

# Die Bedeutung „Alternativer“ Anlagestrategien beim Asset Liability Management

Ziel des Asset Liability Management ist es, die Kapitalanlagen so optimal wie möglich nach bestimmten Kriterien auszurichten.

## 1. Aktuelle Herausforderungen im Asset Liability Management

Im Fokus des Asset Liability Management (ALM) steht die Ausrichtung der Kapitalanlagen dergestalt, dass aktuelle und zukünftige Verpflichtungen (Liabilities) jederzeit gedeckt sind, die Rendite unter Einhaltung gewisser Rahmenbedingungen maximiert wird und die finanzielle Stabilität allzeit gewährleistet ist. In der Praxis wird dieses Ziel oft auf eine Absolute Return-Fragestellung zurückgeführt. Absolute Return<sup>1</sup> bezeichnet dabei eine Gesamrendite, die ein Investor als akzeptabel betrachtet, d.h. die eine von ihm geforderte Mindestrendite (z.B. Kapitalerhalt) in jeder Anlageperiode mit großer Wahrscheinlichkeit übertrifft und im Mittel über viele Anlageperioden hinweg eine bestimmte Zielrendite erreicht bzw. übertrifft. Abhängig von den Erfordernissen der Liability-Seite können die Renditeanforderungen realer oder nominaler Natur sein.

Die aus der Verpflichtungsseite abgeleiteten Zielrenditen deutscher Versorgungseinrichtungen und Versicherungen liegen aktuell bei rund 5%–6% im Jahr. Aufgrund des aktuellen Niedrigzinsumfeldes sind diese Renditen über Rentenanlagen, die mit ca. 70%–80% in den Portfolios dieser Institutionen stark gewichtet sind, nicht zu erzielen. So liegt z.B. die aktuelle 10-Jahres-Rendite für euro-


päische Staatsanleihen bei 3,8% und damit weit unter den angestrebten Zielrenditen von 5%-6% p.a. Auf der Aktienseite haben sich die Renditeerwartungen aufgrund der Baisse in den Jahren 2000–2002 ebenfalls deutlich reduziert. Ging man früher von langfristigen Risikoprämien von Aktien gegenüber erstklassigen Anleihen von ca. 5% p.a. aus, liegen aktuelle Schätzungen eher zwischen 2% und 3% p.a. Aufgrund der ungünstigen Marktentwicklungen in den letzten Jahren haben die Reserven vieler Institutionen stark gelitten. Nicht selten haben sich Überschüsse in Defizite gewandelt. Somit können fehlende Erträge auch nicht durch Auflösung stiller Reserven „finanziert“ werden. Es stellt sich daher die Frage nach „alternativen“ Anlagemöglichkeiten.

## 2. Alternatives als „Alternative“ zu Aktien und Renten

Alternative Investments, zu denen neben Hedgefonds, Private Equity, Kreditderivate (z.B. CDOs) auch Immobilien, Inflation-Linked Produkte und die immer populärer werdenden Rohstoffe zählen, eint der Anspruch unabhängig von der Entwicklung der Aktien- und Rentenmärkte absolut positive Erträge zu generieren. Oftmals handelt es sich bei alternativen Assets jedoch nicht um eigenständige Assetklassen, sondern nur um spezielle Investment- und Anlagestrategien innerhalb bestehender Assetklassen. Man

Ziel des Asset Liability Managements ist es, die Kapitalanlagen so auszurichten, dass die aktuellen und zukünftige Verpflichtungen (Liabilities) jederzeit gedeckt sind, die Rendite unter Einhaltung gewisser Rahmenbedingungen maximiert wird und die finanzielle Stabilität allzeit gewährleistet ist.

<sup>1</sup> Unter dem Schlagwort „Absolute Return“ wird aktuell eine Vielzahl unterschiedlicher Anlagekonzepte angeboten. Die Begriffsbildung ist hier nicht eindeutig. Oftmals bezeichnet Absolute Return eine absolute positive Rendite.



