

Qualitätssicherung bei alternativen Anlagestrategien – der Portfolio Health Check

Das Jahr 2010 bietet bislang kein einfaches Umfeld für Investoren. Zum einen gibt es gleich mehrere schwerwiegende makroökonomische Unsicherheiten, die die Märkte beherrschen. Zum anderen stehen Investoren infolge der vergangenen Monate vor schwierigen Entscheidungen: Wie soll man mit dem Zinsrisiko angesichts historisch tiefer Renditen umgehen? Ist passives Investieren doch besser als aktives oder bietet das aktuelle Umfeld nicht gerade für Letzteres Möglichkeiten? Welche zusätzlichen Finanzmarktregulierungen werden die Staaten vereinbaren und welche Auswirkungen wird dies auf die individuelle Umsetzung einer Asset Allocation haben?

Unsicherheiten rund um alternative Anlagestrategien

Noch etwas komplizierter ist die Situation zurzeit beim Thema alternativer Anlagestrategien. Neben der viel diskutierten Frage, wie der Gesetzgeber diese Ansätze in Zukunft behandeln wird, stehen für Anleger folgende Themen im Vordergrund: Welche Asset-Management-Philosophie eignet sich, um alternative Anlagestrategien in der Asset Allocation zu nutzen; welche Strategien bieten im Rahmen der gesamten Kapitalanlagen den größten Mehrwert; welche Manager erfüllen die gewünschten Anforderungen am besten; welches Maß an Diversifikation ist sinnvoll; welcher Ressourcen bedarf es, um den Auswahlprozess professionell durchzuführen?

Hinsichtlich der Asset-Management-Philosophie – diese ist zunächst von aufsichtsrechtlichen Vorgaben zu trennen – ist es eine ganz grundlegende Frage, ob alternative Anlagestrategien überhaupt eine eigenständige Assetklasse sind und unter dem Oberbegriff „Hedgefonds“ sachgerecht behandelt werden können. Den nicht ganz einheitlichen Definitionen für eine

Assetklasse ist gemein, dass immer eine gewisse Ähnlichkeit der unter ihr subsumierten Anlagen gefordert wird. Betrachtet man die übliche Verwendung des Begriffs „Hedgefonds“, so ist es höchst fraglich, mit welcher Rechtfertigung man sämtliche so bezeichneten Strategien als ähnlich und damit gegebenenfalls als eigene Assetklasse bezeichnen kann.

So wird zwischen einer Distressed-Debt-Strategie – eine ereignisorientierte Strategie, die auf Unternehmen in finanziellen Schwierigkeiten setzt – und einer hochfrequenten Managed-Futures-Strategie – quantitative Ansätze mit börsengehandelten Derivaten – selbst mit viel Fantasie kaum eine Ähnlichkeit zu finden sein. Die Liste von möglichen Ansätzen, die allesamt im Grunde fälschlicherweise unter dem

gleichen Oberbegriff geführt werden, kann beliebig erweitert werden. Dabei bestehen drastische Unterschiede nicht nur in der Wahl des Anlageinstruments selbst, dessen Einsatz und Liquidität, sondern daraus folgend auch hinsichtlich Rendite- und Risikoprofil der jeweiligen Strategie.

Sehr heterogen

Diese starke Heterogenität ist ein wesentlicher Unterschied zu den meisten Aktienstrategien. Letztere orientieren sich häufig stark an einer Benchmark und korrelieren weltweit immer mehr. Im Unterschied dazu bewegen sich alternative Anlagestrategien unabhängig von Benchmarks.

Dieser Heterogenität und den damit verbundenen hohen Anforderungen an das Verständnis ist es ebenfalls geschuldet, dass dem Begriff „Hedgefonds“ in den vergangenen Jahren ein vor allem in Deutschland nicht zwingend positiver Ruf anhaftet – und dies obwohl sich die Gesamtbranche in Summe durch ein besseres Rendite-/Risikoverhältnis als Aktienportfolios in gleichen Zeiträumen auszeichnet (Abbildung 1).

