

Asymmetrische Renditen und aktives Risikomanagement

Alexander Ineichen

8. Dezember 2005

Kontaktadresse:
Alexander M. Ineichen, CFA, CAIA
UBS
Postfach
CH-8901 Zürich
+41 44 234 7235
alexander.ineichen@ubs.com

Asymmetrische Renditen und aktives Risikomanagement

“It is not the strongest of the species which survive, nor the most intelligent, but those most able to change.”

— *Charles Darwin*

Einleitung

Traditionelle Asset Manager neigen in der Regel zu Long-only- Anlagestrategien. Sowohl Indexfonds als auch aktive Long-only-Manager definieren Risiko in Bezug auf einen Vergleichsmarkt; daher stellt die Nachbildung dieser Benchmark ein zentrales Element ihrer Aktivitäten dar.

In Ineichen [2001, 2003a, 2004] und andernorts haben wir darauf hingewiesen, dass Managementstrategien, die heute 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 gleiche Weise definieren (nämlich als Tracking Risk) wie ein 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

Asymmetrische Renditen und aktives Risikomanagement

Renditeverteilung des gemanagten Portfolios ähnlich ausfällt wie die des zugrunde liegenden Marktes. Vereinfacht gesagt: Beträgt die Marktvolatilität 10 Prozent, wird auch die Volatilität des passiven (oder so genannten aktiven) Portfolios bei etwa 10 Prozent liegen, wobei andere Risikocharakteristiken auch denen der Benchmark ähneln. Wenn die Marktvolatilität bei 50 Prozent liegt, bewegt sich auch die Portfoliovolatilität auf diesem Niveau, da Risiko in Abhängigkeit von der Benchmark definiert und gemanagt wird.

In diesem Beitrag geht es um aktives Management, wie wir es verstehen, und dies hat sehr wenig mit einer Benchmark zu tun. Unter “asymmetrischen Renditen” verstehen wir eine Renditeverteilung, die sich von einer Normalverteilung unterscheidet. “Aktives Risikomanagement” bedeutet gewissermaßen das Gegenteil von passivem Management; dies wird später definiert und erläutert.

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

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. Den institutionellen Investment Managern wurden ihre Total-Risk-Mandate in den 1970er-Jahren entzogen (vor allem in den USA und Großbritannien), da sie unbefriedigende Ergebnisse erbrachten und das Kapitalgeber/Agentur-Problem verstärkten.

Tabelle 1 stellt nachfolgend die beiden Relative-Return-Modelle (Indexanlagen und Benchmarking) dem Investment Management nach dem Absolute-Return-Modell gegenüber.

Asymmetrische Renditen und aktives Risikomanagement

Tabelle 1: Tracking Risk versus Total Risk

	----- Relative-return models -----		Absolute-return model
	(Passive)	(Active)	
Return objective	Relative returns		Absolute returns
<i>General idea is to</i>	<i>Replicate benchmark</i>	<i>Beat benchmark</i>	<i>Exploit investment opportunity</i>
Risk management	Tracking risk		Total risk
<i>General idea is to</i>	<i>Replicate benchmark</i>	<i>Beat benchmark</i>	<i>Preserve capital</i>

Quelle: Ineichen [2001]

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, um eine risikofreie Verzinsung zu erzielen, erhöht er damit den Tracking Risk, da sein Risiko 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.

Vereinfacht gesagt existiert beim Absolute-Return-Ansatz ein Investmentprozess, um Gewinnpotenzial zu realisieren, d. h., man geht Risiken ein, um Rendite zu erzielen, und

Asymmetrische Renditen und aktives Risikomanagement

um Verlustpotenzial zu begrenzen, d. h., man hat eine Art Notfallplan, falls irgendetwas schiefgehen sollte. Dabei könnte es sich um einen plötzlichen exogenen Markteinfluss handeln, um Überbewertungen, stark überkaufte Märkte, eine Konzentration von Capital-at-Risk, Liquiditätsänderungen, usw. Wer absolute Renditen erzielen will, muss daher nicht nur über den Aufbau von risikobehafteten Positionen nachdenken, sondern auch über mögliche Ausstiegswege.¹

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.”²

Beim Relative-Return-Modell ist der Endinvestor den Stimmungsschwankungen der jeweiligen Anlageklasse auf nicht kontrollierbare Weise ausgesetzt. Renditeziele und Risikomanagement in Bezug auf eine Anlage-Benchmark festzulegen bedeutet im Grunde, dass der Manager Zugang (Beta) 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 Relative-Return-Modell ist sehr transparent, da wechselnde Marktbedingungen den Investmentprozess und die Vermögensallokation

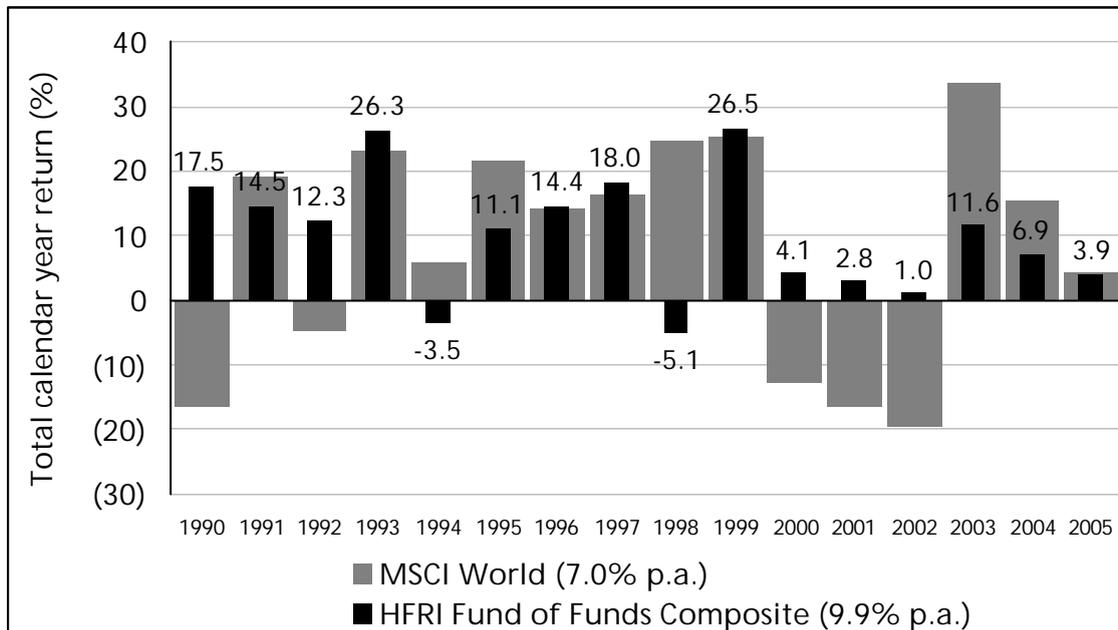
Asymmetrische Renditen und aktives Risikomanagement

nicht wesentlich beeinflussen. Der Zugang zur Benchmark wird stets fast zu 100 Prozent ermöglicht – daher die Transparenz.

Kurzfristige Investoren haben Schwierigkeiten, zwischen Engagements mit unkontrollierten und kontrollierten Risiken zu unterscheiden. Grafik 1 vergleicht Risiken, die aus unserer Sicht unkontrolliert sind, mit kontrollierten Engagements. Unserer Auffassung nach führt das Management nach dem Total-Risk-Prinzip zu einer höheren Durchschnittsrendite bei geringerem Verlustrisiko. Es kann daher nicht überraschen, dass sich manche Investoren seit dem Einbruch der Aktienmärkte 2000–2002 stärker für Hedge Fonds interessieren. Unter normalen Marktbedingungen mit positiv verlaufenden Renditen ist der Unterschied zwischen kontrolliertem und unkontrolliertem Gesamtrisiko recht schwer auszumachen (jedenfalls gilt dies für den kurzfristigen Investor, der nur die Renditeseite untersucht).

Grafik 1 vergleicht den MSCI World Total Return Index (mit reinvestierten Dividenden) mit dem HFRI Fund of Funds Composite Index; der Erste als Beispiel für unkontrolliertes, der Zweite als Beispiel für aktiv kontrolliertes Gesamtrisiko.

