

## Overlay Management im Rahmen von Masterfonds

Mit der Implementierung eines Masterfonds verbinden viele Anleger nicht nur die Absicht, ihre Kapitalanlagen bei einer KAG zu bündeln, sondern auch die Asset Allokation zu optimieren, um einen Mehrertrag zu erzielen und das Risiko auf Gesamtfondsebene zu steuern.

### Überrendite als Vorgabe

Ein Masterfonds wird grundsätzlich in mehrere Segmente aufgeteilt, die an spezialisierte Asset Manager vergeben werden. Die spezialisierten Asset Manager erhalten die klare Vorgabe, eine Überrendite (Alpha) gegenüber der vorgegebenen Benchmark zu erzielen. Das Abweichungsrisiko gegenüber der Benchmark wird dabei häufig durch die Vorgabe eines Tracking Errors beschränkt.

Damit sind taktische Eingriffe des Kunden in die Allokation des Masterfonds nur sehr bedingt möglich. So kann das Gesamtportfolio-Risiko nur durch Mittelbewegungen oder durch einen direkten Eingriff des Kunden in das aktive Management (Reduzierung des Volumens des entsprechenden Segmentes beziehungsweise „Nötigung“ der aktiven Manager zu einem Hedge der Marktrisiken) gesteuert werden. Ein Anteilsverkauf ist aufgrund erhöhter Transaktionskosten nicht effizient, insbesondere wenn der taktische Eingriff nur vorübergehender Natur ist.

Die Alternative, die Marktrisiken direkt im betreffenden Segment durch Derivate zu steuern, führt zu einem Zielkonflikt: Während der Kunde mit der Steuerung der Marktrisiken (Beta-Risiken) einen Absolute Return-Gedanken verfolgt, strebt der aktive Manager ein Relative Return-Ziel an: die Outperformance seiner Benchmark, also die Generierung von Alpha. Der externe Eingriff in den Alpha-Generierungsprozess führt jedoch zu einer eingeschränkten

Möglichkeit, den Anlageerfolg in diesem Segment zu messen.

### Investmentprozess des Overlay Managements

Hier greift das Overlay Management ein: Taktische Eingriffe in die für sich genommen starre Anlagestruktur des Masterfonds werden allein in dem dafür vorgesehenen Overlay Segment vorgenommen. Auf diese Weise entfällt der aufwendige Abstimmungsbedarf mit den einzelnen Managern. Die Verlagerung der taktischen Allokationsentscheidung auf den Overlay Manager führt damit zu einer effizienten, kostengünstigen und reibungslosen Verlängerung der Wertschöpfungskette.

*Dr. Hans-Ulrich Templin, Mitglied der Geschäftsführung, Helaba Invest Kapitalanlagegesellschaft mbH, Frankfurt am Main*

*Nach Lösung der gesetzlichen Unsicherheiten rund um die Fondsübertragung und Fondsfusion legen die institutionellen Anleger aus Sicht des Autors verstärkten Wert auf eine ganzheitliche Steuerung ihrer Kapitalanlagen. Bei möglichst großer Transparenz beziehungsweise gutem Reporting, wollen sie nach Möglichkeit kurzfristige Marktchancen ausgenutzt sehen, um eine Outperformance gegenüber der Strategischen Asset Allokation zu erwirtschaften. In der Verlagerung der taktischen Allokationsentscheidung auf den Overlay Manager sieht er eine effiziente, kostengünstige und reibungslose Verlängerung der Wertschöpfungskette und will dementsprechend das anhaltend hohe Interesse der institutionellen Kunden am Overlay Management als die nächste Stufe der Umsetzung der Master-Fonds-Strategien gewertet wissen. (Red.)*

Die Steuerung im Overlay Segment erfolgt aus Kostengründen überwiegend durch den Einsatz von Derivaten. Aus steuerlichen oder bilanziellen Gründen werden jedoch auch Direktinvestments in Aktien und Renten sowie Publikumsfonds eingesetzt.

