

# STRATEGISCHES INVESTITIONEN STRATEGISCHES

**Multi Asset:  
vielfältig und  
vierversprechend**





# Multi Asset – die hohe Schule des Investierens

Dr. Hubert Dichtl, *Privatdozent und Geschäftsführer der Dichtl Research & Consulting GmbH*

**Multi-Asset-Fonds stellen ein interessantes Anlage-Vehikel für institutionelle Kapitalanleger dar, mit dem diese eine Vielzahl an wichtigen Anlageentscheidungen an qualifizierte und spezialisierte Asset Manager auslagern können. Die Auswahl eines erfolversprechenden Managers beziehungsweise Fonds, ebenso wie die laufende Erfolgskontrolle, bleibt eine mitunter anspruchsvolle Aufgabe.**

Bis Ende der Neunziger Jahre schien die Welt des Investierens noch einfach und klar strukturiert zu sein. Das 1995 erschienene Buch „Active Portfolio Management“ von Richard Grinold und Ronald Kahn bringt die damals vorherrschende Sichtweise anschaulich zum Ausdruck: Der Kern dieser Anlagephilosophie besteht in der Vergabe von zum Beispiel reinen Aktien- und Rentenmandaten, wobei das Mandatsprofil in einer klar definierten Benchmark zum Ausdruck kommt. Bei einem aktiven Mandat besteht das Ziel darin, eine höhere Rendite als der Benchmark-Index (die sogenannte aktive Rendite) zu erwirtschaften. Das dabei eingegangene Risiko wird mit Hilfe des Tracking Errors quantifiziert, der durch die Standardabweichung der aktiven Renditen definiert ist. Per definitionem weist dieses Risikomaß für die passive Benchmark-Anlage einen Wert von null auf.

Nach dem Platzen der Technologieblase in den Jahren 2001 und 2002 ist das Denken in absoluten statt relativen Renditezielen in den Vordergrund gerückt. Die Finanzmarktkrise in 2008 hat auch noch einmal eindrücklich bestätigt, dass hohe Aktienmarktverluste kein Relikt aus vergangenen Tagen sind. Gleichzeitig zeigte sich auch, dass die Korrelationen zwischen den verschiedenen Assetklassen in Krisenphasen deutlich ansteigen können. Darüber hinaus hat sich die Anlagesituation für institutionelle Anleger dahingehend weiter verschärft, als dass

sie nun schon seit einigen Jahren mit einem Null- beziehungsweise Negativzinsumfeld konfrontiert sind.

All diese negativen Tendenzen haben positiv zur Entwicklung eines Anlagestils beigetragen, der gemeinhin unter der Bezeichnung Multi Asset bekannt ist. Hier werden dem Manager bewusst viele Freiheitsgrade eingeräumt. So umfasst das dem Manager zur Verfügung stehende Anlageuniversum neben internationalen Aktien und Renten häufig auch Gold, Rohstoffe, Währungen und Geldmarktanlagen. Die Verantwortung für die Allokation in die verschiedenen Assetklassen wird hier bewusst in die Hände des Fondsmanagers gelegt. Die Bandbreite der Anlagekonzepte reicht von eher statischen Ansätzen mit geringen Umschichtungen, bis hin zu sehr dynamischen Ansätzen. Die Anlagestrategie kann auf Long-only-Allokationen beschränkt sein oder auch Long/Short-Allokationen vorsehen. Es existieren sowohl Multi-Asset-Fonds mit expliziter Wertsicherung, als auch solche, die keine Wertsicherung vorsehen. Dementsprechend können auch Derivate zum Einsatz kommen.

Bei der Auswahl der Multi-Asset-Strategie steckt der Teufel im Detail. Aufgrund der extremen Heterogenität der vorhandenen Strategien obliegt es dem Anleger, zunächst klare Vorgaben bezüglich seiner Anlageziele zu formulieren. Sowohl für die anschließende

Managerauswahl, aber insbesondere auch für das laufende Controlling stellt sich die Frage nach adäquaten Maßzahlen zur Risiko- beziehungsweise Performance-Messung. So ist beispielsweise bei bestimmten Arbitrage-Strategien, beim Einsatz von Derivaten oder aber auch bei Multi-Asset-Strategien mit expliziter Wertsicherung aufgrund eines asymmetrischen Renditeprofils die Volatilität als Risikomaß nicht mehr sachgerecht. Vielmehr sollten in einem solchen Fall downside-orientierte Risikomaße, wie zum Beispiel Lower Partial Moments, Conditional Value-at-Risk oder auch spezielle Tail-Risk-Maße zum Einsatz kommen. Die Performance-Messung sollte dementsprechend dann auch nicht mit der volatilitätsbasierten Sharpe Ratio erfolgen, sondern beispielsweise mit der Sortino Ratio oder auch der Omega Ratio.

Zur Analyse der Erfolgsfaktoren eines aktiven Aktienfonds-Managers hat sich in der Investment-Praxis das Carhart 4-Faktorenmodell als leistungsfähig erwiesen. Dieses Modell greift bei der Analyse von Multi-Asset-Fonds allerdings zu kurz. Glücklicherweise stellt aber auch hier die akademische Forschung entsprechende Modelle bereit. Zu nennen ist hier beispielsweise das 9-Faktormodell von Klement (2015), das Volatilitäts-, Währungs- und Rohstoff-Faktoren enthält.

Auch stellt sich die Frage nach dem Aussagegehalt der klassischen Korrelationsanalyse. Hier haben sich statistische Clustering-Verfahren und auch Künstliche Neuronale Netze (zum Beispiel Kohonen-Netze) als wesentlich leistungsfähiger herausgestellt.