## Viele Investoren profitieren bereits seit langer Zeit von Anlagen in alternative Assets.

denke hier z.B. an die bekannte Hedgefonds-Strategie Long/Short Equity, bei der je nach Markteinschätzung Aktien ge- oder verkauft werden. Vor diesem Hintergrund werden neben den oben aufgeführten „klassischen“ alternativen Investments auch andere „traditionelle“ Strategien mit Absolute Return-Anspruch zum erweiterten Kreis der Alternative Investments gezählt. Die Übergänge und Definitionen sind allerdings fließend.

Viele Investoren profitieren bereits seit langer Zeit von Anlagen in alternative Assets. Eine Vorreiterrolle nehmen dabei High Net Worth Individuals und die großen Universitätsstiftungen in den USA ein. So haben Elite-Universitäten wie Harvard, Yale oder Stanford bis zu 50% in Alternative Investments angelegt und damit in den letzten zehn Jahren jährliche Renditen von im Durchschnitt 15%–16% p.a. erzielt.

Ein Hauptgrund für die hohe Attraktivität alternativer Investments ist das im Vergleich zu Aktien und Renten vorteilhaftere Chance-Risiko-Profil<sup>1</sup>. So haben z.B. Hedgefonds, repräsentiert durch den HFR Fund Weighted Composite, über die letzten acht Jahre hinweg eine durchschnittliche jährliche Rendite von 9,67% und Inflation-Linked Bonds, repräsentiert durch den Barclays World Inflation-Linked Index, eine Rendite von 8,82% erbracht. Im Vergleich dazu betrug die durchschnittliche jährliche Rendite im gleichen

Zeitraum bei Aktien (MSCI World) nur 7,01% und bei Renten (JPM Global) nur 6,56% – und dies bei z.T. deutlich höherer Volatilität. Ein zweiter Grund für die Attraktivität von Alternatives ist die geringe Korrelation zu traditionellen Assetklassen. Dies ermöglicht die Nutzung von Diversifikationsvorteilen und führt letztlich zu einer Reduzierung des Portfoliorisikos, ohne auf den entsprechenden Ertrag verzichten zu müssen.

Bei einem Investment in Alternatives sind jedoch auch einige Besonderheiten zu beachten. So ist die Liquidität dieser Produkte z.T. stark eingeschränkt (z.B. bei Immobilien oder Private Equity), die Transparenz über Portfolios und Strategien ist oft nur in begrenztem Ausmaß gegeben und die rechtliche bzw. steuerliche Seite ist oft kompliziert. Aufgrund der speziellen Eigenschaften von Alternatives im Vergleich zu traditionellen Anlageformen (z.B. nichtnormalverteilte Renditen) lassen sich darüber hinaus konventionelle Analysemethoden und Asset Allocation Tools nur sehr bedingt zur Ableitung von Allokationsentscheidungen und Risikobetrachtungen einsetzen. Im Rahmen der Asset Liability-Modellierung sind daher sophisticatedere Tools einzusetzen, die den Eigenschaften dieser Assetklassen besser gerecht werden. Ein solches Instrument stellt das risklab germany Alternatives Analysis Framework dar.

<sup>1</sup> Die im Folgenden angegebenen Renditedaten verstehen sich in USD. Jedoch hätte die kontinuierliche Absicherung in EUR auf die Wertentwicklungen eine nur geringe Auswirkung.