Grafik 1: Kontrolliertes und unkontrolliertes Risiko-Exposure



Quelle: Ineichen [2001, Daten von Bloomberg und Thomson Financial Datastream]
Daten bis einschließlich Oktober 2005

- **Kontrolliertes Gesamtrisiko:** Flachere Abschwünge (damit insgesamt eine niedrigere Volatilität) und eine höhere Durchschnittsrendite. Zwischen 1990 und Oktober 2005 betragen Jahresdurchschnittsrendite, Volatilität und maximaler 12-Monats-Verlust für den HFRI Fund of Funds Composite Index 9,9 Prozent, 5,5 Prozent und –6.6 Prozent. In Ineichen [2001] bezeichneten wir dieses Risiko/Rendite-Profil als die Zukunft des aktiven Investment Managements, da wir der Auffassung waren (und weiterhin sind), dass alle Investoren aus einer Kapitalvermehrung Nutzen ziehen und aus großen finanziellen Verlusten einen Nachteil erleiden.
- **Unkontrolliertes Gesamtrisiko:** Ungleichmäßige Ausschläge zu beiden Seiten (positiv wie negativ) und eine niedrigere Durchschnittsrendite.

Asymmetrische Renditen und aktives Risikomanagement

Jahresdurchschnittsrendite, Volatilität und maximaler 12-Monats-Verlust für den MSCI World Index betragen 7,0 Prozent, 14,4 Prozent und –27,9 Prozent.

- **Asymmetrie:** Die höchsten Renditen aus Aktienanlagen sind höher als die aus diversifizierten Hedge-Fonds-Anlagen, die niedrigsten Renditen sind niedriger. Allerdings fallen die niedrigsten Renditen weitaus niedriger aus, während die höchsten Renditen nur geringfügig höher sind. (Daher die niedrigeren Durchschnittswerte bei symmetrisch verteilten Renditen.)

Risiken zu managen bedeutet letzten Endes, jemanden oder etwas vor einem nachteiligen Einfluss zu beschützen. Wenn wir über Tracking Risk und Total Risk sprechen, führt dies zu der Frage, was ein Risikomanagement-Prozess eigentlich beschützen soll: den Investor oder sein Geld?

Investorenschutz versus Kapitalschutz

Aus Sicht des Investorenschutzes (Regulierung, Transparenz des Investmentportfolios und Markt-Benchmark) sowie des Vermögensschutzes (durch Techniken des Risikomanagements, wobei etwa Derivate, Fremdkapital und/oder Leerverkäufe genutzt werden) kann der Absolute-Return-Ansatz als das genaue Gegenteil des Relative-Return-Ansatzes betrachtet werden. Wir – die Finanzwelt – wissen heute, dass Investorenschutz nicht das Gleiche ist wie Kapitalschutz. Regulierung, Transparenz und das Vorhandensein einer Benchmark schützen den Investor, doch nach dem Relative-Return-Ansatz wird das Kapital des Investors einem Verwalter anvertraut, der nicht versucht, es in schwierigen Zeiten zu erhalten, sondern dessen Auftrag mehr oder wenig ausdrücklich

Asymmetrische Renditen und aktives Risikomanagement

lautet, dieses Kapital in vollem Umfang den Marktschwankungen auszusetzen – nämlich der Volatilität der Benchmark. Dieses Ausgesetztsein wurde bis vor kurzer Zeit als hinnehmbar erachtet, da die Aufgabe des Vermögensschutzes dem Endinvestor zufiel und ein langer Bullenmarkt einige feste Glaubenssätze (um nicht zu sagen, Dogmen) in Bezug auf Renditeerwartungen und Investmentprozesse hervorgebracht hatte. Wir glauben, dass einige dieser Glaubenssätze derzeit auf dem Prüfstand stehen.

Zum Beispiel, fähige Investment Manager zu suchen und ihre Entscheidungsfreiheit anschließend aus Gründen des Investorenschutzes einzuschränken ist aus unserer Sicht im besten Fall suboptimal und im schlimmsten höchst ineffizient. Die Übernahme eines Absolute-Return-Ansatzes durch die aktiven Asset Manager bedeutet im Kern die Synthese der Maßnahmen zum Investorenschutz und zum Vermögensschutz aus Tabelle 2. Das bedeutet, ein qualifizierter Manager erhält das Mandat, Investmentchancen zu nutzen und mit dem Gesamtrisiko basierend auf seiner (oder ihrer) eigenen Einschätzung zu optimieren. Ein flexibles Mandat ohne Benchmark ist so gesehen einem beschränkten Mandat überlegen, wenn wir annehmen, dass es sich um einen Manager mit genauem Einblick in die Investmentmöglichkeiten handelt, der am ehesten in der Lage ist, eine Veränderung ihrer Charakteristiken zu beurteilen.

Tabelle 2 vergleicht den Relative-Return- und den Absolute-Return-Ansatz im Hinblick auf den Schutz der Investoren sowie des Kapitals oder Vermögens. In der Vergangenheit konnten Relative-Return-Mandate bei der Regulierung und Transparenz punkten, und die Mandate waren Benchmark-orientiert. Hedge Fonds sind das genaue Gegenteil: kaum

Asymmetrische Renditen und aktives Risikomanagement

reguliert, wenig transparent und ohne Benchmark. Für den Vermögensschutz nutzen Hedge Fonds dagegen Risikomanagement-Instrumente, was die Long-only-Manager im Großen und Ganzen nicht taten.

Tabelle 2: Investoren- versus Vermögensschutz

		Relative return mandate	Absolute return mandate
Investor protection	Regulation	High	Low
	Transparency	High	Low
	Benchmark	Yes	No
Wealth protection	Derivatives	No	Yes
	Leverage	No	Yes
	Short selling	No	Yes

Quelle: Ineichen [2003c]

Die Maßnahmen aus Tabelle 2 haben sich in der Vergangenheit bewährt. Heute verschmelzen die beiden Modelle miteinander; dieser Trend soll im Folgenden untersucht werden.

- **Regulierung:** Hedge Fonds werden zweifellos von den meisten Aufsichtsbehörden beobachtet. Man darf gewiss sagen, dass sich die Regulierungslücke zwischen traditionellen Asset Managern und Hedge Fonds allmählich schließt, und dass sich diese Entwicklung in den nächsten Jahren fortsetzen wird. (Eines der fünf Mitglieder der US-Börsenaufsicht SEC machte nach der Hedge-Fonds-Untersuchung 2002/2003 ganz offiziell eine interessante Aussage: Möglicherweise sei eher eine Deregulierung von Investmentfonds vonnöten als eine Regulierung von Hedge Fonds.)

Asymmetrische Renditen und aktives Risikomanagement

- **Transparenz:** Im Allgemeinen werden Hedge Fonds und Hedge-Fonds-Investments mit der Zeit immer transparenter. Hedge Fonds können daran interessiert sein, die Transparenzanforderungen eines institutionellen Investors zu erfüllen, damit dieser ihr Kapital als sich stabil entwickelndes “Smart Money” betrachtet – im Gegensatz zu “Dumb Money”, das stärker auf Investmentmoden reagiert und den kurzfristigen Renditeerfolg sucht (was schließlich einen Ausstieg zur Unzeit erzwingt), kurz, das weniger stabil und damit von geringerem Wert für den Manager ist. (Der zunehmende Einsatz von Lock-up-Perioden kann zum Teil als Versuch betrachtet werden, mit der gelegentlichen sprichwörtlich “zittrigen Hand” zurechtzukommen.)
- **Benchmarking:** Wir sind der Meinung, dass sich die Begeisterung der Kapitalgeber für Benchmarks insgesamt etwas abgekühlt hat. Viele Investoren haben festgestellt, dass ihre Kapitalverbindlichkeiten sich nicht analog zum S&P 500 oder MSCI World Index entwickeln. Bemerkenswerterweise haben jedoch in jüngster Vergangenheit einige Hedge-Fonds-Anbieter Long-only-Fonds mit einer Benchmark aufgelegt. Dies ist aus unserer Sicht eine interessante Entwicklung, welche unsere zentrale Hypothese untermauert: Statt über den Gegensatz von Hedge Fonds und anderen Fonds sollten wir über die differenzierte Entwicklung von Produkten nachdenken.
- **Derivate, Fremdkapital, Leerverkäufe:** Regulierung “schützt” vielleicht den Investor, aber nicht sein Geld. Unserer Ansicht nach bietet nur ein aktives Risikomanagement Schutz vor Kapitalverlusten. Hierfür werden Risikomanagement-Instrumente und -Techniken benötigt, zu denen wir die Nutzung von Derivaten, den Einsatz von Fremdkapital für eine flexible Marktexposure sowie die Möglichkeit von Leerverkäufen zählen. Diese Risikomanagement-Instrumente besitzen für das

Asymmetrische Renditen und aktives Risikomanagement

Investment Management eine ähnliche Bedeutung wie das Teleskop für die Astronomie oder das Düsentriebwerk für die Luftfahrt: Sie stellen einen strukturellen Fortschritt dar.