# Multi Asset Management: Passgenaue Lösungen für die individuellen Anforderungen der Investoren

**Das andauernde Zinstal sowie das spätzyklische Konjunkturfeld stellen Anleger vor immer größere Herausforderungen. Im Zentrum der Überlegungen vieler Anleger steht die Frage, wie in dieser Marktsituation ein Portfolio konstruiert werden muss, um selbst moderate Ertragsersparungen bei überschaubaren Risiken erfüllen zu können.**

Während der Trend zu einer breiteren und internationaleren Diversifikation der Asset-Klassen bereits seit längerer Zeit eine Antwort auf diese Fragestellung liefert, ist jüngst vor allem die Einbindung von alternativen Anlageformen im Multi Asset Kontext zur gängigen Praxis geworden. Der Investitionsfokus unter diesen alternativen Anlageformen liegt dabei schwerpunktmäßig auf Immobilien- und Infrastrukturinvestments. Aber auch sogenannte „Liquid Alternatives“, wie zum Beispiel Long/Short-Ansätze oder Konzepte, die auf alternative Risikoprämien als Ertragsquellen abstellen, bilden eine sinnvolle Ergänzung zeitgemäßer Portfolios.

Hieraus erwachsen neue Fragestellungen in Bezug auf die strategische Asset-Allokation, da für illiquide oder alternative Investments klassische Optimierungsmethoden oftmals an ihre Grenzen stoßen: Andersartige Renditeverteilungen, ein Mangel an langen Datenhistorien vor allem in geeigneter Frequenz oder die große Heterogenität und mithin mangelnde Vergleichbarkeit einzelner Zielinvestments erschweren eine sinnvolle Integration dieser Asset-Klassen in traditionelle Optimierungen. Eine sorgfältige Due Diligence, insbesondere bei illiquiden Assets, sowie ein umfangreiches zusätzliches qualitatives Assessment sind somit unerlässlich. Der Multi Asset Manager sollte daher den Austausch mit Spezialisten aus den eingesetzten alternativen Anlageformen nutzen können.

Nicht zuletzt wegen der wachsenden aufsichtsrechtlichen Herausforderungen wird für Anleger auch eine umfassende und passgenaue Betreuung wichtiger. Denn Investoren sind nicht nur auf ein professionelles Asset- und Risikomanagement Know-how angewiesen, sondern nutzen zunehmend auch weiterführende Beratungs- und Treuhandangebote. Ein professioneller Multi Asset Manager muss damit heute nicht nur sein „Kerngeschäft“ verstehen, sondern seinen Kunden als Sparringspartner für die gesamten Kapitalanlagen beratend zur Seite stehen – angefangen von bilanziellen und steuerlichen Fragestellungen bis hin zum gesamten Anlageprozess.

Das Kernstück in der Umsetzung eines Multi-Asset-Ansatzes bildet nach wie vor ein stringenter und nachvollziehbarer Investmentprozess. In der Regel greift der Multi Asset Manager dabei im Rahmen der Implementierung auf Spezialisten in den einzelnen Anlageformen zurück. Hierbei sind zwei Aspekte wichtig: Zum einen muss der Multi Asset Manager stets den Gesamtüberblick über die Portfolioausrichtung behalten. Zum anderen fordert ein steigender Kostendruck eine effiziente und professionelle Umsetzung.

Zunächst stellt sich die Frage, welche Asset-Klassen eines Portfolios über ein sinnvolles Volumen für eine physische Investition verfügen beziehungsweise in welche effizienter über Publikumsfonds oder ETFs investiert werden kann? Durch diese Vorgehensweise wird automatisch das Managerrisiko reduziert. Der Multi Asset Manager behält dabei die Gesamtverantwortung für die Performance und entscheidet somit, welche Strategien zum Einsatz kommen. Darüber hinaus ist zu beachten, welches Risikobudget zur Verfügung steht. Ist der Einsatz eines Overlay-Managements notwendig, um die Renditeziele risikokontrolliert zu erreichen oder sollen nur die maximalen Draw Downs kontrolliert werden? Welche taktischen Komponenten sind im Gesamtkontext sinnvoll zu ergänzen, um unter der Beachtung eines Risikobudgets kurzfristige Marktopportunitäten zu nutzen? Wie sieht die Planung der Kapitalabrufe der illiquiden Investments aus? Welche Anforderungen bestehen an die Cashflows? Zusätzlich sind je nach Anlegergruppe verschiedene Aspekte zu berücksichtigen. Wie diese im Detail aussehen können, wird im Folgenden an zwei Praxisbeispielen verdeutlicht.

## **Fallstudie 1: bAV-Anleger mit klassischer Defined-Benefit-Zusage**

Der erste Anleger ist ein klassischer Defined-Benefit-Anleger der bAV mit Garantieverzinsung. Der Startpunkt für das Multi Asset Management beginnt mit der ALM-Studie. Diese wird entweder direkt begleitet oder durch einen externen Consultant erstellt. Nach Vorliegen der ALM-Studie beginnt die Hauptaufgabe der Umsetzung: der Transfer der theoretischen Asset-Allokation aus der ALM-Studie in die Praxis. Vor der Investition der strategischen Allokation ist zu überlegen, wie die Mittel investiert werden. Länder- und Währungsrestriktionen stehen hier typischerweise weniger im Vordergrund. Ebenfalls sind lange Durationen bei bAV-Anlegern aufgrund der langen Duration der Passiva zu erwarten. Hier ist im Einzelfall zu klären, ob dies tatsächlich zur Zinssituation passt.



Thomas Nitschke, CFA  
Gruppenleiter Multi Asset & bAV  
Helaba Invest

Oft sitzen Arbeitgeber- und Arbeitnehmervertreter bei der Ausrichtung der Anlagestrategie kooperativ an einem Tisch. Beide Seiten wollen eine möglichst gute Erreichung der Garantieverzinsung ohne allzu große Belastungen des Arbeitgebers durch eventuelle Nachschusspflichten. Ebenso sollte die Anlagestrategie im Unternehmen vermittelbar sein. Typisch sind in diesem Zusammenhang die folgenden Fragestellungen: Was ist der bilanzielle Rahmen? Welche freiwilligen oder regulatorischen Rahmenbedingungen, wie beispielsweise die Pensionsfonds-Aufsichtsverordnung (PFAV), müssen erfüllt sein? Welche Daten können durch den Asset Manager für eine Mitarbeiterinformationsplattform automatisiert bereitgestellt werden? Der Trend in der Betreuung von bAV-Anlegern geht dabei über das dargestellte Asset Management hinaus. Vielmehr werden zunehmend Fiduciary-Management-Angebote nachgefragt. Neben dem Asset und dem Risikomanagement bedeutet dies auch, dass der Asset Manager mit Partnern der Bilanzstrukturierung zusammenarbeitet, die beispielsweise Ausfinanzierungen über Gruppen CTAs zur Verfügung stellen.

