



*Standpunkt*

Oktober 2004

Europäisches Rentenmanagement  
und Absolute Return

©2004. 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.

# Europäisches Rentenmanagement und Absolute Return

- ◆ Seit Start der Europäischen Währungsunion am 1.1.1999 hat sich der europäische Rentenmarkt und damit das Umfeld für das Management europäischer Rentenportfolios dramatisch gewandelt. Zu den relativ neuen, aber trotzdem bereits fest etablierten Produkten gehören Unternehmensanleihen bis hin zu High Yield, inflationsindexierte Anleihen, Covered Bonds, ABS und MBS sowie Kreditderivative.
- ◆ Heutige Rentenmanager suchen nach anderen Performancequellen („Value Driver“) als in der Vergangenheit. Die alten Techniken der Generierung von Performance – die Durationssteuerung, Währungswetten oder die Kurvenpositionierung – gehören nicht der Vergangenheit an, aber sie bestimmen nicht mehr allein die Performance von Rentenportfolios. Im Mittelpunkt des Investmentprozesses von Lazard stehen heute die aktive Segmentallokation, Relative Value-Strategien und die Bottom Up-Titelselektion von Credits.
- ◆ Unsere Flugschiffstrategie Lazard Euro High Quality beruht auf einem Multi-Sektoren-Ansatz. Wir setzen dabei auf die grundsätzliche risikosenkende Wirkung der Streuung und die aktive Asset Allocation der verschiedenen Rentenklassen. Durch diese aktiv gemanagte Diversifikation ist es uns in den letzten fünf Jahren gelungen, Risiken in Baissen zu begrenzen und eine nachhaltige, risikoadjustierte Mehrrendite gegenüber Staatsanleihenportfolios zu erreichen. Schwerpunkt unseres defensiven Ansatzes ist das Managen von „Credits“.
- ◆ Ein breit gestreutes Konzept wie unser Lazard Euro High Quality-Ansatz mit seinem defensiven Charakter ist in besonderem Maße geeignet, in ein Absolute Return-Mandat modifiziert zu werden. Da das Konzept stark an der Risikosteuerung über die Berücksichtigung von Risikokapital aufgehängt ist, ist der Schritt zur Erweiterung auf einen Absolute Return-Anspruch klein. Alle angebotenen Konzepte werden individuell auf den Kunden zugeschnitten.

# Europäisches Rentenmanagement und Absolute Return

## Rentenmanagement im Wandel

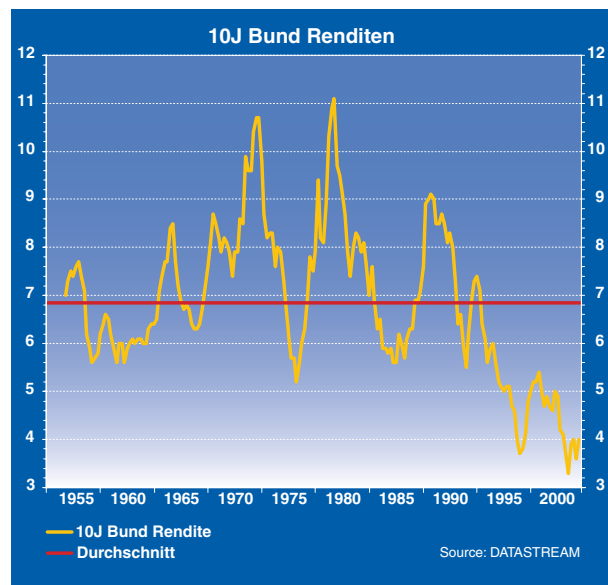
Die Einführung des EUR am 1.1.1999 hat die europäische Rentenlandschaft in einem gewaltigen Ausmaß verändert. Sowohl die Marktstrukturen als auch das Verhalten von Investoren und Emittenten waren einem beeindruckenden Transformationsprozess ausgesetzt.<sup>1</sup> Aus Anlegersicht am bemerkenswertesten ist die Tatsache, dass der traditionelle Ansatz, allein durch Asset Allocation-Entscheidungen im Rahmen des Managements von Staatsanleihen eine wettbewerbsfähige Performance zu erzielen, nicht mehr funktioniert.

In der Vergangenheit, die durch eine fast komplette Dominanz von Staatsanleihen im europäischen Anleihenmarkt gekennzeichnet war, konzentrierten sich die europäischen Asset Manager im Rentenbereich insbesondere auf drei globale Entscheidungskriterien, um die Investmentziele zu erreichen. Entscheidend waren die Währungsallokation, die Rentenmarktallokation und die Durationsallokation. Entsprechend standen Währungsprognosen, Zinsprognosen und Zinskurvenprognosen im Mittelpunkt des Asset Allocation-Prozesses. Der Bereich, der in den USA im Portfolio Management seit Jahrzehnten eine ganz entscheidende Rolle spielt, nämlich die Allokation verschiedener Bonitäts- und Kreditrisikoklassen, war in Europa schon deshalb unterentwickelt, weil bis auf den deutschen und dänischen Pfandbriefmarkt keine nennenswerten Anlagealternativen vorhanden waren.

Der europäische Asset Allocation-Prozess, der in der Regel auf Top Down-Überlegungen basierte, wurde seit Beginn der EWU massiv herausgefordert. Die strukturellen Veränderungen in den einzelnen Wirtschaftsräumen, die einheitliche Währung, die Globalisierung und der Strukturwandel an den Kapitalmärkten haben die Portfoliomanager zum Umdenken gezwungen, denn es haben sich neue Rentenklassen etabliert. Die aufgrund der weltweiten Dis-

inflation in den letzten Jahren sehr niedrigen Zinsen für Staatsanleihen führten global zu einer fast verzweifelten Suche nach „Yield Pick Up“, so dass auch die europäischen Investoren zu einer Erweiterung des Anlageuniversums in nicht traditionelle Rentenwerte bereit waren (vgl. Abbildung 1).

Abbildung 1: Renditen von 10J Bunds



## Der „neue“ Euroland-Rentenmarkt

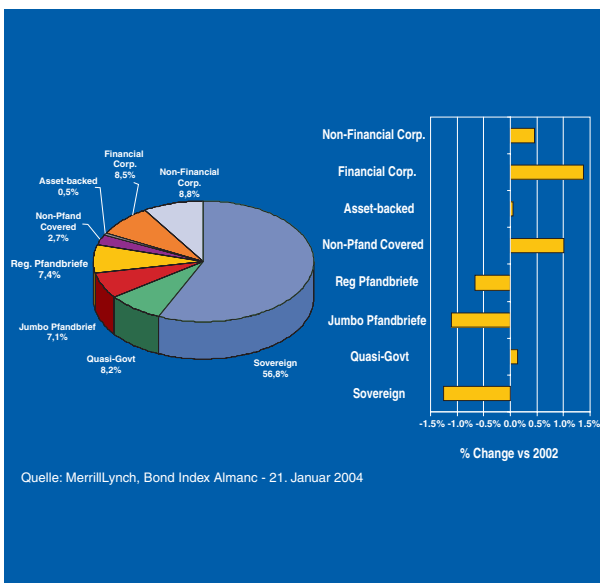
Durch das veränderte Anlegerverhalten, die zunehmende Professionalisierung der Investoren, gestiegene Erwartungen und aufgrund der zusätzlich verfügbaren Rentenmarktprodukte verlangt aktives Portfolio Management in Euroland heute vor allem eine größere Diversifikation im Hinblick auf Emittentengruppen und Bonitäten. Zu den fundamentalen Änderungen der Marktstrukturen gehören die folgenden Trends:

