

Hintergrund

März 2008

Der Charme des Absoluten –
Lazard Euroland Equity Absolute Return

©2008. Herausgeber: Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, Alte Mainzer Gasse 37, 60311 Frankfurt am Main, Deutschland (Selbstverlag). Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe gebeten. Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben können wir nicht übernehmen, und keine Aussage in diesem Bericht ist als solche Garantie zu verstehen. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers/der Verfasser wieder und stellen nicht notwendigerweise die Meinung von Lazard oder deren assoziierter Unternehmen dar. Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder Lazard noch deren assoziierte Unternehmen übernehmen irgendeine Art von Haftung für die Verwendung dieser Publikation oder deren Inhalt. Weder diese Veröffentlichung noch ihr Inhalt noch eine Kopie dieser Veröffentlichung darf ohne die vorherige ausdrückliche Erlaubnis von Lazard auf irgendeine Weise verändert oder an Dritte verteilt oder übermittelt werden. Mit der Annahme dieser Veröffentlichung wird die Zustimmung zur Einhaltung der o.g. Bestimmungen gegeben.

Der Charme des Absoluten – Euroland Equity Absolute Return

- ◆ Die Turbulenzen an den Kapitalmärkten seit dem Jahr 2000 haben den Anlegern die Grenzen von benchmarknahen Kapitalanlagen, insbesondere die Abhängigkeit von der Performance der Marktindizes, deutlich gemacht. Ein Trend der letzten Jahre war daher das Abrücken von der klassischen Benchmarkausrichtung der Kapitalanlagen hin zu benchmark-freien Absolute Return-Ansätzen.
- ◆ Ziel des Anlegers bei der Implementierung eines Absolute Return-Konzeptes ist es, sich von der großen Abhängigkeit von der Wertentwicklung einer Benchmark zu lösen und auch über multiple Zeiträume eine stabile Wertentwicklung zu erreichen. Im Spezialfondsgeschäft will der Kunde die Ergebnisse seiner Kapitalanlagen weitgehend von der Marktentwicklung abkoppeln, indem er dem Vermögensverwalter einen unabhängig von den Marktbewegungen zu erzielenden Mindestertrag oberhalb irgendeiner Geldmarktverzinsung vorgibt.
- ◆ Absolute Return-Konzepte haben mittlerweile ihre Rolle im Rahmen der gesamten Asset Allocation gefunden und sind keine reine Modeerscheinung. Sie sind nicht die ultimative Lösung aller Probleme für alle Anleger. Aber sie können für die meisten Investoren ein Teil der Lösung im Rahmen von Core-Satellite-Ansätzen sein, zumindest dann, wenn die Konzepte so transparent gestaltet sind, dass der Investor wirklich weiß, in welche Risiko-Ertrags-Profile er investiert!
- ◆ Lazard Asset Management hat ein Absolute Return-Konzept auf der Aktienseite entwickelt, bei dem sowohl die traditionelle Aktienexpertise in der Einzeltitelselektion als auch Erfahrungen auf der Derivateseite genutzt werden. Das Konzept stützt sich auf die neuen Freiheiten von UCITS III-Fonds im Rahmen des Investmentmodernisierungsgesetzes und kontrolliert das Marktrisiko durch den Einsatz von Derivaten im Rahmen vorgegebener Risikobudgets. Die Stärke des Konzepts ist der Rückgriff auf eine Fülle von Alphaquellen, mit denen die Risiken der Abhängigkeiten vom Marktumfeld deutlich reduziert werden.
- ◆ Das Euroland Equity Absolute Return-Konzept weist eine Reihe von attraktiven Eigenschaften auf. Das angestrebte Ertragsziel von Euribor + 200 Bp p. a. wurde in den zwei Jahren seit Auflage erreicht, wobei die Volatilität des Konzeptes mit etwas mehr als 4% nur ein Viertel der Marktvolatilität betrug. Die Korrelation zu den Returns des Gesamtmarkts war mit 0,21 sehr niedrig. Gleichzeitig konnten in turbulentem Marktumfeld die Fat Tail-Risiken, insbesondere starke Kursverluste in relativ kurzen Zeiträumen, vermieden werden.

Der Charme des Absoluten – Euroland Equity Absolute Return

Die Turbulenzen an den Kapitalmärkten der letzten Jahre und insbesondere seit dem Ausbrechen der Verbriefungskrise im Sommer 2007 haben den Anlegern die Grenzen von benchmarknahen Kapitalanlagen, insbesondere die Abhängigkeit von der Performance der Marktindizes, deutlich gemacht („You cannot eat relative performance“). Ein klarer Trend der letzten Jahre war daher das Abrücken von der klassischen Benchmarkausrichtung der Kapitalanlagen hin zu benchmarkfreien Absolute Return-Ansätzen.¹

Ziel des Anlegers bei der Implementierung eines Absolute Return-Konzeptes ist es, sich von der großen Abhängigkeit von der Wertentwicklung einer Benchmark zu lösen, um so über verschiedene Zeiträume eine stabilere Wertentwicklung zu erreichen. Im Spezialfondsgeschäft will der Kunde die Ergebnisse seiner Kapitalanlagen weitgehend von der Marktentwicklung abkoppeln, indem er dem Vermögensverwalter eine unabhängig von den Marktbewegungen zu erzielende Mehrrendite über seine Finanzierungskosten, also beispielsweise einen Mindestertrag oberhalb irgendeiner Geldmarktverzinsung, vorgibt.²

Implizit wird dem Fondsmanager von Absolute Return-Anlagen eine größere Verantwortung für die Gesamtpformance und das Risiko der Kapitalanlagen des Fondssponsors zugeteilt als im Modell der Relative Performance-Mandate. Daher kommt der Forderung nach „Produktwahrheit und Produktklarheit“ und damit der Transparenz von Absolute Return-Fonds eine besondere Bedeutung zu, insbesondere weil die Abgrenzung und Funktionsweise von Absolute Return nicht unumstritten ist.³

Kapitalmarkttheoretisch gesprochen strebt der Fondsmanager bei Absolute Return-Mandaten eindeutiger als sonst die Generierung von Alpha, also von der Gesamtmarktentwicklung unabhängige, stabile, positive (jährliche) Erträge an, für deren Erzielung der Kunde bereit ist, auf gewisse Ertragspotentiale (die vom Beta herrühren) zu verzichten.⁴

Es gilt bei Absolute Return-Konzepten die Devise „Risikobegrenzung und Sicherheit sind wichtiger als maximale Ertragsausbeute“.⁵ Das Risikomanagement hat bei Absolute Return-Ansätzen also eine höhere Priorität als das Ertragsmanagement.