### Fallstudie 2: Depot-A Management bei Sparkassen

Eine Sparkasse verfolgt grundsätzlich ähnliche Ziele mit einem Multi-Asset-Fonds wie ein bAV-Anleger. Darüber hinaus sind jedoch Anforderungen aus der Regulatorik, dem Meldewesen, den erforderlichen Cashflows und dem Management der Schnittstellen zur KVG und der Verwahrstelle zu beachten. Dem Risikomanagement kommt hier eine besondere Bedeutung zu, da eine Sparkasse je nach Risikoklasse unterschiedlich viel Eigenkapital unterlegen muss. In der Regel werden zwei Lösungsansätze zur Ermittlung der aus Anlegersicht optimalen Fondstruktur unterschieden: erstens als Ergebnis einer „klassischen“ Portfoliooptimierung und zweitens als Ergebnis eines optimierten gesamten Depot-A. Letzteres ist der Fall, der hier näher zu betrachten ist. Aus Sicht der Gesamtbanksteuerung ist ein Spezialfonds Teil des gesamten Depot-A, für welches im Rahmen einer Asset-Allokation-Studie eine optimale Struktur ermittelt wird. Das Optimum hängt dabei von den individuellen Anforderungen der Sparkasse ab. Im Idealfall wird eine Struktur gefunden, die bei gleichen Ertragserwartungen weniger Risikokapital für die Sparkasse bindet.

Im nächsten Schritt werden Teile der optimierten Asset-Allokation bestmöglich in einen oder mehrere Spezialfonds überführt, ohne

die Asset-Allokation des Depot-A zu verändern. Ziel für jede Fondsstruktur ist eine aus Risiko- und Ertragsgesichtspunkten sinnvolle Mischung von Asset-Klassen. Dies ist zwingend erforderlich, da jeder Spezialfonds in der Bilanz eine juristische Einheit mit Abschreibungsrisiko darstellt.

Gerade für Sparkassen ist der ordentliche Nettoertrag eine entscheidende Steuerungsgröße. Somit sollte die finale Fondsstruktur nicht nur einen entsprechenden durchschnittlichen Kupon haben, sondern ebenfalls eine durchschnittliche Performanceerwartung aufweisen, die sicherstellt, dass die Ausschüttung auch durch die Wertentwicklung verdient wird. Auf diese Weise können entsprechende Abschreibungen vermieden werden. Zusätzlich wird regelmäßig geprüft, ob vorhandene Direktbestände der Sparkasse in die Fondsstrukturen überführt werden können (Sacheinbringung). Dies ermöglicht dem Anleger die Verschiebung von handelsrechtlichen stillen Reserven in Fonds. Die unterschiedliche steuer- und handelsrechtliche Behandlung ist dabei zwingend zu beachten.

In einem letzten Schritt wird in Zusammenarbeit mit der Sparkasse ein konkretes Limitsystem erarbeitet und in Anlagerichtlinien überführt. Dabei werden auf Basis des verfügbaren Risikokapitals in der Regel Höchstgrenzen für Länder, Emittenten, Konzerne, Ratingklassen et cetera definiert.

### Fazit

Ein stringenter und nachvollziehbarer Investmentprozess bildet nach wie vor das Herzstück des Multi Asset Managements. Dieser wird von den Anlegern jedoch als Standard vorausgesetzt und weniger in Frage gestellt. Entscheidend für die Anlegerkommunikation sind vielmehr auf den jeweiligen Kunden beziehungsweise die Kundengruppe zugeschnittene Lösungen. Dafür sind im Fondsmanagement Spezialisten unabdingbar, die nicht nur die einzelnen Asset-Klassen, sondern auch die Bedürfnisse der unterschiedlichen Anlegergruppen verstehen. Die Helaba Invest managt seit 2001 Multi Asset Mandate und verwaltet inzwischen ein Volumen in Höhe von circa elf Milliarden Euro. Dabei verstehen wir uns als Anbieter passgenauer Lösungen für die individuellen Anforderungen unserer Investoren und verbinden als Full-Service-KVG unsere Expertise im Management liquider und illiquider Asset-Klassen mit unserer Kompetenz in der Administration.

# Multi Asset en détail

Interview mit **Thomas Nitschke**, Gruppenleiter Multi Asset & bAV der Helaba Invest, zu den Feinheiten von Multi Asset in der Umsetzung

## *Sind Overlays das günstigere Multi Asset?*

Risiko- und Taktik-Overlay im klassischen Sinne sind für uns noch kein Multi Asset Management. Es beginnt zu verschwimmen, wenn der Overlay-Manager zusätzlich über die Strategische Asset-Allokation oder Managerselektion mitentscheidet. Liegt die Verantwortung für das Gesamtmandat beim Overlay-Manager, unterscheidet sich dieses kaum von einem Multi Asset Management. Ein moderner Multi Asset Manager verantwortet die Performance. Er muss sich Gedanken machen, welche Teile des Portfolios er intern oder extern direkt vergibt beziehungsweise gegebenenfalls über ETFs oder Publikumsfonds abbildet. Professionelles und modernes Multi Asset Management involviert somit immer mehrere Spezialisten. Der Manager steuert die einzelnen Bestandteile (Marktrisiken) und ist somit für die strategische Ausrichtung „tonangebend“.