- ◆ Die allgemeine Expansion des Nicht-Staatsanleihsensektors
- ◆ Das Heranwachsen eines Marktes für Unternehmensanleihen inkl. eines Marktsegments für Hochzinsanleihen (High Yield)

- ◆ Die Etablierung des deutschen und dänischen Pfandbriefmarktes bei europäischen Anlegern und der Aufbau von Pfandbriefmärkten europaweit (Frankreich, Spanien, Irland, Finnland), also generell das Wachsen der Covered Bond-Märkte
- ◆ Die verstärkte Ablösung von Krediten durch Wertpapiere (Asset Backed Securities (ABS), Mortgage Backed Securities (MBS))
- ◆ Die stärkere Differenzierung unterschiedlicher Kreditrisiken
- ◆ Die Entwicklung von Märkten für Kreditderivativen
- ◆ Die Entstehung eines Marktes für inflationsindexierte Anleihen
- ◆ Die Internationalisierung von Portfolios; damit einhergehend die Explosion der Volumina grenzüberschreitender Transaktionen

Die Märkte für Staatsanleihen und Bankkredite stagnieren seit Jahren, während gedeckte Anleihen, ABS und MBS sowie Unternehmensanleihen ins Zentrum der Aufmerksamkeit gerückt sind. Die Kapitalmärkte in Euroland haben sich damit überraschend schnell denen in den USA angenähert (vgl. Abbildung 2).<sup>2</sup>

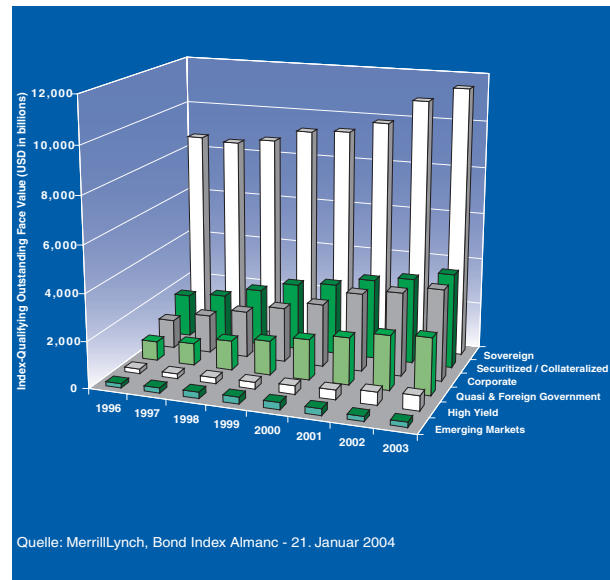
**Abbildung 2: Struktur des Euroland-Rentenmarktes**



Diese „neuen“ Märkte sind aber nicht nur in Europa, sondern auch global gesehen seit fünf Jahren stark expandiert. Die Märkte für nichtstaatliche Schuldtitel sind zu Lieblingen der Investoren geworden. Manche Anleger investieren inzwischen auch pro-

blemlos in Anlagen mit niedrigeren Bonitätsratings, wie Hochzinsanleihen und Anleihen von Emittenten aus den Schwellenländern (vgl. Abbildung 3).<sup>3</sup>

**Abbildung 3: Wachstum der Weltrentenmärkte**



Was bedeuten diese geänderten Marktstrukturen für den Anleger und speziell für das Portfolio Management? Wie sollten Portfolios und Fonds in diesem Rentenmarktumfeld aussehen? Wie wählt der Anleger Produkte aus? Wie können die Portfolio Manager nachhaltig einen „Mehrwert“ generieren? Dies sind die Fragen, denen in dieser Publikation nachgegangen werden soll.

## Das „neue“ Rentenmanagement

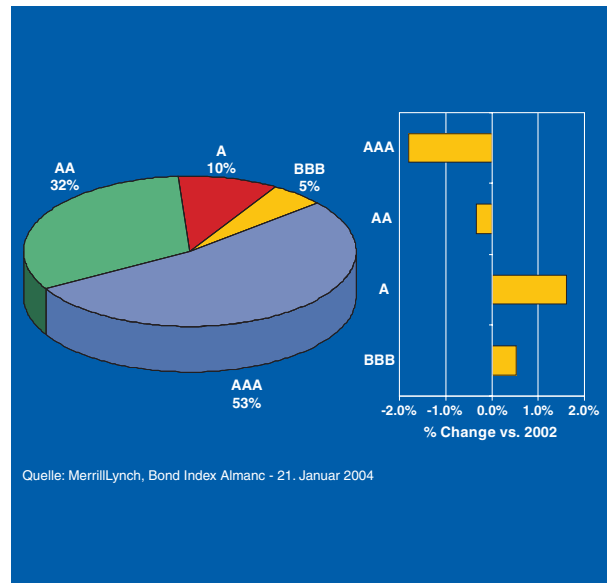
Die neuen Marktsegmente bieten attraktive Möglichkeiten fernab der klassischen Konzepte. Es ist die Hauptfrage, wie bei Verwendung der Gesamtheit der neuen Produkte Portfolios konstruiert werden können, welche die Chancen im europäischen Rentenmarkt nutzen, aber gleichzeitig die Risiken begrenzen bzw. optimal diversifizieren. Stabile Erträge auf einem ausreichenden Niveau sind angesichts sehr niedriger Staatsanleihenrenditen und beschränkter Spielräume im Aktiensegment für viele Anleger notwendiger denn je. Dies wird dadurch unterstrichen, dass nach der Aktienmarktbaisse von 2000-2003 die Anlagepolitik vieler Investoren eher von der Angst vor Verlusten und dem Wunsch nach Risikobegrenzung als von der Hoffnung auf hohe Erträge bestimmt ist. Der heutige

„Investment-Spagat“ im Rentenmanagement besteht aus der Notwendigkeit, die unattraktiven Kupons von klassischen Rentenprodukten durch Kursgewinne auf ein befriedigendes Niveau zu bringen und dabei Kursverluste zu vermeiden. Der aktive Portfolio Manager, der alle denkbaren Ertragsquellen im Rentenmanagement nutzt, ist „der Mann der Stunde“.<sup>4</sup>

Um eine Ertragssteigerung zu erreichen, müssen die alten Managementtechniken überdacht und neue Methoden in der Analyse und im Portfolio Management genutzt werden. Mit diesen neuen Methoden sind die Möglichkeiten, die Performance zu steigern, aber besser denn je. Der Aufwand im Rentenmanagement ist erheblich gestiegen. Zusätzlich sind die neuen Strategien nicht nur mit gesteigerten Ertragsersparungen, sondern auch mit ungewohnten Risiken verbunden, eine Tatsache, die bei vielen Anlegern ein gewisses Unbehagen weckt.

Die Mehrheit der institutionellen Anleger hat inzwischen den traditionellen, makroökonomisch orientierten Top Down-Ansatz modifiziert. Die Suche nach zusätzlicher Rendite hat die Anleger zu einem Alternativansatz geführt, der stärker mikroökonomisch ausgerichtet ist und aus Bottom Up-Überlegungen heraus kommt. Die Alternative bedeutet, die „Kreditkurve zu spielen“ und neue Diversifikationsmöglichkeiten zu finden. Dabei ist die Bedeutung von Credit-Analyse deutlich gestiegen, insbesondere weil der Prozentanteil von Emissionen mit „A“- oder „BBB“-Rating im Bereich der Anleihen mit Investmentqualität immer mehr angestiegen ist (vgl. Abbildung 4).

**Abbildung 4: Euroland-Rentenmarkt mit Investmentqualität nach Rating**



### Core-Satellite-Strategie vs. Multi-Sektoren-Ansatz

Für Anleger, die ihre Rentenanlagen aus den reinen Staatsanleihen heraus diversifizieren wollen, stehen grundsätzlich zwei Wege zur Verfügung, wie sie ihre Asset Allocation-Entscheidungen angehen können.