Mit einem Overlay werden in der Regel zwei Ziele verfolgt: Erstens die Generierung von Zusatzerträgen über die passive Rendite der Strategischen Asset Allokation (SAA) und den aktiven Beitrag der Segmentfondsmanager hinaus und zweitens die Steuerung der Anlagerisiken nach einem vorgegebenen Risikobudget. Der Gesamtprozess des Overlay Managements ist in Abbildung 1 dargestellt:

Ausgangspunkt der Overlay Steuerung ist die Strategische Asset Allokation eines Mandates. Gleichzeitig ist es im Sinne einer Erfolg versprechenden Umsetzung der Overlay Strategie wichtig, einen Abgleich der Ist- und Sollstruktur vorzunehmen. In Abhängigkeit davon, welche Freiheiten dem einzelnen Manager gewährt werden (Veränderung des Investitionsgrades, maximaler Tracking Error), können die Abweichungen erheblich sein. Darf ein Asset Manager beispielsweise die Duration verändern, muss der Overlay Manager das tatsächliche Ausmaß der Veränderung einbeziehen, da es sonst zu einer Übersicherung kommen kann.

### Taktische Asset Allokation Overlay (TAA)

Das Taktische Overlay Management verfolgt wie erwähnt das Ziel, durch Nutzung kurzfristiger Marktchancen eine Outperformance zu erwirtschaften. Um dies zu erreichen, erstellt die Helaba Invest monatliche Renditeprognosen. Basierend auf diesen Prognosen wird im Anschluss eine

aktive Gewichtung (Über- oder Untergewichtung) der entsprechenden Assetklassen vorgenommen.

Die Prognosen werden aus einem quantitativen Modell abgeleitet, welches für jede der einbezogenen Assetklassen die zum Entscheidungszeitpunkt relevanten Erklärungsgrößen (Faktoren) enthält. Der Vorteil eines solchen rein systematischen Ansatzes besteht darin, dass die Ergebnisse der Methodik, aus der die Prognosen abgeleitet und darauf aufbauend die Allokationsentscheidungen getroffen werden, historisch zurückgerechnet werden können. Im Folgenden ist dargestellt, welche einzelnen Schritte zur Renditeprognose für jede Assetklasse führen (Abbildung 2).

Grundidee des Prognosemodells ist es, dass ein Faktor, der in der jüngeren Vergangenheit für die Rendite des Folgemonats bedeutsam war, auch in naher Zukunft noch einen gewissen Erklärungsgehalt besitzt und damit für die Prognose verwendet werden kann.

**Bestimmung und Gewichtung der Einflussfaktoren**

Im ersten Schritt wird die Menge möglicher Einflussfaktoren für die Rendite des Folgemonats spezifiziert. Dies erfolgt mittels einer Korrelationsanalyse zunächst für die Vergangenheit und getrennt für jede Assetklasse. Dabei werden alle ökonomischen und fundamentalen Faktoren berücksichtigt, die zumindest einmal im gesamten Zeitraum der historischen Rückrechnung für die zukünftige Rendite relevant waren. Die Menge der möglichen

Einflussfaktoren enthält diverse Konjunktur- und Inflationsindikatoren, aktuelle Marktbewertungen, Risikoindikatoren und Wechselkurse in unterschiedlichen Transformationen.

Ein Faktor wird nur dann in das Modell aufgenommen, wenn er sich in vier Jahren für eine Renditeprognose geeignet hat und sich diese Prognoseeignung auch noch in den anschließenden zwei Jahren (out of sample periode) bestätigt hat.

Sind die relevanten Faktoren einmal bestimmt, ergibt sich die Gewichtung der Einflussgrößen aus der Schätzung des Modells auf Basis der Daten der letzten 48 Monate. Die Schätzung wird monatlich vorgenommen, sodass das Modell nicht nur die jeweils aktuellen Einflussgrößen enthält, sondern deren Gewichtung auch dynamisch an die sich verändernden Rahmenbedingungen angepasst wird. Die Prognose der Rendite für den Folgemonat ergibt sich dann aus dem geschätzten Zusammenhang zwischen Einflussgrößen und zukünftiger Rendite, der auf Basis der Vergangenheitsdaten festgestellt wurde.