## *Sind Quoten, Wertuntergrenzen, Rendite- und Ausschüttungsziele die üblichen Vorgaben des Investors? Können diese die Flexibilität des Managers einschränken?*

Im Rahmen der Optimierung einer Strategischen Asset-Allokation sind dies die entscheidenden Zielparameter. Primär sind Zielrendite und Risikobudget relevant. Weitere Faktoren wie Ausschüttungshöhe, Fondspreisuntergrenzen zur Wertsicherung oder weitere Besonderheiten wie ESG-Aspekte fließen als Nebenbedingungen ein. Natürlich sind weniger Einschränkungen immer besser. Betrachtet man die Theorie von effizienten Portfolios wird schnell klar, dass jede Restriktion die Effizienz im Erwartungswert verringert.

Aber was ist das oberste Ziel? Nach unserer Auffassung besteht es darin, die Gelder des

Anlegers unter den vorgegebenen Kriterien zu managen. Aufsichtsrechtliche Themen gewinnen für unsere Kunden und somit auch für uns entscheidend an Bedeutung. Unsere Aufgabe ist es, den Anleger zu unterstützen, diese möglichst gut zu erfüllen.

Dies führt dazu, dass Renditen nicht immer an erster Stelle stehen, sondern Controlling-Aspekte manchmal wichtiger sind. Der moderne Multi Asset Manager muss hierauf Antworten finden. Zudem ist es wichtig, gemeinsam mit dem Anleger einzelne Restriktionen hinsichtlich der tatsächlichen Notwendigkeit zu hinterfragen.

## *Wie kritisch ist die Interaktion zwischen Manager und Investor bezüglich der Freigabe neuer Risikobudgets?*

Unsere Erfahrung zeigt: Je stringenter die Verfahren vereinbart und dokumentiert sind, desto reibungsloser verläuft die Zusammenarbeit. Letztendlich ist mit dem Anleger abzustimmen, inwieweit er in diese Entscheidungsprozesse und die Kommunikation eingebunden werden möchte.

Nach der Brexit-Abstimmung in 2016 haben wir beispielsweise mit unseren Overlay-Anlegern am frühen Vormittag Gespräche geführt, um für eine kurze Zeitspanne die Risikologik auszusetzen. Für uns war die Volatilität der Märkte eine Übertreibung.

## *Machen Anleihen bewertungstechnisch noch Sinn? Was können Substitute sein?*

Grundsätzlich ist es sicher richtig, dass Risikoprämien durch die Notenbank-Politik verzerrt und auch bei Anleihen nicht adäquat sind. Jedoch machen Anleihen in einem Multi Asset Portfolio aus Risiko- und Diversifikationsgründen Sinn. Trotz niedriger Renditen dienen Staatsanleihen als

sicherer Hafen. Gerade im zweiten Halbjahr 2018 zahlte es sich aus, einen Grundstock von AAA und deutschen Staatsanleihen als Anker im Portfolio zu haben.

Des Weiteren liefert eine breit diversifizierte Rentenanlage im Erwartungswert ein besseres Rendite-/Risikoprofil als reine Staatsanleihen. Als Alternative zu Anleihen werden immer mehr alternative Anlagestrategien wie Risikoprämien oder synthetische Aktienanleihen und vor allem illiquide Assets aus dem Bereich Immobilien und Infrastruktur eingesetzt.

## *Woher kommen ohne Zinserträge frische Risikobudgets?*

Dies ist stark vom Anleger abhängig. Ist die Kapitalanlage die einzige Performancequelle, gibt es Möglichkeiten, dies bei der Konzeption der Wertsicherung zu berücksichtigen. Am einfachsten ist es, einen Teil des Risikobudgets für den Wiedereinstieg zu reservieren. Komplexere Varianten, wie die Kombinationen einer festen Wertuntergrenze mit einer Steuerung des maximalen Draw Down, sind ebenfalls denkbar. Erlaubt die Allokation alternative Anlageformen, können beispielsweise über ein konservatives Investment in Core-Immobilien Zinserträge kompensiert werden.

## *Ist Multi Asset pro- oder antizyklisch?*

Multi Asset ohne Wertsicherung ist aus unserer Sicht weder noch. In Portfolien mit Wertsicherung entsteht eine Prozyklik, der man allerdings mit einer intelligenten Antizyklus-Strategie begegnen kann. Kernidee der Antizyklus ist nicht nur in schlechten Phasen Exposure zu reduzieren, sondern dies ebenfalls in guten Phasen zu machen und damit Gewinne „einzuloggen“.

# Aktieneinstiegsprogramme bei knappen Risikobudgets

**Aktien sind langfristig eine attraktive Asset-Klasse und institutionelle Investoren sind Langfristanleger. Trotzdem sind die Aktienquoten in der Regel überschaubar. Gründe liegen in der Regulatorik, in Bilanzierungserfordernissen und in knappen Risikobudgets. Verschiedene Ansätze bieten jedoch trotz dieser Widrigkeiten Möglichkeiten für höhere Aktien-Exposures.**

Die Musik in den institutionellen Kapitalanlagen spielte in den vergangenen Jahren bei Infrastruktur, Immobilien und Private Debt. In diesen Bond-Proxy-Assets wurden Positionen aufgebaut und in diversen Subsegmenten feinjustiert. Dafür fiel der Anteil der „Anlageart Renten“, so der Sprachgebrauch des Versicherungsverbands GDV, bei Erstversicherern von 2011 bis 2017 von 88,7 auf 84,9 Prozent. „Darlehen an Kreditinstitute und laufende Guthaben“ schrumpften in diesem Zeitraum sogar von 16 auf 8,7 Prozent. Was man aber trotz dieser Verschiebungen nicht übersehen sollte: Die Aktienquote der Erstversicherer legte um etwa 80 Prozent kontinuierlich auf 5,1 Prozent zu. Im Jahr 2011 lag die Aktienquote bei nur 2,8 Prozent. Nun weisen Lebensversicherer in der GDV-Statistik 4,7, Personenversicherer 4,5 und Schaden-/Unfallversicherer sogar 7,9 Prozent aus. Die Private-Equity-Quote der Erstversicherer konnte sich von 2010 bis 2017 mit nun 1,3 Prozent mehr als verdoppeln. Auffallend an den GDV-Statistiken ist zudem, dass die Hedgefonds-Quote – wenn auch auf sehr geschrumpften Niveau – im vergangenen Jahr leicht von 0,3 auf 0,4 Prozent zulegte. Auch diese alternative Asset-Klasse trug also ein wenig dazu bei, dass Aktienrisiken in den Portfolios der Erstversicherer gestiegen sind. Insgesamt kamen die Erstversicherer Ende vergangenen Jahres auf 1.351 Milliarden Euro an Kapitalanlagen. Im Jahr 2000 lag die Aktienquote der Erstversicherer noch bei 26,4 Prozent – im Durchschnitt wohl gemerkt. Die Folgen sind bekannt. Im Jahr 2009 – nach der nächsten Finanzkrise – war die Aktienquote auf 2,3 Prozent geschrumpft. Dass die Quoten trotz des Aktiendesasters in der TMT-Bubble heute wieder steigen, muss nicht verwundern. Anlagealternativen sind überbeuert und der Garantiezins liegt heute nicht mehr bei vier, sondern bei nur noch 0,9 Prozent, was mehr Risikobudget freisetzt.