1. **Core-Satellite-Strategie:** Die Fondssponsoren treffen im Rahmen ihrer strategischen Zielsetzung eine Allokationsentscheidung für die einzelnen Marktsegmente und vergeben einzelne Mandate mit gezielten Aufgabestellungen, also beispielsweise Mandate für die Teilsegmente Staatsanleihen, deutsche Pfandbriefe und Inhaberschuldverschreibungen, Unternehmensanleihen, europäische gedeckte Anleihen und High Yield. Dazu müssen Analysen der einzelnen Marktsegmente mit risikoadjustierten Performanceerwartungen durchgeführt werden. Dies führt für die Fondssponsoren zu der Notwendigkeit, mit entsprechenden Personalressourcen über profunde Marktkenntnisse zu verfügen und/oder unter Hinzunahme eines Consultants eine Core-Satellite-Strategie zu etablieren.
2. **Multi-Sektoren-Ansatz:** Die Fondssponsoren vergeben Mandate mit der Zielsetzung, risikoadjustiert eine Mehrrendite gegenüber herkömmlichen Renten (Staatsanleihen, deutsche Pfand-

briefe) zu erzielen. Sie erreichen Renditeverbesserungen, indem ein Anlageuniversum vorgegeben wird, das traditionelle wie nicht-traditionelle Papiere (ABS, MBS, Unternehmensanleihen, inflationsindexierte Anleihen, etc.) innerhalb eines Mandats erlaubt (Multi-Sektoren-Ansatz). Hierbei übernimmt der externe Asset Manager – eventuell in Absprache mit dem Fondssponsor – die Sektorallokation, insbesondere die Entscheidung über die Gewichtung von Risikoklassen.

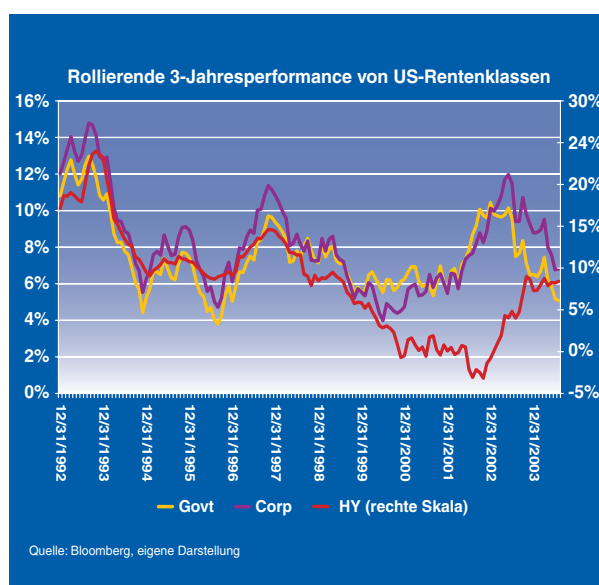
Um die grundlegende Problematik dieser Entscheidung deutlich zu machen, greifen wir auf die historischen Asset Allocation-Erfahrungen aus den USA zurück (wir betrachten die USA, weil nur dort eine ausreichend lange Historie vorliegt), die sich im europäischen Rentenmarkt seit Start der EWU bestätigt haben.

Der Rentenmarkt unterliegt einer ausgesprochenen Zyklizität. Es wechseln Phasen, in denen von den Anlegern Risiko gesucht wird und Phasen, in denen eine Flucht in Qualität erfolgt. Ein klassisches Beispiel hierfür ist das Jahr 2000, in dem die Anleger wegen der Aktienmarkturbulenzen aus Unternehmensanleihen und anderen Risikoprodukten flohen und ausschließlich Staatsanleihen nachfragten.

Aus diesem Grund bieten Unternehmensanleihen und speziell High Yield auf lange Sicht zwar risikoadjustiert im Durchschnitt eine deutliche Mehrrendite im Vergleich zu klassischen Staatsanleihen, aber dies gilt (auf kürzere Sicht) keinesfalls immer und zu allen Zeiten. Unternehmensanleihen sind nicht immer das bessere Marktsegment als Staatsanleihen. Daher beinhaltet eine sinnvolle Asset Allocation im Rentenmarkt eine prozentual ausgewogene Gewichtung von Renten hoher und niedrigerer Qualität oder gar Beimischungen von Titeln mit spekulativem Charakter. Zusätzlich ist es für den Anleger sinnvoll, von Zeit zu Zeit Umschichtungen zwischen den Rentenwerten unterschiedlicher Qualitätsklassen durchzuführen, wenn die Marktpsychologie oder die Bedürfnisse des Anlegers wesentliche Änderungen erfahren. Strategische und taktische Asset Allocation-Entscheidungen zwischen den Sektoren des Rentenmarktes bilden die Grundlage für ein erfolgreiches Investieren im Rentenmarkt.

Abbildung 5 zeigt die rollierende Dreijahresperformance (in USD) von verschiedenen Rentensegmenten in den USA seit Ende 1992. Im Durchschnitt über den Betrachtungszeitraum betrug der Jahresertrag von US-Treasuries 8,2 %, von US-Corporates 9,2 % und von US-High Yield 10,4 %. In den Jahren 2000-2002 hingegen lag der Ertrag im High Yield-Segment parallel zur Aktienmarktschwäche weit unter Staatsanleihen (im High Yield-Bereich kündigte sich die Schwäche bereits im Herbst 1998 an, sozusagen als Vorlaufindikator der Aktienbaisse). Eine Mischung von Staatsanleihen, Unternehmensanleihen und anderen Rentenklassen im Investmentgrade-Bereich sowie möglicherweise von High Yield-Produkten in einem gesunden Verhältnis kann die Stabilität des Ertrags des Portfolios deutlich erhöhen und langfristig eine stabile Mehrrendite (risikoadjustiert) ermöglichen. Von Zeit zu Zeit ist eine aktive Asset Allocation-Entscheidung im Sinne einer Umgewichtung zwischen Anleihen hoher Qualität und Titeln mit spekulativem Charakter ertragssteigernd (vgl. Abbildung 5).

**Abbildung 5: US-Rentenperformance**



Verzichtet ein Portfolio Manager auf die Mischung von Renten unterschiedlicher Segmente und Qualitätsklassen – verzichtet er also auf eine aktive Asset Allocation zwischen Staatsanleihen, Unternehmensanleihen, Covered Bonds, High Yield-Anleihen und sonstigen Rentenprodukten –, wird es für ihn schwieriger, die klassischen Staatsanleihenportfolios auf lange Sicht risikoadjustiert zu schlagen, weil er auf eine wichtige Handlungsalternative verzichtet.

Aus diesen Überlegungen heraus empfehlen wir den meisten Fondssponsoren bei der diskutierten Frage der Entscheidung über die Asset Allocation der verschiedenen Rentenklassen generell den zweiten Weg, den Multi-Sektoren-Ansatz. Einerseits können die meisten Anleger nur sehr schwer ausreichende Analyseressourcen vorhalten, um selbst die (strategische und taktische) Allokationsentscheidung für einzelne Marktsegmente oder Ratingklassen zu treffen. Andererseits ist für den externen Manager die Asset Allocation-Entscheidung zwischen den Marktsegmenten und Ratingklassen eine ganz grundlegende Voraussetzung für die langfristig stabile Erzielung von risikoadjustierten Mehrrenditen.

