

Veröffentlicht in
finEST private wealth
Ausgabe 01/2009

„Total Return Funds - Probleme, methodische Herausforderungen
und innovative Verbesserungspotentiale“

S. 2-3

Mit freundlicher Genehmigung
finEST private wealth-Redaktion,
PETER KRAUSS finEST consultants GmbH, Oberasbach/Nürnberg

(www.finest-planner.net)

Total Return Funds

Probleme, methodische Herausforderungen und innovative Verbesserungspotentiale

Die mit viel Vorschusslorbeeren aufgelegten Total Return Funds haben in den letzten Jahren eine eher enttäuschende Performance gezeigt. Was waren die Ursachen? Hatten die Fond-Initiatoren lediglich „Pech“ oder sind die feststellbaren Resultate die Folge von konzeptionell-methodischen Schwächen, was zugleich Ansatzpunkte für eine Verbesserung des Instrumentariums und der Anlagestrategien in der Zukunft aufzeigen würde?

Schlagworte:

- Gesamtrisikoumfang
- Safety-First-Ansatz
- Time-Invariant-Portfolio-Protection
- Diskontierungseffekt
- Simulationsbasierte Bewertung

Um die Schwierigkeiten der Mehrheit der Total Return Funds einschätzen zu können, ist es zunächst hilfreich, sich über die zu Grunde liegenden Methoden Gedanken zu machen. Die folgenden Überlegungen beziehen sich dabei auf „die Mehrheit“ der aufgelegten Total Return Funds und können nicht die individuelle Gestaltung jedes einzelnen Fonds betrachten. Im Allgemeinen kann jedoch festgehalten werden, dass die „neue Idee“ der Total Return Funds methodisch im Wesentlichen deckungsgleich ist mit den bereits seit den 80er Jahren bekannten Portfolio Insurance-Konzepten¹.

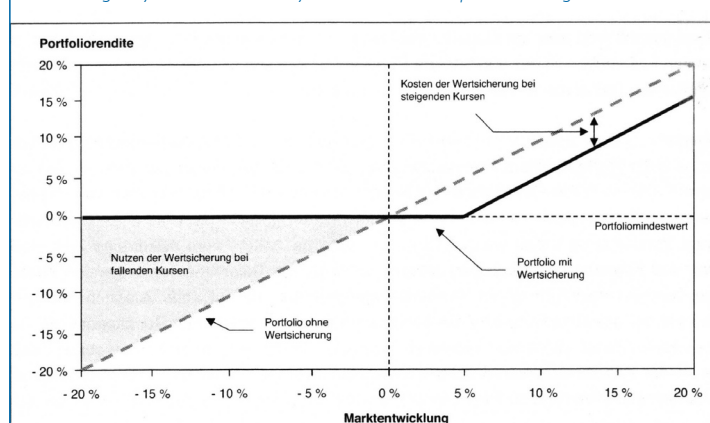
Grundsätzlich entspricht es der Präferenz vieler Anleger, dass der Gesamtrisikoumfang – z.B. der Umfang möglicher Verluste – unterhalb eines bestimmten Niveaus limitiert bleiben muss. Ein derartiger „Safety-First-Ansatz“ der Portfoliooptimierung kann beispielsweise auf dem sogenannten „Telser-Kriterium“ ba-

sieren. Demzufolge wird das Portfolio so gestaltet, dass die erwartete Rendite maximiert wird – aber unter der Nebenbedingung, dass die Wahrscheinlichkeit des Unterschreitens einer vorgegebenen Zielrendite (z.B. 0%) unterhalb (beispielsweise) 10% bleibt (Risikobegrenzung). Dies zeigt die Grundidee der Portfolio Insurance. Trotz häufig zu sehender Verbesserungen im Detail zeigen entsprechend Total Return Funds oft die hier schon seit längerem bekannten Probleme.

Portfolio Insurance als Basis der Total Return Funds

Zur Optimierung des Rendite-Risiko-Profiles von Anlagen werden so genannte Portfolio Insurance-Strategien genutzt. Sie sind die Grundlage des Total-Return-Fonds. Diese Strategien sind als Umsetzung der Safety-First-Ansätze anzusehen und dienen der Wertsicherung. Die Konsequenzen von Wertsicherungsstrategien lassen sich anhand von Abb. 1 erkennen, die Portfolios mit und ohne Wertsicherung im Vergleich zeigt: Wertsicherungsstrategien tragen also dazu bei, dass ein vorgesehener (Mindest-) Portfoliowert oder eine entsprechende Portfoliorendite mit (sehr hoher Wahrscheinlichkeit) mindestens erreicht wird.