Aktives Risikomanagement

In diesem Kapitel wird die Auffassung vertreten, dass alle Investoren asymmetrische gegenüber symmetrischen Renditen bevorzugen. Dies beruht auf den folgenden drei Aussagen, die, wie wir meinen, auf alle Investoren zutreffen. Die ersten beiden gehen auf Markowitz [1952, 1959] zurück, die dritte auf Kahneman und Tversky [1979]:

- (1) Höhere Renditen sind besser als niedrigere,
- (2) Sicherheit ist besser als Unsicherheit,
- (3) Verluste wiegen schwerer als Gewinne, das heißt, der Nachteil eines Kapitalverlustes übersteigt den Vorteil eines Kapitalgewinns.

Wenn ein Manager sein Risiko abhängig von einer Benchmark definiert, wird sein Portfolio die Renditeverteilung des zugrunde liegenden Marktes widerspiegeln. Absolute-Return-Manager achten dagegen nicht auf eine Benchmark, sondern auf GuV. Damit ist Risiko als absolute Größe definiert (wir sprechen von "Total Risk"). Wenn Risiko mit Total Risk gleichgesetzt und der Investmentprozess von GuV bestimmt wird, wird der Manager die drei genannten Faktoren berücksichtigen.

Asymmetrische Renditen und aktives Risikomanagement

Der erste Faktor (höhere Renditen) versteht sich von selbst. Ein Absolute-Return-Manager wird jedoch auch die Erfüllung der zweiten und dritten Forderung aktiv anstreben. Zum einen setzen die meisten Hedge Fonds eine Form von Zielrisiko fest (ausgedrückt zum Beispiel als Portfolio-Volatilität oder Maximalverlust auf einem 99%igen Konfidenzniveau) und kontrollieren ihr Portfoliorisiko entsprechend. Zum anderen ist Kapitalerhalt von zentraler Bedeutung, das heißt, starke Wertverluste zu vermeiden bildet für sie einen wesentlichen Teil der Zielsetzung und des Investmentprozesses.

Wir sind weiterhin der Auffassung, dass die Asset-Management-Branche einen strukturellen Wandel durchläuft – einen Paradigmenwechsel sozusagen. Wir haben diesen Gedanken in “In Search of Alpha” (Ineichen [2000]) vertreten und in Ineichen [2001, 2003abc und 2005] weiter ausgearbeitet. Dabei befinden wir uns in guter Gesellschaft, werden doch zumindest einige unserer Gedanken in “An Alternative Future” von Cliff Asness (vgl. Asness [2004a, 2004b]) sowie in Peter Bernsteins fünf Wendepunkten für die Asset-Management-Branche (vgl. Bernstein [2003, 2004]) glaubhaft bestätigt.

Der Katalysator, der den Wandel auslöste, war aus unserer Sicht der Aktien-Bärenmarkt. Manchmal sprechen wir – in Ermangelung eines besseren Ausdrucks – von einem “Oha-Effekt”, denn die Mehrzahl der Investoren musste seinerzeit feststellen, dass, oha, die Nichtbeachtung kurzfristiger Portfolio-Volatilität keinesfalls mit ihren Investmentzielen in Einklang zu bringen war. Förmlicher ausgedrückt bedeutet dies: Investoren schließen

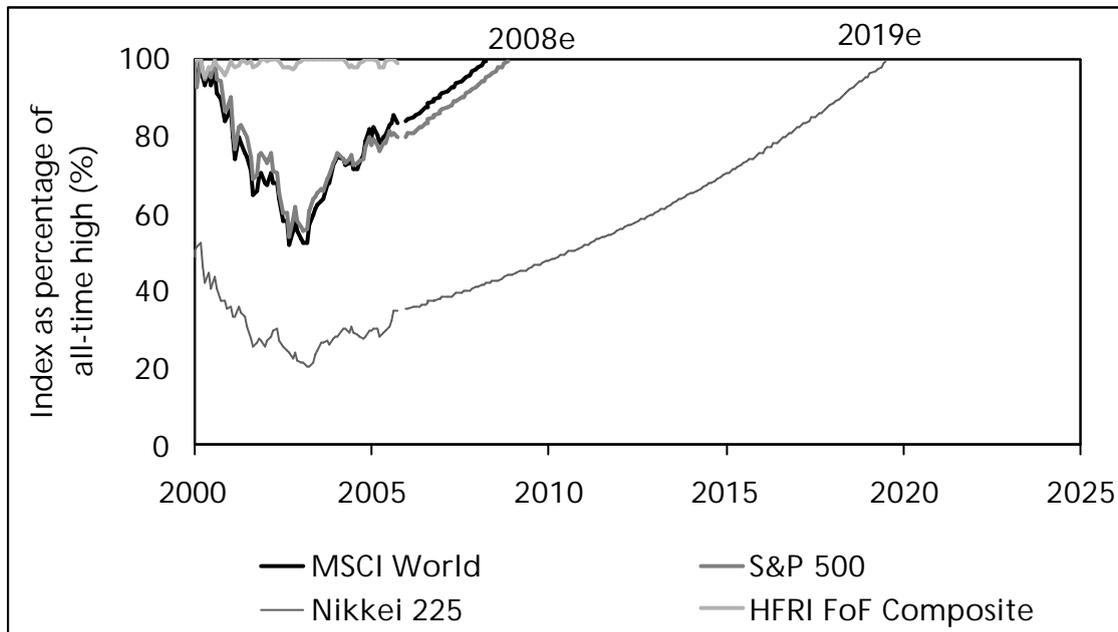
Asymmetrische Renditen und aktives Risikomanagement

sich zunehmend der Auffassung an, dass Volatilität eine Frage von Belang ist und die Zeit keine Risiken verringert.

Ein Wandel der Risikowahrnehmung

Die folgende Grafik illustriert die negativen Folgen eines volatilen Portfolios und seine Auswirkungen auf die kurz- und langfristige finanzielle Stabilität und Bonität. Wir glauben, dass der Bärenmarkt in weiten Investorenkreisen einen Wandel der Risikowahrnehmung ausgelöst hat. Dabei hat sich, wohlgemerkt, am Konzept des Risikos nicht das Geringste verändert. Ein volatiles Portfolio bleibt ein volatiles Portfolio, unabhängig davon, ob sich die Aktienmärkte auf- oder abwärts bewegen. Man kann auch nicht davon sprechen, dass ein wissenschaftlicher Durchbruch in der Finanztheorie den Wandel verursacht hat. Wir sind der Auffassung, dass die unmittelbare Erfahrung des Kapitalverlustes der Katalysator für den Perspektivwechsel war. Was sich damit geändert hat, ist die Art und Weise, wie Investoren Risiken *wahrnehmen*.

Grafik 2: Ausgewählte Indizes aus der “Unterwasser-Perspektive”



Quelle: Daten von Thomson Financial Datastream und Bloomberg

Anm.: Daten bis einschließlich Februar 2005. Basierend auf lokalen Währungen, HFRI in US-Dollar. Die Kompensation früherer Verluste wird auf Basis der Annahme dargestellt, dass die Indizes pro Jahr im Schnitt acht Prozent hinzugewinnen.

Investieren ist wie Schwimmen: In beiden Fällen ist das Subjekt in der Hoffnung zu überleben bemüht, nach dem Untertauchen wieder an die Oberfläche zu gelangen. Grafik 2 zeigt die Folge eines starken Wertverlustes für die Kapitalentwicklung. Wir nennen dies die “Unterwasser-Perspektive”, da sie den Indexstand als Prozentsatz seines vorherigen Höchststandes darstellt und somit zeigt, wie sehr ein Investment “unter Wasser steht”. Das Problem bei großen Wertverlusten ist, dass sie die positiven Durchschnittsrenditen zunichte machen. Kein Relative-Return-Ansatz (mit einer Benchmark für Vermögensanlagen oder Kapitalverbindlichkeiten als risikoneutrale Position) gibt der Vermeidung großer Wertverluste die hohe Priorität, die sie aus unserer Sicht verdient. Barry Riley (Financial Times) schrieb zu der aktuellen Bestrebung von Pensionsfonds,

Asymmetrische Renditen und aktives Risikomanagement

die Duration ihrer Vermögensanlagen (langfristige Anleihen) mit den langfristigen Verpflichtungen (den Pensionsversprechen) in Einklang zu bringen:

“There is no reason to believe that safe investments will always yield a positive long-run return. In a world in which savings flows exceed the volume of profitable investment opportunities they may not. If returns fall to near zero the logical response is to stop saving, or to rely on risky assets.