Die Forderung zur Etablierung von Absolute Return-Ansätzen kam in den ersten Jahren schwerpunktmäßig von Anlegern auf der Aktienseite, die während der Baisse nach dem Platzen der New Economy-Blase von 2000-2003 unter der Benchmarkausrichtung ihrer Aktienfondsmanager gelitten hatten.

In der Zeit vor der Änderung des Investmentrechts Ende 2003 ergab genaueres Nachdenken aber schnell, dass Absolute Return-Überlegungen bei Ausschluss von Derivatennutzung und Fokussierung auf Long Only-Strategien die eigentliche Domäne von Fixed Income-Ansätzen sind. Dort ist die Volatilität wesentlich niedriger als auf der Aktienseite, die Anbindung an die Geldmarktalternative ist offensichtlicher, die Kuponerträge stabilisieren automatisch den Jahresertrag, und die Returndifferenzen innerhalb der einzelnen Rentensegmente sind geringer als bei Aktienmandaten, so dass die Konsequenzen von Fehlentscheidungen nicht innerhalb kurzer Zeit das gesamte Jahresergebnis eines Fonds verhaseln können.⁶ In einer generellen Aktienbaisse ist es in einer „Long Only-Umgebung“ zudem extrem schwierig, ein Aktienportfolio zusammenzustellen, das einen positiven Nettoertrag erwirtschaftet.

Die Möglichkeiten eines Fixed Income-Managers, stetig im Jahresverlauf eine bestimmte Jahresperformance anzustreben, ist in einer traditionellen Long Only-Konzeption daher größer als die auf der volatilen Aktienseite. Lazard konzentrierte sich bei der Entwicklung von Absolute Return-Ansätzen daher zunächst auf die Rentenseite.

Die neue Freiheit durch die UCITS III-Richtlinie

Die Ausgangslage für die Umsetzung von Absolute Return-Konzepten hat sich durch die europäische UCITS III-Direktive, die sich aus einer Verwaltungs- und einer Produktrichtlinie zusammensetzt, komplett verändert. In Deutschland wurde die UCITS III-Richtlinie durch das Investmentmodernisierungsgesetz am 15. Dezember 2003 in nationales Recht umgesetzt. Die wesentlichen Neuerungen für den Anleger enthält die sogenannte Produktrichtlinie, in deren Rahmen die Anlagemöglichkeiten von Investmentfonds erheblich erweitert wurden. UCITS III-Fonds dürfen nicht nur in gelistete Wertpapiere, sondern auch in weiterem Umfang in andere Fonds und derivative Finanzinstrumente investieren.⁷

Der Erweiterung des Anlagekatalogs um Derivate kommt eine herausragende Rolle zur Umsetzung moderner und flexibler Investmentkonzepte wie Absolute Return-Strategien zu. Das Investmentmodernisierungsgesetz erlaubt den Einsatz von derivativen Instrumenten im Gegensatz zu den alten Regularien nicht nur zur Absicherung von Marktrisiken, sondern auch explizit zu Anlagezwecken. Dies ermöglicht erstmals die Umsetzung alternativer Anlagestrategien wie Long/Short-Konzepten in gewissem Umfang im Rahmen von „gewöhnlichen“ Investmentfonds (manche sprechen in diesem Zusammenhang von „Hedge Funds Light“). Zulässig im Sinne des Gesetzes sind dabei Optionen, Futures und Swaps auf Aktien, Renten und Währungen sowie mit gewissen Einschränkungen auf Indizes und Rohstoffe.⁸

Allerdings hat der Gesetzgeber vorgesehen, dass der Einsatz der Derivate der KAG aus Risikoüberlegungen nur unter gewissen Grundvoraussetzungen gestattet wird. Es gibt Bedingungen für den Umfang ihrer Nutzung und Vorschriften zur Risikobegrenzung (wie zum Beispiel das maximal zulässige Gesamtrisiko). Zur genaueren Spezifizierung dieser Regelungen wurde in Deutschland 2004 durch die BaFin die Derivateverordnung erlassen. Teil der neuen Freiheiten von UCITS III dürfen nur dann in die Kapitalanlage umgesetzt werden, wenn das Risiko über einen Value at Risk-Ansatz berechnet und gesteuert wird („qualifizierter Ansatz“).

Eine Asset Management-Gesellschaft, die den qualifizierten Ansatz umsetzt, kann im Rahmen des neuen Investmentrechts in Optionen, Futures und Swaps investieren, um sowohl negative wie positive Marktpositionierungen darzustellen. KAGen können durch den Einsatz von Derivativen im Gegensatz zur Vergangenheit heute von negativen Marktbewegungen profitieren, Researchergebnisse effizienter umsetzen und vor allem asymmetrische Risikopositionen mit Derivaten realisieren. Dies wird auch von Investment Consultants als großer Fortschritt angesehen.⁹

Absolute Return-Aktienkonzepte

Erst mit der Einführung von UCITS III und wegen der sich daraus ergebenden Möglichkeit, Märkte und Einzelwerte über Derivate short zu gehen, ist es aus unserer Sicht möglich geworden, Absolute Return-Fondskonzepte in wirklich seriöser Weise auch auf der Aktienseite anzubieten. In einer langen Aktienbaisse wie der von 2000-2003 ist es unserer Meinung nach so gut wie unmöglich, mit Aktien in einem Long Only-Ansatz Jahr für Jahr positive Erträge zu erwirtschaften, wie man es im Rahmen eines Absolute Return-Ansatzes anstrebt. In einer allgemeinen Baisse fallen fast alle Aktien, und der Fondsmanager kann im Prinzip ohne die Möglichkeit, den Markt zu shorten, nur durch Megawetten auf einzelne Werte oder durch eine permanente Übergewichtung von Kassapositionen einen positiven Ertrag anstreben. Aber dies ist in der Regel auf lange Sicht nicht das, was sich der Kunde unter einem konsistenten und risikobegrenzenden Aktienkonzept vorstellt.