Unser Flaggschiffprodukt Lazard Euro High Quality setzt bewusst auf einen Multi-Sektoren-Ansatz der aktiven Allokationsentscheidung, bei dem in alle Rentenklassen mit Investmentqualität aus einer Hand investiert wird. In unserem erweiterten Konzept – Lazard Euro High Quality Plus – wird vom Fondssponsor zusätzlich eine begrenzte Beimischung von High Yield erlaubt. Darüber hinaus können beide Anlagestrategien unter Berücksichtigung des Risikokapitals oder sonstiger Restriktionen individuell auf den Kunden zugeschnitten werden.

Im folgenden geht es um die Frage, welche Performancequellen unsere Portfolio Manager bei der Umsetzung neuer Ideen im Rentenmanagement nutzen und wie ein moderner Investmentprozess aussehen muss.

## Performancequellen im modernen Rentenmanagement

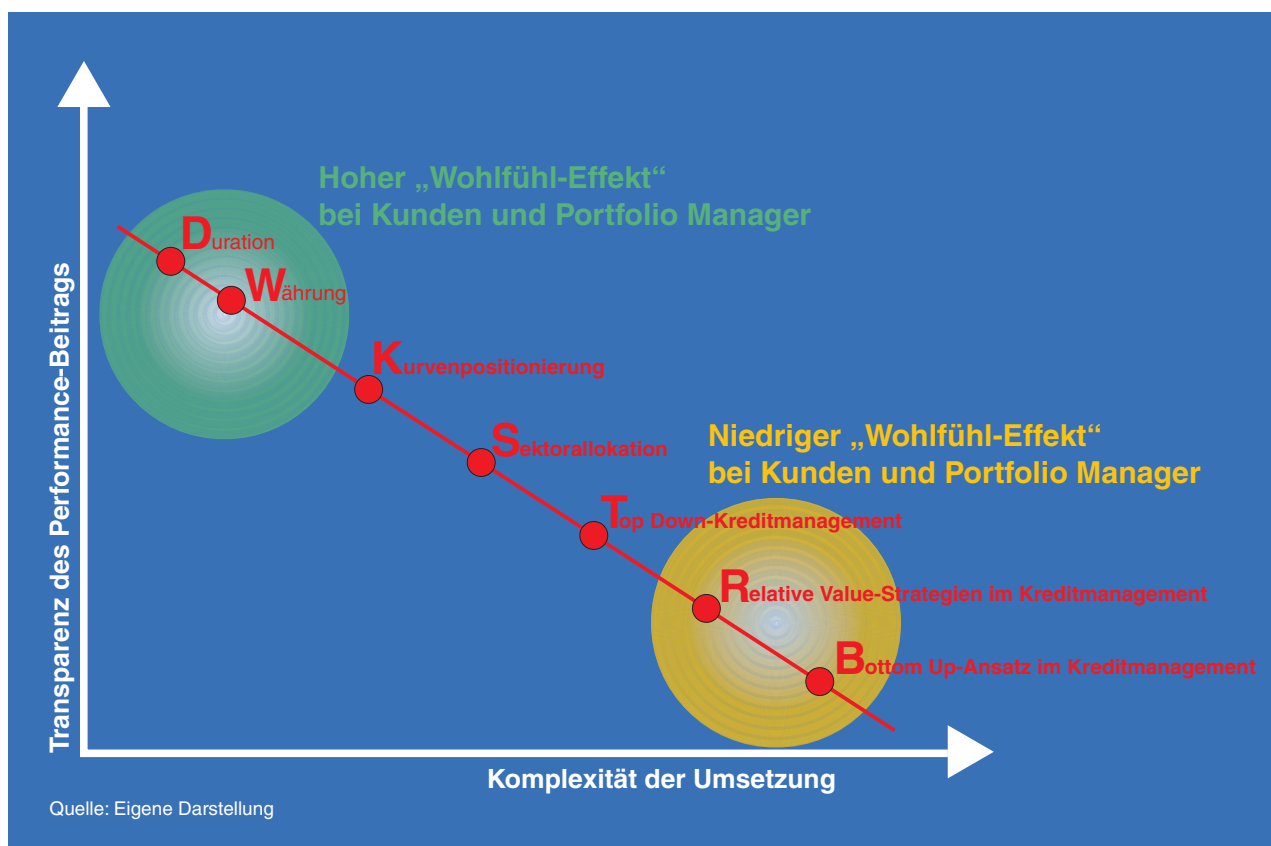
Was sind die wichtigsten Performancequellen („Value Driver“) im modernen Rentenmanagement? Die alten Techniken zur Generierung von Performance – die Durationssteuerung, Währungswetten oder die Kurvenpositionierung – gehören keineswegs der Vergangenheit an, aber sie bestimmen nicht mehr allein die Performance im Rentenmanagement.<sup>5</sup> Im Mittelpunkt eines modernen Investmentprozesses stehen heute die aktive Segmentallokation, das Top Down-Kreditmanagement, Relative Value-Strategien im Kreditmanagement und die Bottom Up-Titelselektion von Credits. Speziell in unserem Multi-Sektoren-Ansatz kommt es auf die

aktive Asset Allocation zwischen Staatsanleihen, Inflation-Linked Bonds, Covered Bonds, Unternehmensanleihen sowie ABS bzw. MBS an. Durch die aktiv gemanagte Diversifikation in die verschiedenen Segmente des Rentenmarktes streben wir eine risikoadjustierte Mehrrendite gegenüber klassischen Staatsanleihenportfolios an. Schwerpunkt ist das Managen von „Credits“.

Insgesamt basiert der Investmentprozess auf zwei Säulen: Aktive Asset Allocation-Entscheidungen zwischen den Rentensegmenten einerseits und aktive Einzeltitelselektion durch ausgeklügeltes Bottom up-Research andererseits. Dabei gibt es einen etwas paradoxen Zusammenhang. Die meisten Anleger (aber auch die Portfolio Manager) fühlen sich in den Bereichen der Makrostrategien wie der Durationssteuerung und dem Währungsmanagement sehr wohl und sicher (jeder hat dazu eine Meinung und glaubt zu aktiven Entscheidungen befähigt zu sein), obwohl sie in effizienten Märkten stattfinden und daher wenig aktive Rendite erwarten lassen. Die Eintrittswahrscheinlichkeit eines aktiven Beitrags von Einzelstrategien bei Makrowetten ist eher niedrig und der Volatilitätsbeitrag auf Portfolioebene hoch. Der einzig nennenswerte Vorteil ist allerdings die hohe Transparenz des Performancebeitrags.

Im Gegensatz dazu ist bei den meisten Kunden der „Wohlfühl-Effekt“ im Bereich der Mikrostrategien des Credit Managements viel geringer, obwohl hier eher Ineffizienzen und aktive Performancebeiträge zu vermuten sind. Die Eintrittswahrscheinlichkeit eines aktiven Beitrags ist bei diesen Mikrowetten hoch und der Volatilitätsbeitrag auf Portfolioebene gering. Je komplexer die Analysetechniken und geringer der „Wohlfühl-Effekt“ der Anleger, desto geringer sind Akzeptanz und Verständnis, da Spezialwissen erforderlich ist. Mit zunehmender Komplexität sinkt aber die Volatilität in den Portfolios und die Wahrscheinlichkeit einer Outperformance steigt. Dies ist ein gutes Umfeld für aktive Manager von Credits, denn im Bereich von Intransparenz und Komplexität kann aktives Management nachhaltig Mehrwert generieren. Letztlich verdient man Geld durch Unwohlsein (vgl. Abbildung 6).