Abbildung 1: Symmetrische und asymmetrische Renditeprofile im Vergleich²



Autor

Dr. Werner Gleißner
Vorstand
Leiter der Risiko-Forschung

www.futurevalue.de

Wertsicherungsstrategien lassen sich dabei auf sehr unterschiedlichem Weg realisieren³. Bei Wertsicherungsstrategien vom „Typ I“ wird ein Portfolio gebildet, bei dem eine risikofreie Anlage mit einem risikobehafteten Portfolio kombiniert wird. Zu dieser Kategorie gehören die verschiedenen Stop-Loss-Konzepte und die Constant-Proportion-Portfolio-Insurance (CP-PI). Bei den „Typ II“ Portfoliostrategien wird dagegen ein risikobehaftetes Portfolio mit einem derivativen Finanzinstrument, einer Put-Option, kombiniert, um potenzielle Kursverluste durch eine dann eintretende Wertsteigerung des Puts aufzufangen.

Ergänzend lassen sich Wertsicherungsstrategien auch einteilen in „statische“ und „dynamische“ Strategien, wobei nur bei letzteren regelmäßige Anpassungen der Portfoliostruktur während des Planungszeitraums erforderlich sind (s. Abb. 2).

Herausforderungen + Lösungsansätze

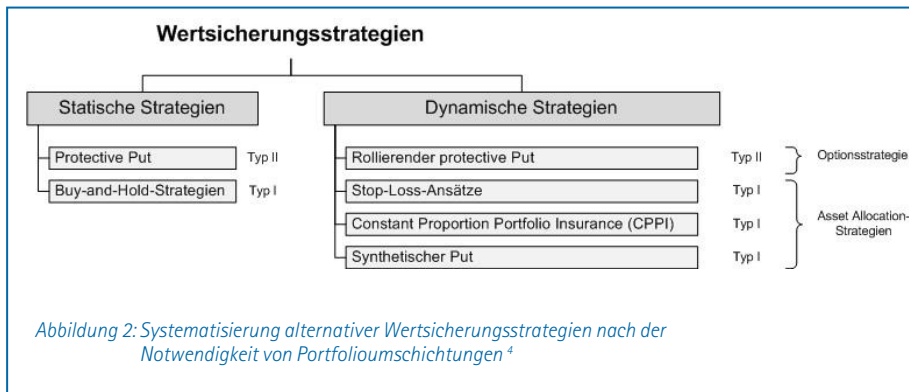
1. Normalverteilungshypothese

Meist wird bei der Berechnung einer optimalen Portfoliostruktur (z.B. mittels Markowitz-Ansatz), der Bestimmung des Multiplikators im Portfolio Insurance-Modell und im Risikomanagement der Fonds, die Normalverteilung

(oder Log Normalverteilung) der Renditen unterstellt. Tatsächlich sind extreme Kursbewegungen, Crashes wesentlich wahrscheinlicher als dies unter der Annahme von Normalverteilung und Random Walk erwartet wird. Die Konsequenz sind tendenzi-

¹ Die Portfolio Insurance Konzepte selbst sind dabei wiederum als eine praktische Umsetzung der seit den 50er Jahren bekannten „Safety-First-Portfolio-Modelle“ aufzufassen.

² Siehe Faber (2007), S. 13. · ³ Siehe ebd., S. 16-20.



ell zu hohe Risiken, was sich speziell in Abschwungphasen auswirkt, sodass ein überraschend starker Wertverlust zu einem Vermögen unterhalb des angestrebten „Floors“ führt. Im Ergebnis zeigt sich damit eine überraschend deutlich negative Rendite des Fonds, die auch langfristig kaum mehr kompensiert werden kann, weil zur Gewährleistung der Mindestrendite keine riskanten Investments mehr möglich sind. Verbesserte Anlagestrategien berücksichtigen extreme Kursschwankungen und adjustieren den Investitionsgrad (Multiplikator) in Abhängigkeit der prognostizierten Risiken (z.B. mittels GARCH-Modellen).

2. Unreflektierte Fortschreibung historischer Renditen

Klassische Portfoliomanagementtechniken, wie der Markowitz-Ansatz, erstellen Prognosen bezüglich zukünftig zu erwartende Renditen einzelner Assets (oder Assetklassen) insbesondere durch Fortschreibung der Renditen, die in der Vergangenheit erzielt wurden. Tatsächlich sind historische Renditen, wie viele empirische Studien zeigen, hier jedoch keine adäquaten Schätzer. So geht beispielsweise ein Rückgang der zukünftig zu erwartenden Renditen einher mit einem Anstieg der Kurse, und damit einem Anstieg der realisierten (historischen) Renditen (Diskontierungseffekt). Auch historische Volatilität und Korrelation sind keine guten Schätzer für die Zukunft, was zeitliche Veränderungen der Korrelationsstruktur (insbesondere der Anstieg der Korrelationen zwischen den Asset-Renditen in Baisse-Phasen) immer wieder verdeutlicht. Bei einer langfristigen Anlagestrategie sollten Renditeprognosen auf volkswirtschaftlichen Modellen basieren, da die Kursentwicklung (z.B. von Aktien) langfristig abhängt von der Gewinnentwicklung, die wiederum durch das reale Wirtschaftswachstum und die Inflation bestimmt

wird. Volkswirtschaftliche Erklärungsmodelle sind auch geeignet, um die empirisch feststellbaren Veränderungen der Korrelationen z.B. von Aktien und Anleihen zu erklären.