Vor diesem Hintergrund hat Lazard Asset Management erst in den letzten Jahren ein Absolute Return-Konzept auf der Aktienseite entwickelt, bei dem sowohl unsere traditionelle Aktienexpertise in der Einzeltitelselektion als auch manigfaltige Erfahrungen auf der Derivatenseite genutzt werden.

Lazard Euroland Equity Absolute Return – das Core Alpha-Grundkonzept

Unser Absolute Return-Ansatz für Euroland-Aktien besteht aus einem mehrstufigen Prozess, in dem eine Reihe von unterschiedlichen Performancequellen zur Ertragsgenerierung genutzt werden kann, das sogenannte Core Alpha aber deutlich im Vordergrund steht (vgl. Abbildung 1).

Auf der ersten Stufe des Absolute Return-Konzeptes wird dieses Scoring-System in zweierlei Hinsicht angewandt. Mit Hilfe des Branchenscorings werden Branchenüber- und Branchenuntergewichtungen bestimmt („Sector Tilt“ bzw. Bestimmung von Branchen-Alphas). Parallel dazu werden über das Scoring der Einzeltitel die Werte identifiziert, die letztendlich für das Portfolio in Frage kommen.¹⁰

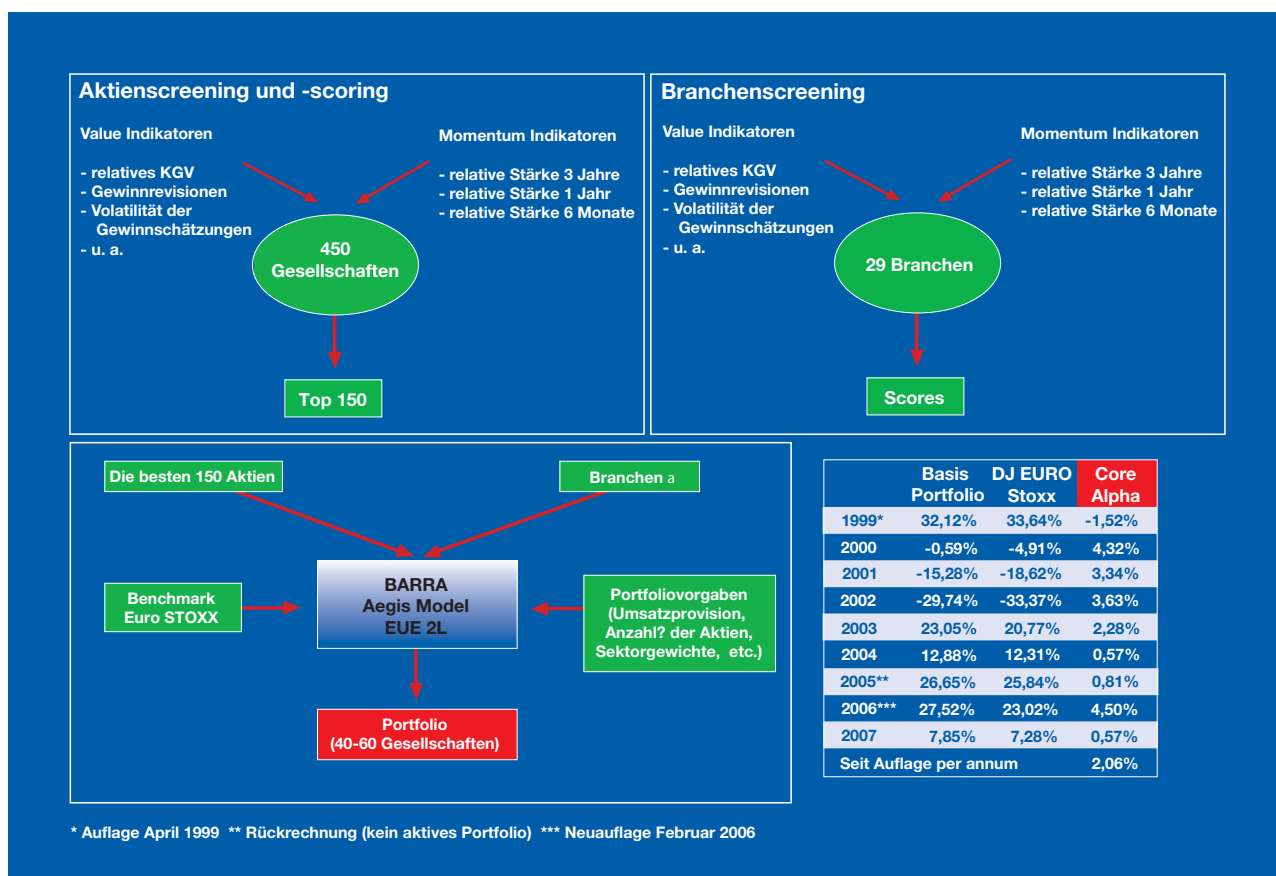
Abbildung 1: Umsetzung Aktien Absolute Return bei Lazard



Kern des Ansatzes ist ein über Jahre aufgebautes quantitatives Modell, das auf Basis einer individuellen Datenbank Kennzahlen aus verschiedenen Bewertungs- und Momentumindikatoren (Relative Stärke) der 29 Branchen des Dow Jones Euro Stoxx bzw. von 3000 Euroland-Aktien nutzt, um im Rahmen eines Screening-Prozesses die Stoxx-Branchen und die Einzeltitel mit Hilfe eines Scoring-Systems zu bewerten.

Das Zielportfolio (Long Only) umfasst in der Regel 40-60 Werte und wird über das Optimierungsmodul der Firma „BARRA“ als Minimum-Tracking Error-Portfolio gegen die gewählte Benchmark¹¹, das als zusätzlichen Input bzw. als Restriktionen die Branchen- und Einzeltitel-Scores nutzt, ermittelt (vgl. Abbildung 2).

