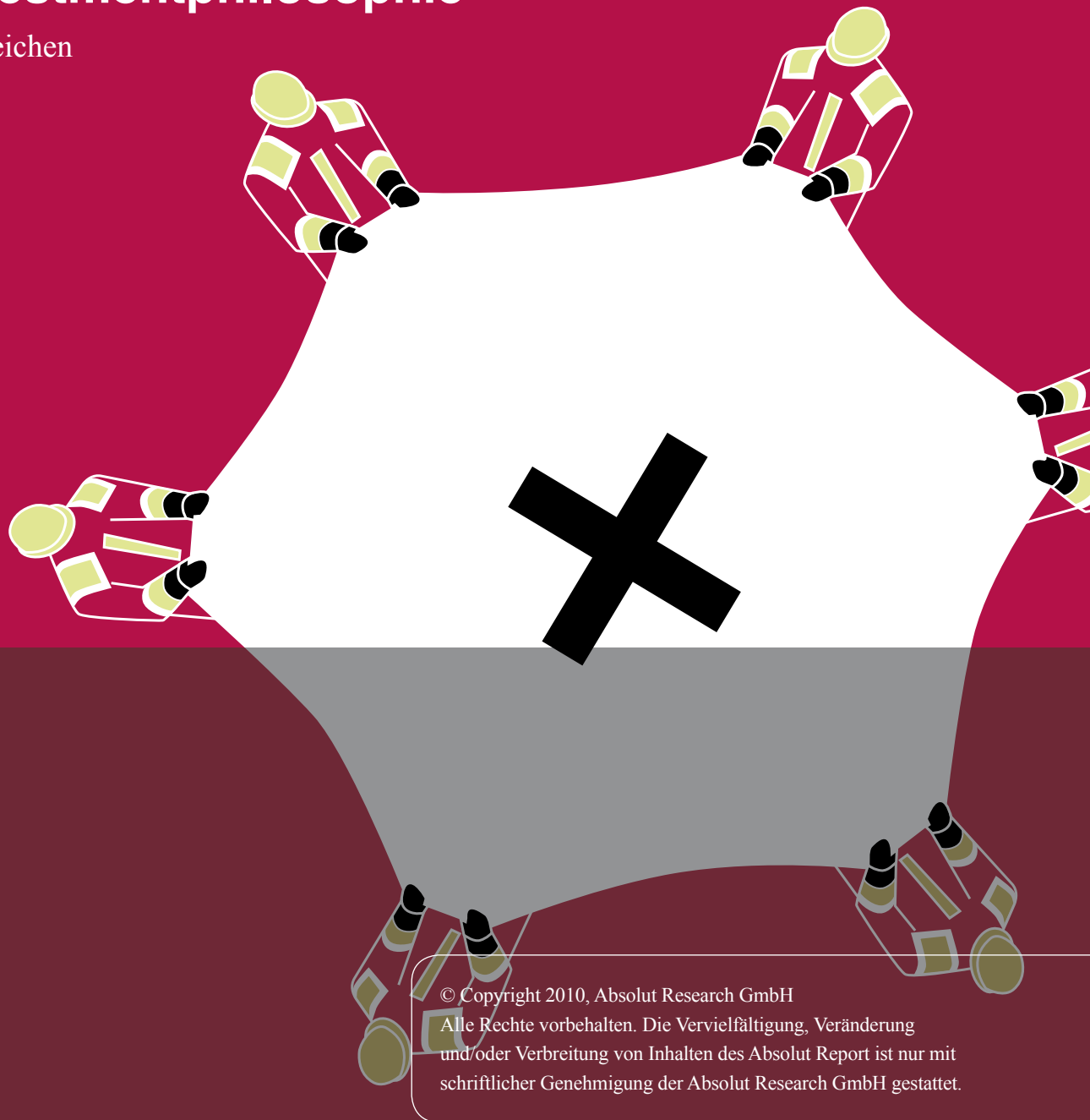


Absolute Return – Plädoyer für eine alte Investmentphilosophie

Alexander Ineichen



© Copyright 2010, Absolut Research GmbH

Alle Rechte vorbehalten. Die Vervielfältigung, Veränderung und/oder Verbreitung von Inhalten des Absolut Report ist nur mit schriftlicher Genehmigung der Absolut Research GmbH gestattet.

Der Hinweis auf eine alte Investmentphilosophie im Titel dieses Beitrags macht deutlich, dass das Thema Absolute Return, das erst im Zuge der Krise für viele wieder Relevanz erlangt hat, nun aus seinem Schattendasein heraustreten sollte. Nur durch Erzielung von absoluten Erträgen anstelle von relativen, die im Gleichklang mit einer Benchmark zu erheblichen Verlusten führen können, sind stetige Einnahmen und damit die Erfüllung eingegangener Verpflichtungen gewährleistet. Einer der führenden Vordenker in dieser Thematik, Alexander Ineichen von der Ineichen Research und Management AG erläutert im folgenden Beitrag, wie Absolute Return, asymmetrische Renditen und aktives Risikomanagement zusammenhängen. Er zeigt, warum die Implementierung einer Absolute-Return-Strategie für institutionelle Investoren sinnvoll und notwendig ist.