Dass Aktien künftig wieder eine größere Rolle bei Versicherungen spielen, zeigen verschiedene Beispiele. Dreimal mehr Aktien als der Wettbewerb hält die Allianz Leben mit zehn Prozent Dividendentitel

bereits jetzt schon. Der Zielwert liegt aber bei 13 bis 18 Prozent. Absolut betrachtet peilt die mit etwa 250 Milliarden Euro größte Lebensversicherung damit mittelfristig Aktienzukäufe von zehn Milliarden Euro an. Die Aktienquote der R+V Lebensversicherung lag Ende 2017 bei 6,4 Prozent. Das Aktienengagement soll abhängig von der Risikotragfähigkeit der R+V Lebensversicherung AG leicht erhöht werden. Als Basis der Kapitalanlagetätigkeit beschreibt die R+V eine auf Sicherheit bedachte langfristige Anlagestrategie verbunden mit einem modernen Risikomanagement. Bezüglich des Managements von Aktienrisiken basiere dieses auf einem Core-Satellite-Ansatz, bei dem Core-Aktien große stabile Unternehmen in absicherbaren Indizes umfassen und Satellite-Aktien zur Verbesserung des Rendite-Risiko-Profiles beigemischt werden. Zusätzlich werden asymmetrische Strategien verwendet, die regelbasiert Aktienexposure vermindern oder erhöhen. Aufgrund des breit diversifizierten Kapitalanlageportfolios reduziere sich das Risiko, Aktien zum falschen Zeitpunkt veräußern zu müssen.

Überdurchschnittlich in Aktien investiert ist mit knapp sechs Prozent auch die Lebensversicherung der Alte Leipziger. Möglichkeiten, Dividendentitel weiter zuzukaufen, sah der im Sommer ausgeschiedene Vorstandsvorsitzende Dr. Walter Botermann trotz einer Solvabilitätsquote von 302 Prozent jedoch nicht. Hinderungsgrund sind die Ambitionen der europäischen Versicherungsaufsicht Eiopa, im Rahmen ihres Solvency-II-Reviews die Ultimate Forward Rate zu ändern: „Die Absenkung des langen Endes macht nicht viel aus“, so Botermann im Juli 2018 (siehe portfolio institutionell; Juli-Ausgabe Seite 31). „Eine Verschiebung des Extrapolationsstarts vom Jahr 20 auf das Jahr 30 würde aber 80 bis 90 Prozentpunkte ausmachen. Unsere Solva würde dann von 300 Prozent auf etwa 200 Prozent sinken. Wenn sich dann das Zinsniveau in der nächsten Krise absenkt, sinkt auch die Solvabilität weiter.“

Dass Aktien eine attraktive Asset-Klasse sind, zeigt sich aber vor allem in einem Beispiel, das bislang mit einem stark gezügelten Aktienappetit sehr gute Erfahrungen gemacht hat – nun aber offenbar der Zinsmisere Tribut zollen muss. Die Debeka-Versicherungsgruppe will künftig mit einer neu gegründeten Asset-Management-Gesellschaft „eigenverantwortlich Aktien in Fondsstrukturen der Unternehmensgruppe verwalten“. CFO Ralf Degenhart Anfang Juli: „Die Kapitalanlage ist eine Kernkompetenz



Patrick Eisele  
*Chefredakteur  
portfolio institutionell*

der Debeka, die wir mit der Gründung zusätzlich fest im eigenen Hause verankern. Traditionell spielten Aktien bei uns eine eher untergeordnete Rolle. Mit der neuen Gesellschaft reagieren wir auf aktuelle Kapitalmarktanforderungen und bleiben zukunftsfähig“, so Degenhart. „Insbesondere auf der Produktseite gehen wir mit neuen Tarifen in der Altersvorsorge andere Wege als früher. Indem wir Aktien in Fondsstrukturen eigenverantwortlich managen, bietet uns die Debeka vielfältige Kostenersparnisse. Zusätzlich erhöht sie unsere Flexibilität und richtet die Aktienanlage der Debeka-Versicherungsunternehmen neu aus.“

Wie seit 1987 öfters erlebt, kann es jedoch zu heftigen Markteinbrüchen kommen. Bilanzsensitive Investoren, insbesondere diejenigen mit geringen Risikobudgets, benötigen darum risikobegrenzende Aktienansätze. Sempel, aber auch sinnvoll, um behutsam eine Aktienallokation aufzubauen, ist das Cost Averaging, also zum Beispiel die Investition schrittweise über mehrere Quartale hinweg zu investieren. Dies hat auch für den Asset Manager Vorteile. Allerdings kann man sich mit Cost Averaging in langen Abwärtsphasen wie von März 2000 bis März 2003 auch zu Tode verbilligen. Sophistiziertere Ansätze versprechen mehr Kontrolle über die Downside – einen Haken gibt es jedoch immer. Ein permanenter Hedge mit Put-Optionen ist teuer. Overlays mögen das Risiko begrenzen, verbauen in der Regel aber nach oben hin viele Chancen und helfen nicht unbedingt für den Wiedereinstieg. Die Nachteile von Mischfonds oder Multi-Asset-Ansätze liegen im hohen Anteil von teuren Fixed-Income-Assets, teuren Management Fees und in der Abgabe der Kontrolle über die Asset-Allokation. Dr. Bernd Meyer, Leiter Multi Asset bei Berenberg, bemängelt die mittlerweile fehlende Diversifikation in Multi-Asset-Portfolios. Die besten Diversifizierer, nämlich Staatsanleihen, seien aus Renditegründen zugunsten von vor allem Unternehmensanleihen ausgetauscht worden. Mit diesem Tausch erhöhen sich allerdings auch die Liquiditätsrisiken.