Abbildung 2: Portfoliokonstruktion Core Alpha



Da dieses Grundportfolio ein Long Only-Portfolio ist, das voll dem Marktrisiko (im Sinne des Beta) ausgesetzt ist, wird es mit Hilfe von Futures oder Forwards abgesichert. Damit wird das Marktrisiko weitgehend eliminiert. Es besteht lediglich noch ein Cross Hedge-Risiko (auch Basisrisiko genannt), weil eine solche Absicherung eines nicht dem Hedging-Instrument entsprechenden Portfolios nie vollkommen sein kann, aber auch gar nicht sein muss (da sonst kein Alpha mehr generiert würde).¹²

Der erwartete Ertrag aus dem gesicherten Portfolio ist das sogenannte Core Alpha, das der Fondsmanager mit Hilfe des Quant-Modells durch seine Titel- und Branchenselektion bzw. die Hedging-Aktivitäten generiert (also sozusagen der Mehrertrag des aktiven Managements gegenüber der Benchmark bzw. dem Hedginginstrument), sowie eine synthetische Geldmarktverzinsung, die sich aufgrund der Preisbildung im Terminmarkt automatisch aus Sicherungsaktivitäten mit Futures oder Forwards ergibt.¹³

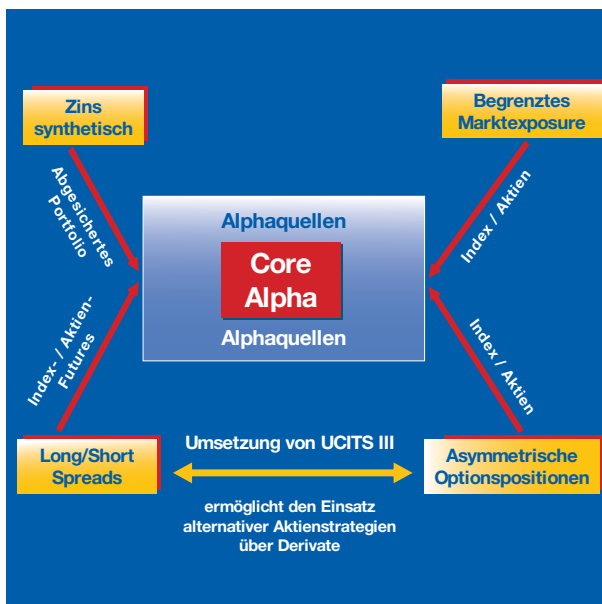
Lazard Euroland Equity Absolute Return – ergänzende Satelliten

Das Basisportfolio ist in unserem Euroland Equity Absolute Return-Konzept grundsätzlich zu einem hohen Maße gesichert, weil entweder gar kein oder nur ein sehr geringes Marktexposure gewünscht ist (Fokus auf das „Core Alpha“). Mit dem abgesicherten Kernportfolio ist man aber noch nicht in jedem Marktumfeld in der Lage, die Absolute Return-Vorgaben der Kunden optimal zu erfüllen, denn das jährliche Core Alpha, das der Fondsmanager erwirtschaften kann, schwankt in Abhängigkeit vom Marktumfeld (vgl. Abbildung 2).

Aus der Analyse der jeweiligen Marktverhältnisse (z. B. Volatilitäten) und den Ergebnissen des quantitativen Modells resultiert eine Fülle von Zusatzkenntnissen, die für den Absolute Return-Ansatz genutzt werden sollten, um die Erreichung der Absolute Return-Vorgaben durch die Hinzufügung weiterer Strategien sicherer zu machen.

Insbesondere der Bereich der Derivate bietet in einem UCITS III-Fonds Freiheitsgrade, die den absoluten Ertrag eines Fonds durch weitere unabhängige Wetten und eine breitere Diversifizierung der Alphaquellen stabilisieren können. Wir nutzen daher in Abhängigkeit von den Marktgegebenheiten ergänzend zu unserem Core Alpha-Ansatz zusätzliche Strategien, die als Risiko diversifizierende und Ertrag stabilisierende Komponenten im Sinne von Satelliten eines Core Satellite-Konzepts um das Core Alpha herum interpretierbar sind (vgl. Abbildung 3).

Abbildung 3: Core Satellite-Konzeption



Einerseits kann es Situationen geben, in denen ein begrenztes Marktexposure (Long oder Short) sinnvoll sein kann. Sollte ein klarer Markttrend vorliegen oder der Fondsmanager eine starke Marktmeinung haben, würden wir dies in unserem Konzept unter Ausnutzen der neuen Freiheiten von UCITS III in eng begrenztem Maße umsetzen, sofern genügend Risikopuffer zur Verfügung steht. Der Einsatz von Kaufoptionen (Long Call) erlaubt die Begrenzung potentieller Verluste bei gleichzeitiger Partizipation an steigenden Märkten. Gleiches leisten Long Puts in fallenden Märkten. Ein permanenter Verzicht auf Marktexposure im Konzept bedeutete, dass die Sicherheit komplett zu Lasten der Ertragschancen ginge, was die Masse der Kunden eigentlich nicht wünscht.

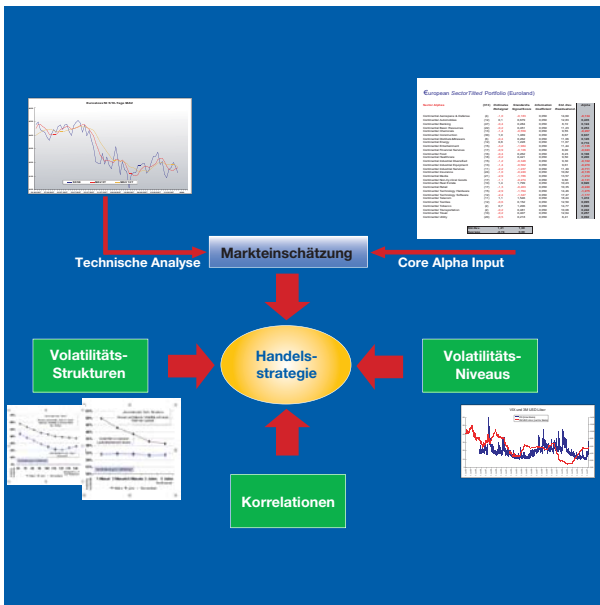
Die Erfahrung hat andererseits gezeigt, dass eine Reihe von Informationen, die unser quantitatives Modell liefert, über die bisher beschriebenen Performancequellen nicht genutzt wird. Diese Informationen können über eine weitere Gruppe von UCITS III-Strategien als ergänzende Satelliten eingesetzt werden, um einen dritten Level von Performancetreibern zu etablieren. Es handelt sich dabei um Long/Short-Spreads einerseits und um asymmetrische Optionspositionen andererseits.¹⁴

