgefondsrenditen.

<sup>2)</sup> Die Entscheidungsregel folgt aus einer Mean-Variance-Portfoliooptimierung für einen Fall mit zwei riskanten Assets (dem momentanen Portfolio PF und der Anlagemöglichkeit A) sowie einem risikolosen Asset. Die Regel ist äquivalent zu der Bedingung, dass die Anlage A mit einem positiven Gewicht in das optimale Gesamtportfolio (aus PF und A) eingeht.

<sup>3)</sup> Schätzt der Investor zum Beispiel die Sharpe-Ratio seines Portfolios auf  $SR_{PF} = 0,8$  und die Korrelation mit der Anlage auf  $\rho_{PF,A} = 0,3$ , so muss die Sharpe-Ratio der Anlage einen „kritischen Wert“ von lediglich  $0,8 \times 0,3 = 0,24$  übertreffen.