Einleitung

Der Absolute-Return-Begriff wurde im Vorfeld und während der Finanzkrise arg strapaziert. In diesem Beitrag wird versucht, dem etwas entgegenzuhalten und den Begriff klar zu definieren. Absolute Return steht für eine Investmentphilosophie, die sich stark von der traditionellen Investmentphilosophie und deren Benchmark-Orientierung unterscheidet. Die *Conditio sine qua non* der Absolute-Return-Investmentphilosophie ist das aktive Risikomanagement. Viele Investoren sind sich heute einig, dass die aktuelle Investmentlandschaft eine große Herausforderung darstellt. Das Ausmaß der öffentlichen Schulden und (meist ungedeckten) Verpflichtungen und das Ausmaß der Staatsinterventionen sind ohne Präzedenzfall. J. Anthony Boeckh, Chefredakteur und Verwaltungsratspräsident der renommierten BCA Research von 1968 bis 2002, nennt dies „the Great Reflation experiment.“¹ Alles kann sich verändern: Regulierung der Märkte, Steuern, Rolle des US-Dollars als Leitwährung, Euro-Experiment, Stabilität der Preise und Überlebenswahrscheinlichkeit von Papiergeld, freier Weltmarkt, geopolitische Stabilität, weitere Finanzblasen, weiteres Platzen von Blasen, Sparverhalten der Konsumenten, Altersversicherungen im Zusammenhang mit demographischen Veränderungen etc.

Investoren, die sich auf historische Renditen und vergangene Zusammenhänge verlassen und weiterhin auf eine Long-only-Strategie setzen, werden sich in dieser neuen Welt kaum zurechtfinden. Die Absolute-Return-Investmentphilosophie propagiert Unvoreingenommenheit gegenüber Veränderungen. Aktives Risikomanagement bedeutet, die relevanten Veränderungen zu erkennen und zu verstehen und das zu verwaltende Portfolio ggf. den Veränderungen anzupassen.

Absolute Return als Investmentphilosophie

Der Absolute-Return-Ansatz kann wie folgt definiert werden: Bei einer Absolute-Return-Investmentphilosophie geht es darum, in guten Zeiten Vermögenswerte durch das Eingehen von kalkulierten Risiken zu mehren und diese Vermögenswerte unter schwierigen Marktgegebenheiten vor Verlusten zu schützen. Das Verhältnis zwischen Gewinnmöglichkeiten und Verlustrisiko ist asymmetrisch. Die Asymmetrie zwischen Gewinn- und Verlustpotential ist das Resultat eines aktiven Risikomanagement-Prozesses.

Vor zwei Jahren versuchte der Autor den Unterschied zwischen der Absolute-Return-Investmentphilosophie und dem traditionellen Relative-Return-Paradigma wie folgt auf den Punkt zu bringen:

- Das Zusammenstellen von Portfolios mit niedrigen durchschnittlichen jährlichen Renditen, hoher Volatilität und einer hohen Wahrscheinlichkeit von großen Drawdowns ist einfach. Das Zusammenstellen von Portfolios mit hohen durchschnittlichen jährlichen Renditen, tiefer Volatilität und einer geringen Wahrscheinlichkeit großer Rückschläge ist es nicht.
- Das Streben nach absoluten Renditen ist viel älter als die Idee, eine Benchmark zu schlagen. Das Paradigma der relativen Renditen könnte bald als kurzfristige Fehlentwicklung oder ideologischer Irrtum in der Evolution des Investmentmanagements wahrgenommen werden.
- Große Portfolioverluste schmälern die langfristige Rendite immens. Risiko als Versuch zu definieren, Verluste zu vermeiden,

ist eine wesentlich andere Investmentdisziplin als zu versuchen, eine Benchmark zu schlagen.²

Der erste Schritt eines jeden Risikomanagement-Prozesses besteht darin, Risiko zu definieren. Die nächsten Schritte (Risiken isolieren, messen und kontrollieren) hängen weitgehend von dieser Definition des Risikos ab. Nachfolgend wird versucht, eine Unterscheidung zwischen den beiden gebräuchlichsten Risikowahrnehmungen zu treffen: Tracking Risk (manchmal missverständlich als „aktives Risiko“ bezeichnet) und Total Risk.