Perhaps we just have to accept that pensions have become speculative: but institutions and regulators find that too unpleasant to contemplate.”³

Die Idee dessen, was wir als Absolute-Return-Philosophie bezeichnen, ist, in Grafik 2 möglichst dicht an der Oberfläche zu bleiben, da es sehr zeitraubend sein kann, sich wieder aus einem tiefen Loch herauszugraben. Ein asymmetrisches Renditeprofil mit zahlreichen und großen Gewinnen bei wenigen und geringen Verlusten ist daher einem symmetrischen Profil vorzuziehen. Wir vertreten die Meinung, dass die Zeit nach dem Platzen der TMT-Blase durch den Übergang von der zweiten auf die dritte Stufe des Asset Managements charakterisiert wird. In Ineichen [2003c] definieren wir diese drei Stufen wie folgt:

- (1) Absolute-Return-Ansatz mit wenig spezialisiertem Management
- (2) Relative-Return-Ansatz mit hoch spezialisiertem Management
- (3) Absolute-Return-Ansatz mit hoch spezialisiertem Management

Asymmetrische Renditen und aktives Risikomanagement

Es ist sicher richtig zu sagen, dass es bereits vor der Existenz von Benchmarks eine Asset-Management-Branche gegeben hat. Diese erste Stufe der Entwicklung zeichnete sich durch die Betonung absoluter Renditen und einen niedrigen Spezialisierungsgrad seitens der Manager aus. Manager verfügten über Balanced-Mandate, und die Entscheidung über die Vermögensallokation war von größter Bedeutung. Dieser Ansatz litt Mitte der Siebzigerjahre unter schlechten Performancezahlen und dem Kapitalgeber/Agentur-Problem, da die Ziele der Manager nicht deckungsgleich mit denen der Kapitalgeber waren (d. h., es wurden Anreize für die Manager geschaffen, eine Vergleichsgruppe zu schlagen, statt gemäß ihrer persönlichen Stärken in einer ökonomisch sinnvollen Weise zu investieren).

Es folgt die zweite Stufe, auf der man nach den Regeln des Relative Returns spielt und die Manager sich auf das Erzielen relativer Renditen konzentrieren. Das Mandat zur Vermögensallokation wurde den Managern entzogen; dies führte natürlicherweise zu einem höheren Spezialisierungsgrad. Man darf annehmen, dass – neben schlechter Performance und dem Kapitalgeber/Agentur-Problem – das In-Kraft-Treten des Employee Retirement Income Security Act (ERISA) in den USA im Jahr 1974 einer der wesentlichen Beweggründe für die Branche war, zur zweiten Stufe überzugehen, da hierdurch die treuhänderische Verantwortung des Endinvestors neu definiert wurde. Die Einführung von Indizes führte zu einer Verbesserung, indem sie das Kapitalgeber/Agentur-Problem durch strenge Benchmarks zumindest teilweise löste. Darüber hinaus erhielt die Markteffizienzhypothese (MEH) durch die Arbeiten von Samuelson [1965] und Fama [1965, 1970] ihre akademischen Weihen; die

Asymmetrische Renditen und aktives Risikomanagement

Investmentbranche nahm nach und nach Abschied von den Vorzügen des aktiven Asset Managements im Allgemeinen und der Machbarkeit der Einzeltitelauswahl, wie von Brinson et al. [1986] demonstriert, im Besonderen. Aus unserer Sicht ist das wichtigste Resultat des 1964–2000 in der Investmentbranche vorherrschenden Konsensdenkens der Indexfonds. Hedge Fonds sind (oder genauer, waren bis vor kurzem) gewissermaßen die Antithese zu MEH und Konsensmeinung.

Lebende Legenden über die Zukunft des Investment Managements

Das CFA Institute (vormals Association of Investment Management and Research – AIMR) veröffentlichte die Erstausgabe seines *CFA Magazine* im Januar/Februar 2003. Der Leitartikel war betitelt “Worte der Weisen” – es handelte sich um die Aufzeichnung einer Konferenzschaltung im November 2002, die von Charles D. Ellis (Autor von *How to win the loser’s game*) moderiert worden war. Die “Weisen” waren John Neff, Gary Brinson, Peter Bernstein, Jack Bogle, Warren Buffett, Dean LeBaron und Sir John Templeton. Gemeinsam verfügten diese Legenden über mehr als 300 Jahre Investmenterfahrung.

Eine der Fragen lautete:

“Looking back over the last 30 years, what are the most important changes in the fundamental nature of our profession? And then looking out over the next 30 years, what do you think will be remembered from today that’s really significant?”⁴

Asymmetrische Renditen und aktives Risikomanagement

Hier folgen einige Antworten der Teilnehmer in chronologischer Folge. Das erste Zitat stammt von Jack Bogle, Gründer und ehemaliger Chairmander Vanguard Gruppe:

“This business has really changed. It used to be about stewardship, and now it’s about salesmanship. There used to be about 300 broad-based equity funds, and now there are 5,000, many of them narrowly based and speculative speciality funds, often created and sold just when they shouldn’t be bought. ...”

Bogle macht sich dann für Anlagen in Indexfonds stark und schließt mit den Worten:

“... In all, the mutual fund industry has turned from a profession into a business. The challenge for the next 30 years is just as obvious as the smiles on our faces: This industry should return to its roots.”

Peter Bernstein (Autor von *Wider die Götter*) beantwortet die gleiche Frage so:

“One of the problems with this market has been, particularly for professional managers, ‘benchmarkitis’ on the part of the clients. I think there are forces at work that are going to break that down. One is the hedge fund, which you can approve or disapprove of as an animal, but it’s focused peoples’ attention away from the conventional benchmarks. This is a very, very important development.”

Asymmetrische Renditen und aktives Risikomanagement

Eine Frage, die auf der Konferenzschaltung diskutiert wurde, betraf das Thema Corporate Governance. Wir meinen, dass Verbesserungen auf diesem Gebiet durch die Berücksichtigung des Absolute-Return-Ansatzes möglich sind. Nach dem Relative-Return-Ansatz fällt die Kaufentscheidung für eine Aktie, nachdem man ihr Outperformance-Potenzial mit ihrem Grenzbeitrag zur Benchmarkabweichung abgewogen hat. Portfolios von Relative-Return-Managern bestehen zum größten Teil aus „Leergewicht“, also aus Long-Positionen, die zur Kontrolle des Tracking Risk eingesetzt werden. Nach dem Absolute-Return-Ansatz wird dagegen eine Aktie vor allem deshalb gekauft, weil ihr potenzieller Kapitalgewinn höher ausfällt als der potenzielle Kapitalverlust. Man kann die Ansicht vertreten, dass die Unternehmensführungen stärker auf Investoren hören, die ihre Aktie nicht nur nicht kaufen, sondern sogar leer verkaufen können.

Es folgen einige O-Töne der “Legenden” zum Thema Corporate Governance, bezogen auf die Unternehmensführung und -kontrolle in der Investment-Management-Branche. Charles Ellis hatte die Teilnehmer gefragt, was sie dem Präsidenten der USA auf seine Frage nach Corporate Governance antworten würden. Einige Antworten hierzu:

LeBaron: “Sunshine, sunshine, sunshine, disclosure and more of it. And the president should start with it himself.”

Buffett: “The only real way to get improvement in corporate governance is to have big investors demand it.”

Bogle: “*But most important is for institutions to wake up and behave like owners.*”

Asymmetrische Renditen und aktives Risikomanagement

Bernstein: “The president should understand that we run the risk of ending up with corporations run by bean counters instead of risk takers if we push this thing too far. Sunshine is essential. And the tax thing is an interesting idea, but otherwise try to keep the sticky fingers a little off.”

Zumindest einige dieser Aussagen scheinen auf den Absolute-Return-Ansatz hinzuweisen. Abweichende Interessen zwischen Kapitalgebern und -managern gibt es schon seit sehr langer Zeit. Einige Probleme der Wirtschaft und insbesondere der Finanzbranche würden sich lösen oder zumindest entschärfen lassen, wenn es gelänge, diese Interessen wieder in Einklang zu bringen. Wäre es dafür nicht am besten, wenn die Kapitalgeber von den Kapitalmanagern verlangten, zumindest ein wenig in ihre Rolle zu schlüpfen? Wenn das nicht funktioniert, sollten wir uns über den Kapitalismus und die freie Marktwirtschaft wirklich Sorgen machen.

Kapitalzuwächse und -verluste sind wichtig

Wie bereits erwähnt stehen wir auf dem Standpunkt, dass Volatilität wichtig ist. Ein langfristiger Investmenthorizont ist lobenswert, doch auch die kurzfristige Volatilität ist zu beachten. Emily Dickinson hat dies poetisch ausgedrückt: “Forever is composed of nows.” [“Viele ‘jetzt’ ergeben eine Ewigkeit.”] Volatilität kann die Zuwachsrate des Kapitals zunichte machen.⁵ Konkret:

- Ein 10-Jahres-Investment von 100, das im ersten Jahr keine Rendite und anschließend einen jährlichen Zuwachs von 8 % erbringt, führt zu einem Ergebnis von 200.