#### **Multi Asset etabliert sich bei Institutionellen**

Trotzdem hat das Interesse an Multi Asset zugenommen. Ende 2017 konstatierte Jürgen Huth, Consultant bei Faros Consulting: „Multi Asset, insbesondere mit Wertsicherung, hat an Bedeutung in Mandatsausschreibungen gewonnen.“ Gemäß einer Ted-Umfrage auf dem 2017er Faros Institutional Investors Forum plante etwas mehr als die Hälfte in Multi Asset zu investieren oder ist bereits

investiert. Ein Fünftel ist „in Überlegung“. Knapp die Hälfte sieht in Multi-Asset-Mandaten mit Wertuntergrenze gar eine Alternative zu einem Masterfonds mit Overlay. Die Deutsche Post hat bereits seit längerem eine Master-KVG mit Overlay, die allerdings nicht zur gänzlichen Zufriedenheit von Manfred Bubenheim vom Group Pension & Asset Management arbeitet: „Das Overlay ist sehr prozyklisch und von der Performance der in der Master-KVG aufgehängten Asset Manager hatte man sich mehr versprochen. Als im Jahr 2015 der Konzern für die Dotierung der Pensionsgelder Cash nachschoss, wurde dieses auch in Multi-Asset-Strategien allokiert. „Von den Multi-Asset-Managern erwarten wir, dass die Wertuntergrenzen eingehalten werden“, so Bubenheim. Auf Grund der Erfahrungen mit der Finanzkrise arbeitet die Deutsche Post seit 2010 mit Wertuntergrenzen und Risikobudgets. Von vergleichbar großer Bedeutung ist die Einhaltung der an den Asset Manager kommunizierten Wertuntergrenze für Thomas Vaitl, Leiter Treasury, Finanz- und Investitionsmanagement beim ADAC: Die Bilanzierung erfolgt nach HGB unter Anwendung des gemilderten Niederstwertprinzips. Erst wenn der Anteilscheinpreis nachhaltig und deutlich unter die bei Auflage fixierte Wertuntergrenze fällt, bestünde Abschreibungsbedarf, den es absolut zu vermeiden gilt.“ Teil einer Diversifikationsstrategie des ADAC war auch die Auflage von zwei global und breit über mehrere Asset-Klassen investierten Multi-Asset-Fonds. Gegen ein Master-Fonds-Konstrukt – direkt abgeleitet aus der SAA und gesichert durch ein Risiko-Overlay – habe im Entscheidungsprozess seinerzeit unter anderem die starke Abhängigkeit von einem einzigen Overlay Manager mit Blick auf die effiziente Sicherung der Wertuntergrenze und die generell etwas höhere Komplexität in der Umsetzung gesprochen, so Vaitl.

Multi-Asset-Anbieter profitieren zwar im Vertrieb von der erfreulichen Nachfrage, das Portfoliomanagement hat sich jedoch deutlich erschwert. Vor allem fehlen auch Multi-Asset-Managern Zinserträge, die das Risikobudget erhöhen. Dies erschwert auch die Steuerung der Aktienquote, die für die Rendite den wesentlichen Faktor darstellt. Von der Zinsseite ist kein neues Risikobudget zu erwarten – auch nicht kurzfristig vom Investor. „Wir vergeben grundsätzlich das Risikobudget einmalig und nicht jährlich“, erklärte Thomas Vaitl auf der Faros-Veranstaltung. Bei der Vergabe des Risikobudgets – gemessen an der erwarteten Zielrendite – sei der ADAC tendenziell dafür etwas großzügiger, um dem Asset Manager

entsprechenden Handlungsspielraum gewähren zu können, so Vaitl weiter. Im Gegenzug setzt der Asset Manager aber Teile des gewährten Risikobudgets erst in absoluten Stressphasen ein, um im Hinblick auf die Wertuntergrenze kurzfristige, prozyklische Eingriffe weitgehend vermeiden zu können. Nach Phasen nachhaltig positiver Renditeentwicklung konnte die Wertuntergrenze durch den Investor bereits mehrfach angehoben werden. Dies dient neben der dargestellten konservativen Einteilung des Risikobudgets durch den Asset Manager als weitere antizyklische Steuerungskomponente. In guten, sprich Risikobudget-aufbauenden Zeiten sollten Investoren darüber nachdenken, das Risikobudget per order mufti zu reduzieren.

Manfred Bubenheim warnte davor, dass in steigenden Märkten die risky Assets immer mehr zunehmen. „Es ist schlecht, wenn Freiheitsgrade dazu führen, dass die Strategische Asset Allocation sehr prozyklisch wird“, so Bubenheim. Statisch oder hyperaktiv darf die Strategische Asset Allocation aber auch nicht sein. Wer ersteres wünscht, ist mit ETFs besser bedient. Alle drei Wochen die Asset Allocation zu ändern macht aber auch keinen Sinn, selbst wenn die taktische Komponente Renditetreiber für einen aktiven „Multi“ ist. Koch prägte den Begriff der „intelligenten Asset Allocation“. Diese brauche es, um effizient Risikoprämien abzuschöpfen und Ausschüttungen zu generieren.