Tracking Risk versus Total Risk

Unterschiedliche Investoren verfolgen unterschiedliche Anlageziele; dies führt dazu, dass sie Risiken auf unterschiedliche Weise definieren, wahrnehmen und kontrollieren. Im Kontext einer Relative-Return-Strategie wird Risiko als Tracking Risk definiert, wahrgenommen und kontrolliert, in der Absolute-Return-Welt als Total Risk. Das Risikomanagement richtet sich im ersten Fall nach einer Benchmark für Vermögensanlagen oder Kapitalverbindlichkeiten, im zweiten Fall nach Gewinn und Verlust (GuV). Die Definition von Risiko anhand eines absoluten Maßstabs (z. B. Kapitalverlust) unterscheidet sich vom Relative-Return-Ansatz insofern, als dieser den Kapitalerhalt nicht als Teil der Aufgabenstellung betrachtet. Abbildung 1 stellt die beiden Relative-Return-Modelle (Indexanlagen und Benchmarking) dem Investmentmanagement nach dem Absolute-Return-Modell gegenüber. Risiko als Tracking Risk zu definieren bedeutet, dass die Benchmark der risikoneutralen Position des Managers entspricht und Risiko als Abweichung von der Benchmark wahrgenommen wird.

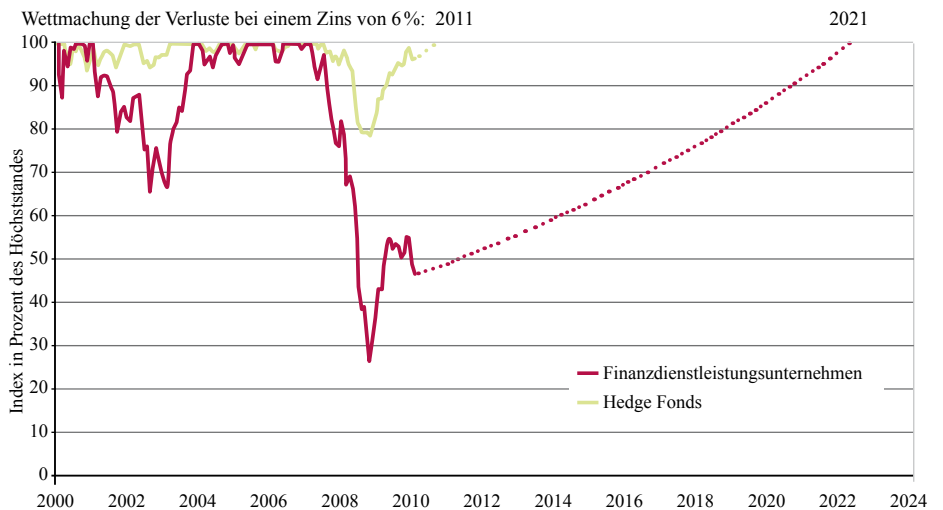
Wenn beispielsweise ein Long-only-Aktienmanager, der sich aktiv oder passiv an einer Benchmark orientiert, eine Cash-Position aufbaut, erhöht er damit den Tracking Risk, da die Wahrscheinlichkeit steigt, die Wertentwicklung der Benchmark nicht zu erreichen. Anders gesagt, die Wahrscheinlichkeit, dass das (Rendite-)Ziel erreicht wird, sinkt – und dies wird als gesteigertes Risiko wahrgenommen. In der Absolute-Return-Welt entspricht dagegen Cash der risikoneutralen Position; ein Manager, der eine Aktienposition zugunsten von Cash aufgibt, reduziert seinen Total Risk, indem er die Wahrscheinlichkeit des Kapitalverlustes verringert. Die Ironie, wonach Investoren, die Risiken nach dem Absolute-Return-Ansatz kontrollieren, als Spekulanten tituliert werden, während Investoren, die ihre Portfolios dem Autopilot überlassen, nicht, ist kaum zu übersehen. Abbildung 2 zeigt den Unterschied zwischen aktivem und passivem Risikomanagement in der Praxis. Vereinfacht gesagt, existiert beim Absolute-Return-Ansatz ein Investmentprozess, um Gewinnpotenzial zu realisieren, d. h. man geht Risiken ein, um Rendite zu erzielen und um Verlustpotenzial zu begrenzen, d. h. man hat eine Art Notfallplan, falls irgendetwas schief gehen sollte. Dabei könnte es sich um einen plötzlichen exogenen oder endogenen Markteinfluss handeln, um Überbewertungen, stark überkaufte Märkte, eine Konzentration von Capital-at-Risk, Liquiditätsänderungen usw. Dieser Notfallplan kann systematisch (oft quantitativ) sein oder dem eigenen Ermessen anheimgestellt („discretionary“) werden. Wer nachhaltig absolute Renditen erzielen will („positive compounding of capital“), muss daher nicht nur über den Aufbau von risikobehafteten Posi-