Das Scoring-System, das auf Branchen und Einzeltitel angewendet wird, ist im Rahmen unseres Core Alpha-Konzeptes nur zum Teil umsetzbar. Wenn eine Aktie ein extrem schlechtes Scoring hat, kann sie der Fondsmanager zwar auf Null-Gewichtung herunterfahren, damit aber gerade bei gering gewichteten Werten keinen wirklichen Mehrertrag generieren. UCITS III erlaubt es, diesen Wert über Single Stock Futures zu shorten. Damit über diese Strategie kein Marktexposure aufgebaut wird, geht der Fondsmanager in unserem Konzept zusätzlich einen anderen Wert der gleichen Branche mit einem hohen Score (betaneutral) long. Beim Aufbau von Long/Short-Positionen ist natürlich immer darauf zu achten, dass die Spreads nach ihrem Gesamtrisiko und ihrer Korrelation zum Gesamtmarkt zu den sonstigen Positionen im Portfolio passen. Ist dies der Fall, ist es mit dem Aufbau solcher Long/Short-Positionen mit Single Stocks Futures möglich, positive Zusatzerträge für den Absolute Return des Fonds zu generieren. Analog lassen sich auch Long/Short-Positionen über Länder- und Branchen-Futures aufbauen.

Mit Hilfe der Long/Short-Spreads lassen sich positive Renditen auch in fallenden und seitwärts laufenden Märkten und somit marktunabhängig erzielen.¹⁵ Diese marktunabhängigen Renditen weisen in der Regel eine geringe Korrelation zu den anderen Anlagen im Portfolio auf und erhöhen signifikant die Diversifikation. Durch den Einsatz von Index- und Aktienderivaten zur Generierung von Long/Short-Positionen lassen sich in einem vorhandenen investierbaren Universum also zusätzliche ALPHA-Ertragsquellen erschließen.

Als weiteren Performancetreiber können wir im Rahmen unseres Absolute Return-Ansatzes gemäß UCITS III asymmetrische Optionspositionen als Satelliten aufbauen, wenn die Marktgegebenheiten (z. B. die Volatilitäten) es attraktiv machen (vgl. Abbildung 4).

Abbildung 4: Der Einbau asymmetrischer Optionspositionen



Es gibt immer wieder Situationen, in denen das quantitative Modell Werte mit hohem bzw. niedrigem Score anzeigt und sich parallel im Derivatemarkt attraktive Risiko-Rendite-Charakteristika (in Bezug auf Volatilitätsniveaus, -strukturen und Korrelationen) von gewissen Positionen ergeben. Bei der Umsetzung unserer asymmetrischen Optionsstrategien liegt der Fokus auf ex ante klar definierten Risiken. Diese sind schwerpunktmäßig über Spreads gegeben. Es passt perfekt zu einem Absolute Return-Konzept, die durch das Quant-Modell ausgedrückte Aktienmeinung beispielsweise mit Call Spreads, Put Spreads, Collars oder Time Spreads umzusetzen, weil man in solchen Strategien eng begrenzte Risiken zur Generierung interessanter Zusatzerträge eingetht.

Welche Eigenschaften hat Lazard Euroland Equity Absolute Return

Ziel von Absolute Return-Konzepten ist es, in jedem Marktumfeld (also auch in fallenden und seitwärts laufenden Märkten) positive Renditen zu erwirtschaften. Insbesondere muss der Fondsmanager eines Absolute Return-Ansatzes auf der Aktienseite alles tun, um die am Aktienmarkt häufig vorkommenden starken Kursverluste zu vermeiden (man spricht von der Vermeidung von Fat Tail-Risiken).

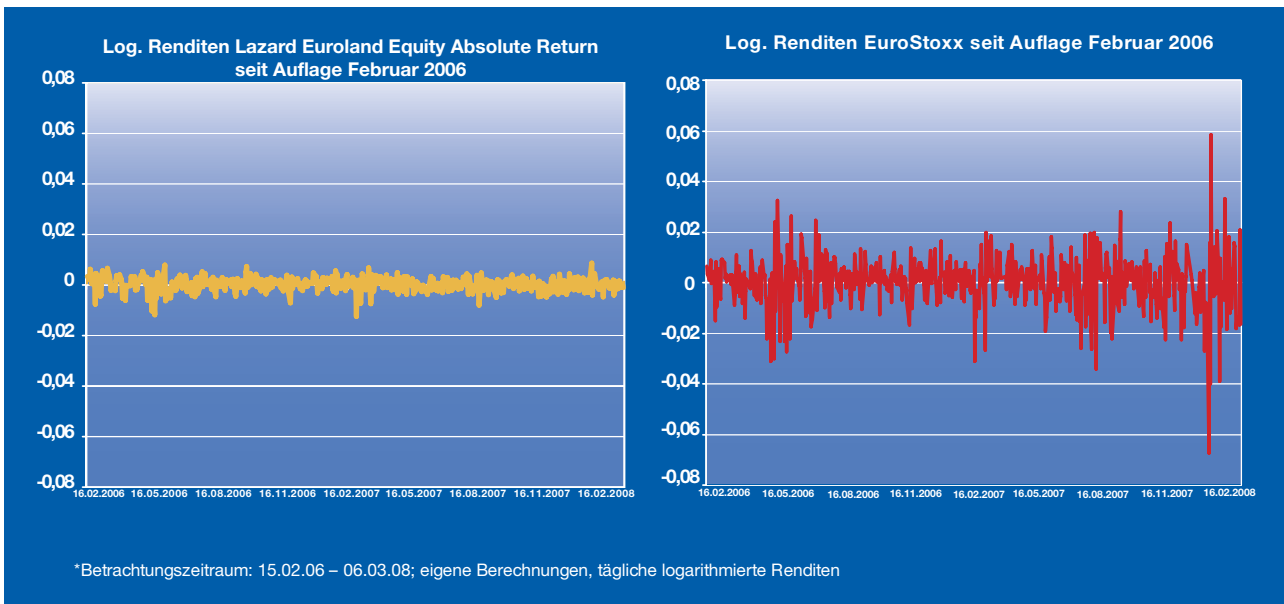
Ergänzende Forderungen an Absolute Return-Ansätze ist der Wunsch, wegen der zwingenden Notwendigkeit hinsichtlich der Verlässlichkeit der Ergebnisse generell eine möglichst geringe Volatilität zu erreichen. Hat man all diese Ziele erfüllt, erhält man als zusätzliches Bonbon eine niedrige Korrelation zum Gesamtmarkt, weil sich dieser viel sprunghafter und erratischer bewegt als der Fonds.¹⁶

Unserem Absolute Return-Ansatz ist es in den vergangenen beiden Jahren seit Auflage des Konzeptes gelungen, den Anspruch eines Absolute Return-Konzeptes sehr konsistent zu erfüllen, so dass man wirklich von Produktwahrheit und Produktklarheit sprechen kann. In einem sehr schwierigen Marktumfeld konnte der Lazard Euroland Equity Absolute Return-Ansatz sein Ertragsziel von EURIBOR + 200 Basispunkten erreichen (vgl. Abbildung 5).