### **Short Call, Long Put**

Ein Klassiker, um auch mit knappem Risiko- und Finanzierungsbudget Aktienrisikoprämien vereinnahmen zu können sind Zero Cost Collar. Bei diesem Ansatz finanziert der Verkauf von Calls den Kauf von Puts. Letztere Optionen sparen Versicherungen nicht nur Risikobudget sondern nach Solvency II auch Eigenkapital. Die Opportunitätskosten dieser Strategie, wenn also Gewinne abgeschnitten werden, sind aber oft happig. In einem Beispiel des Derivatespezialisten Savant Capital wird um den S&P 500 ein Zero Cost Collar gelegt: Der Kauf eines 6-Monats-Put, der Verluste auf zehn Prozent begrenzt, wird mit dem Verkauf eines Calls finanziert, der Gewinne auf fünf Prozent limitiert. Dieses asymmetrische Auszahlungsprofil wird dadurch bedingt, dass Puts teurer als Calls sind. Ansonsten wäre der Collar nicht mehr kostenlos. Der Collar kostet aber Opportunitäten. Im Rückblick auf den Zeitraum von 1993 bis Juni 2018 ist der S&P nur in 7,3 Prozent der rollierenden

6-Monatsperioden der Fälle mehr als zehn Prozent gefallen. In aber gleich 56 Prozent dieser Perioden lag der Return dieses Aktienindex allerdings bei über fünf Prozent. Die Höhe der durchschnittlich vermiedenen Verluste – knapp zehn Prozent – und die Höhe der durchschnittlichen Opportunitätskosten bei steigenden Aktienmärkten – in der Hälfte der Fälle 7,3 Prozent – sind auch keine Werbung für Zero Cost Collars.

Ebenfalls ein Klassiker: Investoren mit knappem Risikobudget neigen gern dazu, über High Yields und Wandelanleihen Aktien-Exposure aufzubauen. High Yields sind zwar mit Aktien stark korreliert, die Renditen von europäischen High Yields bezahlen jedoch das Risiko kaum noch. Bei Wandelanleihen wiederum ist zu beobachten, dass manche Investoren mit diesem Instrument sehr zufrieden sind, andere dagegen enttäuscht. Letzteres dürfte nicht zuletzt darauf zurückzuführen sein, dass Wandler eine eher heterogene Asset-Klasse sind, die genau auf die Wünsche des Anlegers zu justieren ist. Große Stellschrauben sind zum Beispiel das Aktien-Exposure oder die Bonität des Emittenten des Wandlers. Von diesen Faktoren hängt ab, wie stark das Wandelanleihen-Mandat an der erhofften Aktien-Upside partizipiert und gleichzeitig nach unten absichert.

### **Wandler im Wandel**

Unterschiedliche Performance-Entwicklungen erklärt Stephanie Zwick, Head Convertible Bonds bei Fisch Asset Management in Zürich, damit, dass Indizes, ETFs oder Fonds oft ganz unterschiedlich betreffend an Regionen, Sektoren oder Währungsrisiken ausgerichtet sind. „Wer im Oktober stark in den Sektoren Technologie, Gesundheit oder Kommunikation investiert war – Titel, die hauptsächlich in der Region USA zu finden sind – hat diesen Monat größere Verluste zu verkraften. Der europäische Convertible-Markt ist hingegen stark mit defensiven Sektoren wie Versorger oder Immobilien durchmischt, welche sich in dieser Phase deutlich besser gehalten haben“, erläutert Stephanie Zwick. „Dazu kommt, dass diese Titel schon eher defensiven Charakter, was das Delta (Aktiensensitivität) betrifft, aufwiesen. Die heterogene Performance erstaunt uns also nicht.“ Generell sei auch festzuhalten, dass die Sektoraufteilung (Gewichte und Einzeltitel) der Aktienmärkte unterschiedlich zum Wandelanleihen-Universum sind und Sektorrotationen somit über zeitliche Abschnitte auch zu Performanceunterschieden führen können. Kritisch kann man fragen, ob jetzt, wo die Volatilität stark



angesprungen ist, wirklich der beste Zeitpunkt ist, um in Wandelanleihen zu investieren. Wenig überraschend ist natürlich gerade für einen spezialisierten Asset Manager für Investments immer ein guter Zeitpunkt. „Wandelanleihen sind über den Zyklus gesehen aus unserer Sicht immer ein gutes Investment“, so Stephanie Zwick. Die Wandelanleihen-Expertin kann dies aber auch begründen: „Die Volatilität der frei handelbaren Optionen ist in dieser Korrekturphase natürlich angesprungen. Nicht so die Volatilität der Wandelanleihen. Die implizite Options-Volatilität der Convertibles hat seit den Sommermonaten zwar leicht angezogen, bewegt sich aber nur leicht über dem historischen Durchschnitt.“ Wer Wandler selektiert, deren Option „at-the-Money“ ist – kann damit im Falle von fallenden Aktienmärkten ziemlich danebenliegen. „High-Delta“-Wandler bieten ein gutes Erholungspotenzial, bergen dagegen aber auch das größere Verlustrisiko, da diese Wandelanleihen in der Regel auch schon deutlich über dem Rückzahlungswert handeln“, so Zwick, die bei diesem Statement die Bedeutung der Konvexität der Wandelanleihe oder des Fonds betont.

### **Credit-Ansatz mit Equity-Kicker**

Wer hier Fehlentscheidungen vermeiden will, wird eventuell bei einem Credit-Ansatz mit einer Art Equity-Kicker von Assenagon fündig. Assenagon investiert dabei in Unternehmensanleihen oder alternativ in Kreditderivate, zusätzlich aber auch in Call-Optionen auf Aktien derjenigen Schuldner, bei denen modellbasiert die relative Attraktivität von Fremd- zu Eigenkapital auf eine Unterbewertung der Aktie hindeutet. Angestrebt wird eine Zielrendite von 4,5 Prozent pro Jahr. Assenagons Michael Hünsele sieht als großen Vorteil, dass man mit diesem Ansatz „immer am Geld ist, während sich Anleger bei Wandelanleihen praktisch meist entweder im Anleihen- oder im Aktienmarkt befinden“. Allerdings benötigt der Ansatz auch genug „Treffer“, damit sich die Calls selbst finanzieren. Gerade wenn mit Credits nur geringe Renditen vereinnahmt werden, tut es besonders weh, wenn mit Long-Positionen nutzlos Geld verpulvert wird. Ein schlechtes Umfeld für diesen Ansatz wäre, wenn der Markt bei niedriger Volatilität vor sich hin bröckelt. Ein ideales Umfeld wäre, wenn es bei Aktien zu einer Kurskorrektur kommt, nicht aber bei den Anleihen. Denn auf die relative Bewertung von Aktien zu Anleihen komme es an. Hünsele: „Wir fahren also bei unserem neuen Fonds Assenagon Credit Opportunity Plus eine sehr antizyklische Strategie.“ Interessant ist an diesem Ansatz