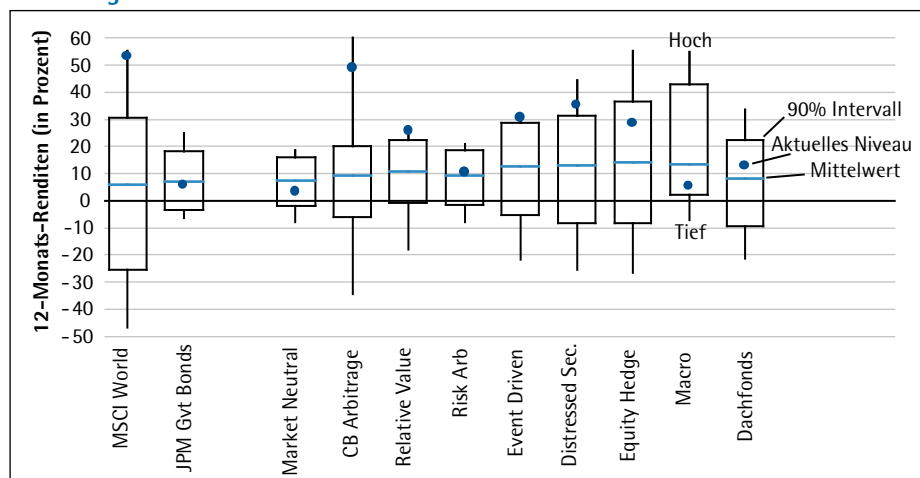
Es ist daher im Rahmen der Asset-Allocation-Überlegungen ratsam, „Hedgefonds“ nicht als separate Assetklasse anzusehen, sondern vorrangig als Oberbegriff für aktive, alternative Strategien, denen aufsichtsrechtlich eine einheitliche Stellung zukommt. Die Frage nach der Umsetzungsform (Vehikel), innerhalb derer eine alternative Strategie nutzbar gemacht wird, ist ebenfalls getrennt zu behandeln.

Ein besserer Ansatz ist, innerhalb einer „echten“ Assetklasse zwischen systematischem und aktivem Risiko zu unterscheiden. Exposure zu systematischem Risiko, für das der Markt eine gewisse Risikoprä-

Holger Desch und Jörg Sihler, Bereich institutionelle Kunden, beide UBS Global Asset Management, Frankfurt am Main

Die massiven Verwerfungen an den Kapitalmärkten haben nicht nur bei den privaten, sondern auch bei den vermeintlich professioneller agierenden institutionellen Investoren zu großer Verunsicherung geführt. Neben dem allgemeinen Trend zu sicheren Anlagekonzepten und zur Betonung des Risikomanagements schlägt sich die Finanzkrise auch bei dieser Klientel in einem unsicheren Umgang mit alternativen Investments nieder. Die Autoren verweisen ihrerseits auf die starke Heterogenität dieser Anlageklasse und empfehlen eine Annäherung an Hedgefonds über die Unterscheidung in ein systematisches und ein aktives Risiko. Eine Begleitung geplanter Engagements durch eine Überprüfung durch neutrale Dritte, so ihr interessewahrender Hinweis, kann dem Portfolio zu mehr Qualität und Stabilität verhelfen. (Red.)

Abbildung 1: Performance-Überblick Januar 1990 bis März 2010



Quelle: Alternative Investment Solutions, Bloomberg. Die vergangene Performance ist keine Garantie für zukünftige Entwicklungen.

mie erwartet, erhält ein Investor einfach und kostengünstig über passive Investments. Exposure zu aktivem Risiko erhält er unter anderem über alternative Strategien. Aktives Risiko basiert auf einer sich fortsetzenden Reihe von Investmententscheidungen, die – daher das Wort „Risiko“ – eben auch falsch sein können. Folgt man der Ansicht, dass Finanzmärkte nicht vollständig effizient sind, so gibt es Möglichkeiten für aktive Manager, nachhaltig Mehrwert beziehungsweise „Alpha“ zu generieren. Eine Reihe von Managern zeigt dies seit vielen Jahren sehr eindrucksvoll.