Besonders wichtig bei der historischen Rückrechnung eines Prognosemodells ist es, dass zu einem bestimmten Zeitpunkt nur bekannte Informationen in das Modell einbezogen werden. So verzichtet die Helaba Invest bewusst auf Konjunkturdaten, die später revidiert werden könnten (Beispiel: Wachstum des US-Bruttoinlandsproduktes). Trotz des unbestrittenen Einflusses auf die Aktienmärkte werden die Daten nicht berücksichtigt, da aufgrund von Revisionen die historische Rückrechnung

einer systematischen TAA-Strategie nicht ohne Verzerrungen möglich wäre. Es würden also Informationen verwendet werden, die in Wirklichkeit erst später (zum Zeitpunkt der Revision) zur Verfügung standen.

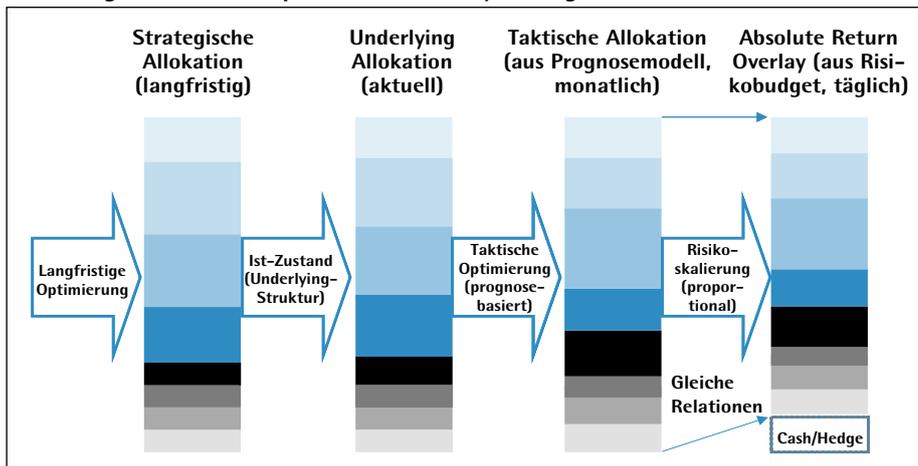
**Optimierung der Asset Allokation**

Sind die Prognosen für alle Assetklassen bestimmt, so erfolgt eine Optimierung der Allokation unter Verwendung der Renditeprognosen. Im Rahmen der Optimierung werden die Renditeprognosen mit den Korrelationen kombiniert. Diversifikationsmöglichkeiten werden hierdurch weiterhin genutzt. Für die Optimierung verwendet die Helaba Invest ein robustes Verfahren: Die Renditeprognose auf Basis des Modells werden mit der „Marktprognose“ zu einer Gesamtprognose aggregiert. Die Marktprognose entspricht dabei der Renditeprognose, die bei einer Markowitz-Optimierung (unter Verwendung der historischen Korrelationsmatrix) zur SAA führen würde.