1 Tracking Risk versus Total Risk

	Relative-Return-Modelle		Absolute-Return-Modelle
	Passiv	Aktiv	
Renditeziel	Relative Return		Absolute Return
Ziel ist:	Replikation der Benchmark	Übertreffen der Benchmark	Realisierung von Gewinnpotential
Risikomanagement	Tracking Risk		Total Risk
Ziel ist:	Replikation der Benchmark	Übertreffen der Benchmark	Kapitalerhalt

Quelle: Ineichen (2001)

2 Unterschied zwischen Long-only-Strategie und aktivem Risikomanagement



Finanzdienstleistungsunternehmen: S&P 500 Global 1200 Financials; Hedge Fonds: HFRI Fund Weighted Composite Index. Die gepunktete Linie zeigt potenzielle Verlustwettmachung unter der Annahme, dass die beiden Indizes um 6% pro Jahr steigen. Zeitreihen inklusive Juli 2010.

Quelle: Ineichen Research & Management, Bloomberg

tionen nachdenken, sondern auch über mögliche Ausstiegswege. In diesem Sinne ist aktives Risikomanagement das Gegenteil von einer Long-only-Strategie. In den Worten von Warren Buffett (wohl ebenfalls ein Absolute-Return-Investor): *“When we can’t find anything exciting in which to invest, our ‘default’ position is U.S. Treasuries... Charlie and I detest taking even small risks unless we feel we are being adequately compensated for doing so. About as far as we will go down that path is to occasionally eat cottage cheese a day after the expiration date on the carton.”*³

Beim Relative-Return-Modell ist der Endinvestor den Stimmungsschwankungen der jeweiligen Anlageklasse auf nicht kontrollierbare Weise ausgesetzt (dunkle Linie in Abbildung 2). Renditeziele und Risikomanagement in Bezug auf eine Anlage-Benchmark festzulegen bedeutet im Grunde, dass der Manager Zugang zu der Anlageklasse herstellt – Risiko und Ertrag werden damit fast vollständig von der zugrunde liegenden Anlageklasse bestimmt. Zugang bedeutet, dass der Investor den Bewegungen der Anlageklasse sowohl nach oben als auch nach unten folgt. Das Portfolio ist

auf Autopilot gestellt. Abbildung 2 soll den Unterschied zwischen dem Relative-Return-Ansatz (Long-only-Strategie) und aktivem Risikomanagement auf eine plakative Art und Weise verdeutlichen, indem die Konsequenzen von großen erraticen Verlusten verdeutlicht werden. Große Verluste entstehen in der kurzen Frist. Diese wettzumachen kann allerdings lange dauern.

Zwei weitere Unterscheidungen im Zusammenhang mit der Absolute-Return-Investmentphilosophie gilt es noch zu erwähnen. Erstens gibt es einen Unterschied zwischen Risikomessung und Risikomanagement. Die Risikomanagement-Literatur befasst sich meist mit Risikomesung. Zweitens ist die Unterscheidung zwischen Risiko und Unsicherheit in der heutigen unsicheren Investmentlandschaft (Stichwort: „Great Reflation experiment“) noch wichtiger als zuvor.

Risiko versus Unsicherheit

Die Finanzkrise von 2008 hat einige Fragezeichen zu der Rolle und Zweckmäßigkeit der Finanzwissenschaft (MPT, CAPM, Alpha, Korrelationskoeffizienten etc.) aufgeworfen. Es gibt einen großen Unterschied zwischen der Modellwelt und der realen Welt. Die Modellwelt war schon immer die Modellwelt, und jedermann war sich dessen bewusst. Allerdings ist der Unterschied zwischen dem Modell und der realen Welt so groß, dass man möglicherweise besser beraten ist, die Finanztheorie in seiner gegenwärtigen Form gänzlich zu ignorieren. Der US-Ökonom Galbraith brachte es auf den Punkt: *“There can be few fields of human endeavour in which history counts for so little as in the world of finance.”* Für die Annahme, dass eine passive Long-only-Strategie langfristig Erfolg bringt, muss man

fast alle Wirtschaftssysteme ignorieren, die im historischen Zeitablauf fehlgeschlagen sind. Korrelationen sind zu instabil, um von praktischem Nutzen zu sein. Die Standardabweichung von periodischen Renditen, die Volatilität, mit Risiko gleichzusetzen ist für den Pragmatiker Irrsinn. Die Diversifikation im Sinne einer Mittelwert-Varianz-Analyse funktioniert unter laborähnlichen Bedingungen. In der Praxis funktioniert sie primär aus drei Gründen nicht.