Asymmetrische Renditen und aktives Risikomanagement

- Ein 10-Jahres-Investment von 100, das im ersten Jahr 50 % an Wert verliert und anschließend einen jährlichen Zuwachs von 8 % erbringt, führt zu einem Ergebnis von 100.

Das ist ein bemerkenswerter Unterschied. Erstaunlicherweise stimmt jedoch nicht jeder mit unserer Auffassung überein, dass die kurzfristige Volatilität auch langfristige Investoren etwas angeht. Wohlgermerkt, auch ein 10-Jahres-Investment von 100, das neun Jahre lang einen jährlichen Zuwachs von 8 % erbringt und im letzten Jahr 50 % an Wert verliert, führt zu einem Ergebnis von 100.*

Wenn Asset Manager heute dem Absolute-Return-Ansatz folgen, kehren sie aus unserer Sicht bis zu einem gewissen Grad “zu den Wurzeln” zurück, zumindest was den aktiven Teil der Branche angeht. Die negativen Folgen starker Wertverluste für den Kapitalzuwachs wurden auch von Benjamin Graham (1894-1976) bemerkt:

“An investment operation is one which, upon thorough analysis, promises safety of principal and an adequate return. Operations not meeting these requirements are speculative.”⁶

* Einige Marktbeobachter weisen jetzt kritisch daraufhin, dass Hedge Fonds im Schnitt die gleiche Performance gezeigt hätten wie Aktien. Sie übersehen dabei einen wichtigen Punkt: Ein Wertzuwachs von 8 % über ein bis zwei Jahre mit einer Volatilität zwischen 3 und 8 % ist nicht das Gleiche wie ein entsprechender Zuwachs mit einer Volatilität zwischen 15 and 30 %.

Asymmetrische Renditen und aktives Risikomanagement

Und nicht weniger von Herrn Einstein:

“Compound interest is the eighth natural wonder of the world and the most powerful thing I have ever encountered.”

Wenn wir von der dritten Stufe sprechen, meinen wir damit eine Kombination des Absolute-Return-Ansatzes der ersten Stufe mit dem hohen Spezialisierungsgrad der Manager in der zweiten Stufe. Diese Kombination führt dazu, dass ein Manager das Mandat erhält, Investmentmöglichkeiten und Risikokapital miteinander abzugleichen. Dieser Ansatz ist flexibler als der Versuch, Mehrwert gegenüber einer Benchmark zu schaffen; er berücksichtigt, dass Marktineffizienzen dazu neigen zu verschwinden, sobald sie von zu vielen Investoren erkannt werden, und dass bestimmte Qualifikationen im Laufe der der Zeit immer weniger belohnt werden. Heute bezeichnen wir dies als Hedge Fonds.

Eine von uns abweichende Meinung besagt, dass sich die Absolute-Return-Philosophie irgendwie in den Status Quo integrieren lassen wird – also in die zweite Stufe des Asset Managements, das Spiel nach Relative-Return-Regeln. Schließlich besitzen die Endinvestoren (Pensionsfonds, Versicherer usw.) ganz unterschiedliche Zielvorgaben, die zum Teil als relative Größen definiert werden. Wir teilen diese Ansicht nicht. Statt dessen neigen wir dazu, die Strategien “Long-only mit Benchmark” und “Absolute Return” als Gegensätze zu behandeln, oder anders gesagt, als Formen des passiven und aktiven Risikomanagements. Warum?

Asymmetrische Renditen und aktives Risikomanagement

Unser Blickwinkel (oder unsere Einstellung) entsteht, wenn man die Welt aus der Perspektive des Risikomanagements betrachtet. Die Titelauswahl nach dem Bottom-up-Prinzip kann bei einem Long-only-Manager und einem Long/Short-Manager identisch sein, oder doch sehr ähnlich. Dennoch unterschieden sich beide stark darin, wie sie Risiken definieren. Bei unterschiedlicher Risikodefinition unterscheidet sich folglich auch der gesamte Prozess des Risikomanagements. In einem Benchmark-getriebenen Prozess wird Risiko als Form des *Tracking Risk* definiert, in einem Absolute-Return-Prozess als *Total Risk*. Den Tracking Risk zu managen bedeutet, den Auf- und Abschwungphasen eines Zyklus ohne Absicherung ausgesetzt zu sein; wer dagegen den Total Risk managt, reduziert seine Risiken, sobald das Risiko/Rendite-Umfeld sich zu Ungunsten des Investors verändert. Die Investmentphilosophien und -kulturen, die sich aus dieser Unterscheidung ergeben, könnten nicht unterschiedlicher sein; unserer Ansicht nach kann man sie wirklich als gegensätzlich betrachten.

Es scheint, dass die Verschmelzung von "traditionellem" und "alternativem" Asset Management in den vergangenen zwei bis drei Jahren deutlicher geworden ist. Hedge Fonds nähern sich traditionellen Investment Managern insofern an, als sie transparenter, regulierter und weniger aggressiv werden und auch Long-only-Produkte auflegen. Die traditionellen Vertreter der Branche legen ihrerseits Produkte auf, die der Absolute-Return-Idee folgen, oder kaufen sich in den Absolute-Return-Boom ein.

Asymmetrische Renditen und aktives Risikomanagement

Neue Entdeckungen und Ideen bringen es mit sich, dass der Fortschritt nicht gleichmäßig und in kleinen Schritten erfolgt, sondern unregelmäßig und in Sprüngen. Eine neue Entwicklung oder Idee wird zunächst meist verlacht, dann angegriffen, weil sie nicht zur herrschenden Glaubenslehre passt; als Nächstes passen sich ihre Gegner den gewandelten Umständen an, um schließlich zu behaupten, man habe “das alles schon lange gewusst”. Bei Absolute-Return-Anlagen haben wir die erste Phase bereits hinter uns gelassen; nur noch eine Minderheit unbelehrbarer Zeitgenossen aus der Boulevardpresse und wenige Investoren finden es lächerlich, nach Alpha-Quellen zu suchen, ein asymmetrisches Renditeprofil gegenüber Zufallsergebnissen zu bevorzugen, unabhängige Renditezuflüsse anzustreben (Portfoliodiversifikation) und über die enorme Bedeutung starker Wertverluste für die Überlebenschancen eines Investors nachzudenken. Jetzt befinden wir uns irgendwo in der zweiten Phase, in der noch Widerstand herrscht, weil die “neue” Idee nicht zu den “alten” Glaubenssätzen passt.

Dies erinnert an den Begriff “Inkommensurabilität”, den Thomas Kuhn im Zusammenhang mit Paradigmenwechsel und Wissenschaftsentwicklung geprägt hat. Kuhn [1962] vertrat die Auffassung, dass ein aufgegebenes und ein neu aufgestelltes Paradigma insofern miteinander “inkommensurabel” sind, als die grundlegenden Konzepte des einen nicht mit der Begrifflichkeit des anderen dargestellt werden können. Anders gesagt, das aktuell herrschende Paradigma unterscheidet sich konzeptionell so sehr von seinem Nachfolger, dass eine Auseinandersetzung nicht möglich ist. Auf die Asset-Management-Branche bezogen bedeutet dies, dass Relative- und Absolute-Return-Welt in ihren Konzepten und der Wahrnehmung von Risiko so weit voneinander entfernt

Asymmetrische Renditen und aktives Risikomanagement

sind, dass sie inkommensurabel erscheinen. Auch eine Bemerkung des verstorbenen Robert Heilbroner, Autor von *Worldly Philosophers: The Lives, Times and Ideas of the Great Economic Thinkers*, könnte auf den derzeitigen Regimewechsel in der Asset-Management-Branche bezogen werden:

“The high theorizing of the present period [in economics] attains a degree of unreality that can be matched only by medieval scholasticism.”

Wer sich den Marktkräften ohne Risikokontrolle aussetzt, könnte eines Tages rückblickend mit unseren Vorvätern verglichen werden, die den Launen der Naturkräfte schutzlos ausgeliefert waren. Die meisten Menschen würden es vermutlich als einen Fortschritt bezeichnen, dass wir Wege gefunden haben, unser Leben und unseren Besitz in die Hand zu nehmen und vor den Elementen zu schützen. (Nudisten vielleicht ausgenommen.) Wir sind der Meinung, dass das Gleiche für die Kontrolle des Risikokapitals gilt.