Abbildung 5: Performance Euroland Equity Absolute Return vs. EuroStoxx seit Auflage Februar 2006



Obwohl das Konzept des Euroland Equity Absolute Return in die Assetklasse „Aktien“ anzusiedeln ist, beträgt das Gesamtrisiko wegen der starken Fokussierung auf der Kontrolle des Risikos nur ein Bruchteil des Aktienmarktrisikos. Die geringe Volatilität das Konzeptes verspricht auch langfristig stabile Renditen (vgl. Abbildung 6).

Abbildung 6: Geringe Volatilität

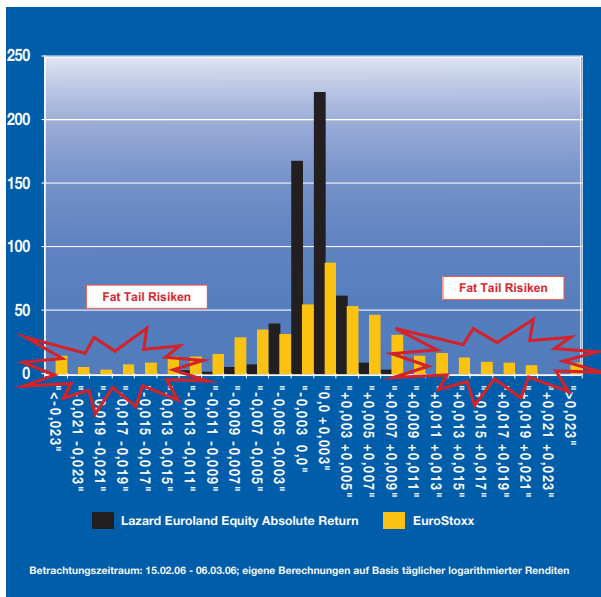
Was in dieser Graphik optisch klar wird, spiegelt sich auch in den Risikokennzahlen wider. Einer Marktvolatilität von rund 17% steht eine Volatilität unseres Fondsconceptes seit Auflage 2006 von nur etwas mehr als 4% gegenüber. Auch andere Risiko- maße wie maximaler Drawdown, Anzahl der Tage mit mehr als 0,1% Verlust oder die Kurtosis zeigen, dass das Absolute Return-Konzept von Lazard Asset Management sehr positive Risikomerkmale aufweist. Die niedrige Korrelation mit dem Aktienmarkt (0,21) und der geringe Erklärungsgehalt, wenn man unsere täglichen Fondsrenditen mit den täglichen Indexrenditen regressiert ($R^2 = 0,04$) zeigen, dass es sich bei unserem Ansatz um alles andere als ein Indextracking handelt, sondern um aktives Management (vgl. Abbildung 7).

Abbildung 7: Risikokennzahlen:

Stand 18. März 2008		
	Fonds	Markt
Mittelwert	0,023%	0,002%
Volatilität	4,29%	17,27%
Schiefe	-0,60	-0,50
Kurtosis	1,82	4,86
max. Veränderung	2,11%	12,57%
% Tagesverlust	43,1%	43,9%
% Tagesverlust > 0,1 %	30,7%	40,6%
max. Tagesverlust	-1,24%	-6,72%
Korrelation	0,21	
R^2	0,04	

Eine wichtige Rolle spielt für die Beschreibung des Risikocharakters von Absolute Return-Fonds die Kurtosis. Diese ist ein Indikator dafür, inwieweit die Verteilung der Renditen des Fonds (bzw. des Index) durch Fat Tails gekennzeichnet ist. Man weiß mittlerweile, dass Aktienrenditen nicht normalverteilt sind, sondern viel häufiger ganz große Preisbewegungen aufweisen, als es einer Normalverteilung entspräche.¹⁷ Diese Fat Tail-Risiken, insbesondere die Partizipation an starken Kurseinbrüchen, soll von Absolute Return-Fonds natürlich vermieden werden. Ziel eines Absolute Return-Fonds muss also eine kleine Kurtosis sein: „Mehr stabile Rendite im Mittelfeld und kaum starke positive oder negative Ausreißer“. Dies ist uns in der Vergangenheit bei unserem Absolute Return-Ansatz eindrucksvoll gelungen (vgl. Abbildung 8).

Abbildung 8: Renditeverteilung - tägliche LN Renditen



Absolute Return-Konzepte im Rahmen der Asset Allocation

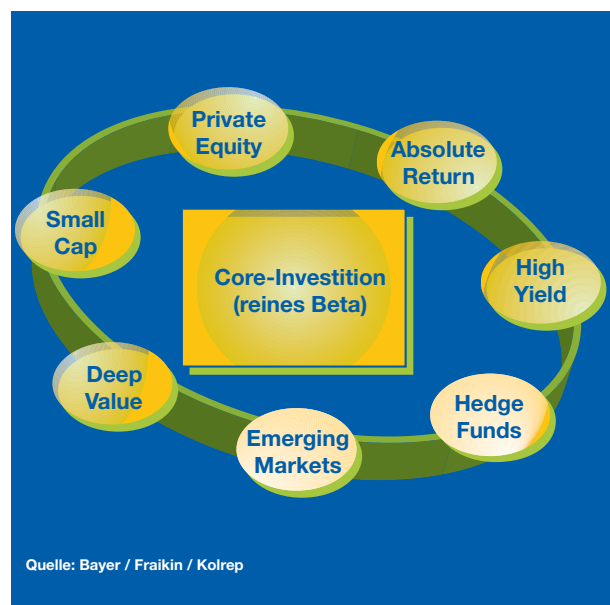
Die meisten Anleger scheinen die Gefahr zu sehen, dass man nach den negativen Erfahrungen mit Benchmarkanlagen in den letzten Jahren nun das Kind mit dem Bade ausschüttet und den Benchmarkgedanken völlig ausblendet, auch dort, wo er gerechtfertigt ist. Die strategische Ausrichtung an der Wertentwicklung einer Assetklasse und ein langfristiges Investment in Assetklassen, die eine überlegene Langfristperformance bringen, sollen durch die reine Absolute Return-Ausrichtung aller Mandate nicht völlig aufgegeben werden.¹⁸ Richtet der Kunde beispielweise alle Aktienmandate als Absolute Return-Mandate aus, bedeutet dies automatisch den Verzicht auf langfristige Performance, denn das Absolutziel muss aus Risiküberlegungen niedriger formuliert werden, als es dem langfristig maximal möglichen Ertrag entspricht.