3. Vernachlässigung von Zins- und Inflationsrisiken

Portfolio Insurance-Strategien und Total Return Konzepte orientieren sich in der Regel an Nominalwerten, obwohl für den Investor letztlich die reale Wertentwicklung maßgeblich ist. Die Anlagestrategie im Allgemeinen und die Beurteilung der Risikohaltigkeit einzelner Investments im Besonderen unterscheiden sich bei einer nominalen und einer realen Betrachtung jedoch deutlich⁵. So ist aus einer nominalen Perspektive z.B. Festgeld kurzfristig als „risikolose Anlage“ zu interpretieren, aber bei einem langen Anlagehorizont durchaus risikobehaftet, auf Grund der Unsicherheit der zukünftigen Zinssätze. Umgekehrt sind bei einer langfristigen realen Betrachtung gerade langlaufende Inflationsindex-Anleihen „sicher“. Eng verbunden mit dem Problem der Unsicherheit bezüglich der Inflation ist also die Unsicherheit bezüglich der zukünftigen nominalen und realen Zinssätze. Traditionelle Portfolio Insurance-Strategien vernachlässigen die erheblichen Auswirkungen durch die Unsicherheit hinsichtlich der zukünftigen Zinssätze, die mit zunehmendem Anlagehorizont immer gravierender werden⁶.

4. Vernachlässigung geschlossener Fonds und anderer illiquider Assets

Auf Grund ihres spezifischen Rendite-Risiko-Profils und der oft geringen Korrelation zu anderen Assets, haben speziell geschlossene Fonds und andere wenig liquide oder illiquide Anlagen potenziell einen erheblichen positiven Beitrag im Rahmen der Kapitalanlageplanung. Gerade geschlossene Fonds oder Beteiligungen an nicht börsennotierten Gesellschaften wer-

den jedoch im Rahmen von Total Return Konzepten meist grundsätzlich ausgeschlossen, weil für diese nicht regelmäßig Marktpreise existieren – und die statt dessen hier notwendigen Verfahren einer (simulationsbasierten) Bewertung werden noch kaum genutzt⁷.

5. Vernachlässigung von Meta-Risiken

Die Verfahren zur Berechnung von Total Return Konzepten und optimalen Portfoliostrukturen (Investitions-Timing bzw. Selektion) gehen in der Regel davon aus, dass die zu Grunde liegenden Modellparameter (z. B. Erwartungswert der zukünftigen Renditen) sicher bekannt sind. Tatsächlich sind diese lediglich Schätzer, die z.B. aus historischen Daten abgeleitet sind und damit selbst unsicher sind. Neben die mögliche Abweichung der tatsächlichen Rendite vom Erwartungswert der Rendite tritt also das Risiko (Meta-Risiko), dass der Erwartungswert selber falsch eingeschätzt wurde. Man spricht hier von Schätz- und Modellrisiken, die den tatsächlichen Risikoumfang eines Portfolios erheblich beeinflussen, aber in der Anlagepraxis bisher meist vernachlässigt werden.

Zu ihrer Erfassung ist eine explizite Modellierung von Modellparametern durch Wahrscheinlichkeitsverteilungen und ggf. der Einsatz so genannter „robuster Asset Allokationsverfahren“ erforderlich⁸.

Fazit:

Die Total Return Funds haben im Allgemeinen die erste Bewährungsprobe, die aktuelle Finanzkrise, nicht bestanden. Eine Weiterentwicklung der genutzten Methodiken und Portfolio Insurance-Verfahren ist notwendig. Insbesondere müssen die Implikationen auch extremer Marktbewegungen, die nicht durch Normalverteilung oder Random Walk beschreibbar sind, adäquat berücksichtigt werden. Zudem ist zu empfehlen, dass sich die Total Return Funds nicht weiter als „Black Boxes“ präsentieren, sondern Transparenz über die von ihnen genutzten Methodiken schaffen. Gerade Transparenz über Methodik kann helfen Vertrauen zurückzugewinnen, weil dadurch deutlich wird, dass man sich nicht alleine auf „Bauch und Erfahrung“ der Manager verlässt.

⁴ Siehe Faber (2007), S. 18. · ⁵ Siehe z.B. Campbell und Viceira (2002) · ⁶ Vgl. Uhlmann (2008) · ⁷ Vgl. Gleibner (2005) und Gleibner/Wolfrum (2008) · ⁸ Vgl. Brinkmann (2007) und Herold (2004)