Asymmetrische Renditen als Folge des aktiven Risikomanagements

Unsere Interpretation der Idee von “absoluten Renditen” ist, sehr einfach gesagt, die Ansammlung von Vermögen oder Kapital, während gleichzeitig die Ansammlung von Kapitalverlusten vermieden wird. Wir verwenden dafür den Begriff “asymmetrisches Risikoprofil”, der über das Management von Portfolio-Volatilität weit hinausgeht. Wenn das Ziel lediglich wäre, die Portfolio-Volatilität zu verringern, könnte man einfach eine

Asymmetrische Renditen und aktives Risikomanagement

beliebige volatile Anlageklasse mit risikolosen Geldmarktanlagen kombinieren, um seinen Zweck 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 aus unserer Sicht 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.

Unter “Asymmetrie” verstehen wir zweierlei: 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, 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 (als wohl unsystematisches Risiko) diversifiziert wurde.

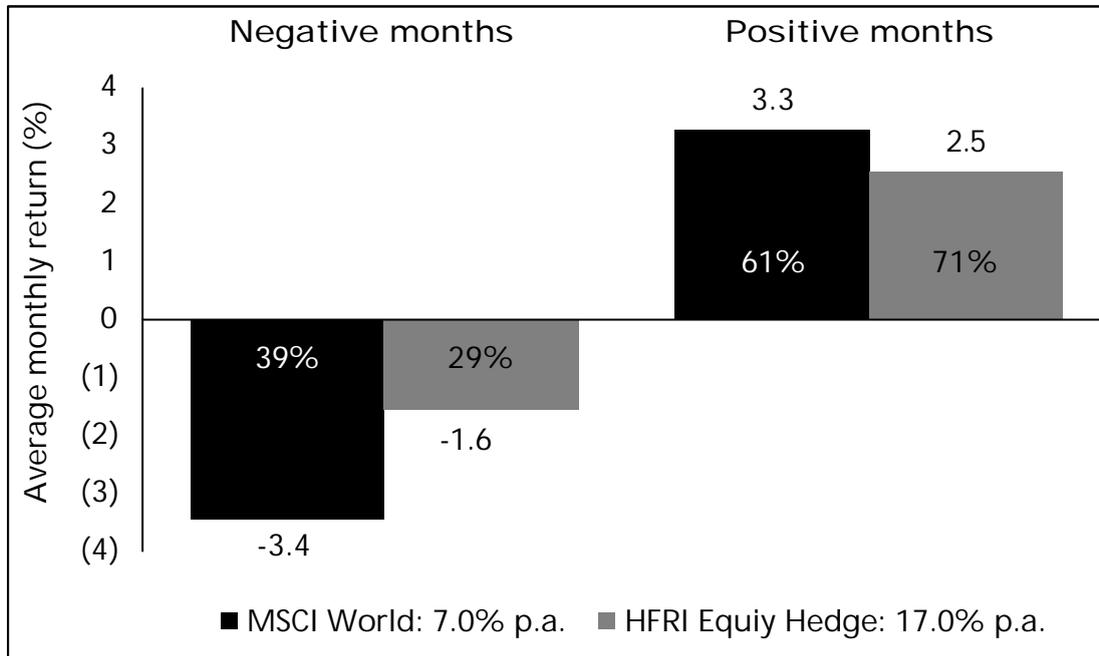
Grafik 3 zeigt diese Asymmetrie im Vergleich zu einem symmetrischen Renditeprofil; wir stellen dabei den MSCI World Index und den HFRI Equity Hedge Index gegenüber.

Asymmetrische Renditen und aktives Risikomanagement

Jener repräsentiert ein diversifiziertes 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 MSCI World in den Monaten von Januar 1995 bis Oktober 2005, die hellen Säulen zeigen das Gleiche für den HFRI Equity Hedge Index. (Die HFRI-Indizes werden seit 1995 berechnet.*) Die unterschiedlichen Säulenlängen machen die Symmetrie (bei traditionellen Anlageklassen) und die Asymmetrie (bei aktivem Risikomanagement) der Renditen deutlich. Die Prozentzahlen im Inneren der Säulen zeigen die relative Häufigkeit von Monaten mit positiver und negativer Rendite an.

* Die Wahl des Zeitraums ist übrigens ziemlich nebensächlich. In Ineichen [2000] verwendeten wir den Zeitraum von 1990 bis März 2000 (ein reiner Bullenmarkt), in Ineichen [2004b] dagegen den von 1998 bis August 2003 (ein voller Aktienzyklus).

Grafik 3: Symmetrische versus asymmetrische Risikoprofile



Quelle: Daten von Thomson Financial Datastream und Bloomberg

- **Symmetrie**: Die dunklen Säulen der Grafik zeigen eine Symmetrie 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 mittleren Renditen von Aktien und Anleihen im beobachteten Zeitraum positiv waren).
- **Asymmetrie**: Die hellen Säulen zeigen eine Asymmetrie hinsichtlich der Häufigkeit und der Größenordnung. Diese Asymmetrie erklärt, 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). Diese Asymmetrien, und damit höhere risikobereinigte Renditen, sind aus unserer

Asymmetrische Renditen und aktives Risikomanagement

Sicht eine Folge des aktiven Risikomanagements; dagegen zeigen die dunklen Säulen, wie passive Investments unkontrolliert “den Elementen ausgesetzt” sind.

Anwendung und Anpassung von Fähigkeit

Man kann es auch so sagen: Absolute-Return-Manager sind auf der Suche nach einem Investmentansatz, bei dem die Renditen keinem stochastischen Prozess unterliegen. Die ursprüngliche Idee eines Hedge Fonds, das Alfred-Jones-Modell⁷, bestand darin, einen Investmentprozess zu finden, bei dem die Rendite eine Folge der Fähigkeit* des Managers ist und nicht der Auf- und Abschwünge des Aktienmarktes (die recht zufällig erfolgen oder doch zumindest kaum nachhaltig vorherzusagen sind). Wenn der Investmentprozess tatsächlich eine Folge von Fähigkeit ist, dann wird die Rendite in gewisser Hinsicht vorhersehbar (als Gegensatz zu zufällig), solange die betreffende Fähigkeit anwendbar ist und vom Markt belohnt wird.

Wir halten die zuletzt gemachten Einschränkungen für wichtig. Fähigkeit ist Fähigkeit, aber sie kann vom Markt belohnt werden oder auch nicht, d. h., die Anwendbarkeit der Fähigkeit unterliegt einem Wandel. Zum Beispiel war die fundamentale Aktienanalyse eine brillante Idee, als vor einigen Jahrzehnten die ersten Investmentfonds aufkamen. Die Wenigen, die im Investment Management diese Analyse durchführten, wurden dafür belohnt, da sich ein großer Teil der Finanzwelt mit der Bewertung von Aktien nicht auskannte. Dies erwies sich als Katalysator für eine ganz neue Branche: das

Asymmetrische Renditen und aktives Risikomanagement

professionelle Investment Management. Dann jedoch wurde diese spezielle Fähigkeit aufgrund der hohen Vorteile, die sie brachte, von anderen übernommen. Heute wird eine simple fundamentale Aktienanalyse wohl nicht mehr im gleichen Maß belohnt wie in der Vergangenheit. Anders gesagt, die Märkte werden effizienter, sie passen sich an und verhalten sich nach einiger Zeit gewissermaßen immun gegenüber bestimmten Fähigkeiten – die damit zum Allgemeingut werden. Dies trifft wohl auch auf viele andere Fähigkeiten zu. Einfaches Gamma- Trading mit Wandelanleihen zu betreiben oder bei einer angekündigten Übernahme die Aktien des Zielunternehmens zu kaufen und die des Käufers zu verkaufen dürfte nicht mehr die gleichen hohen Aufschläge erbringen wie früher. Anders gesagt, wenn nachhaltig Alpha erzielt werden soll, muss sich die Fähigkeit weiterentwickeln, sobald sich das Umfeld auf ihre Anwendung eingestellt hat.

Anpassungsfähigkeit versus Stilwechsel

Viele Manager von Merger-Arbitrage-Fonds haben sich in den vergangenen Jahren von der herkömmlichen Anwendung ihrer Strategie entfernt und andere Gebiete erschlossen, typischerweise, indem sie einen “Multi-Strategy” Ansatz entwickelten und sich mit Restrukturierungs-Arbitrage, notleidenden Darlehen usw. beschäftigten. Wer diese Entwicklung negativ sieht, spricht dabei von “Stilwechsel” (style drift). Eine positivere Sichtweise (und auch unsere Ansicht) ist, dass sich diese Manager weiterentwickelt haben, d. h., sie haben erkannt, dass ihre Fähigkeiten unter wechselnden Marktbedingungen keine hinreichenden Vorteile mehr brachten, und sie anderswo

* Wir haben aus dem Englischen „skill“ mit Fähigkeit übersetzt. Das Wort skill beinhaltet nicht nur

Asymmetrische Renditen und aktives Risikomanagement

eingbracht. Sie haben damit die Anwendbarkeit Ihrer Fähigkeit dem Wandel in ihrem Umfeld angepasst. Für uns, die wir glauben, dass sich im Zeitablauf alles wandelt, ist dies ein sinnvoller Schritt.