Abbildung 6: Value Driver und „Wohlfühl-Effekt“ im Rentenmanagement



## Die Bedeutung von Risikobudgets

Die Risikosteuerung über die Vergabe von Risikobudgets hat bei den europäischen Investoren als Grundlage der Vermögensanlage enorm an Bedeutung gewonnen.<sup>6</sup> Wir versuchen, die Forderung der Anleger nach Risikobegrenzung in unseren Anlageprozess über die Steuerung von Risikobudgets zu integrieren. Das verfügbare Risikobudget eines Kunden bestimmt letztlich das erreichbare Performanceziel eines Rentenmanagement-Mandats genauso wie die Asset Allocation-Entscheidungen maßgeblich mit und hat einen entscheidenden Einfluss auf die Vorgehensweise des Asset Managers. Mandate mit höheren Risikobudgets können sich aggressivere Renditevorstellungen erlauben. Niedrige Risikobudgets erzwingen bei der Kapitalanlage ein sehr defensives, am Risiko ausgerichtetes Vorgehen. Das festgelegte Risikobudget ist damit auf allen Entscheidungsebenen (Asset Allocation, Sektorengewichtung, Einzeltitelselektion) eine entscheidende Stellgröße in der Portfoliokonstruktion.

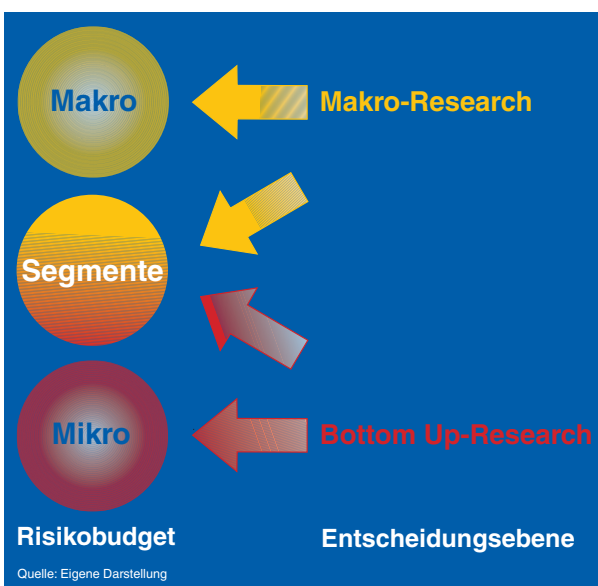
Bei jeder einzelnen Position, die unseren Portfolios hinzugefügt wird, entscheiden wir im Rahmen des Investmentprozesses, welchen marginalen Performancebeitrag wir uns von der Position erhoffen (relativ gegen die Benchmark oder absolut) und welchen marginalen Verbrauch des Risikobudgets die Position bedeutet. Gerade die Überlegungen, welchen Performancebeitrag eine Position für das Portfolio bringt, ist dabei komplizierter, als es sich zunächst anhört. Der Performancebeitrag einer Einzelposition kann nämlich aus unterschiedlichen Attributionsquellen heraus resultieren. Jeder Einzeltitel beinhaltet unterschiedliche Exposures in Bezug auf die Performancequelle Duration, die Positionierung auf der Zinsstrukturkurve, die Sektorauswahl und den speziellen Credit. Dies macht Performanceattributionüberlegungen komplizierter als im klassischen Rentenmanagement von Staatsanleihen.<sup>7</sup>

Im Zusammenhang mit der Aufteilung des Risikobudgets müssen wir noch auf den grundlegenden Unterschied zwischen den klassischen, aus Top Down-Überlegungen kommenden Makrostrategien in Bezug auf Duration, Währungen und Verände-

rungen der Zinsstrukturkurven (Bullet- oder Barbellstruktur) und den von Bottom Up-Überlegungen herrührenden Mikropositionierungen aus dem Credit-Segment hinweisen. Bei Makrostrategien setzt man auf wenige, aber akzentuierte Positionen, die wegen der Größe der Einzelwetten relativ viel Volatilität in das Gesamtportfolio bringen. Aufgrund der hohen Markteffizienz hat man in diesen großen Positionen praktisch eine symmetrische Risikoverteilung, was Makrostrategien nur sinnvoll macht, wenn sich der Portfolio Manager seiner Sache sehr sicher (die Eintrittserwartung der positiven Szenarien also hoch), die Rendite/Risiko-Erwartungen aus dem Research hoch und genügend Risikokapital verfügbar ist.

Bei den Credit-getriebenen Mikrowetten auf Einzeltitel hält der Portfolio Manager dagegen viele hoch diversifizierte Portfolios mit Positionen in vielen unterschiedlichen Sektoren, Ratingklassen und Einzeltiteln. Die Einzelpositionen selbst beinhalten relativ begrenzte marginale Performance- und Risikobeiträge. Wegen der geringeren Markteffizienz im Mikrobereich (der nicht so stark überanalysiert ist) kann der Portfolio Manager aber auf eine asymmetrische (rechtsschiefe) Risikoverteilung setzen. Insgesamt legt dies nahe, dass der Fondsmanager das Risikobudget auf wenige große Wetten im Makrobereich (die im Zeitverlauf eher unregelmäßig vorkommen) und eine Vielzahl von permanenten kleinen Wetten im Mikrobereich aufteilt (vgl. Abbildung 7).

**Abbildung 7: Makro- und Mikrostrategien**



Entscheidungsgrundlage für die Mikrostrategien sollte unternehmensinternes Research sein, denn dies ist der eigentliche Mehrwert eines Asset Managers in einem relativ ineffizienten Markt. Die Schwerpunkte unseres Bottom Up-Ansatzes sind daher das konzerneigene Fundamentalresearch und die Nutzung von selbst entwickelten Relative Value-Modellen. Internes Research bringt bei der Analyse von (auf der Credit-Seite) wenig analysierten Unternehmen und im Bereich ABS/MBS einen wirklichen Wettbewerbsvorteil.

## Das Lazard Euro High Quality-Konzept

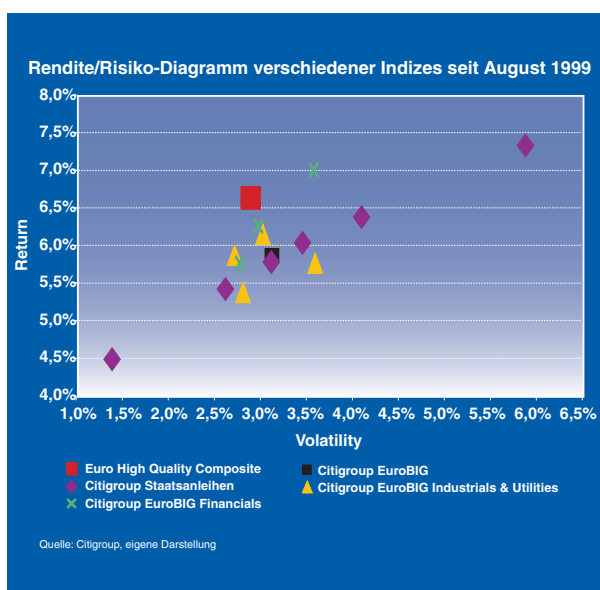
Abbildung 8 zeigt, dass es einen engen quasi-linearen Zusammenhang zwischen Risiko und Ertrag im Bereich der Staatsanleihen gibt. Ein höheres (Durations)-Risiko bringt langfristig eine höhere Performance, die aber in negativen Phasen (bei Zinsanstiegen) mit höheren Verlusten verknüpft ist. Dies entspricht den Erkenntnissen der Kapitalmarkttheorie, denn höhere Erträge müssen innerhalb einer Anlagekategorie mit höheren Risiken erkaufte werden.

Die historische Performance der einzelnen Staatsanleihenlaufzeiten steigt näherungsweise linear mit der zunehmenden Laufzeit an. Aggressive Laufzeitwetten der aktiven traditionellen Rentenmanager können eine Outperformance zur Laufzeitkurve der Staatsanleihen, die als Benchmark des „risikofreien“ Kapitalmarktzins herangezogen werden, generieren; aber die aggressiven Durationspositionierungen gehen einher mit höheren Risiken. Ein besser performendes Portfolio ist nicht zwangsläufig ein besseres Portfolio. Erst die Analyse der zugrundeliegenden Risiken beantwortet die Frage über die Qualität eines Portfoliomanagers.