Die Anleger sind vor diesem Hintergrund zu einer klareren strategischen Positionierung übergegangen. Stark im Rückzug sind Mandate, die als aktives Management definiert wurden, aber durch die relativ enge Orientierung an einer Benchmark mit begrenztem Tracking Error doch fast passiv waren, also die traditionellen (Long Only) aktiven Managementmandate („traditional core fund management“).

Heute versucht man, die Mandate aufzuteilen in wirklich passive, sehr indexnahe, quantitativ gesteuerte Konzepte und in wirklich aktive Mandate mit höheren Risiken, die oft mit einem Absolute Return-Anspruch versehen werden, um dem Fondsmanager auf so vielen Ebenen wie möglich aktiven Spielraum einzuräumen. Man spricht von einem Asset Management-Barbell, der Kombination von passiven (Indexing, Enhanced Indexing, ETFs) und sehr aktiven Portfolio Management-Mandaten (Spezialitäten, Absolute Return, Select-Konzepte, Hedge Funds) in einem Gesamtportfolio.¹⁹

Bei einem Core-Satellite-Ansatz ist es inzwischen fast Standard, in einem Kern der Anlagen passive (indexierte), passivnahe (Enhanced Indexation) und sogenannte Core-Produkte zu implementieren, während um den Kern herum die aktiv gemanagten Satelliten und die Absolute Return-Mandate (als eigene Assetklasse) aufgebaut werden. In einem solchen Ansatz wären die aktiven, alphagenerierenden Mandate im Bereich der Satelliten und Absolute Return-Mandate zu finden, während im nahezu passiven Kernbereich eine einfachere Risikokontrolle möglich wäre. In diesem Kernbereich könnte der Investor mit Overlay-Strategien eine selbstständige Steuerung großer Teile des Gesamtrisikos vornehmen, während die Risikosteuerung im aktiven und speziell im Absolute Return-Segment eher Aufgabe der Manager wäre (vgl. Abbildung 9).²⁰

Abbildung 9: Core-Satellite-Ansatz



Quelle: Bayer / Fraikin / Kolrep

Zusammenfassung

Die Turbulenzen an den Kapitalmärkten seit dem Jahr 2000 und insbesondere seit dem Sommer 2007 haben den Anlegern die Grenzen von benchmarknahen Kapitalanlagen, insbesondere die Abhängigkeit von der Performance der Marktindizes, deutlich gemacht. Ein Trend der letzten Jahre war daher das Abrücken von der klassischen Benchmarkausrichtung der Kapitalanlagen hin zu benchmarkfreien Absolute Return-Ansätzen.

Ziel des Anlegers bei der Implementierung eines Absolute Return-Konzeptes ist es, sich von der großen Abhängigkeit von der Wertentwicklung einer Benchmark zu lösen und auch über multiple Zeiträume eine stabile Wertentwicklung zu erreichen. Im Spezialfondsgeschäft will der Kunde die Ergebnisse seiner Kapitalanlagen weitgehend von der Marktentwicklung abkoppeln, indem er dem Vermögensverwalter einen unabhängig von den Marktbewegungen zu erzielenden Mindestertrag oberhalb irgendeiner Geldmarktverzinsung vorgibt.

Lazard Asset Management hat in den vergangenen zwei Jahren ein Absolute Return-Konzept auf der Aktienseite etabliert, bei dem sowohl die traditionelle Aktienexpertise in der Einzeltitelselektion als auch vielfältige Erfahrungen auf der Derivatenseite genutzt werden. Das Konzept stützt sich auf die neuen Freiheiten von UCITS III-Fonds im Rahmen des Investmentmodernisierungsgesetzes und kontrolliert das Marktrisiko durch den Einsatz von Derivaten im Rahmen vorgegebener Risikobudgets. Die Stärke des Konzepts ist der Rückgriff auf eine Fülle von Alphaquellen, mit denen die Risiken der Abhängigkeiten vom Marktumfeld deutlich reduziert werden.

Das Euroland Equity Absolute Return-Konzept weist eine Reihe von attraktiven Eigenschaften auf. Das angestrebte Ertragsziel von EURIBOR + 200 Bp p. a. wurde in den zwei Jahren seit Auflage erreicht, wobei die Volatilität des Konzeptes mit etwas mehr als 4% nur ein Viertel der Marktvolatilität betrug. Die Korrelation zu den Returns des Gesamtmarkts war mit 0,21 sehr niedrig. Gleichzeitig konnten in turbulenten Marktphasen die Fat Tail-Risiken, insbesondere starke Kursverluste in relativ kurzen Zeiträumen, vermieden werden.

Absolute Return-Konzepte haben mittlerweile ihre Rolle im Rahmen der gesamten Asset Allocation gefunden und sind keine reine Modeerscheinung.²¹ Sie sind nicht die ultimative Lösung aller Probleme für alle Anleger. Aber sie können ein Teil der Lösung für die meisten Investoren sein, zumindest dann, wenn die Konzepte so transparent gestaltet sind, dass der Investor wirklich weiß, in was er investiert, und welche Risiko-Ertrags-Profile die Konzepte aufweisen.

Heute versucht man, die Mandate aufzuteilen in wirklich passive, sehr indexnahe, quantitativ gesteuerte Konzepte und in wirklich aktive Mandate mit höheren Risiken, die oft mit einem Absolute Return-Anspruch versehen werden, um dem Fondsmanager auf so vielen Ebenen wie möglich aktiven Spielraum einzuräumen.