Lo [2004] verwendet den Begriff “maladaptiv” (fehlangepasst), um eine Handlung zu beschreiben, die einmal funktioniert hat, es aber in einer veränderten Umgebung nicht mehr tut. Suboptimales Verhalten am Kapitalmarkt, so könnte man sagen, entsteht nicht, weil die Akteure irrational handeln, sondern weil sie eine Fähigkeit anwenden, die in einem anderen evolutionären Kontext optimal funktioniert hat. Hierzu Lo:

“The flopping of a fish on dry land may seem strange and unproductive, but underwater, the same motions are capable of propelling the fish away from its predators.”

Das Gesetz des aktiven Managements

Wir sehen eine Beziehung zwischen Marktineffizienzen und der Frage, ob ein aktiver Investmentansatz ermöglicht wird. Wir interpretieren ferner Grinolds [1989] Gesetz des aktiven Managements dahingehend, dass der Mehrwert eines aktiven Managers eine Funktion aus seiner Fähigkeit multipliziert mit der Anzahl der unabhängigen Entscheidungen (seinem Opportunitätsfeld), die er im Jahr treffen kann, ist. Wenn eine dieser beiden Variablen (Fähigkeit oder Anzahl der Opportunitäten) gleich null ist, dann

Fähigkeit und Können, sondern auch Fertigkeit, Geschick, Geschicklichkeit, Gewandtheit, und Tüchtigkeit.

Asymmetrische Renditen und aktives Risikomanagement

muss der Mehrwert von vornherein auch null sein – denn jede Zahl multipliziert mit null ergibt null. Die Anzahl der unabhängigen Entscheidungen kann entweder null oder positiv sein, während die Fähigkeit einem positiven oder negativen Zahlenwert entsprechen kann. Die Interpretation dieses “Gesetzes” bringt uns zu der Auffassung, dass das aktuelle Hedge-Fonds-Phänomen kein kurzfristiges ist: Vergleichen wir zwei Manager mit identischer *positiver* Fähigkeit, aber unterschiedlichen Opportunitätsfeldern, auf sein Fachgebiet beschränkt und der andere unbeschränkt, dann wird der Letztere definitionsgemäß einen größeren Mehrwert (im Sinne von Bruttorendite) erzielen.⁸ Qualifizierte Investment Manager zu suchen, sie zu finden und dann ihren Handlungsspielraum zu beschränken erscheint uns etwas paradox.⁹ Wohlgermerkt, auch ein Absolute-Return-Manager unterliegt Beschränkungen, entweder durch eigene Disziplin und Prozesse (endogene Beschränkung) oder durch das Mandat des Investors (exogene Beschränkung). Man könnte daher argumentieren, dass traditionelle und alternative Asset Manager nicht so weit voneinander entfernt sind, da beide nur das umsetzen können, was sie zuvor mit ihren Investoren vereinbart haben. Die Beschränkungen in der Absolute-Return-Welt sind etwas weniger streng (keine formale Benchmark) und in höherem Maße selbst auferlegt, aber sie existieren.

Die Märkte werden mit der Zeit effizienter, indem “der Markt” lernt und sich anpasst – anders gesagt, die Märkte “begreifen”, wie Anlagepioniere ihre Ineffizienzen ausnutzen. Auch wenn die hierfür benötigte Fähigkeit konstant bleibt, werden doch die Vorteile aus ihrer Anwendung immer geringer. Es ist daher nötig, die Fähigkeit den wechselnden Marktumständen anzupassen: Nur wer sich weiterentwickelt, überlebt. Es versteht sich,

Asymmetrische Renditen und aktives Risikomanagement

dass ein Geschäftsmodell, das Raum für Beweglichkeit und Anpassungsfähigkeit bietet, zukunftsfähiger ist als eines, das auf alle Herausforderungen nur eine einzige Antwort hat.

Fazit

Die Asset-Management-Branche wird überwiegend als Nullsummenspiel betrachtet (oder, nach Abzug der Gebühren, als Negativsummenspiel). In einem Nullsummenspiel gibt es sowohl Gewinner als auch Verlierer; wenn jedoch ein Paradigmenwechsel dazu führt, dass alle Investoren ihre Risiken in stärkerer Übereinstimmung mit ihren persönlichen Präferenzen optimieren, dann gewinnen sie alle (natürlich mit Ausnahme derjenigen, die den Wandel verpassen).

Das Risikomanagement und die dazugehörigen Produkte sind aus unserer Sicht dazu da, asymmetrische Renditen zu erzielen. Unter asymmetrischen Renditen verstehen wir ein Renditeprofil, das “natürlicherweise” nicht vorkommt, sondern künstlich geschaffen wird, um die Risikopräferenzen der Endinvestoren effizienter abzubilden. Diese Auffassung basiert auf einigen Annahmen; eine wichtige lautet, dass Investoren keine Verluste wünschen, dass also die Volatilität im Falle eines Abschwungs nicht das Gleiche ist wie bei einem Aufschwung.

Ein asymmetrisches Renditeprofil erreicht man entweder mit Absolute-Return-Managern, die sich an GuV orientieren, oder, etwas passiver, durch Financial Engineering mit Absicherungstechniken. Was heute den Namen Hedge Fonds trägt, ist in Wirklichkeit ein

Asymmetrische Renditen und aktives Risikomanagement

Teil des Geschäfts mit dem Risikomanagement. Angesichts der Tatsache, dass die meisten Investoren dieses Jahrzehnt für weniger investorenfreundlich halten als das vergangene, erleben wir im Moment vielleicht die Verschmelzung dessen, was wir als Asset-Management-Branche bezeichnen, mit dem Risikomanagement-Geschäft. Wenn wir einen Schritt weiter gehen, können wir diesen Vorgang auch als Verbindung langfristiger (wie “Aktien schlagen langfristig Anleihen”) und kurzfristiger (wie “zwischenzeitliche Volatilität ist wichtig”) Aspekte sehen. Die Synthese der beiden wäre, in ihrer aktiven Form, ein Manager, der Investmentmöglichkeiten sucht und gleichzeitig das Gesamtrisiko managt. In einer passiveren Form wären es strukturierte Investmentprodukte.

Das aktive Asset Management muss sich einer Fähigkeit bedienen, die am Markt belohnt wird – in einem Umfeld, das demjenigen, der bereit ist, Risiken einzugehen, ein überlegenes Chance/Risiko-Verhältnis bietet. Bei dem, was wir als strukturellen Wandel in der Asset-Management-Branche bezeichnen, geht es um das Aufspüren von Fähigkeit (was bereits schwer genug ist) ebenso wie darum, dass diese Fähigkeit optimale Bedingungen vorfindet, um im Sinne einer Wertsteigerung zu agieren. Beim Einsatz der Fähigkeit existiert ein Zielkonflikt zwischen Transparenz und Vereinheitlichung auf der einen und unternehmerischer Beweglichkeit auf der anderen Seite. Interessanterweise handeln traditionelle Asset Manager zunehmend unternehmerisch, indem sie sich in die Absolute-Return-Welt vorwagen, während sich Hedge Fonds alles in allem in die entgegengesetzte Richtung bewegen, also transparenter werden (im Sinne von selbstbeschränkt, diszipliniert, prozessgesteuert), um hochwertigen, häufig institutionellen

Asymmetrische Renditen und aktives Risikomanagement

Kunden besser entgegenzukommen. Wir sollten daher von jetzt an im Asset Management von einer Produktdifferenzierung sprechen, nämlich von der Unterscheidung zwischen *aktivem* und *passivem* Risikomanagement – und nicht zwischen Hedge Fonds und anderen Fonds.