- Erstens steigen die Korrelationen in einer Krise explosionsartig an. Die Finanzkrise 2008/09 hat dies erneut verdeutlicht. Das heißt die gewünschten und erhofften risikoreduzierenden Diversifikationseffekte verschwinden, sobald man sie braucht. Herr Markowitz wurde einmal in einem Interview gefragt, wie seine persönliche Asset Allocation ausschaue. Seine Antwort überraschte, hatte er doch angegeben, 50% in Aktien und 50% in Renten zu investieren. Der Meister der modernen Portfoliotheorie wusste vermutlich, dass Modellwelt und reale Welt nicht verwechselt werden sollten.
- Zweitens ist Risiko, definiert als die auf Jahresbasis umgerechnete Standardabweichung periodischer Renditen, nicht ein Maß, das von Investoren als wirkliches Risiko wahrgenommen wird. (Die Volatilitäten von Madoff waren sehr tief.)
- Drittens passen viele veritable Investitionsalternativen nicht in die Mittelwert-Varianz-Analyse; Immobilien zum Beispiel. Illiquide oder weniger liquide Anlageinstrumente haben in der Mittelwert-Varianz-Analyse keinen Platz.

Frank Knight (1885–1972) unterschied in den 1930er-Jahren zwischen Risiko und Unsicherheit. Risiko beschreibe eine Situation, bei der Wahrscheinlichkeiten genau berechnet werden können. Der Wurf von „fairen“ Würfeln oder einer Münze sind die klassischen Beispiele. Die Anzahl der Möglichkeiten ist immer begrenzt und quantifizierbar. Unsicherheit, im Gegensatz, ist nicht quantifizierbar. Für Unsicherheit werden oft Außerirdische herbeigezogen. Wie groß ist die Wahrscheinlichkeit, in den nächsten 12 Monaten in Frankfurt einem Außerirdischen (nicht zu verwechseln mit Hedgefonds-Gegnern aus der Politik, die ebenfalls oft den Eindruck hinterlassen, von einem anderen Planeten zu stammen) zu begegnen? Eins zu einer Milliarde, eins zu einer Billion? Frank Knight war der Meinung, dass Investoren für Unsicherheit kompensiert werden sollten, nicht für Risiko.

Risikomessung versus Risikomanagement

Douglas Hubbard braucht folgende Kurzdefinition für Risikomanagement: *„Being smart about taking chances.“*⁴ Diese Definition trifft sprichwörtlich den Nagel auf den Kopf. Sie ist natürlich nicht eine wissenschaftliche, sondern eine pragmatische. Nichtsdestotrotz beinhaltet diese Definition die Idee von Frank Knight im Zusammenhang mit Unsicherheit. Unter Risikomanagement wird oft verstanden, was bestenfalls als Risikomessung bezeichnet werden kann. Risikomanagement befasst sich mit dem Überleben in einer Krise, während die Risikomessung, etwas überspitzt formuliert, sich damit befasst, realitätsfremde ökonomische Modelle mit imperfekten historischen Zeitreihen zu füttern. Bei der Risikomessung substituie-

ren wir Wissen mit Annahmen: Modelle sind ein praktikables Abbild der Realität, Zeitreihen sind repräsentativ etc. Risikomanagement hingegen hat viel zu tun mit dem, was wir heute nicht wissen. In diesem Zusammenhang sind Finanzkrisen als Unfälle zu betrachten oder, wie 2008, als GAUs. Unfälle sind per Definition nicht voraussehbar.

Unter Risikomanagement soll verstanden werden, dass die Entscheidungsträger die Marktsituation kennen und nach Veränderungen Ausschau halten, die den Status quo negativ beeinflussen können. In der Vermögensverwaltungsindustrie wird Hedgefonds-Managern oft eine kurzfristige Orientierung nachgesagt. Dem ist entgegenzuhalten, dass Unfälle in der kurzen Frist passieren und die lange Frist nichts anderes ist als viele kurze Fristen aneinandergereiht. Beim Autofahren ist der Blick immer nach vorne gerichtet, Hände am Steuer. Es kann sich kein Autofahrer leisten, auch nur 10 Sekunden den Kopf zu drehen und nach hinten zu schauen. Ähnlich ist aktives Risikomanagement zu verstehen, da Unsicherheit herrscht. Risiko im obigen Sinne hat damit eigentlich fast nichts zu tun, genauso wenig wie eine Benchmark-Orientierung mit Risikomanagement zu tun hat.

Asymmetric Return als Implementierung der Absolute-Return-Investmentphilosophie

In Ineichen (2001) wurde erstmals darauf hingewiesen, dass Investmentmanagement-Strategien, die als aktiv bezeichnet werden, tatsächlich passiv sind, da sie die gleichen Techniken des Risikomanagements verwenden wie Enhanced-Index-Strategien (die als passives Management betrachtet werden) und Risiko auf die glei-

che Weise definieren (nämlich als Tracking Risk) wie Indexfonds. Der Unterschied zwischen passivem und aktivem Long-only-Anlagemanagement reduziert sich auf die Größe des erlaubten Tracking Errors, also der festgelegten und gebilligten Abweichung von der Benchmark. Ein passives Risikomanagement führt dazu, dass die Renditeverteilung des gemanagten Portfolios ähnlich ausfällt wie die des zugrunde liegenden Marktes/der Benchmarks.