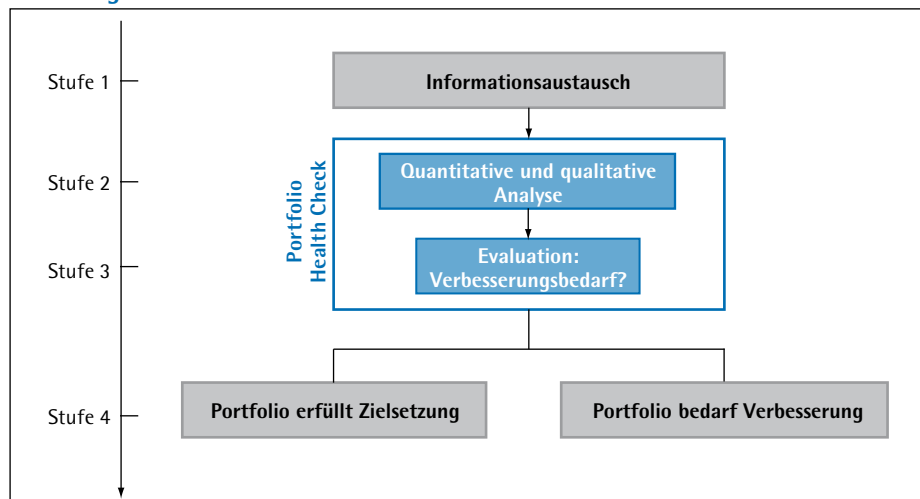
Hohe Anforderungen an die Selektion

Sofern schließlich etwaige konzeptionelle – und manchmal auch emotionale – Hür-

den genommen sind und die grundsätzliche Entscheidung, in diese Strategien zu investieren, gefallen ist, stellt sich die Frage der Selektion. Die Praxis zeigt, dass die Anforderungen an den Auswahlprozess hoch sind: Dabei ist Transparenz die Basis für eine erfolgreiche Due Diligence der Investmentprozesse, der operativen Abläufe, sowie der rechtlichen Rahmenbedingungen. Gerade bei Ansätzen, die in nicht-regulierten Vehikeln angeboten werden, kann der Fokus der Managerauswahl sich nicht auf die quantitative Analyse von Performance-daten beschränken. Der qualitativen Analyse sollte die wesentlich größere Bedeutung zugesprochen werden.

So sollte man in dem Bereich des Managers spezialisiert sein, um Feinheiten und mög-

Abbildung 2: Prozessablauf eines Portfolio Health Checks



liche Problemstellen erkennen zu können. Dies führt konsequenterweise auch dazu, dass ein einzelner Analyst nur wenige alternative Anlagestrategien innerhalb seines Segmentes abdecken kann. Insbesondere solche Investoren, die an dieser Stelle nicht konsequent genug waren, mussten in der Vergangenheit schmerzliche Erfahrungen sammeln. So wurden die Investoren oftmals von der Nachhaltigkeit der Renditen und dem in der Strategie inhärenten Risiko enttäuscht beziehungsweise überrascht.

Ein weiteres Phänomen ist die Tendenz zur Überdiversifikation: Investiert man beispielsweise in mehrere verschiedene Dachfonds (Fund-of-Hedge-Funds), so erhält man schnell ein Portfolio von bis zu einigen Hundert Single Managern. Bei einer so großen Anzahl wird es schwierig, die alternativen Strategien effizient auf die eigenen Investment-Ziele und auch -Restriktionen auszurichten. Investoren fällt es häufig auch schwer, Klumpenrisiken – sogenanntes Cluster Risk – und Risiken besonders großer Verluste – sogenanntes Tail Risk – abzuschätzen.

Überprüfung durch Dritte

Eine gewisse Evidenz für die Unsicherheit einiger Anleger zeigt sich am wachsenden Bedarf sogenannter Portfolio Health Checks. Darunter versteht man die Analyse und gegebenenfalls Neuausrichtung genutzter alternativer Strategien und Überprüfung ihrer Manager durch qualifizierte Dritte. Der Aufwand für solch einen Health Check ist beträchtlich: Zum einen bedarf es umfangreicher Ressourcen, um einen großen Teil der zu analysierenden Manager und ihre Strategien fundiert kennen zu können. Zum anderen sollte der Anbieter durch die eigene Performance-Historie glaubhaft machen können, dass er Manager qualitativ selektieren und „Unfälle“ in der Vergangenheit weitgehend vermeiden konnte. Ein führender Anbieter in diesem Segment ist UBS Global Asset Management. Knapp 60 interne Analysten decken ein Universum von über 1000 „Hedgefonds“ ab.