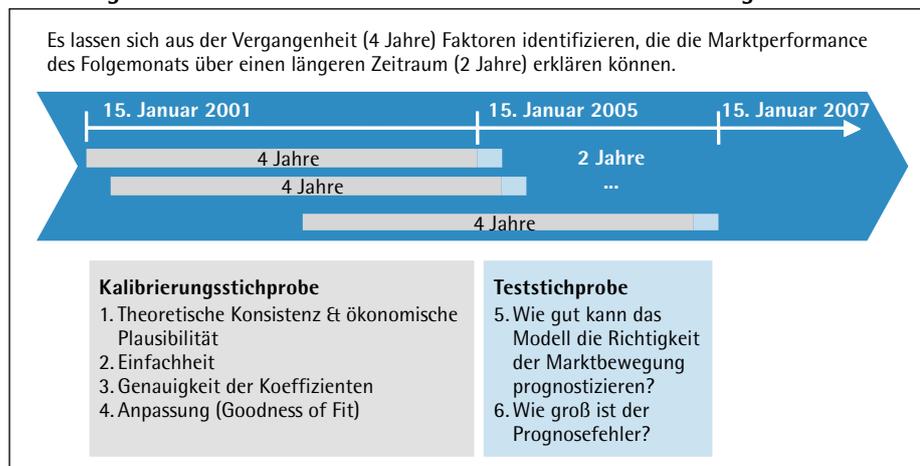
Umgekehrt lassen sich bei gegebener SAA und gegebener Kovarianzstruktur die einzelnen Renditeprognosen (durch inverse Markowitz-Optimierung) bestimmen, die zu eben dieser SAA führen. Das Gewicht der Modellprognose ist dabei umso größer, je geringer der Prognosefehler in der Vergangenheit war. Ist der Modellfehler relativ groß, so wird tendenziell mehr Gewicht auf die Marktprognose gelegt. Umgekehrt kann bei guter Renditeprognose des Modells die für die Optimierung verwendete Gesamtprognose stärker von der Marktprognose abweichen. Durch dieses sogenannte Black-Litterman-Verfahren wird eine robuste Renditeprognose ermöglicht, welche Markt- und Modellprognose in optimaler Weise kombiniert. Das angewendete Prognoseverfahren hat sich nicht nur in der historischen Rückrechnung als sehr erfolgreich erwiesen, sondern auch in der Praxis seinen Erfolg unter Beweis gestellt.

Ein Absolute Return Overlay ist der letzte Teilschritt und verfolgt das Ziel, zu einem vorab festgelegten Zeitpunkt eine Wertuntergrenze (gegeben durch das Risikobudget) für das Gesamtportfolio nicht zu unterschreiten. Das vorhandene Risikobudget muss effizient auf die einzelnen Manager verteilt werden. Das Risikobudget, das ein Manager verbraucht, sollte daher durch das Overlay Management gut kalkulierbar sein. Darf beispielsweise ein Segment-

Abbildung 1: Der Gesamtprozess des Overlay Managements



**Abbildung 2: Die Grundidee der taktischen Allokationsentscheidung**



fondsmanager mit einer gemischten Benchmark die Aktienquote beliebig zwischen null und 100 Prozent variieren, so ist diesem Manager ein Risikobudget zu allozieren, das gegebenenfalls über längere Zeit nicht ausgenutzt wird, was langfristig zu Renditenachteilen führen kann.

Eine Absicherung eines Mindestportfoliowertes kann grundsätzlich durch den Einsatz von Optionen oder durch eine Dynamisierung der Asset Allokation erreicht werden. Die Helaba Invest sieht eine Dynamisierung der Asset Allokation als vorteilhaft an, da dadurch ein Risikobudget freigegeben wird, das zu einer Erhöhung des Aktienanteils oder anderer gleichfalls chancen- und risikoreicher Anlageklassen genutzt werden kann.

### Wahlmöglichkeiten der Kunden

Auf diese Weise kann beispielsweise einem Anleger, der sich bei fixer Allokation kein Aktienrisiko leisten kann, der Wiedereinstieg in den Aktienmarkt ermöglicht und somit die langfristige Performanceerwartung erhöht werden. Die Allokation wird ständig an das verfügbare Risikobudget angepasst, um das Erreichen der Wertuntergrenze nicht zu gefährden. Der Ansatz ermöglicht eine jederzeitige Anpassung der Wertuntergrenze, beispielsweise um eine aufgelaufene Performance während der Wertsicherungsperiode abzusichern.