Die Portfoliotheorie hat nachgewiesen, dass die risikosenkende Wirkung der Diversifikation in andere Anlagekategorien ohne Ertragsabschlag (sozusagen umsonst) genutzt werden kann. Die Diversifikation in alternative Rentenklassen über die Staatsanleihen hinaus bringt einen Ertragsaufschlag bei niedrigerem Risiko, insbesondere wenn die Gewichtung der Assetklassen erfolgreich aktiv gemanagt wird. Hierin liegt die eigentliche Attraktivität des Euro High Quality-Konzepts. Das aktive Management – die Selektion auf allen Entscheidungsebenen – trägt

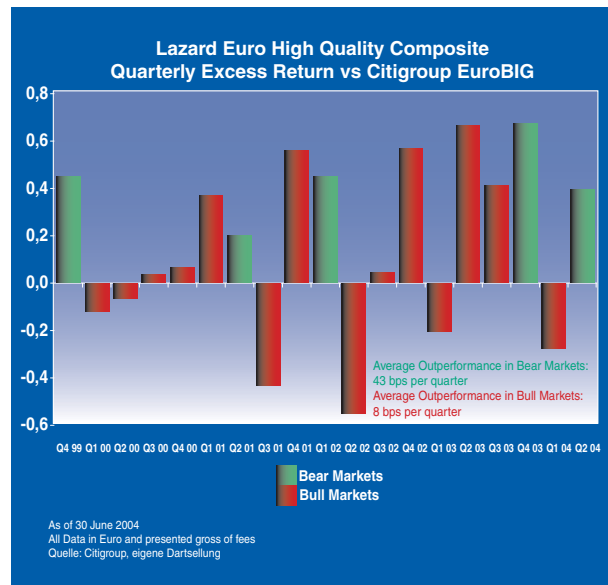
zur Überlegenheit des Ansatzes selbst gegenüber diversifizierten Benchmarks bei (wie dem Citigroup EuroBIG). Durch die Vielfalt der unterschiedlichen (untereinander oft gering korrelierten) Strategien und der Vielzahl der Bereiche, aus der die Performance kommt, wird das Risiko tendenziell reduziert und die Wahrscheinlichkeit einer Outperformance zu den Benchmarks erhöht. Man strebt also eine risikoadjustierte Mehrrendite, eine dauerhafte Outperformance, gegenüber dem Gesamtmarkt an (vgl. Abbildung 8).

**Abbildung 8: Rendite/Risiko-Diagramm von Rentenklassen**



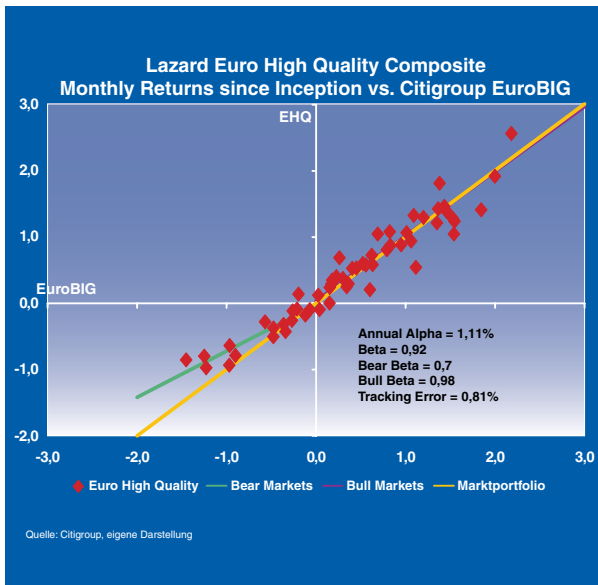
Für die Einschätzung des Risikos, das mit einem Konzept verbunden ist, spielt aber nicht nur die Volatilität eine Rolle, sondern in noch stärkerem Maße das Shortfall-Risiko, das mit der Anlage verbunden ist.<sup>8</sup> Im Mittelpunkt der Überlegungen steht insbesondere die Frage nach der relativen Performance in negativen Marktphasen. Diese zeigt sehr deutlich, ob ein Fonds aktiv gesteuert wird, oder ob gute Performance nur durch ein übermäßig hohes Risiko erkauft wird. In schwachen Märkten machen sich ein aktiver Stil und aktive Asset Allocation-Entscheidungen bezahlt. Unser Ansatz des Lazard Euro High Quality hat den Markt in allen schwachen Marktphasen seit der Auflage des Konzeptes im August 1999 geschlagen (vgl. Abbildung 9).

**Abbildung 9: Lazard Euro High Quality als defensives Konzept**



Im Managementprozess legt Lazard großen Wert auf einen defensiven Anlagestil. In den Schwächephasen des Marktes zahlt sich ein solcher Ansatz durch eine bessere Performance aus. In der Vergangenheit konnte das Fondskonzept die Marktindizes auf dem Weg nach oben weitgehend egalisieren, bremste aber wegen des relativ hohen Anteils von Credit-Produkten und der aktiven Segmentselektion auf dem Weg nach unten bisher in allen Baissephasen ab. Mit anderen Worten betrug das Beta des Fonds in Bezug auf die breit gestreute Citigroup EuroBIG-Benchmark in positiven Marktphasen nahezu Eins (Bull Beta), in den negativen Marktphasen dagegen nur etwa 0,7 (Bear Beta) (vgl. Abbildung 10).