Eine der Hauptursachen für Konfusion, Mythenbildung und Entstellungen im Hinblick auf das Risiko liegt darin, dass Risiko mal als relativer und mal als absoluter Begriff verstanden wird. Während des 20-jährigen Bullenmarktes legte die Asset-Management-Branche eher einen relativen Maßstab an, während die Risikomanager (besonders bei Trading Fonds und Hedge Fonds) Risiken anhand eines absoluten Maßstabs definierten und managten. Zu den entscheidenden Zielen einer Absolute-Return-Investition zählen, anders als im Relative-Return-Bereich, die Vermeidung absoluter finanzieller Verluste, der Erhalt des Anlagekapitals sowie das aktive Management der Portfolio-Volatilität. Einer der größten Nachteile ist dabei, dass der Absolute-Return-Ansatz nicht besonders gut mit der traditionellen Vermögensallokation der institutionellen Endinvestoren zusammenpasst. Man könnte schlussfolgern, dass dieser Ansatz nicht überlebensfähig ist, weil er nur eine begrenzte Transparenz erlaubt und Risiken nicht so einfach zu budgetieren sind wie beim Relative-Return-Ansatz. Diese Sichtweise erinnert uns an die Einschätzung des Individualverkehrs vor hundert Jahren: Weil es damals an geeigneten Straßen fehlte, war man der Ansicht, das Pferd werde “nie zu ersetzen sein”.

Anmerkung

Dieser Beitrag gibt die Einschätzungen und Meinungen des Autors wieder, die nicht notwendigerweise mit denen von UBS übereinstimmen. UBS übernimmt keine Verantwortung für den Inhalt dieses Beitrags. Er wurde ausschließlich zu Informationszwecken veröffentlicht und darf nicht als Werbung oder Angebot für den Kauf oder Verkauf irgendwelcher Wertpapiere oder damit verbundener Finanzinstrumente verstanden werden.

Literaturhinweise

- Anson, Mark J.P. (2002) "Handbook of Alternative Assets", The Fank J. Fabozzi Series, New York: John Wiley & Sons.
- Asness, Clifford (2004a) "An Alternative Future", *Journal of Portfolio Management*, 30th Anniversary Issue, S. 94–103.
- Asness, Clifford (2004b) "An Alternative Future: Part II", *Journal of Portfolio Management*, Vol. 31, No. 1 (Fall), S. 8–23.
- Bernstein, Peter L. (2003) "Points of Inflection: Investment Management Tomorrow", *Financial Analyst Journal*, Vol. 59, No. 4 (July/August), S. 18–23.
- Bernstein, Peter L. (2004) "Overview: A Fifth Point of Inflection", CFA Institute Conference Proceedings, Points of inflection: New directions for portfolio management.
- Brinson, Gary P., L. Randolph Hood und Gilbert L. Beebower (1986) "Determinants of Portfolio Performance", *Financial Analysts Journal*, Vol. 42, No. 4 (July/August), S. 39–44.
- Caldwell, Ted, und Tom Kirkpatrick (1995) "A Primer on Hedge Funds." Courtesy of Lookout Mountain Capital, Inc.
- Caldwell, Ted. (1995) "Introduction: The Model for Superior Performance", in: Jess Lederman und Robert A. Klein, Hg., *Hedge Funds*. New York: McGraw-Hill.
- Elden, Richard (2001) "The Evolution of the Hedge Fund Industry", *Journal of Global Financial Markets*, Vol. 2, No. 4 (Winter), S. 47–54.
- Fama, Eugene F. (1965) "The Behaviour of Stock Prices", *Journal of Business*, 38, S. 34–105.
- Fama, Eugene F. (1970) "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *Journal of Finance*, 25, S. 383–417.
- Graham, Benjamin (1985) "The Intelligent Investor", 4th revised edition, New York: HarperCollins.
- Grinold, Richard C. (1989) "The Fundamental Law of Active Management", *Journal of Portfolio Management*, Vol. 15, No. 3 (Spring), S. 30–37.
- Grinold, Richard C. und Ronald N. Kahn (2000) *Active Portfolio Management—A Quantitative Approach for Producing Superior Returns and Controlling Risk*, 2nd edition. New York: McGraw-Hill.
- Ineichen, Alexander M. (2000) "In Search of Alpha – Investing in Hedge Funds", Global Equity Research, UBS Warburg, October.
- Ineichen, Alexander M. (2001) "The Search for Alpha Continues– Do Fund of Hedge Funds Managers Add Value?", Global Equity Research, UBS Warburg, September.
- Ineichen, Alexander M. (2003a) "Absolute Returns – Risk and Opportunities with Hedge Fund Investing", New York: John Wiley & Sons.
- Ineichen, Alexander M. (2003b) "Asymmetric Returns and Sector Specialists", *Journal of Alternative Investments*, Vol. 5, No. 4 (Spring), S. 31–40.
- Ineichen, Alexander M. (2003c) "Fireflies before the storm", Global Equity Research, UBS Warburg, June.
- Ineichen, Alexander M. (2004) "Absolute Returns – The Future of Wealth Management?", *Journal of Wealth Management*, Vol. 7, No. 1, S. 64–74.
- Ineichen, Alexander M. (2005) "The Critique of Pure Alpha", Global Equity Research, UBS Investment Bank, June.
- Kahneman, Daniel und Amos Tversky (1979) "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk", *Econometrica*, Vol. 47, S. 263–291.
- Kaiser, Dieter G. (2004) "Hedgefonds—Entmystifizierung einer Anlageklasse - Strukturen, Chancen, Risiken," Gabler Verlag, Wiesbaden.
- Kuhn, Thomas (1962) "The Structure of Scientific Revolutions", University of Chicago Press.
- Lo, Andrew (2004) "The Adaptive Market Hypothesis – Market efficiency from an evolutionary perspective", *Journal of Portfolio Management*, 30th Anniversary Issue, S. 15–29.
- Markowitz, Harry M. (1952) "Portfolio Selection", *Journal of Finance*, Vol. 7, No. 1 (March), S. 77–91.
- Markowitz, Harry M. (1959) "Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments", New York: John Wiley & Sons..
- Peltz, Lois (1994) "A look back—and forward—at the hedge fund community", in: Ronald A. Lake, Hg., "Evaluating and Implementing Hedge Funds Strategies—The experience of managers and investors", 2nd edition, London: Euromoney Books.
- Peltz, Lois (2001) "The New Investment Superstars —13 Great Investors and Their Strategies for Superior Returns", New York: John Wiley & Sons.

Asymmetrische Renditen und aktives Risikomanagement

Samuelson, Paul A., (1965) "Proof that Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly", *Industrial Management Review*, 6, S. 41-49.

¹ Vgl. Ineichen [2000, 2003] zu Details des Absolute-Return-Ansatzes.

² Berkshire Hathaway, Annual Report, 2003

³ Barry Riley, "The hidden risks of safe bonds," *Financial Times (FTfm)*, 21. Februar 2005.

⁴ CFA Magazine, AIMR, Inaugural Issue, January/February 2003.

⁵ Eine alternative Definition für langfristige Investments: "Ein langfristiges Investment ist ein kurzfristiges Investment, bei dem etwas fürchterlich schiefgegangen ist."

⁶ Graham [1985], S. 1. Dieses Zitat stammt ursprünglich aus Grahams erstmals 1934 veröffentlichtem Klassiker "Security Analysis".

⁷ Ausführlicher zur Geschichte der Hedge Fonds: Peltz [1994, 2001], Caldwell und Kirkpatrick [1995], Caldwell [1995], Elden [2001], Anson [2002], Kaiser [2004], sowie Ineichen [2003a].

⁸ Anmerkung: Die Formulierung "auf sein Fachgebiet beschränkt" ist von Bedeutung. In den Anfängen der Asset-Management-Branche handelten die Manager weitgehend unbeschränkt. Hedge Fonds verfahren in ihrer Frühzeit bis zu einem gewissen Grad nach dem Motto "vertraue mir"; auch hier waren die Manager also unbeschränkt. Traditionelle Manager erhielten mit der Einführung von Benchmarks eine Beschränkung, während Hedge-Fonds-Manager lediglich selbstbeschränkt blieben. Heute versuchen viele traditionelle Manager, ihre Bande zu lockern, um zusätzlichen Mehrwert zu erzielen (weil sie "das Gesetz" ähnlich interpretieren wie wir). Es ist aus unserer Sicht nicht ohne Ironie, dass Hedge Fonds jetzt die entgegengesetzte Richtung einschlagen und sich potenziell stärker beschränken. Es ist zu erwarten, dass sich die beiden Managergruppen irgendwo in der Mitte treffen werden.

⁹ Man könnte dagegen anführen, dass es dem Manager durch die Wegfall von Beschränkungen möglich wird, den Rahmen seiner Kernkompetenzen zu verlassen. Beschränkung ist ein widersprüchlicher Begriff; wir begreifen ihn hier im engeren Sinne, also als Beschränkung der Flexibilität des Managers im Rahmen seiner Kernkompetenz oder verwandter Kompetenzen.