Das Absolute Return Overlay kann hinsichtlich verschiedener Parameter individuell an die Bedürfnisse des Kunden angepasst werden (zum Beispiel Wertuntergrenze, Sicherungszeitpunkt, Assetklassen, die Ma-

ximalquoten der Assetklassen, die Duration sowie die Instrumente für die Marktrisiko- steuerung). Eingeschränkt werden diese Wahlmöglichkeiten lediglich in Bezug auf die Hedgemöglichkeiten sowie die Liquidität bestimmter Anlageklassen. So lassen sich zum Beispiel die Risiken von Immobilien und Rentenpapieren von Emittenten aus den Emerging Markets nicht durch Derivate kontrollieren. Die Einbeziehung in ein Absolute Return Overlay ist dennoch möglich, indem für diese Assetklassen andere Instrumente, beispielsweise institutionelle Publikumsfonds eingesetzt werden. Durch Kauf und Verkauf von Publikumsfondsanteilen kann der Overlay Manager auch mit diesen Assetklassen die Allokation flexibel steuern.

Im Falle eines zu geringen Risikobudgets werden die Gewichte gemäß TAA proportional reduziert und so an das vorhandene Risikobudget angepasst. Diese Vorgehensweise sichert die Einhaltung der Wertuntergrenze, unabhängig von der Richtigkeit der TAA. Die proportionale Reduktion des Gesamtportfolios hat gegenüber einer einseitigen Risikoreduktion (beispielsweise durch Reduktion allein der Aktienquote) den Vorteil, dass die angestrebten Diversifikations- und Korrelationseffekte nach wie vor voll zum Tragen kommen können. Die Umsetzung des Overlay Managements durch die Master KAG hat verschiedene Vorteile:

**1. Aktualität:** Die zeitnahe Verfügbarkeit der Bestände, da die Umsätze von den externen Managern direkt der Master KAG geliefert werden und damit in den Systemen verfügbar sind.

**2. Bewertung:** Die Master KAG sorgt für die Bewertung der Fonds und der Einzelinstrumente und hat damit für angemessene Preisquellen und Preise zu sorgen. Die Fehlbewertung eines nicht bekannten Produktes kann zu Verzerrungen der Messung von Risikobudgets etwa führen.

**3. Anlagerichtlinien:** Mit der Master KAG als Overlay Manager ist die Abstimmung der overlayrelevante Teile) Anlagerichtlinien einfacher durchzuführen als unter Einbeziehung eines fremden Managers.

**4. Schnittstellen:** Die für den Datentransfer notwendigen Schnittstellen sind bei der Master KAG bereits implementiert und müssen nicht für das Overlay Mandat neu eingerichtet werden.

### Ganzheitliche Steuerung der Kapitalanlagen

Die Konstruktion eines Masterfonds bietet neben der Bündelung der Kapitalanlagen nicht nur den Vorteil eines einheitlichen Reportings und einer hohen Transparenz, sondern stellt vor allem die Voraussetzung für die ganzheitliche Steuerung der Kapitalanlagen dar.

Während sich das Absolute Return Overlay allein am verfügbaren Risikobudget orientiert, werden im Rahmen des Taktischen Overlay Managements kurzfristige Marktchancen zur Erwirtschaftung einer Out-performance gegenüber der Strategischen Asset Allokation ausgenutzt. Bei einem gegebenen Risikobudget ist auch eine Kombination aus einem Taktischen Overlay und einem Absolute Return Overlay darstellbar. Eine Master KAG hat Vorteile für die Implementierung eines Overlay Management in Bezug auf die Datenverfügbarkeit, Datenverarbeitung und die Datenqualität.

Die unterschiedlichen Anlageziele werden den einzelnen Entscheidungsträgern klar zugeordnet, sodass das Overlay und das aktive Management unabhängig voneinander erfolgen und Anlageerfolge eindeutig zugeordnet werden können.

Nach Lösung der gesetzlichen Unsicherheiten rund um die Fondsübertragung und Fondsfusion hat damit die nächste Stufe der Umsetzung der Master-Fonds-Strategien begonnen. Das hohe Kundeninteresse für entsprechende Overlay Strategien bestätigt diesen Trend.