**Abbildung 10: Monatliche Erträge von Lazard Euro High Quality vs. EuroBIG**



## Europäisches Rentenmanagement als Absolute Return-Konzept

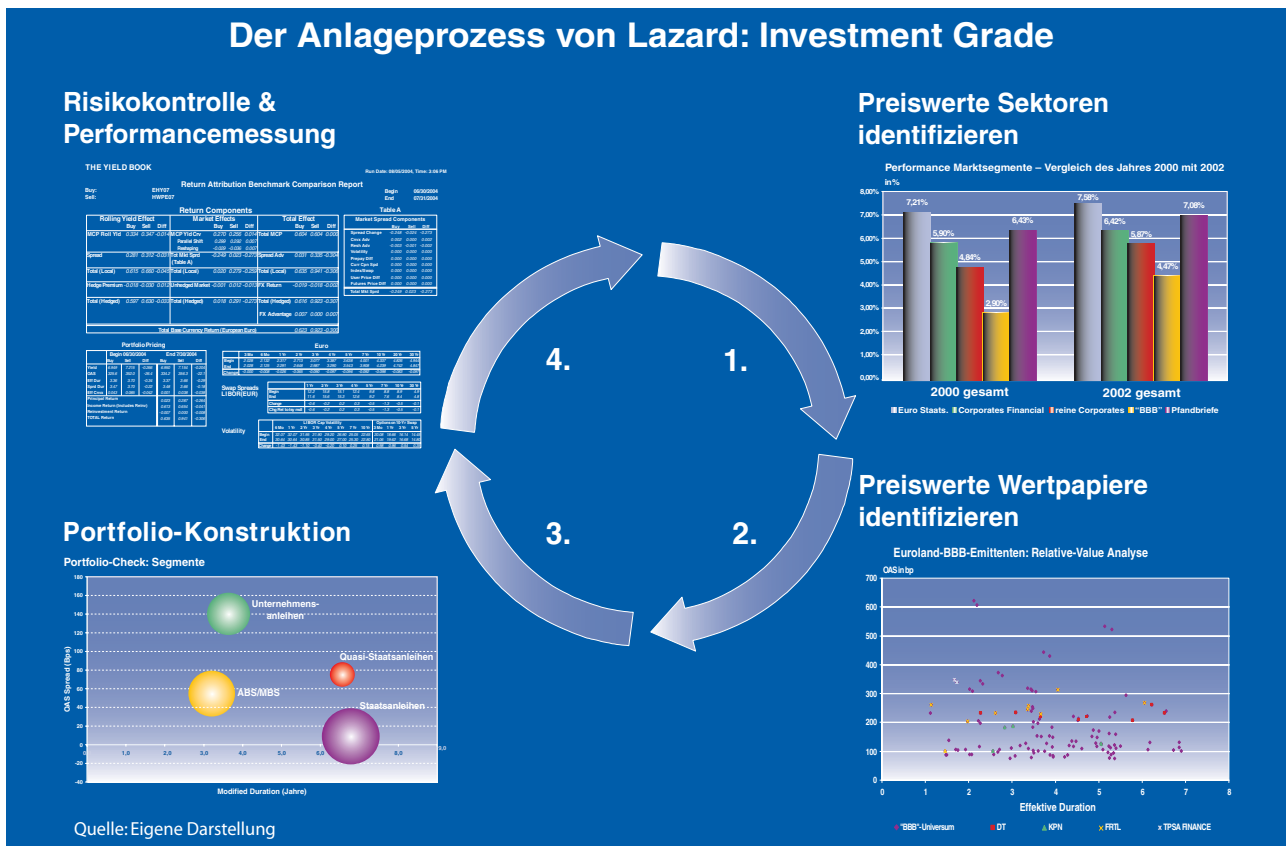
Die negativen Erfahrungen mit benchmarkorientierten (Aktien-) Strategien in den Jahren 2000 bis 2003 haben den Anlegern deutlich gemacht, dass die kurzfristigen Risiken der Kapitalmärkte bei der Ausrichtung der Portfolios in der Vergangenheit deutlich unterschätzt wurden. Daher sind Forderungen entstanden, die Assets enger an die Verbindlichkeiten zu koppeln (Asset-Liability-Matching) und weniger Verlustrisiko zu tolerieren, als es bei den bisher dominierenden Benchmarkinvestments der Fall war. Das Ziel des Anlegers bei der Implementierung von Absolute Return-Konzepten ist es, sich von der großen Abhängigkeit von der Wertentwicklung einer Benchmark zu lösen und auch über kürzere Zeiträume eine stabile Wertentwicklung zu erreichen. Im Spezialfondsgeschäft will der Fondsponsor die Ergebnisse seiner Kapitalanlagen weitgehend von der Marktentwicklung abkoppeln, indem er dem Vermögensverwalter eine unabhängig von den Marktbewegungen zu erzielende Absolutrendite vorgibt.<sup>9</sup>

Die Forderung zur Etablierung von Absolute Return-Ansätzen kam in den letzten Monaten in erster Linie durch Anleger auf der Aktienseite. Bei genauem Nachdenken ergibt sich aber schnell, dass Absolute Return-Überlegungen die eigentliche Domäne von Fixed Income-Ansätzen sind. Dort ist die Volatilität

wesentlich niedriger als auf der Aktienseite, die Kuponerträge stabilisieren automatisch den Jahresertrag und die Returndifferenzen innerhalb der einzelnen Rentenassetklassen sind geringer als in gemischten Aktien-Renten-Portfolios oder in reinen Aktienportfolios, so dass die Konsequenzen von Fehlentscheidungen nicht innerhalb kurzer Zeit das gesamte Jahresergebnis eines Fonds verhalten können. Die Möglichkeiten eines Fixed Income-Managers, stetig im Jahresverlauf eine bestimmte Jahresperformance anzustreben, ist daher größer als auf der volatilen Aktienseite.

Ein breit gestreutes Konzept wie unser Lazard Euro High Quality-Ansatz mit seinem sehr defensiven Charakter ist in besonderem Maße geeignet, ein Absolute Return-Ziel umzusetzen. Da das Konzept sehr stark an der Risikosteuerung über die Vergabe von Risikokapital aufgehängt ist, ist der Schritt zur Erweiterung auf einen Absolute Return-Anspruch vergleichsweise klein. Das Absolute Return-Ziel wird aktiv in unseren Anlageprozess, der ein kontinuierlicher Kreislauf von Strategieformulierung, Ausführung und Überprüfung ist, einbezogen (vgl. Abbildung 11).<sup>10</sup>

Abbildung 11: Lazards Investmentprozess



Ein Fondssponsor, der seinen Relative Return-Anspruch aufgibt und ein Absolute Return-Ziel verfolgt, muss sich der Konsequenzen der unterschiedlichen Denkweisen bei beiden Konzepten bewusst sein, um keine Enttäuschung zu erleben. Entscheidet man sich für ein Absolute Return-Konzept, wird die Investitionsentscheidung aus einem anderen Blickwinkel getroffen. Bei Absolute Return-Ansätzen wird der direkte Bezug zur Benchmark aufgegeben. Stattdessen bezieht sich der Fondsmanager viel stärker auf den Geldmarkt, der sowohl die realistischen Returnerwartungen als auch das akzeptierte Risiko sowie die neutrale Position definiert.

Die Volatilität der Ergebnisse wird dadurch bei Absolute Return-Vorstellungen wesentlich niedriger, aber die Abweichungen von der (bei den Kunden trotz allem im Hinterkopf existierenden) Benchmark werden unter Umständen sehr groß. Das Shortfall-Risiko steht bei Absolute Return-Konzepten durch die geldmarktbezogene Sichtweise deutlich im Vordergrund und akzeptiert dabei (zumindest in manchen Phasen) eine gewisse Vernachlässigung des Aufwärtspotentials. Das eingesetzte Risikobudget beschreibt nicht nur die relative, sondern die

gesamte Performance. Neutral ist man bei Absolute Return-Ansätzen, wenn kein Zinsrisiko vorhanden ist, wenn man also voll im Geldmarkt investiert ist. Dies kann bei Absolute Return-Zielen zu einem deutlich geringeren Investitionsgrad führen, als man es beim Benchmarkinvesting gewöhnt ist, zumal sich der Absolute Return-Manager bei der Einzeltitelselektion immer fragen muss, ob eine Anleihe wirklich eine bessere Performance als Geldmarkt erwarten lässt. Beim Relative Return-Ansatz heißt neutral dagegen, dass das Zinsrisiko genau der Benchmark entspricht. Dies hat zur Folge, dass das Hauptrisiko von Relative Return-Mandaten ein Zinsanstieg ist (der sich in der Benchmark widerspiegelt), während das Hauptrisiko von Absolute Return-Ansätzen falsche Selektionsentscheidungen sind. Tabelle 1 gibt eine Übersicht über die wesentlichen Unterschiede zwischen unseren relativen und unseren absoluten Mandaten.

Tabelle 1: Relative vs. Absolute Return

	Relativer Return	Absoluter Return
Neutrale Position	Benchmark	Geldmarkt
Entscheidung	Negativ-Selektion	Welche Anleihe performt besser als der Geldmarkt?
Investitionsgrad	Quote > 90%	Quote sehr flexibel
Volatilität	3 – 5% p. a.	geringer
Erwarteter Ertrag	BM + 50 bp	LIBOR + 100 bp
Dominierendes Risiko	Zinsen	Selektion

Quelle: Eigene Darstellung

Wer ein Absolute Return-Mandat vergibt, trifft eine wichtige Entscheidung über das Chance/Risiko-Profil seiner Kapitalanlagen. Absolute Return-Produkte laufen in steigenden Märkten der Performance von herkömmlichen Benchmarkinvestments hinterher. Dies gilt zwar in erster Linie im Aktiensegment, aber auch bei Rentenfonds kann dies zum Faktor werden. Absolute Return-Konzepte können den Zusammenhang zwischen Risiko und Ertrag nicht auflösen. Ein begrenztes Risiko bedeutet eine beschränkte Teilnahme an positiven Entwicklungen, weil Sicherheit ihren Preis hat.