zudem, dass mehr Anagemöglichkeiten zur Verfügung stehen. Möchte man sich bei einem europäischen Wandelanleihen-Ansatz auf Investment Grade beschränken, stünden laut Fisch AM nur 60 Titel zur Verfügung. Wandelanleihen nehmen dem Anleger dafür die Timing-Problematik ab.

### **Aktien sind nicht gleich Aktien**

Nicht zuletzt spielt die Wahl des Aktiensegments eine wichtige Rolle dabei, ob man das Risikobudget beisammen halten kann. Die Faktorprämie Low Volatility konnte in der Vergangenheit durch ihre Risk-Return-Anomalie überzeugen. Im Oktober 2018 verzeichneten europäische Low-Vol-ETFs von zum Beispiel BNP Paribas und SPDR aber Abschläge von sechs Prozent und liegen auch auf Jahressicht im Minus. Außerdem sollte das große Volumen, das in Low-Vol-Strategien geflossen ist, und die hohen Bewertungen dieser Aktien Anlass zur Sorge geben. Diese Entwicklungen sprechen zumindest dafür, die einzelnen Aktien sehr sorgfältig auszuwählen. „Low-Risk-Aktien werden seit Jahren mit höheren Bewertungsmultiplikatoren gehandelt als marktkapitalisierte Indizes. Um diesem Problem zu begegnen, schließen wir systematisch sehr teure Low-Risk-Aktien bei der Titelauswahl aus“, so die Helaba Invest.

Merkmale sowohl von Strategien auf Niedrigrisiko-Aktien als auch auf Optionen weist der Lupus alpha Low Beta Risk-Premium auf. Bei dieser im April live gegangenen Strategie werden Put-Optionen verkauft. „Dieser Ansatz vereinnahmt neben der klassischen Aktien-Risikoprämie die Low Beta-Risikoprämie. Letztere wird auch als Leverage-Risikoprämie bezeichnet. Diese erklärt die messbare Überrendite risikoärmerer Aktien (Low Beta) gegenüber risikoreicheren Aktien (High Beta) und ist durch die Leverage-Aversion der Anleger fundamental begründet“, erläutert Alexander Raviol, Head of Alternative Solutions. „Umgesetzt wird die Strategie durch den Verkauf von Put-Optionen auf internationale Aktienindizes.“ Gedacht ist der Low Beta Risk-Premium als Alternative für institutionelle Anleger, die die Crowding-Risiken von klassischen Low-Beta- / Minimum-Volatility-Ansätzen erkannt haben und diese reduzieren wollen. Raviol: „Der Fonds zeigt eine diversifizierende Wirkung zu diesen Produkten.“ Mit knappem Risikobudget in Aktien zu investieren, hat seine Tücken. Die beschriebenen Ansätze können zur Schmerzlinderung beitragen und bieten die Chance, langfristig Risikobudget aufbauen zu können.

## MULTI ASSET: VIELFÄLTIG UND VIELVERSPRECHEND

wird Ihnen überreicht durch portfolio institutionell  
mit freundlicher Unterstützung von:

# Helaba Invest

## Helaba Invest

Kapitalanlagegesellschaft mbH

Dr. Marc Hennies, Leiter Vertrieb/Kundenbetreuung

JUNGHOF

Junghofstr. 24

D-60311 Frankfurt am Main

Tel: + 49 (0) 69 299 70-145

marc.hennies@helaba-invest.de

helaba-invest.de

## Herausgeber:

portfolio Verlagsgesellschaft mbH  
Kleine Hochstraße 9–11  
60313 Frankfurt am Main

## Kontakt:

Oneeba Sammi  
Tel.: +49 (0) 69 8570 8152  
o.sammi@portfolio-verlag.com

## Druck:

Silber Druck oHG  
Am Waldstrauch 1  
34266 Niestetal

## Autoren:

Dr. Hubert Dichtl, Patrick Eisele, Thomas Nitschke

## Bildnachweis:

Titel, Seite 11: Stockphoto

© Copyright: portfolio Verlagsgesellschaft mbH. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck in jeglicher Form, auch Fotokopien, nur nach vorheriger, schriftlicher Genehmigung des Verlages. Den Artikeln, Empfehlungen und Grafiken liegen Informationen zugrunde, die die Redaktion für verlässlich hält. Eine Garantie für die Richtigkeit können Redaktion und Verlag allerdings nicht übernehmen.

## Rechtliche Hinweise:

Alle veröffentlichten Angaben dienen ausschließlich Ihrer Information und stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit kann nicht übernommen werden. Wir empfehlen Ihnen vor Erwerb ein eingehendes Beratungsgespräch mit Ihrem Anlageberater. Alle Angaben und Einschätzungen sind indikativ und können sich jederzeit ändern. Bei dieser Information handelt es sich nicht um eine Finanzanalyse nach aufsichtsrechtlichen Bestimmungen, sondern um eine Werbemitteilung, die nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen genügt und nicht einem Verbot des Handels vor Veröffentlichung von Finanzanalysen unterliegt.

# Wissen entscheidet.



Wichtige Entscheidungen fällt man mit Verstand.  
Bei der Wahl zwischen vertretbaren Risiken und  
entspannten Anlagestrategien treffen Sie mit  
uns die richtige.

[helaba-invest.de](https://www.helaba-invest.de)

**Helaba** *Invest*