Für die Implementierung und Umsetzung der Absolute-Return-Investmentphilosophie wurde der Begriff „asymmetric return“ eingeführt. Unter asymmetrischen Renditen wird eine Renditeverteilung verstanden, die sich von der Renditeverteilung einer passiven Anlagestrategie unterscheidet. Die Renditeverteilungen von passiven Anlagestrategien ähneln zumeist den Renditeverteilungen der zugrunde liegenden Anlageklassen. Diese Verteilungen ähneln meist einer Normalverteilung mit wenigen Ausreißern nach oben und vielen Ausreißern nach unten.

Bei der Absolute-Return-Investmentphilosophie gilt es vor allem große Verluste idealerweise zu vermeiden oder zumindest zu kontrollieren. Die Disziplin, die zu einem asymmetrischen Renditeprofil führen soll, ist das aktive Risikomanagement.

Asymmetrische Renditen als Folge des aktiven Risikomanagements

Die Idee der Absolute-Return-Investmentphilosophie ist, sehr einfach gesagt, die Ansammlung von Kapital, während gleichzeitig diese Ansammlung vor Kapitalverlusten geschützt werden soll. Für diese bipolare Ausrichtung (Unterscheidung zwischen Gewinnen und Ver-

lusten) wird der Begriff asymmetrisches Risikoprofil verwendet, der über das Management von Portfoliovolatilität weit hinausgeht. Wenn das Ziel lediglich wäre, die Portfoliovolatilität zu verringern, könnte man einfach eine beliebige volatile Anlageklasse mit risikolosen Geldmarktanlagen kombinieren, um den Zweck der Verringerung der Volatilität zu erreichen. Auf diese Weise die Volatilität zu verringern bedeutet, die Renditeverteilung symmetrisch zu verändern. Sowohl die positiven als auch die negativen Renditen fallen niedriger aus, und damit auch die Durchschnittswerte.

Ein Investmentprozess, der auf absolute Renditen abzielt, sollte dagegen Ideen für die Erschließung von Gewinnpotenzial (also Erträgen) generieren und zugleich einen Risikomanagement-Prozess für das Verlustpotenzial beinhalten (also negative absolute Renditen vermeiden helfen – besonders solche von großem Ausmaß). Die Trennung von Gewinn- und Verlustpotenzial sollte zu Eigenschaften führen, die denen einer Kaufoption ähneln – also zu einer Asymmetrie.

Strukturierte Produkte mit Kapitalgarantie (Zerobond plus Kaufoption) oder aktives Drawdown-Management versinnbildlichen diese Idee ebenfalls und sind konservativer als zum Beispiel eine passive Asset Allocation von 50% Aktien und 50% Renten.

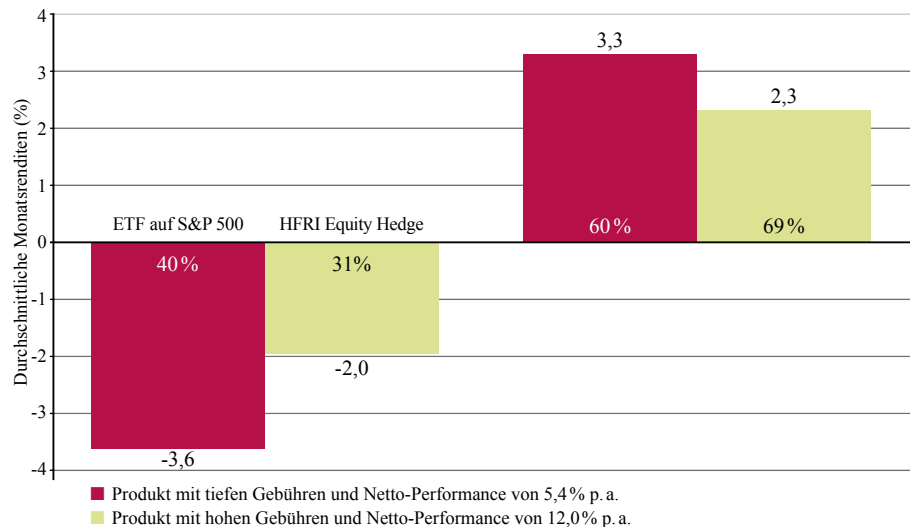
Unter Asymmetrie wird zweierlei verstanden: die Asymmetrie der Größenordnung sowie die Asymmetrie der Häufigkeit, jeweils bezogen auf den Vergleich positiver und negativer Renditen. Wenn es das Ziel ist, einen positiven, gleichmäßigen und nachhaltigen Kapitalzuwachs zu erzielen, müssen beide Aspekte kombiniert werden. Sich unmittelbar einem stochastischen

Prozess zur Erzielung von Renditen auszusetzen (Autopilot), dürfte dagegen keine ideale Lösung sein, wenn es eine wesentliche Zielsetzung ist, Kapitalzuwachs auf nachhaltige Weise zu erzielen. Zu beachten ist, dass sich diese Bemerkungen auf Absolute-Return-Portfolios beziehen, bei denen das Einzelmanagerrisiko (unsystematisches Risiko) diversifiziert wurde.