Bei einem Core-Satellite-Ansatz ist es inzwischen fast Standard, in einem Kern der Anlagen passive (indexierte), passivnahe (Enhanced Indexation) und sogenannte Core-Produkte zu implementieren, während um den Kern herum die aktiv gemanagten Satelliten und die Absolute Return-Mandate (als eigene Assetklasse) aufgebaut werden. In einem solchen Ansatz wären die aktiven, alphagenerierenden Mandate im Bereich der Satelliten und Absolute Return-Mandate zu finden, während im nahezu passiven Kernbereich eine einfachere Risikokontrolle möglich wäre.

Rechtlicher Hinweis:

Angaben zu vergangener Wertentwicklung erlauben keine Prognose zukünftiger Resultate. Insbesondere die Erreichung definierter Anlageziele kann in keiner Weise garantiert werden.

Verfasser: **Werner Krämer**
Tel.: 069 / 50606 - 141

Daniel Müller
Tel.: 069 / 50606 - 132

Christian Bockris
Tel.: 069 / 50606 - 167

Literaturverzeichnis/Quellenangaben

- ¹ W. Krämer: Absolute Return-Strategien im Rahmen der Vermögensverwaltung, Standpunkt, Lazard Asset Management, Mai 2004.
- ² D. Sheard: The Case for Absolute Return Investing, Augustus Asset Management, Treasury News, Oktober 2007.
- ³ sfu: Absolute Renditeversprechen im Härtetest, FAZ, 8. Februar 2008; M.B. Waring / L.B. Siegel: The Myth of the Absolute Return-Investor, in: CFA Institute, March/April 2006, S. 14-21.
- ⁴ M. Verhofen: Beyond Beta – die Suche nach stabilem Alpha, Kapitalmarktlexikon, Update III/2007, S. 16-18.
- ⁵ S. Kunert: Was steckt hinter Stable, Absolute und Total Return?, in: BankenPartner, 03/2007, S. 38-41.
- ⁶ W. Krämer: Europäisches Rentenmanagement und Absolute Return, Standpunkt, Lazard Asset Management, Oktober 2004.
- ⁷ C. Behring: Absolute-Return-Strategien innerhalb von UCITS III-Fonds, in: Absolutreport, Nr. 34, 10/2006, S. 14-19.
- ⁸ C. Nachtweh: Spiel ohne Grenzen, in: Das Investment, Februar 2007, S. 26-33.
- ⁹ Adding Short Exposure to Equity Mandates Can Improve Risk-Adjusted Excess Returns, Mercer Investment Consulting, Working Paper, 2007.
- ¹⁰ W. Krämer: Enhanced Indexing im Aktien-Portfolio-Management, Lazard Asset Management, Standpunkt, März 2004.
- ¹¹ H. Geiger: DAXplusR Minimum Variance Indizes für risikooptimierte Anlagestrategien, Zertifikate kompakt, in: Börse am Sonntag, 7. Oktober 2007, S. 4-5.
- ¹² K. Morgenstern: Die Vertreibung des Beta aus dem Portfolio, in: portfolio institutionell, Ausgabe 10, Dezember 2007, S. 24-25.
- ¹³ W. Krämer: Die Portable Alpha-Revolution – Wer trägt war warum wohin?, Lazard Asset Management, Hintergrund, Juni 2007.
- ¹⁴ D. Jessop: The Long and the Short of It, UBS Investment Research, 23. November 2007.
- ¹⁵ N. Hamid: Single Stock Futures and Enhanced Alpha Strategies, Deutsche Bank Portfolio & Index Strategy, Juni 2007.
- ¹⁶ N. Purschaker: Portfolio-Engineering: Prognosefreie Modelle im Portfolio Management, Präsentation auf dem 5. Deutschen Investment-Hochschultag, Universität Frankfurt, November 2007.
- ¹⁷ N.N. Taleb: The Black Swan, 2007.
- ¹⁸ B. Rose: Das A und O des Portfolios, portfolio institutionell, Ausgabe 8. Oktober 2007, S. 28-29.
- ¹⁹ H. van Steenis: No place for tradition in brave new world, Morgan Stanley Research, 2004.
- ²⁰ K.G. Bayer / M. Fraikin / M. Kolrep: Mandatsstrukturierung nach dem Core-Satellite-Ansatz, in: H. Dichtl / M. Kleeberg / C. Schlenger: Handbuch Asset Allocation, Bad Soden 2003, S. 529-570
- ²¹ K.P. Tönnies / U. Becker: Absolute Return-Strategien – Modeerscheinung oder Anlagealternative für jede Börsenphase, in: Die Bank, 4/2004, S. 260-264.

Weitere Lazard Publikationen

Hintergrund Januar 2007

„Der Zusammenhang zwischen Konjunkturzyklen und Assetklassen“

Investment Perspektive I/2007

„Mikrokredite und Mikrofinanz – The Future is Now“

Investment Perspektive II/2007

„Islamic Banking und Sharia-Investments“

Standpunkt April 2007

„Der Charme von Dividendenstrategien in schwierigen Aktienmärkten – Lazard World Dividend Equity Strategy“

Hintergrund Juni 2007

„Die Portable Alpha-Revolution – Wer trägt was warum wohin?“

Investment Perspektive III/2007

„Hochhäuser und Konjunkturzyklen – Up, Up to the Sky!“

Standpunkt Juli 2007

„Die Situation der Sparkassen in Deutschland und deren Rolle am Kapitalmarkt“

Hintergrund August 2007

„Investieren in Infrastruktur – Lazard Global Listed Infrastructure“

Investment Perspektive IV/2007

„Wasserinvestments – die wahren Blue Chips“

Hintergrund Oktober 2007

„Credit Default Swaps – Waffen und Pflugscharen“

Hintergrund November 2007

„Rückblick auf das Investment-Forum November 2007“

Hintergrund Januar 2008

„Private Equity – quo vadis?“

Diese und weitere Publikationen stehen Ihnen als kostenloser Download auf unserer Homepage zur Verfügung:

<http://www.lazardnet.com/wissen>



Lazard Asset Management
(Deutschland) GmbH

www.lazardnet.de

Alte Mainzer Gasse 37
60311 Frankfurt
Tel.: 069 - 50 60 6 - 0
Fax: 069 - 50 60 6 - 100

Neuer Wall 9
20354 Hamburg
Tel.: 040 - 35 72 90 - 20
Fax: 040 - 35 72 90 - 29