### 3. Wertbeitrag von Alternatives am Beispiel Hedgefonds

Unter Anwendung des risklab-Frameworks lässt sich der Wertbeitrag von Alternatives im ALM-Kontext untersuchen und transparent darstellen. Wir betrachten dazu eine typische Versorgungseinrichtung (z.B. eine Pensionskasse) mit einer langfristigen Zielrendite von 5% p.a. Das aktuelle Anlageportfolio besteht zu 30% aus Aktien, repräsentiert durch den MSCI Europe, und zu 70% aus Renten, abgebildet durch den Lehman Brothers Euro-Aggregate Index. Unterstellt man einen langfristigen Renditeerwartungswert von 7% p.a. für Aktien und 4,25% p.a. für Renten, so ergibt sich für das Gesamtportfolio eine Renditeerwartung von 5,08% p.a. Für die Volatilität der Aktien unterstellen wir einen Wert von 16% p.a. und für die der Renten einen Wert von 4% p.a. Unter Berücksichtigung der Korrelation zwischen Aktien und Renten resultiert daraus eine Portfoliovolatilität von 5,15% p.a. Als alternative Anlagemöglichkeit werden Hedgefonds, repräsentiert durch den HFRI Fund of Fund Index, in Betracht gezogen. Für das Hedgefonds-Investment unterstellen wir eine durchschnittliche Rendite von 6,80% p.a. bei einer Volatilität von 5,69% p.a. Beides sind sehr konservative Schätzungen. Als zentrale Ergebnisse der Analyse lassen sich festhalten:

- Die Beimischung von Hedgefonds verbessert das Chance-Risiko-Profil der Ausgangsallokation substanziell. Bei einer 10%igen Beimischung erhöht sich die mittlere Portfoliorendite von 5,08% auf 5,14%. Gleichzeitig sinkt die Portfoliovolatilität von 5,15% auf 4,58%. Des Weiteren halbiert sich die Verlustwahrscheinlichkeit nahezu von 1,3% auf 0,7%.
- Die optimale Allokationsquote für Hedgefonds liegt abhängig vom verwendeten Optimalitätskriterium zwischen 25% und 35%.

- Den besten Portfolioeffekt erzielt man, wenn man Aktien durch Hedgefonds substituiert.

Weitere Analysen von risklab germany zeigen, dass ganz generell alternative Assetklassen einen positiven Wertbeitrag zur strategischen Asset-Allokation liefern. Insofern sind die obigen Ergebnisse nicht als spezifisch für Hedgefonds anzusehen. Die optimalen Allokationsquoten für die verschiedenen alternativen Assetklassen unterscheiden sich jedoch z.T. deutlich.

### 4. Implikationen für Investoren

Die Integration von alternativen Assetklassen in traditionelle Portfolios ist unter Ertrags- und Risikogesichtspunkten vorteilhaft und daher zu empfehlen. Dies gilt besonders im aktuellen Niedrigzinsumfeld. Es ist daher unschwer vorherzusagen, dass alternative Assetklassen auch und gerade im Kontext des Asset Liability Management enorm an Bedeutung gewinnen werden. Sie werden in Zukunft neben Aktien und Renten zu einer festen Größe in institutionellen Portfolios werden. Dabei wird neben ausgefeilten Analysemethoden und fundiertem Investment-Know-how sicherlich auch der Zugang zu Top-Produkten bzw. Topmanagern (v.a. im Private Equity und Hedgefondsbereich) zu einem wesentlichen Erfolgsfaktor für Investoren werden.

Reinhold Hafner ist seit 2003 Managing Director der risklab germany GmbH. Im Jahre 1997 kam er als Financial Engineer zur RiskLab GmbH nach München. Seit dem Jahre 2001 leitete er dort den Bereich Market Analytics. Dieser Bereich beschäftigte sich mit der Entwicklung von quantitativen Modellen für die Assetklassen Aktien und Währungen. Reinhold Hafner schloss sein Studium der Betriebswirtschaftslehre an der Universität Augsburg mit dem Titel Diplom-Kaufmann im Jahre 1997 ab. Im Frühjahr 2004 legte er seine Promotion zum Thema Faktorenbasierte stochastische implizite Volatilitätsmodelle an der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Universität Augsburg ab. An verschiedenen Universitäten ist Reinhold Hafner zusätzlich als Gastdozent tätig.