Abbildung 3 zeigt diese Asymmetrien im Vergleich zu einem symmetrischen Renditeprofil. Dabei wird der SPDR (ältester ETF auf S&P 500 Index) und der HFRI Equity Hedge Index gegenübergestellt. Jener repräsentiert ein diversifiziertes Long-only-Aktienportfolio, dieser ein diversifiziertes Portfolio von Long/Short-Managern, die in Aktien investieren. Die dunklen Säulen zeigen die durchschnittlichen positiven und durchschnittlichen negativen Renditen des SPDR in den Monaten von Februar 1993 bis Juli 2010, die hellen Säulen zeigen das Gleiche für den HFRI Equity Hedge Index. Die Prozentzahlen im Inneren der Säulen zeigen die relative Häufigkeit von Monaten mit positiver und negativer Rendite an.

■ **Unkontrolliertes Aktienmarktrisiko (Autopilot):** Die dunklen Säulen der Grafik zeigen eine Symmetrie (in diesem Falle eine leichte negative Schiefe zu Ungunsten des Investors) hinsichtlich ihrer Größenordnung (die positiven Renditen sind im Schnitt etwa ebenso hoch wie die negativen Renditen) und eine leichte Asymmetrie hinsichtlich der Renditehäufigkeit (da die Durchschnittsrenditen von Aktien im beobachteten Zeitraum positiv waren). Die auf Jahresbasis umgerechnete Nettorendite dieses „gebühren-

3 | Unkontrolliertes vs. kontrolliertes Aktienmarktrisiko



Quelle: Ineichen Research & Management, Bloomberg

günstigen“ Finanzprodukts betrug 5,4%.

■ **Kontrolliertes Aktienmarktrisiko (Asymmetrie):** Die hellen Säulen zeigen eine Asymmetrie hinsichtlich der Häufigkeit und der Größenordnung. Diese Asymmetrien vermögen zu erklären, warum die Renditen im Jahresdurchschnitt höher sind (abzulesen an der Legende der Grafik) und die Volatilität der Monatsrenditen geringer ausfällt (sichtbar durch die Länge der Säulen). Die auf Jahresbasis umgerechnete Nettorendite dieses Produkts, das allgemein als ein Produkt mit hohen Gebühren wahrgenommen wird, war 12,0%.

Wenn man sich Abbildung 3 verinnerlicht, scheint die Welt in Ordnung: Das teurere Produkt hat die bessere langfristige Rendite und die tiefere Volatilität. So soll es sein. Der umgekehrte Fall wäre unlogisch. Das soll nicht heißen, dass Verluste immer vermieden werden können. Das Krisenjahr 2008 hat gezeigt, dass aktives Risikomanagement verlustmildernd ist, aber nicht unter allen Umständen verlustver-

hindernd sein kann. Abbildung 2 und 3 sollen verdeutlichen, dass die Flexibilität, Risiken aktiv zu kontrollieren – die Asymmetrie des Absolute-Return-Ansatzes – einen Mehrwert generieren kann. Dieser Mehrwert ist primär eine Funktion der Fähigkeit (Skill) des aktiven Risikomanagers.

Zusammenfassung

Keynes wurde einmal wie folgt zitiert: „*When circumstances change, I change my view. What do you do?*“ Aus heutiger Sicht lässt sich leicht festhalten, dass das vergangene Jahrzehnt deutlich anders verlief als die zwei vorangehenden. Mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit hält das gegenwärtige Jahrzehnt auch nicht nur positive Überraschungen für den Investor parat. Es kann zum Beispiel gut sein, dass in diesem Jahrzehnt nicht eine positive Rendite im Vordergrund steht, sondern der Kapitalerhalt. Die Absolute-Return-Investmentphilosophie und ihr aktives Risikomanagement sind die probaten Investmentdisziplinen, weil sie die gegenwärtigen Umstände, Veränderungen und Unsicherheiten in Betracht ziehen.