Im Rahmen eines solchen Health Checks wird eine umfassende qualitative und quantitative Analyse eines bestehenden Portfolios alternativer Strategien im nicht-regulierten Umfeld durchgeführt. Grundvoraussetzung ist zunächst eine Analyse der Investmentziele des individuellen Kun-

den. Diese beinhalten nicht nur Vorgaben hinsichtlich Rendite und Risiko des Gesamtportfolios, sondern unter anderem auch Anforderungen an Korrelationen zu anderen Investments sowie regulatorische Vorgaben und interne Anlagerichtlinien aller Art.

Mehrwert durch qualitative Analyse

Die quantitative Analyse ist eine wichtige Komponente, jedoch kann diese nur so gut sein wie die Datenbasis ist, die man zur Verfügung hat. Vor dem Hintergrund der häufig relativ kurzen Historie der Strategien in Verbindung mit in der Regel nur monatlichen Datenpunkten ist die Aussagekraft der üblichen Kennzahlen häufig nicht signifikant.

Den wesentlich größeren Mehrwert liefert daher die qualitative Analyse. Hierin spiegeln sich die Erkenntnisse aus der kompletten Due Diligence der Analysten wider, beurteilt aus der Optik eines wirklichen Spezialisten auf dem Arbeitsgebiet des jeweiligen Managers. Beurteilt wird neben dem Investmentansatz und -prozess, dem Track Record und der Transparenz der einzelnen Strategien auch beispielsweise die Positionierung innerhalb der jeweiligen Peergroup. Wichtige Aussagen werden insbesondere auch hinsichtlich der Einordnung in das Gesamtengagement des Kunden und des künftigen Diversifikationspotenzials getroffen.

Typischerweise gewinnt der Investor damit durch die qualitative Analyse des Health Checks nicht nur neue Erkenntnisse über sein Portfolio, sondern auch mehr Sicherheit und Transparenz. Abbildung 2 zeigt illustrativ die Vorgehensweise bei einem Health Check für alternative Anlagestrategien.

Neuorientierung des Portfolios obliegt dem Anleger

Mit dem Health Check soll keine Beratung zum Kauf oder Verkauf von Produkten verbunden sein. Ziel ist es vielmehr, dem Investor auf Basis seiner bestehenden Engagements und seiner Erwartungen an diese ein Spiegelbild dessen zu geben, was sich aus externer, professioneller Sicht dahinter verbirgt. Sofern Handlungsbedarf identifiziert wird, obliegt es allein dem Anleger, ob anschließend eine gemeinsame Neuorientierung des Portfolios durchgeführt werden soll.

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass insbesondere die aktuellen Zinsniveaus kaum geeignet sind, nachhaltig die geforderten Ziele der institutionellen Anleger in Deutschland zu erreichen. Erschwert wird dies durch die hohe Volatilität aller Märkte. Insofern sind Anleger gefordert, den aktiven Managementansätzen wieder größere Bedeutung beizumessen. Bei einer konsequenten Umsetzung führt kein Weg an benchmarkfreien Strategien vorbei. Die große Nachfrage nach „Absolute Return“ und „asymmetrischen Ertragsprofilen“ im Jahr 2010 ist Beleg hierfür.

Alternative Strategien können durch ihr flexibles, trading-orientiertes Anlageverhalten diesen Mehrwert schaffen und bieten die Möglichkeit, gezielt neue Risiko-Rendite-Positionen einzugehen. Die Anforderungen an den Anleger bei der Managerauswahl und die fortlaufende, qualitative Kontrolle der Manager sind jedoch nicht zu unterschätzen. Ein Portfolio Health Check kann deshalb dazu dienen, dem Gesamtengagement eine höhere Qualität und Stabilität zu geben und nicht zuletzt das Thema „Hedgefonds“ sachgerechter zu adressieren. ■