Der Anleger muss sogar damit rechnen, dass ein Absolute Return-Mandat im Bullenmarkt sehr früh komplett von der Marktentwicklung abgeschnitten wird, wenn der vereinbarte Absolute Return eines Jahres erreicht ist. Ziel des Fondsmanagers von Absolute Return-Mandaten ist es, eine bestimmte (Jahres-)Performance unter Einhaltung von gewissen Risikovorgaben zu erreichen. Erreicht er das Performanceziel frühzeitig im Jahr, muss er das Risiko herunterfahren, um das Performanceziel bis zum Jahresende nicht mehr zu gefährden. Möglicherweise nimmt ein Absolute Return-Fonds damit an den weiteren Marktanstiegen im Jahresverlauf überhaupt nicht mehr teil. Um die Risiken solcher Entwicklungen einzuschränken, muss die Kommunikation zwischen Fondssponsor und Fondsmanager hervorragend funktionieren, um gegebenenfalls die Frage der Zielsetzung oder des Risikokapitals im Zeitverlauf neu zu definieren.

## Zusammenfassung

Seit dem Start der Europäischen Währungsunion am 1.1.1999 hat sich der europäische Rentenmarkt und damit das Umfeld für das Management europäischer Rentenportfolios dramatisch gewandelt. Die Arbeit europäischer Rentenmanager ist deutlich anspruchsvoller geworden. Statt sich auf die Zusammenstellung von Portfolios europäischer Staatsanleihen und deutscher Pfandbriefe zu konzentrieren, müssen europäische Rentenmanager heute zusätzlich eine ganze Reihe von Credit-Produkten in den Investmentprozess integrieren. Zu den relativ neuen, aber trotzdem bereits fest etablierten Produkten gehören Unternehmensanleihen bis hin zu High Yield, inflationsindexierte Anleihen, Covered Bonds, ABS und MBS sowie Kreditderivative.

Der Einbezug der neuen Rentenklassen in das europäische Rentenmanagement hat große Veränderungen in der Analyse der Märkte sowie der Investmentstile und -prozesse gebracht. Heutige Rentenmanager suchen nach anderen Performancequellen („Value Driver“) als in der Vergangenheit. Die alten Techniken der Generierung von Performance – die Durationssteuerung, Währungsstrategien oder die Kurvenpositionierung – gehören nicht der Vergangenheit an, aber sie bestimmen nicht mehr allein die Performance von Rentenportfolios. Im Mittelpunkt des Investmentprozesses von Lazard beispielsweise stehen heute die aktive Segmentallokation, Relative Value-Strategien und die Bottom Up-Titelselektion von Credits.

Unsere Flaggshipstrategie Lazard Euro High Quality beruht auf einem Multi-Sektoren-Ansatz. Wir setzen dabei auf die grundsätzliche risikosenkende Diversifikation in die verschiedenen Rentenklassen und die aktive Asset Allocation zwischen Staatsanleihen, Inflation Linked Bonds, Covered Bonds, Unternehmensanleihen sowie ABS und MBS. Durch die aktiv gemanagte Diversifikation wollen wir Risiken bewusst begrenzen und streben eine nachhaltige, risikoadjustierte Mehrrendite gegenüber klassischen Staatsanleihenportfolios an. Schwerpunkt unseres defensiven Ansatzes ist das Managen von „Credits“. Dies verschafft insbesondere in von Zinsanstiegen geprägten negativen Marktphasen einen gewissen Risikopuffer gegenüber den Entwicklungen am klassischen Staatsanleihenmarkt.

Ein breit gestreutes Konzept wie unser Lazard Euro High Quality-Ansatz mit seinem defensiven Charakter ist in besonderem Maße geeignet, in ein Absolute Return-Mandat modifiziert zu werden. Da das Konzept stark an der Risikosteuerung über die Berücksichtigung von Risikokapital aufgehängt ist, ist der Schritt zur Erweiterung auf einen Absolute Return-Anspruch vergleichsweise klein. Das Absolute Return-Ziel wird aktiv in unseren Anlageprozess, der ein kontinuierlicher Kreislauf von Strategieformulierung, Ausführung und Überprüfung ist, einbezogen. Wir managen das Lazard Euro High Quality-Konzept je nach Kundenwunsch in relativer und in absoluter Ausrichtung.

Ein Fondssponsor, der seinen Relative Return-Anspruch aufgibt und ein Absolute Return-Mandat vergibt, muss sich der Konsequenzen der unterschiedlichen Denkweisen bei beiden Konzepten bewusst sein. Bei Absolute Return-Ansätzen wird der direkte Bezug zur Benchmark aufgegeben. Stattdessen bezieht sich der Fondsmanager viel stärker auf den Geldmarkt, der sowohl die realistischen Returnerwartungen als auch die risikoneutrale Position definiert. Dies hat zur Folge, dass sich die strategischen Entscheidungen im Lazard Euro High Quality und im Lazard Euro High Quality Absolute Return im Mandatsverlauf deutlich unterscheiden können.

---

**Verfasser:** Markus van de Weyer  
Tel.: 069 / 50606 - 134

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

## Literaturverzeichnis / Quellenangaben

- <sup>1</sup> H. Kaiser: Europäischer Rentenmarkt nach dem Euro, in: H. Kaiser / T. Vöcking (Hrsg.): Strategische Anlageberatung, Wiesbaden 2002, S. 163-174; H. Kaiser / A. Heilenkötter / M. Herrmann / W. Krämer: Der Euro-Kapitalmarkt, Wiesbaden 1999.
- <sup>2</sup> P. Galdi: Bond Index Almanac, Bond Indices, Merrill Lynch, Januar 2004; F. Fabozzi / M. Choudhry: The Handbook of European Fixed Income Securities, New York 2004.
- <sup>3</sup> P. Galdi: Growth Trends in the World Bond Markets, Bond Indices, Merrill Lynch, Januar 2004.
- <sup>4</sup> W. Krämer / M. van de Weyer: Europäisches Rentenmanagement, Hintergrund, Lazard Asset Management, März 2000.
- <sup>5</sup> R. Eller (Hrsg.): Modernes Bondmanagement, Köln 1993.
- <sup>6</sup> N. Welp / W. Krämer: Bestimmung der Verlustobergrenze im CAPM, in: Die Bank, September 2002, S. 632-639; G. Scheuenstuhl / R. Zagst: Portfoliosteuerung bei beschränktem Verlustrisiko, in: L. Johanning / B. Rudolph: Handbuch Risikomanagement, Bad Soden 2000, S. 941-970.
- <sup>7</sup> F. Fabozzi / G. Fong: Advanced Fixed Income Portfolio Management, Chicago 1994.
- <sup>8</sup> J. Kleeberg / C. Schlenger: Value-at-Risk im Asset Management, in: L. Johanning / B. Rudolph: Handbuch Risikomanagement, Bad Soden 2000, S. 973-1013.
- <sup>9</sup> W. Krämer: Absolute Return-Strategien im Rahmen der Vermögensverwaltung, Standpunkt, Lazard Asset Management, Mai 2004.
- <sup>10</sup> M. van de Weyer: Euro High Quality - Renten mit Airbag, Präsentation, Lazard Asset Management, September 2004.



Lazard Asset Management  
(Deutschland) GmbH

[www.lazardnet.de](http://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