Ein 10 Punkte umfassendes Absolute-Return-Manifest könnte so aussehen:

1. Ein Absolute-Return-Ansatz macht in einer unsicheren Welt Sinn; ein Relative-Return-Ansatz nicht.
2. Hohe kurzfristige Wertverluste sind für das finanzielle und mentale Wohlergehen des langfristigen Anlegers ungesund. Oft wird übersehen, dass die lange Frist aus mehreren aneinanderhängenden Kurzfristigkeiten besteht. Schrumpft ein Portfolio kurzfristig um 50 %, bedarf es einer 100-prozentigen Rendite, um die Gewinnschwelle wiederzuerlangen. Dies kann lange dauern.
3. Aktives Risikomanagement ist die *Conditio sine qua non* für nachhaltige Werterhaltung und langfristige Wertvermehrung und deshalb die Schlüsseldisziplin in der professionellen Vermögensverwaltung.
4. Aktives Risikomanagement und langfristiger Anlageerfolg sind schwierig. Wir sind sehr skeptisch gegenüber dem zumeist akademischen Research, das suggeriert, dass Investieren leicht via passive Strategien erfolgen kann. (Dennoch: Wir wünschen allen Anlagern, deren Portfolio auf Autopilot fliegt, viel Glück.)
5. Aktives Risikomanagement ist ein Handwerk, weder eine Wissenschaft noch eine Kunstform. Ein Handwerk wird durch Ausübung des Handwerks erlernt. Das Credo des aktiven Risikomanagements ist „learning by doing“.
6. Entwicklungen an den Finanzmärkten mögen vorsehbar sein oder nicht – aktives Risikomanagement ist alleweil machbar und lohnenswert.
7. Viele Axiome der Ökonomie und Finanztheorie sind falsch und teuer, sowohl für Investoren als auch für das Finanzsystem an sich.
8. Nicht mehr Daten und mehr Informationen führen zu besseren Investitionsentscheidungen, sondern Wissen, Verständnis durch Erfahrung und, im Idealfall, Weisheit.
9. Wenn es um Verständnis geht, sind genaue Einzelheiten oft nebensächlich. Ein gesunder Menschenverstand ist den Detailfragen immer übergeordnet.
10. Einfachheit („simplicity“) der Abläufe und Prozesse ist erstrebenswert, weil diese dann für alle Beteiligten verständlicher und transparenter sind. Leonardo da Vinci traf mit seiner Erkenntnis den Nagel auf den Kopf: „Simplizität ist die ultimative Sophistikation.“



Alexander Ineichen

Inhaber
Ineichen Research und Management AG
Oberägeri, Schweiz
Senior Advisor, Prime Capital AG
Frankfurt am Main

Fußnoten

- 1) Boeckh (2010).
- 2) Siehe Ineichen und Silberstein (2008).
- 3) Berkshire Hathaway, Geschäftsbericht, 2003.
- 4) Hubbard (2009).

Literaturverzeichnis

Boeckh, J. Anthony (2010): *The Great Reflation – How Investors Can Profit from the New World of Money*. John Wiley & Sons, Hoboken.

Hubbard, Douglas W. (2009): *The Failure of Risk Management – Why It's Broken and How to Fix It*. John Wiley & Sons, Hoboken.

Ineichen, Alexander (2001): *The Search for Alpha Continues – Do Fund of Hedge Funds Managers Add Value?* Global Equity Research. UBS Warburg, September.

Ineichen, Alexander and Kurt Silberstein (2008): *AIMA's Roadmap to Hedge Funds*. November.

Inhalt aus dem Absolutreport 4|2010



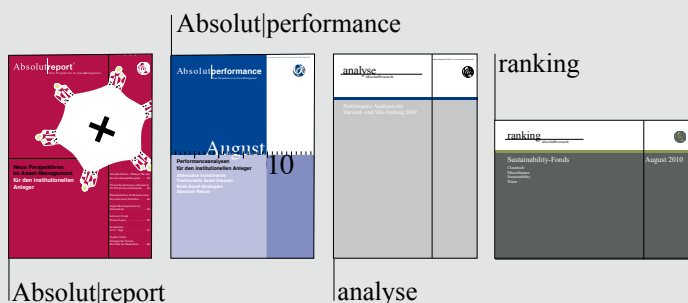
Inhalt

- Absolute Return – Plädoyer für eine alte Investmentphilosophie
- Übersicht und Analyse alternativer UCITS-III-Investmentfonds
- Wandelanleihen als Baustein eines diversifizierten Portfolios
- Alpha-Beta-Separation bei Aktienfonds
- Solvency II und Private Equity
- Kommentar – Evi C. Vogl
- Update Credit: Strategisches Novum – Das Ende der Bankenkrise

Ja, ich möchte diesen Absolutreport 4|2010 als Leseexemplar anfordern.

Ja, ich möchte mich über Ihre weiteren Publikationen informieren.

Publikationen im Überblick:



Personalisierter Zugang:



Vorname/Nachname

Bereich/Funktion

Unternehmen

Straße/Nr.

PLZ/Ort

Tel./Fax

Bitte senden oder faxen an:

info@absolut-report.de, +49 (0)40 30 37 79-15

Absolut Research GmbH, Große Elbstr. 277a, 22767 Hamburg